

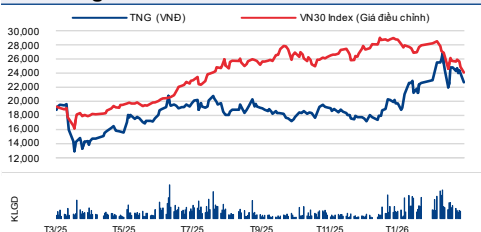
Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ26,200
Tiềm năng tăng/giảm: 15.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/3/2026)	22,700
Mã Bloomberg	TNG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	12,948-26,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,922
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	111
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	60.2%
Cổ đông lớn	Γ HĐQT và liên quan (28.3%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.30)	28.6	19.1
So với chỉ số	15.6	48.6	(5.75)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,471	3,046	13.9
2027F	3,900	3,268	19.3
2028F	4,251	3,961	7.3

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

Vượt qua khó khăn; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với TNG với giá mục tiêu 26.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15.4%. TNG hiện là doanh nghiệp may mặc niêm yết lớn thứ 2 tại Việt Nam xét theo doanh thu thuần năm 2025.
- Với sự hiện diện mạnh tại các thị trường lớn như Mỹ và EU, quan hệ hợp tác với các thương hiệu hàng đầu trên toàn cầu, danh mục sản phẩm chuyên biệt, và hồ sơ tuân thủ các tiêu chuẩn ESG, TNG được kỳ vọng hưởng lợi từ các xu hướng hiện tại. Trong giai đoạn 2025-2028, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11.8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 3 tháng qua, TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 6,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 là 6,9 lần. Với P/E năm 2026 ở mức 6,5 lần, TNG đang giao dịch thấp hơn đáng kể so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước ở mức 8,6 lần.

Doanh nghiệp may mặc hàng đầu tại Việt Nam

Được thành lập năm 1979 và niêm yết trên HNX năm 2007, CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) hiện vận hành 20 đơn vị sản xuất bao gồm 15 nhà máy may, qua đó sở hữu một trong những nền tảng sản xuất lớn nhất tại Việt Nam. Tận dụng danh mục sản phẩm chuyên về trang phục thời tiết lạnh và các sản phẩm có độ phức tạp kỹ thuật cao, TNG đã thiết lập quan hệ hợp tác lâu dài với các thương hiệu thời trang hàng đầu trên thế giới, đặc biệt tại Mỹ và châu Âu. Nhờ đó, năm 2025, TNG xếp thứ 8 toàn quốc về giá trị xuất khẩu dệt may và đứng thứ 2 về doanh thu thuần trong số các doanh nghiệp dệt may niêm yết. Ngoài ra, kể từ năm 2021, TNG luôn nằm trong top 2 doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam xét theo giá trị xuất khẩu sang thị trường EU.

Đáng chú ý, trong 10 năm qua, cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của TNG đều cho thấy khả năng chống chịu tốt trong bối cảnh thị trường biến động, với mức tăng trưởng CAGR đều là 19%, đạt lần lượt 8.699 tỷ đồng và 392 tỷ đồng trong năm 2025.

Lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 11,8%

Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng TNG duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực trong giai đoạn dự báo. Mặc dù dự báo xuất khẩu toàn ngành chỉ tăng trưởng 2,5% trong năm nay (2025: 7%) nhưng chúng tôi cho rằng việc phân bổ đơn hàng có thể không đồng đều, trong đó các doanh nghiệp có uy tín, quy mô sản xuất lớn, khả năng giao hàng nhanh và tuân thủ ESG có thể giành được nhiều đơn hàng hơn, đặc biệt là các đơn hàng chuyển dịch từ Trung Quốc. Trong bối cảnh đó, TNG có vị thế thuận lợi để thu hút thêm đơn hàng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm nay tăng trưởng 14% đạt 447 tỷ đồng và CAGR lợi nhuận thuần 3 năm đạt 11,8%, dựa trên CAGR doanh thu thuần đạt 7,9% và tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhẹ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 3 tháng qua và vượt trội đáng kể so với VN Index, TNG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới ở mức 6,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 01/2021 ở mức 6,9 lần; TNG cũng đang có P/E 2026 thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành trong nước và khu vực. HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với TNG với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 26.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15,4%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	882	942	1,035	1,121	1,197
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	315	392	447	502	547
EPS ĐC (đồng)	2,446	3,045	3,471	3,900	4,251
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	14,701	15,546	17,621	19,390	21,458
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.17	6.79	6.06	5.66	5.34
P/E ĐC (lần)	9.28	7.46	6.54	5.82	5.34
Lợi suất cổ tức (%)	8.81	6.61	6.61	6.61	6.61
P/B (lần)	1.54	1.46	1.29	1.17	1.06
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.5	24.5	14.0	12.4	9.01
ROAE (%)	16.8	20.1	20.9	21.1	20.8

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

Mục lục

Quan điểm đầu tư	3
Cơ hội cho Việt Nam trong bối cảnh căng thẳng thương mại	3
TNG có thể hưởng lợi ở một mức độ nhất định	3
Bề dày tăng trưởng bền vững	4
Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 14% trong năm 2026	4
Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 26.200đ (tiềm năng tăng giá 15,4%)	5
Tổng quan doanh nghiệp	6
Bối cảnh hình thành và cơ cấu cổ đông	6
Mô hình kinh doanh	7
Mảng BĐS	11
Lịch sử tăng trưởng bền vững qua các chu kỳ	13
Doanh thu và lợi nhuận duy trì sự ổn định giữa các biến động của thị trường	13
Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do chi phí đầu vào tăng kể từ năm 2020	15
Tăng trưởng ấn tượng cùng khả năng sinh lời vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành	16
Cơ cấu vốn cải thiện trong 10 năm qua	18
Triển vọng ngành và dự báo	19
Tổng kết năm 2025: Tăng trưởng tương đối tích cực ở mức 7%	19
Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng một chữ số thấp	21
TNG: Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,8%	22
Chiến lược tổng thể cho năm 2026 và các năm tiếp theo	22
Dự báo giai đoạn 2026-2028: Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,8%	22
Định giá và khuyến nghị	24
Kết luận và phương pháp định giá	24
Bối cảnh định giá	25
Rủi ro đối với dự báo và quan điểm đầu tư của HSC	25

Quan điểm đầu tư

TNG có vị thế thuận lợi để thu hút thêm đơn hàng từ Mỹ và EU, đặc biệt là các đơn hàng chuyển dịch từ Trung Quốc, nhờ các lợi thế cạnh tranh gồm (1) uy tín đã được khẳng định bằng những mối quan hệ hợp tác lâu dài với các thương hiệu hàng đầu trên toàn cầu, (2) quy mô sản xuất lớn, (3) danh mục sản phẩm chuyên biệt và (4) hệ thống tuân thủ các tiêu chuẩn ESG. Trong bối cảnh đó, HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 của TNG tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,8%. Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 26.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15,4%.

