

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG (HNX: TNG)
Tô Gia Huy

Chuyên viên Phân tích cơ bản

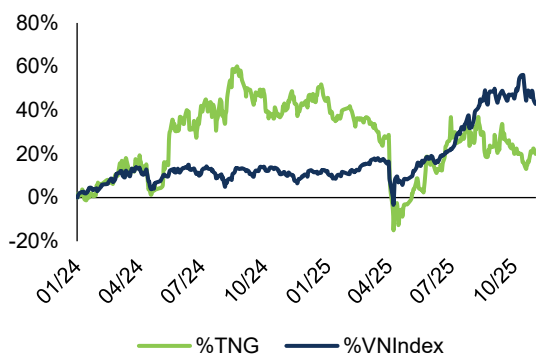
Email: huytg@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4332

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu TNG và VNIndex

Thông tin giao dịch (04/11/2025)

Giá hiện tại (VND/cp)	19.200
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	28.060
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	13.100
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	122,6
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	122,6
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	1.190.344
% sở hữu nước ngoài	16,04
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2.268
P/E trailing 12 tháng (lần)	2.573
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	7,89

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG
Địa chỉ	Số 434/1 đường Bắc Kạn, Hoàng Văn Thụ, TP.Thái Nguyên
Doanh thu chính	Gia công hàng may mặc xuất khẩu
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu và nhân công
Rủi ro chính	Chính sách thuế quan tại Mỹ, phụ thuộc vào các khách hàng lớn

 Giá hiện tại: **19.200**

 Giá mục tiêu: **22.100**

 Tăng/(giảm): **+15,1%**

Khuyến nghị

MUA
DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TNG với giá mục tiêu là **22.100 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **15,1%** so với giá đóng cửa ngày 03/11/2025 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Triển vọng ngắn hạn (Q4/2025F – 2026F) của TNG tăng trưởng chậm lại trong bối cảnh nhu cầu nhập khẩu tại thị trường chính là Mỹ sụt giảm.

- **Doanh thu Q4/2025F tăng nhẹ 6,2% YoY (đạt 2.633 tỷ đồng), tương ứng cả năm 2025 tăng 8,1% YoY (đạt 8.275 tỷ đồng).** Đến năm 2026F, doanh thu ước tính đạt 8.699 tỷ đồng (+5,1% YoY, -3,0 đpt YoY). Tăng trưởng đến nhu cầu nhập khẩu của EU tích cực trong năm Q4/2025 và 2026F nhờ (1) thu nhập từ tiền lương được cải thiện và (2) lạm phát được kiểm soát hỗ trợ sức mua.
- **Biên lợi nhuận mỏng may suy giảm** khi (1) phải chia sẻ chi phí thuế tại thị trường Mỹ do mức thuế bổ sung là 20% cũng như (2) cạnh tranh cũng gia tăng tại thị trường EU khi Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường này.

Trong dài hạn, TNG tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc.

- **Đơn hàng của TNG dự kiến tiếp tục tăng trưởng** nhờ TNG duy trì lợi thế cạnh tranh cốt lõi đến từ (i) tệp khách hàng lớn ổn định lâu năm và (ii) năng lực sản xuất chất lượng cao và quy mô lớn.
- **Phát triển đơn hàng có giá trị gia tăng cao hơn với khách hàng lớn Decathlon giúp cải thiện biên lợi nhuận**, bù đắp một phần việc phải chia sẻ chi phí thuế tại thị trường Mỹ và cạnh tranh gia tăng tại EU.

RỦI RO ĐẦU TƯ:

- **Mức độ ảnh hưởng của thuế quan lên khả năng chi tiêu hàng may mặc tại Mỹ:** Mỹ hiện đóng góp khoảng 50% doanh thu may mặc của TNG năm 2024. Triển vọng tiêu dùng dưới tác động của mức thuế mới được kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu tại thị trường chủ lực này của TNG.
- **Quy định về tỷ lệ nội địa hóa của Mỹ để hàng may mặc tránh mức hàng trung chuyển:** Nếu bị áp thêm thuế 40 đpt do bị gắn mác hàng trung chuyển, TNG có nguy cơ mất đơn hàng tại thị trường này vì chênh lệch chi phí lớn.

A. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA TNG Q3/2025

Kết quả kinh doanh của TNG trong Q3/2025 duy trì tích cực nhờ tăng cường với khách hàng lớn Decathlon (90% doanh thu tại EU) thúc đẩy doanh thu bù đắp đơn hàng sụt giảm tại Mỹ. Cụ thể,

Bảng 1. Kết quả kinh doanh của TNG duy trì tăng trưởng trong Q3/2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/2025	%YoY	9T2025	%YoY	%KH	Giải thích
Doanh thu thuần	2.633	+12%	6.671	13%	82%	Xuất khẩu sang thị trường EU (34% doanh thu) tích cực bù đắp đơn hàng sụt giảm tại Mỹ (32% doanh thu năm 2024). Cụ thể, - Thị trường EU: Tăng trưởng đến từ (i) tiêu dùng tăng trưởng ổn định khi lạm phát được kiểm soát và (ii) TNG tăng cường hợp tác với Decathlon (Pháp) giúp gia tăng đơn hàng. - Thị trường Mỹ (50% doanh thu): Đơn hàng sụt giảm trong Q3/2025 bởi (i) thuế quan tăng cao và (ii) đơn hàng đã được thúc đẩy giao sớm trong Q2.
Lợi nhuận gộp	360	+6,4%	960	6,4%		
<i>Biên lợi nhuận mảng may</i>	13,7%	<i>-0,7 đpt</i>	15,3%	<i>-0,9 đpt</i>		Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do doanh nghiệp chia sẻ 01 – 02% chi phí thuế trong đơn giá tại thị trường Mỹ .
Chi phí tài chính	75	-23%	249	-12%		Lỗ tỷ giá giảm mạnh khi tỷ giá ổn định hơn trong Q3/2025.
<i>Chi phí lãi vay</i>	71	<i>+11%</i>	174	<i>+8,1%</i>		Vay ngắn hạn tăng ~29% YoY do nhu cầu vốn ngắn hạn tăng cao để nhập khẩu nguyên liệu khi đơn hàng dồi dào.
Chi phí bán hàng và quản lý	172	+10%	445	+10%		
% Doanh thu	6,5%	<i>-0,1 đpt</i>	6,9%	<i>-0,2 đpt</i>		
Lợi nhuận sau thuế	117	+5,3%	280	+16%	82%	

Nguồn: TNG, FPTS ước tính

B. TRIỂN VỌNG NĂM 2025F KHẢ QUAN NHỜ THỊ TRƯỜNG EU DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG

Chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của TNG khả quan trong Q4/2025F với động lực chính là triển vọng tích cực tại thị trường EU (34% doanh thu năm 2024) với khách hàng lớn là Decathlon (DCL). Động lực chính thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu của EU trong năm Q4/2025 và 2026F đến từ (1) thu nhập từ tiền lương được cải thiện và (2) lạm phát được kiểm soát hỗ trợ sức mua.

Chi tiết dự phóng KQKD Q4/2025 của TNG như sau:

Bảng 2. TNG dự phóng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2025F

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/2025	%YoY	2025F	%YoY	%KH	Giải thích chính
Doanh thu thuần	1.604	+6,2%	8.275	+8,1%	102%	- Thị trường EU: Đơn hàng ổn định với khách hàng lớn DCL trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng của EU duy trì tích cực. - Thị trường Mỹ (50% doanh thu): Xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc giúp bù đắp sự sụt giảm của nhu cầu nhập khẩu.
Lợi nhuận gộp	236	+2,6%	1.184	+0,2%		
<i>Biên lợi nhuận mỏng may</i>	14,7%	-0,5 đpt	14,3%	-1,1 đpt		Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do (i) doanh nghiệp chia sẻ 01 – 02% chi phí thuế trong đơn giá tại thị trường Mỹ và (ii) áp lực cạnh tranh tại EU gia tăng khi Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu sang khu vực này để bù đắp tác động từ thuế quan cao tại Mỹ.
Chi phí tài chính	76	-3,7%	327	-12%		Lỗi tỷ giá giảm mạnh khi tỷ giá ổn định hơn.
<i>Chi phí lãi vay</i>	66	+26,9%	269	+46%		Vay ngắn hạn tăng ~25% YoY do nhu cầu vốn ngắn hạn tăng cao. Bên cạnh đó, doanh nghiệp bắt đầu trả lãi trái phiếu 400 tỷ đồng phát hành vào năm 2024.
Chi phí bán hàng và quản lý	134	+12%	568	+6,6%		
% Doanh thu	7,3%	+0,3 đpt	6,9%	-0,1%		
Lợi nhuận sau thuế	44	+2,3%	322	+18%	95%	