Cơ hội cho Việt Nam trong bối cảnh cạnh tranh thương mại

Năm 2025, giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam (bao gồm hàng may mặc và vải) đạt 39,6 tỷ USD, tăng trưởng 7%. Kết quả này củng cố vị thế của Việt Nam là quốc gia xuất khẩu hàng dệt may lớn thứ hai thế giới, chỉ sau Trung Quốc, trong khi Trung Quốc ghi nhận xuất khẩu hàng may mặc giảm 5% trong năm (theo Tổng cục Hải quan Trung Quốc). Đáng chú ý, Việt Nam đã vượt Trung Quốc để trở thành nhà cung cấp hàng dệt may lớn nhất cho thị trường Mỹ, trong khi các quốc gia châu Á khác cũng hấp thụ một phần thị phần bị mất này của Trung Quốc.

Theo McKinsey, nhu cầu hàng may mặc toàn cầu được dự báo duy trì ở mức thấp, với tăng trưởng một chữ số thấp trong bối cảnh những bất định kéo dài liên quan đến thương mại toàn cầu và các diễn biến địa chính trị. Gần đây, căng thẳng địa chính trị leo thang giữa Mỹ và Iran đã làm dấy lên lo ngại về việc giá dầu tăng cao, qua đó có thể làm gia tăng áp lực lạm phát toàn cầu và tiếp tục kìm hãm nhu cầu hàng may mặc.

Tuy nhiên, dù xu hướng dịch chuyển đơn hàng may mặc ra khỏi Trung Quốc tiếp tục tạo động lực mang tính cấu trúc cho Việt Nam nhưng nhu cầu suy yếu có thể khiến triển vọng xuất khẩu trong ngắn hạn vẫn đối mặt nhiều thách thức. Do đó, HSC dự báo giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam sẽ tăng trưởng khiêm tốn 2,5% trong năm 2026 (tính theo USD).

TNG có thể hưởng lợi ở một mức độ nhất định

Mặc dù tăng trưởng toàn ngành dự báo sẽ duy trì ở mức khiêm tốn 2,5% trong năm 2026 nhưng HSC cho rằng việc phân bổ đơn hàng có thể không đồng đều, trong đó các doanh nghiệp có uy tín đã được khẳng định, quy mô sản xuất lớn, khả năng giao hàng nhanh và tuân thủ ESG có thể giành được nhiều đơn hàng hơn, đặc biệt là các đơn hàng chuyển dịch từ Trung Quốc. Có hai xu hướng mang tính cấu trúc hỗ trợ luận điểm này:

- **Dịch chuyển sang các nhà cung cấp có năng lực:** Theo McKinsey, các thương hiệu và nhà bán lẻ tại Mỹ và châu Âu đang tinh gọn mạng lưới nhà cung cấp, ưu tiên số lượng đối tác ít hơn nhưng có khả năng đáp ứng quy mô lớn, chất lượng ổn định và tuân thủ ESG chặt chẽ.
- **Đa dạng hóa nguồn cung ngoài Trung Quốc:** Các thương hiệu thời trang toàn cầu đang đẩy nhanh việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng trong bối cảnh cạnh tranh thương mại gia tăng, dịch chuyển các trung tâm cung ứng ra khỏi Trung Quốc và tạo thêm cơ hội cho các trung tâm sản xuất thay thế. Theo quan điểm của chúng tôi, các quốc gia châu Á như Việt Nam, Bangladesh, Ấn Độ và Campuchia là những bên hưởng lợi chính.

Trong bối cảnh ngành như trên, TNG có vị thế thuận lợi để thu hút thêm đơn hàng, đặc biệt là các đơn hàng chuyển dịch từ các nhà cung cấp Trung Quốc, nhờ tận dụng các lợi thế cạnh tranh trên nền tảng quy mô sản xuất hàng đầu trong ngành:

- **Uy tín đã được khẳng định:** Quan hệ hợp tác lâu dài với các thương hiệu hàng đầu – trong đó nổi bật là quan hệ đối tác chiến lược với Decathlon đã giúp duy trì sản lượng xuất khẩu ổn định sang EU – qua đó củng cố vị thế của TNG với tư cách một đối tác được ưa thích với quy mô sản xuất hàng đầu.
- **Danh mục sản phẩm chuyên biệt:** Tập trung vào các sản phẩm thời tiết lạnh, chất lượng cao và có độ phức tạp kỹ thuật cao cho thấy năng lực của TNG trong việc

sản xuất các dòng sản phẩm đòi hỏi kỹ thuật cao và mang tính chuyên biệt, vốn trước đây chủ yếu được sản xuất từ Trung Quốc.

- **Nền tảng tuân thủ ESG vững chắc:** TNG sở hữu hồ sơ tuân thủ ESG tốt từ đó thu hút khách hàng mới trong bối cảnh các tiêu chuẩn pháp lý và tuân thủ ngày càng thắt chặt tại các thị trường lớn như Mỹ và châu Âu.

Bề dày tăng trưởng bền vững

Trong 10 năm qua, doanh thu và lợi nhuận của TNG duy trì tăng trưởng bền vững bất chấp những biến động của thị trường, chỉ ghi nhận sự suy giảm tạm thời vào các năm 2021 và 2023 trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu biến động và áp lực lạm phát gia tăng. Tính chung giai đoạn 2016-2025, cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đều tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 19%, đạt lần lượt 8.699 tỷ đồng và 392 tỷ đồng trong năm 2025, cho thấy khả năng duy trì tăng trưởng ổn định của TNG qua các chu kỳ.

Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm kể từ năm 2020 do chi phí đầu vào tăng mang tính cấu trúc (xu hướng phổ biến trong toàn ngành), TNG vẫn duy trì được tỷ suất lợi nhuận thuần ổn định và mức sinh lời hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Đồng thời, dòng tiền từ HĐKD cải thiện và bảng CĐKT được củng cố đã giúp Công ty duy trì chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn, qua đó vừa mang lại giá trị cho cổ đông vừa tiếp tục triển khai chương trình đầu tư vốn một cách chặt chẽ.

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 14% trong năm 2026

Cho năm 2026, TNG định hướng cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng trưởng tích cực, được hỗ trợ nhờ bối cảnh đơn hàng cải thiện đáng kể. Dựa trên định hướng này cùng với những bất định từ căng thẳng địa chính trị có thể ảnh hưởng đến triển vọng toàn ngành, HSC dự báo doanh thu thuần tăng trưởng 9,4% đạt 9.520 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng trưởng 14% đạt 447 tỷ đồng trong 2026. Các dự báo của chúng tôi được trình bày tại Bảng 1.

Bảng 1: Tóm tắt dự báo cho giai đoạn 2025-2028, TNG

HSC dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm lần lượt là 11,8% và 7,9% trong giai đoạn 2025-2028

Tỷ đồng	2025	Dự báo				Tăng trưởng		
		2026F	2027F	2028F		2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	8,699	9,520	10,276	10,924		9.4%	7.9%	6.3%
Lợi nhuận gộp	1,268	1,401	1,532	1,643		10.4%	9.4%	7.2%
Chi phí BH&QL	(556)	(609)	(668)	(710)		9.6%	9.6%	6.3%
Lỗ tài chính	(205)	(223)	(227)	(239)		8.6%	1.7%	5.4%
Lợi nhuận thuần	392	447	502	547		14.0%	12.4%	9.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.6%	14.7%	14.9%	15.0%	13 điểm cơ bản	20 điểm cơ bản	13 điểm cơ bản	
Chi phí BH&QL / doanh thu	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	1 điểm cơ bản	10 điểm cơ bản	0 điểm cơ bản	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	19 điểm cơ bản	19 điểm cơ bản	12 điểm cơ bản	

Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: P/E trượt dự phóng 1 năm, TNG

TNG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,4 lần



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

Biểu đồ 3: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TNG

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ tháng 1/2021 là 6,9 lần



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

**Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 26.200đ
(tiềm năng tăng giá 15,4%)**

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 26.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15,4%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 3 tháng qua, TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 6,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ đầu năm 2021 là 6,9 lần; cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2026 là 6,5 lần, thấp hơn so với bình quân (8,6 lần) của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và thấp hơn đáng kể so với mức bình quân (18,5 lần) của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Đáng chú ý, TNG cũng mang lại lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 7-9%, qua đó tạo ra cơ hội đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư nào tìm kiếm nguồn thu nhập ổn định song song với tăng trưởng lợi nhuận.

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập năm 1979 và niêm yết trên HNX năm 2007 (mã: TNG), Công ty đã tăng vốn điều lệ lên gấp 24 lần đạt 1.287 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025. TNG vận hành một trong những nền tảng sản xuất lớn nhất trong số các doanh nghiệp may mặc niêm yết tại Việt Nam. Công ty cũng xây dựng thế mạnh ở danh mục sản phẩm chuyên về trang phục thời tiết lạnh, có giá trị cao và độ phức tạp kỹ thuật cao, và sở hữu một hồ sơ tuân thủ ESG vững chắc. Những năng lực này đã giúp TNG thiết lập quan hệ hợp tác lâu dài với các thương hiệu thời trang hàng đầu thế giới tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt, đặc biệt là Mỹ và châu Âu. Nhờ đó, năm 2025, TNG xếp thứ 8 toàn quốc về giá trị xuất khẩu dệt may và đứng thứ 2 về doanh thu thuần trong số các doanh nghiệp dệt may niêm yết. Ngoài ra, kể từ năm 2021, TNG luôn nằm trong top 2 doanh nghiệp xuất khẩu may mặc lớn nhất Việt Nam xét theo giá trị xuất khẩu sang thị trường EU.

Bối cảnh hình thành và cơ cấu cổ đông

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG) được thành lập năm 1979 dưới hình thức doanh nghiệp nhà nước với tên gọi Xí nghiệp May Bắc Thái. Công ty được cổ phần hóa vào năm 2003 và niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) vào năm 2007 với mã TNG. Kể từ đó, Công ty đã thực hiện nhiều đợt tăng vốn, nâng vốn điều lệ lên khoảng 24 lần, đạt 1.287 tỷ đồng tính đến cuối năm 2025.

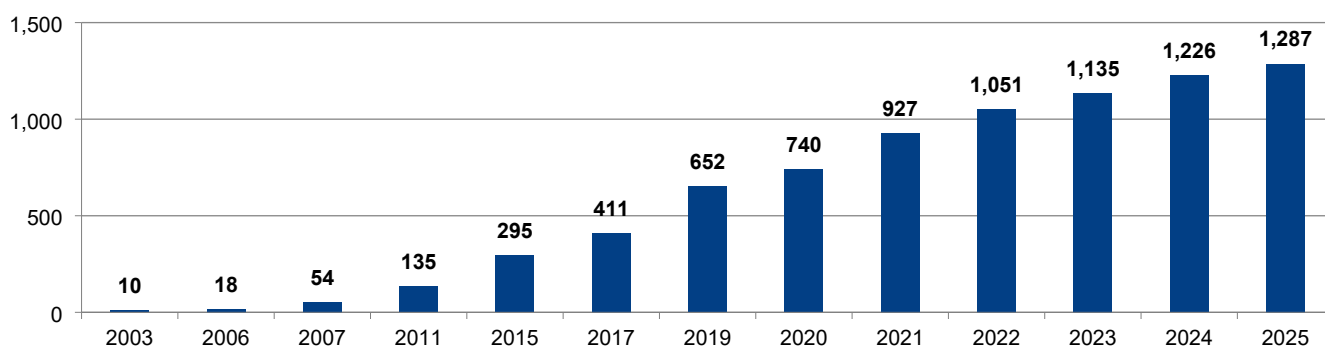
Cơ cấu sở hữu của TNG tương đối tập trung, với tỷ lệ đáng kể do BLĐ và các bên liên quan nắm giữ. Chủ tịch HĐQT ông Nguyễn Văn Thời sở hữu 17,6% cổ phần, trong khi con trai ông là ông Nguyễn Đức Mạnh, hiện giữ chức Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc, nắm giữ 8,8%. Vợ của Chủ tịch và một người con khác nắm giữ thêm tổng cộng 2,3%, nâng tổng tỷ lệ sở hữu của gia đình Chủ tịch lên khoảng 28%.