Nguồn: TNG, FPTS ước tính

I. Triển vọng ngắn hạn Q4/2025 và 2026F: Đơn hàng ổn định với khách hàng lớn là Decathlon

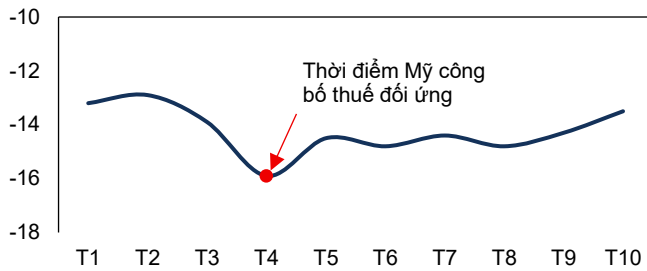
Các thay đổi về triển vọng ngắn hạn của TNG so với kịch bản 10% của [Báo cáo định giá lần đầu TNG T06/2025](#) gồm có:

- Tăng trưởng tại thị trường của EU tích cực hơn so với nhận định tại T06/2025.
- Kịch bản thuế quan tại Mỹ tiêu cực hơn (+10 đpt) đối với nhu cầu nhập khẩu.

Triển vọng ngắn hạn của TNG tăng trưởng chậm lại trong bối cảnh nhu cầu nhập khẩu tại thị trường chính là Mỹ sụt giảm. Việc tăng cường hợp tác với khách hàng lớn là Decathlon là động lực chính giúp TNG duy trì đơn hàng ổn định trong bối cảnh ngành dệt may gặp nhiều thách thức. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2026F của TNG đạt 8.699 tỷ đồng (+5,1% YoY). Trong đó, doanh thu thị trường EU đạt 3.204 tỷ đồng (+8,7% YoY) và thị trường Mỹ đạt 4.256 tỷ đồng (+3,2% YoY).

Dự phòng này dựa trên 02 giả định sau:

Biểu đồ 1. Niềm tin người tiêu dùng của người dân EU trong năm 2025 đã phục hồi đáng kể từ T4

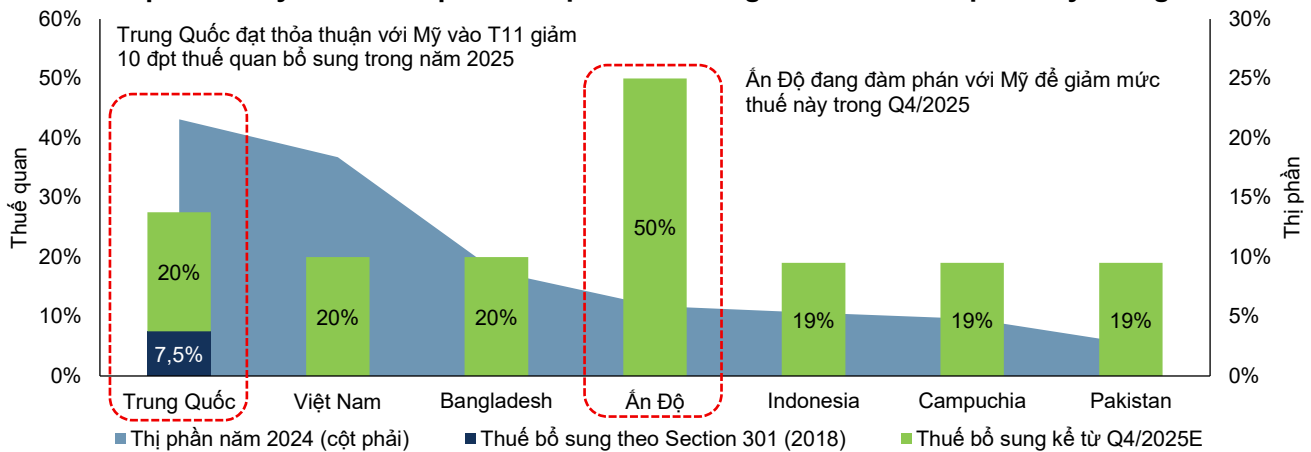


Nguồn: EC

(1) Đơn hàng ổn định với khách hàng lớn DCL (90% doanh thu tại EU năm 2024): Với việc tăng cường hợp tác với khách hàng này thể hiện ở việc DCL dịch chuyển trung tâm phát triển sản phẩm từ Vũ Hán (Trung Quốc) về Trung tâm phát triển sản phẩm của TNG. Bên cạnh đó, triển vọng tiêu dùng tại EU cũng duy trì tích cực khi lạm phát được kiểm soát và thu nhập thực của người dân tăng lên. Điều này thể hiện ở chỉ số niềm tin tiêu dùng của người dân EU đạt -13,5, phục hồi đáng kể (+2,4 điểm) kể từ thời điểm Mỹ công bố thuế quan T04/2025.