Trong khi đó, ông Trần Cảnh Thông, thành viên HĐQT, sở hữu 8%, trong khi một số quỹ đầu tư nắm giữ tỷ lệ khoảng 4-6% mỗi quỹ.

Xét theo quốc tịch, tại thời điểm cuối năm 2025, nhà đầu tư trong nước là cổ đông chi phối với tỷ lệ sở hữu 83,9%, trong khi nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 16,1%.

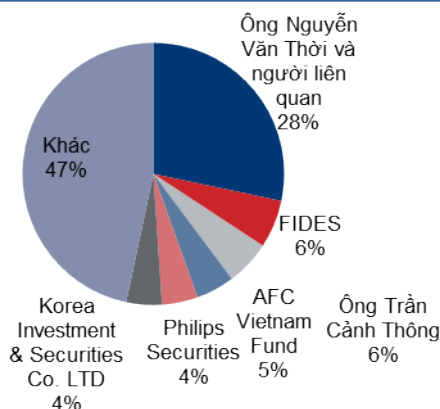
Biểu đồ 4: Vốn điều lệ (tỷ đồng), TNG

Vốn điều lệ tăng trưởng nhanh qua các năm



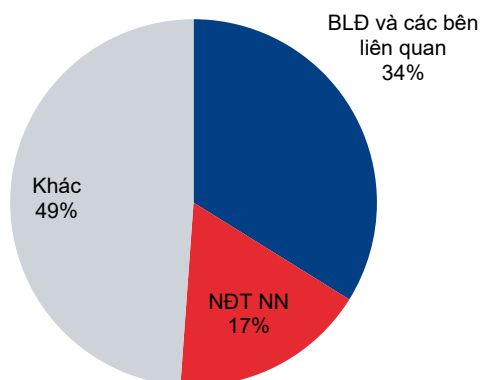
Nguồn: TNG

Biểu đồ 5: Cơ cấu cổ đông theo nhà đầu tư, TNG



Nguồn: FiinPro, TNG

Biểu đồ 6: Cơ cấu cổ đông theo nhóm nhà đầu tư, TNG



Nguồn: FiinPro, TNG

Mô hình kinh doanh

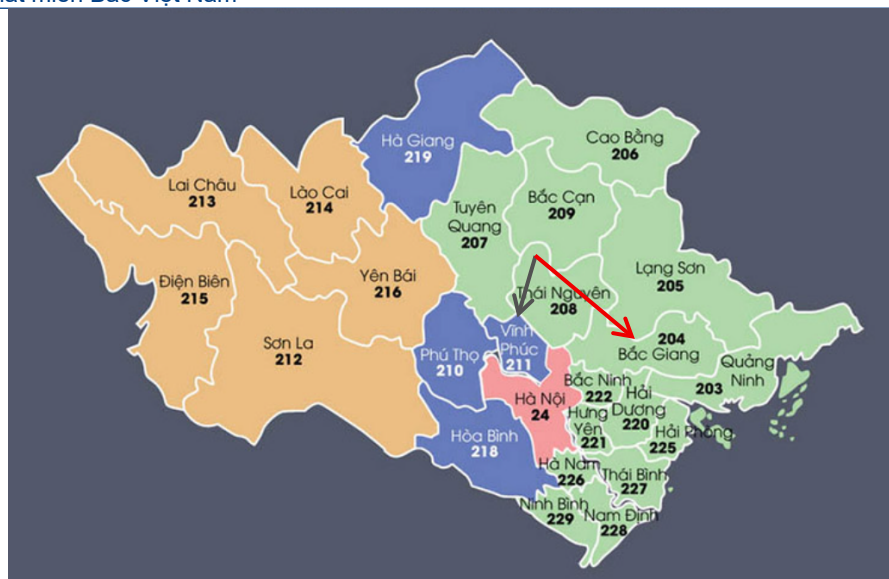
Hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty là sản xuất hàng may mặc xuất khẩu, đóng góp hơn 99% tổng doanh thu năm 2025 (theo ước tính của HSC). Sau hơn 45 năm phát triển, TNG đã trở thành một trong những doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam. Năm 2025, TNG xếp thứ 8 trong số các doanh nghiệp xuất khẩu lớn nhất với giá trị xuất khẩu đạt 365 triệu USD, theo số liệu từ Hiệp hội Dệt May Việt Nam (VITAS). Bên cạnh đó, công ty đã mở rộng sang lĩnh vực BĐS từ năm 2019; tuy nhiên, đóng góp của mảng BĐS vào lợi nhuận vẫn ở mức không đáng kể.

Phần lớn các nhà máy may của TNG đặt tại tỉnh Thái Nguyên, cách Hà Nội khoảng 100km và cách cảng Hải Phòng – cảng biển lớn nhất miền Bắc – khoảng 200km. Vị trí chiến lược này giúp TNG dễ dàng tiếp cận nguồn nhân lực chất lượng cao và đảm bảo thuận lợi trong vận chuyển hàng hóa (Biểu đồ 7).

Hiện tại, công ty sở hữu 20 đơn vị sản xuất, bao gồm 15 nhà máy may, 2 nhà máy phụ trợ cho hoạt động may mặc (bao bì và bông), 2 chi nhánh công nghệ và 1 phòng thí nghiệm.

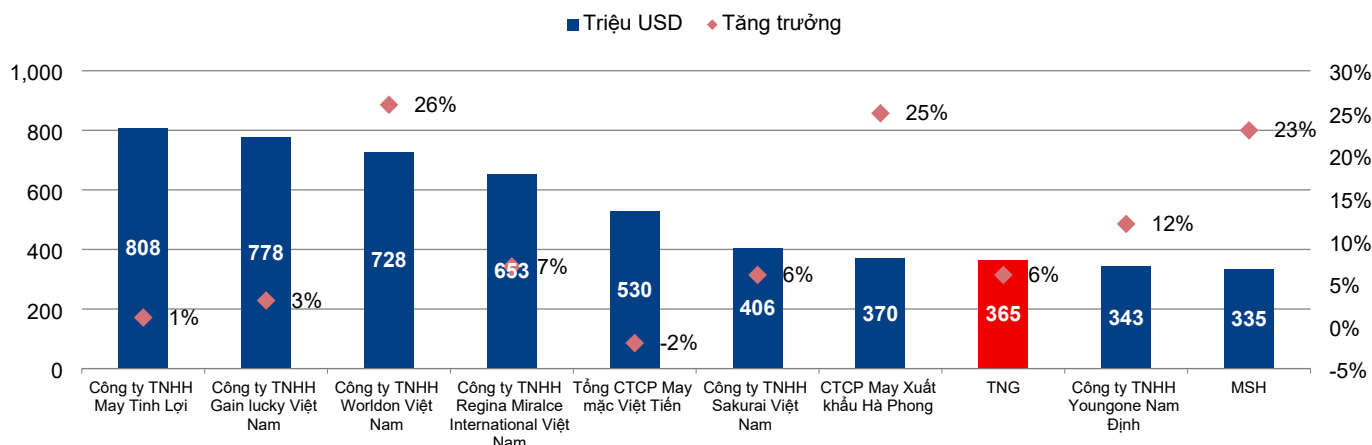
Hình 7: Bản đồ miền Bắc Việt Nam

Thái Nguyên nằm gần Hà Nội – thủ đô của Việt Nam & Hải Phòng – nơi có cảng biển lớn nhất miền Bắc Việt Nam



Nguồn: HSC

Biểu đồ 8: Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu may mặc lớn nhất theo giá trị xuất khẩu năm 2025 (triệu USD), Việt Nam
TNG đứng thứ 8



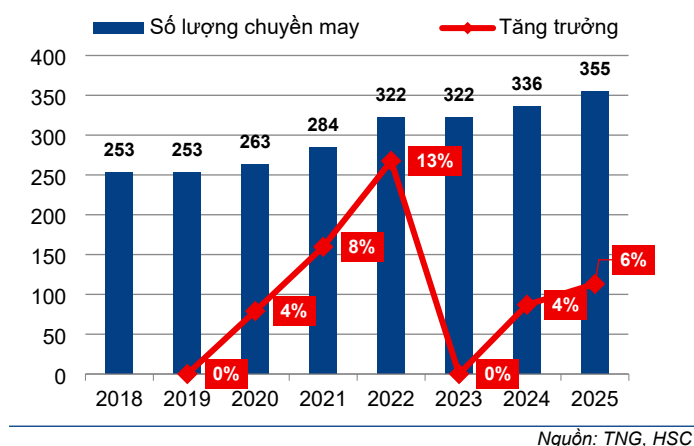
Nguồn: Vitas

Quy mô sản xuất hàng đầu cùng nền tảng tuân thủ ESG vững chắc

TNG đã gia tăng đáng kể năng lực sản xuất trong những năm qua, qua đó khẳng định khả năng đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của khách hàng và củng cố vị thế là đối tác sản xuất đáng tin cậy. Biểu đồ 9 cho thấy số lượng chuyển may tăng đều từ 253 chuyển năm 2018 lên 355 chuyển vào cuối năm 2025 (tăng 40%). Quy mô lao động cũng tăng tương ứng, từ 14.056 người năm 2018 lên 18.872 người năm 2025, tương đương CAGR đạt 4%. Nhờ đó, TNG hiện vận hành một trong những nền tảng sản xuất lớn nhất trong số các doanh nghiệp may mặc niêm yết tại Việt Nam.

Biểu đồ 9: Số lượng chuyển may, TNG

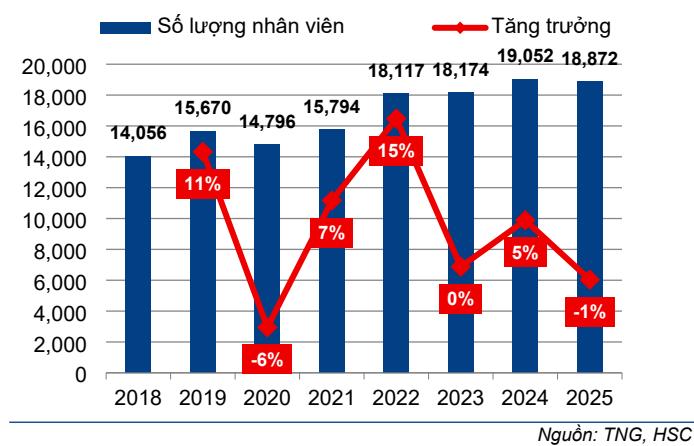
TNG sở hữu 355 chuyển may tính đến cuối năm 2025



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 10: Số lượng nhân viên, TNG