(2) Nhu cầu nhập khẩu tại thị trường Mỹ sụt giảm được bù đắp bởi đơn hàng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc: Trong bối cảnh hàng tồn kho may mặc tại Mỹ đã tăng cao trong 8T2025, nhu cầu tiêu dùng dự kiến suy giảm bởi giá hàng hóa tăng mạnh do thuế quan, các khách hàng của TNG sẽ chậm xuống đơn hơn trong ngắn hạn. Việc các khách hàng mới tại Mỹ như H&M và Walmart đã thử nghiệm sản xuất tại một số chuyên may trong năm 2024 và 2025 sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong tương lai của TNG tại Mỹ. Các nhãn hàng này hiện nay đều phụ thuộc vào việc sản xuất tại Trung Quốc, tuy nhiên mức thuế cao của Trung Quốc sẽ thúc đẩy đơn hàng gia tăng cho TNG. ([Chi tiết về lợi thế của Việt Nam trong xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc tại Mỹ - Báo cáo cập nhật ngành Dệt may T08/2025](#))

Biểu đồ 2. Việt Nam duy trì chênh lệch thuế quan với Trung Quốc sau đàm phán Mỹ Trung T11/2025



Nguồn: FPTs tổng hợp

Biên lợi nhuận của TNG dự kiến giảm nhẹ 0,3 đpt, đạt 14,0% do cạnh tranh gia tăng tại thị trường EU khi Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường này.

II. Triển vọng dài hạn: Tận dụng xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc

Triển vọng dài hạn của TNG không thay đổi so với kịch bản 10% của Báo cáo định giá lần đầu TNG tháng 6/2025. Tình hình đơn hàng của TNG tiếp tục tăng trưởng trong dài hạn nhờ (1) xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc tại Mỹ và (2) TNG duy trì lợi thế cạnh tranh cốt lõi đến từ (i) tệp khách hàng lớn ổn định lâu năm và (ii) năng lực sản xuất chất lượng cao và quy mô lớn sẵn sàng tiếp nhận đơn hàng mới.

Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp của TNG dự kiến thu hẹp trong dài hạn dưới áp lực phải chia sẻ chi phí thuế tại Mỹ và cạnh tranh gia tăng khi xuất khẩu vào EU. Cụ thể, đối với thị trường EU, trong bối cảnh gặp khó tại thị trường Mỹ, Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường EU bằng cách cạnh tranh về giá. Việc tăng cường hợp tác với DCL phát triển các đơn hàng ODM – phương thức gia công xuất khẩu có giá trị gia tăng cao hơn là yếu tố theo dõi quan trọng với TNG trong dài hạn.

III. Rủi ro đầu tư

(1) Mức độ ảnh hưởng của thuế quan lên khả năng chi tiêu hàng may mặc tại Mỹ: Mỹ hiện chiếm khoảng 50% doanh thu mảng may mặc của TNG trong năm 2024. Từ T8/2025, thuế nhập khẩu đối với hàng may mặc sẽ tăng trung bình 10 đpt so với nửa đầu năm. Nhiều khả năng các nhãn hàng sẽ chuyển phần chi phí thuế tăng

thêm vào giá bán, làm suy giảm sức mua của người tiêu dùng đối với sản phẩm may mặc. Triển vọng tiêu dùng dưới tác động của mức thuế mới sẽ ảnh hưởng đáng kể đến doanh thu tại thị trường chủ lực này của TNG.

(2) Quy định về tỷ lệ nội địa hóa của Mỹ để hàng may mặc tránh mức hàng trung chuyển: Hiện nay, tỷ lệ nội địa hóa của TNG ước tính đạt 50 – 60% do vải nguyên liệu (chiếm ~50 – 60% chi phí sản xuất) có nguồn gốc từ 60% nhập khẩu (từ Trung Quốc 50% và Đài Loan 10%). Trong kịch bản tỷ lệ nội địa hóa yêu cầu > 60%, TNG có thể phải chịu mức thuế quan cao khi xuất khẩu vào Mỹ khi việc tìm nguồn cung vải nội địa thay thế khó khăn do nguồn cung vải nội địa hạn chế, chi phí kém cạnh tranh với vải nhập khẩu.

C. KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu TNG với giá mục tiêu **22.100 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **15,1%** so với giá đóng cửa ngày 03/11/2025. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Giá mục tiêu của cổ phiếu TNG tăng khoảng 2,8% so với kịch bản thuế quan 10% của [Báo cáo định giá lần đầu TNG T06/2025](#), do (1) dự phóng thời điểm trước đây đã rất thận trọng trước rủi ro thuế quan từ Mỹ và (2) triển vọng tại thị trường EU tích cực hơn dự phóng của chuyên viên thời điểm T06/2025.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu TNG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888