Tính đến cuối năm 2025, TNG có 18.872 nhân viên



Nguồn: TNG, HSC

Bảng 11: Các nhà máy, TNG

Tên nhà máy/ chi nhánh	Năm khánh thành	Địa chỉ	Số chuyền	Công suất & đặc điểm chính
Việt Đức	1979	KCN Sơn Cẩm, TP. Thái Nguyên (di dời từ năm 2024)	32 chuyền	2,2 triệu áo khoác/năm; đa dạng các loại áo khoác; sản phẩm ép seam; đạt chứng nhận công trình xanh LOTUS Silver
Việt Thái	1979	KCN Sơn Cẩm, TP. Thái Nguyên (di dời từ năm 2023)	32 chuyền	1,8 triệu áo khoác/năm; thiết kế hiện đại; đáp ứng tiêu chuẩn xanh.
Sông Công (1, 2, 3, 4)	2006	KCN Sông Công, TP. Sông Công	88 chuyền	7,7 triệu áo khoác/năm; áo khoác có lớp đệm; công nghệ ép seam; quần cargo; đạt chứng nhận LOTUS Silver.
Phú Bình (1, 2, 3, 4)	2010	Xã Kha Sơn, huyện Phú Bình	52-64 chuyền	4,5 triệu áo khoác/năm; áo lông vũ; quần denim; jumpsuit; váy.
Đại Từ	2015	Xã Tiên Hội, huyện Đại Từ	35 chuyền	3 triệu áo khoác/năm; chi nhánh đầu tiên đạt doanh thu trên 1.000 tỷ đồng/năm.
Đồng Hỷ	2018	Xã Nam Hòa, huyện Đồng Hỷ	38 chuyền	0,78 triệu áo khoác/năm; đầu tư giai đoạn 2 năm 2022 theo tiêu chuẩn nhà máy xanh.
Võ Nai (1, 2)	2020	Cụm CN Cây Bông, Xã La Hiên, huyện Võ Nai	32 chuyền	6 triệu sản phẩm/năm; nhà máy xanh đạt tiêu chuẩn LEED & LOTUS.
Các đơn vị hỗ trợ (Sợi, Bao bì, In ấn)	2006	Khu B, KCN Sông Công, TP. Sông Công	15 chuyền sản xuất phụ trợ	15 triệu yard vải/năm; 2,5 triệu m ² carton/năm; 70.000 sản phẩm in/ngày; sử dụng hệ thống điện mặt trời áp mái.

Nguồn: TNG, HSC

Bảng 12: Quy mô và năng lực sản xuất của một số doanh nghiệp may niêm yết tại Việt Nam

Mã CK	Công ty	Số lượng nhà máy	Số chuyền may	Số lượng nhân viên	Công suất sản xuất (triệu sản phẩm/năm)
TNG	CTCP Đầu tư & Thương mại TNG	16	355	18,872	56
MSH	CTCP May Sông Hồng	7	205	12,000	102
VGTT	Tập đoàn Dệt may Việt Nam	N/a	1,600	60,000	410
TCM	CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công	3	163	5,552	35

Nguồn: HSC

Một lợi thế cạnh tranh quan trọng khác là việc TNG tập trung mạnh vào tuân thủ ESG. Kể từ năm 2016, công ty đã liên tục gia tăng đầu tư nhằm giảm thiểu tác động môi trường, bao gồm hệ thống xử lý nước thải và chất thải tiên tiến, cũng như các giải pháp năng lượng xanh như điện mặt trời áp mái. Hiện TNG đang vận hành các nhà máy đạt chứng nhận xanh (LOTUS Silver), nổi bật là các nhà máy Sông Công và Việt Đức. Đáng chú ý, công ty đã hoàn tất việc thay thế toàn bộ lò hơi đốt than bằng lò hơi sinh khối vào cuối năm 2024 và triển khai bổ sung hệ thống điện mặt trời áp mái tại các nhà máy trong năm 2025. Những yếu tố này giúp TNG trở thành doanh nghiệp sản xuất tuân thủ ESG tốt, qua đó nâng cao khả năng thu hút và duy trì khách hàng tại các thị trường có yêu cầu cao như EU và Bắc Mỹ.

Danh mục sản phẩm chuyên biệt; Mỹ và châu Âu là các thị trường trọng điểm

TNG sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng bao gồm áo khoác, đồ trẻ em, quần short, hàng dệt kim, váy, lều và găng tay. Trong đó, áo khoác là sản phẩm chủ lực, chiếm khoảng 60% doanh thu, tiếp theo là đồ trẻ em chiếm 30% và quần short chiếm 6%. Cơ cấu sản phẩm của công ty tập trung vào các sản phẩm có yêu cầu kỹ thuật cao và độ phức tạp lớn, đòi hỏi năng lực sản xuất tiên tiến để đáp ứng các tiêu chuẩn thiết kế khắt khe của khách hàng.

Tận dụng thế mạnh trong các sản phẩm thời tiết lạnh – đặc biệt là áo khoác – cùng với quy mô sản xuất lớn và tiếp tục mở rộng, TNG đã thâm nhập thành công các thị trường phát triển và có khí hậu lạnh, bao gồm Mỹ, châu Âu, Canada và Nga. Năm 2025, công ty xuất khẩu tới 56 quốc gia và vùng lãnh thổ, trong đó Mỹ tiếp tục là thị trường lớn nhất, đóng góp khoảng 42,4% tổng giá trị xuất khẩu. Châu Âu đứng thứ hai với tỷ trọng 33,5%.

Đáng chú ý, theo dữ liệu xuất khẩu của VITAS giai đoạn 2021-2025, TNG luôn nằm trong top 2 doanh nghiệp xuất khẩu may mặc lớn nhất Việt Nam xét theo giá trị xuất khẩu sang EU, qua đó cho thấy sự hiện diện mạnh mẽ và ngày càng gia tăng của công ty tại thị trường chiến lược này.

Danh mục khách hàng hàng đầu hỗ trợ tăng trưởng doanh thu; Decathlon là khách hàng lớn nhất

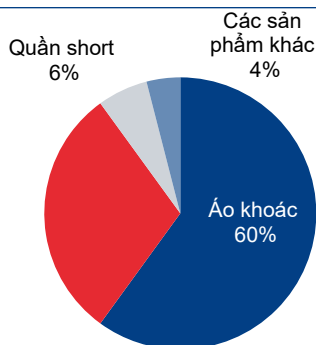
TNG đã thiết lập quan hệ hợp tác chặt chẽ với các thương hiệu và nhà bán lẻ may mặc hàng đầu thế giới như Decathlon, Asmara, Columbia, The Children's Place (TCP) và Sportmaster. Trong đó, Decathlon – nhà bán lẻ đồ thể thao lớn nhất thế giới với hơn 2.082 cửa hàng tại 79 thị trường – tiếp tục là khách hàng lớn nhất của TNG, đóng góp khoảng 30% doanh thu năm 2025. Tính chung, 3 khách hàng lớn nhất của TNG (Decathlon, Asmara và Columbia) đóng góp 52,2% tổng doanh thu trong năm.

TNG đã xây dựng mối quan hệ hợp tác lâu dài và bền vững với các khách hàng chủ chốt này. Kể từ khi thiết lập quan hệ thương mại với Decathlon vào năm 2012, sản lượng đơn hàng từ thương hiệu này đã tăng trưởng đều, hỗ trợ TNG mở rộng doanh thu tại thị trường châu Âu. Quan hệ hợp tác này tiếp tục được củng cố vào tháng 11/2021 khi TNG ký thỏa thuận trở thành nhà cung cấp chiến lược của Decathlon.

Gần đây, trong năm 2024, TNG đã mở rộng tệp khách hàng thông qua việc ký kết hợp đồng với G-III Apparel Group, một tập đoàn thời trang toàn cầu sở hữu và phân phối các thương hiệu nổi tiếng như Calvin Klein, Tommy Hilfiger và DKNY. Quan hệ hợp tác này giúp củng cố sự hiện diện của TNG tại thị trường Bắc Mỹ, đặc biệt là Mỹ và Canada.

Biểu đồ 13: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, 2024

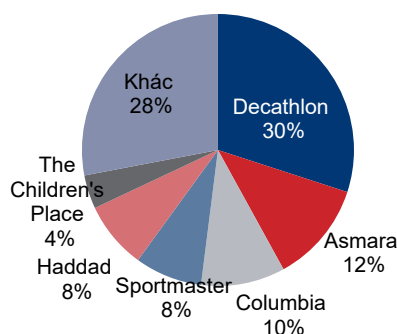
Áo khoác là mảng đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu của TNG



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 14: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, 2025

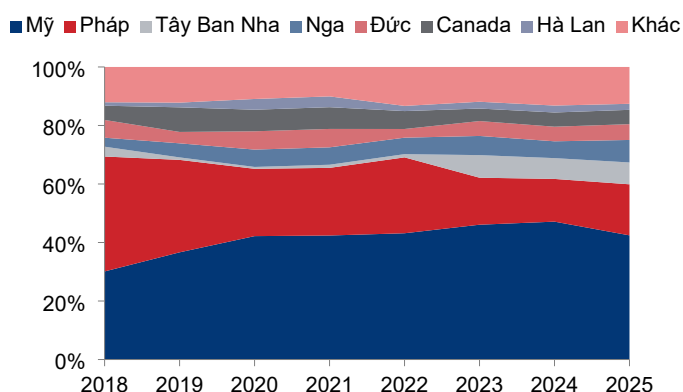
Decathlon là khách hàng lớn nhất của TNG, đóng góp khoảng 30% doanh thu



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 15: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, 2018-2025

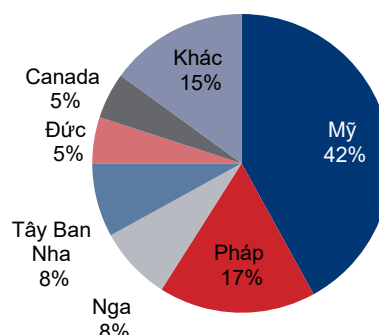
TNG mở rộng sự hiện diện tại các thị trường Mỹ, Tây Ban Nha và Nga



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 16: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, 2025

Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất, theo sau là Pháp và Nga



Nguồn: TNG, HSC

Các khách hàng chủ chốt của TNG thường yêu cầu tiêu chuẩn khắt khe về chất lượng sản phẩm, tuân thủ ESG và độ tin cậy trong khả năng giao hàng. Do đó, các mối quan hệ hợp tác dài hạn với các thương hiệu toàn cầu không chỉ giúp đảm bảo dòng đơn

hàng ổn định mà còn nâng cao khả năng thâm nhập vào các phân khúc cao cấp hơn của TNG trong những năm tới.

Phần lớn đơn hàng được thực hiện theo phương thức FOB (giao lên tàu)

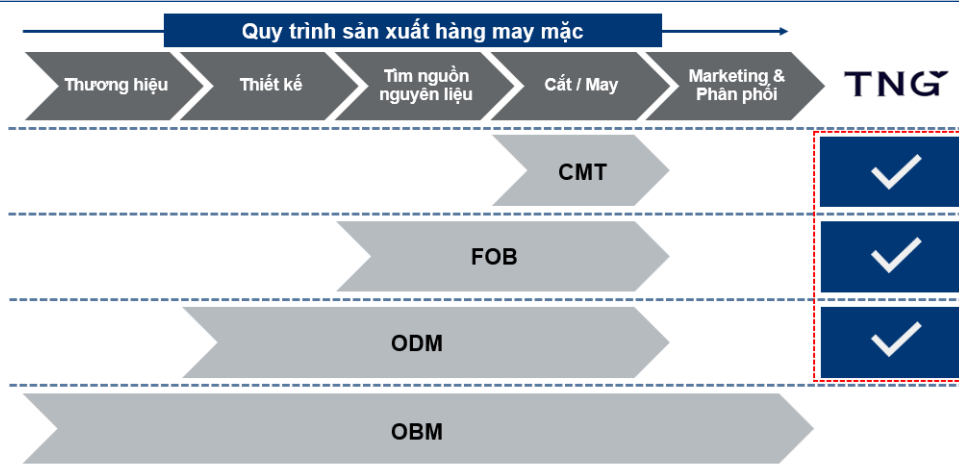
Phần lớn đơn hàng của TNG hiện được thực hiện theo phương thức FOB. Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu từ đơn hàng FOB đóng góp 88,4% tổng doanh thu. Trong khi đó, đơn hàng CMT đóng góp 11,2%, còn ODM chỉ đóng góp 0,04% tổng doanh thu.

Theo phương thức CMT (gia công có hoàn thiện), khách hàng cung cấp vải và phụ liệu, đồng thời chịu trách nhiệm cho phần lớn các hoạt động trước và sau sản xuất, còn nhà sản xuất chỉ tập trung vào công đoạn gia công.

Ngược lại, FOB là mô hình có giá trị gia tăng cao hơn, trong đó khách hàng cung cấp thiết kế sản phẩm, còn nhà sản xuất chịu trách nhiệm tìm nguồn nguyên vật liệu, sản xuất và giao hàng, qua đó thường hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận tốt hơn. Mặc dù TNG chủ yếu hoạt động theo mô hình FOB – hàm ý mức độ chủ động cao hơn trong việc tìm nguồn đầu vào – nhưng khách hàng thường yêu cầu công ty mua nguyên vật liệu từ danh sách các nhà cung cấp đã được phê duyệt. Theo BLĐ, các nhà cung cấp này đáp ứng các tiêu chuẩn khắt khe về kỹ thuật, chất lượng và ESG, đồng thời TNG vẫn có sự linh hoạt trong việc lựa chọn một hoặc một số nhà cung cấp trong danh sách này.

Biểu đồ 17: Phương thức xuất khẩu hàng may mặc

TNG tham gia vào 3 mô hình trong chuỗi giá trị gia công may mặc



Nguồn: HSC

Trong khi đó, với dịch vụ ODM (sản xuất thiết kế ban đầu), TNG tham gia cả vào khâu thiết kế và sản xuất sản phẩm. Tuy nhiên, hiện tại mảng ODM chỉ đóng góp tỷ trọng không đáng kể trong tổng doanh thu.

Mảng BĐS

Bên cạnh hoạt động xuất khẩu may mặc cốt lõi, TNG vẫn duy trì sự hiện diện trong mảng BĐS; tuy nhiên, đóng góp của mảng này vẫn không đáng kể.

Danh mục BĐS của TNG bao gồm hai dự án chính: (1) TNG Village, dự án căn hộ tại TP. Thái Nguyên và (2) KCN Sơn Cẩm tại tỉnh Thái Nguyên. Cả hai tài sản này đều được ghi nhận trực tiếp trên bảng CĐKT của công ty mẹ.

Dự án TNG Village, với tổng mức đầu tư 170 tỷ đồng (bao gồm 182 căn hộ chung cư, 4 penthouse và 9 shophouse), được triển khai từ năm 2018 và mở bán từ năm 2019. Tính đến cuối năm 2024, đã có 185 căn hộ được bán ra, tương đương tỷ lệ hấp thụ 99%, giúp TNG ghi nhận doanh thu bình quân khoảng 30 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2019-2024. Đến cuối năm 2025, dự án gần như đã bán hết sản phẩm và ghi nhận doanh thu, chỉ còn lại một số ít shophouse giữ lại để cho thuê, đồng nghĩa với đóng góp bổ sung trong tương lai ở mức hạn chế.

Trong thời gian tới, doanh thu từ mảng BĐS được kỳ vọng chủ yếu đến từ KCN Sơn Cẩm, với tổng diện tích khoảng 70ha, mật độ xây dựng 70% và tổng mức đầu tư ước tính hơn 1.300 tỷ đồng. Đến nay, hơn 62ha đã được giải phóng mặt bằng với giá cho thuê đất ở mức 120 USD/m² đối với các hợp đồng ký trước ngày 1/3/2026 và tăng lên 130 USD/m² sau đó. Dự án có thời gian hoạt động 50 năm từ 2020 đến 2070 với doanh thu cho thuê đất được ghi nhận một lần và phân bổ dần trong suốt vòng đời dự án.

Theo BLĐ, một phần diện tích tại KCN Sơn Cẩm sẽ được giữ lại để phục vụ kế hoạch mở rộng công suất trong tương lai của TNG, trong khi phần còn lại sẽ cho bên thứ ba thuê. Do đóng góp dự kiến vào lợi nhuận của TNG ở mức khiêm tốn, HSC không thực hiện định giá riêng cho dự án này.

Bên cạnh hai dự án trên, TNG cũng đầu tư vào một công ty liên kết là TNG Land, đơn vị phát triển dự án khu dân cư Đại Thắng tại Thái Nguyên. Trước đây, TNG Land là công ty con của TNG.

Năm 2022, TNG góp 140 tỷ đồng thành lập TNG Land và nắm giữ 86,17% cổ phần ban đầu. Đến cuối năm 2023, tỷ lệ sở hữu giảm xuống 51,7% nhưng TNG Land vẫn được hợp nhất như công ty con. Sau đợt phát hành riêng lẻ vào cuối tháng 5/2024, tỷ lệ sở hữu của TNG tiếp tục giảm xuống 48,8%, theo đó TNG Land không còn hợp nhất vào TNG.

Việc giảm tỷ lệ sở hữu này phù hợp với chiến lược tái cấu trúc của TNG, nhằm chuyên nghiệp hóa hoạt động và tách bạch rõ ràng nguồn lực giữa HKKD cốt lõi là may mặc và mảng BĐS không cốt lõi.

Hình 18: Tòa nhà căn hộ TNG Village

Tòa nhà có 186 căn hộ, cao 17 tầng



Nguồn: Phương tiện truyền thông

Hình 19: Khu công nghiệp Sơn Cẩm

Khu công nghiệp có tổng diện tích 70,58 ha



Nguồn: Phương tiện truyền thông

Lịch sử tăng trưởng bền vững qua các chu kỳ

Trong 10 năm qua, doanh thu và lợi nhuận của TNG duy trì tăng trưởng bền vững bất chấp những biến động của thị trường, chỉ ghi nhận sự suy giảm tạm thời vào các năm 2021 và 2023. Tính chung giai đoạn 2016-2025, cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đều tăng trưởng với tốc độ CAGR là 19%, đạt lần lượt 8.699 tỷ đồng và 392 tỷ đồng trong 2025, cho thấy khả năng duy trì tăng trưởng ổn định của TNG qua các chu kỳ khác nhau. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm kể từ năm 2020 nhưng TNG vẫn duy trì được tỷ suất lợi nhuận thuần ổn định và mức sinh lời hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Đồng thời, dòng tiền cải thiện và bảng CĐKT vững mạnh hơn cũng giúp công ty duy trì chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn, mang lại giá trị cho cổ đông song song với việc tiếp tục triển khai chương trình đầu tư vốn.

Doanh thu và lợi nhuận duy trì sự ổn định giữa các biến động của thị trường

Trong giai đoạn 2016-2020, TNG ghi nhận tăng trưởng mạnh với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần có CAGR đạt lần lượt 24% và 17% nhờ công suất mở rộng và nhu cầu xuất khẩu tăng.

Năm 2020, dịch COVID-19 đã làm gián đoạn nhu cầu hàng may mặc toàn cầu và chuỗi cung ứng, khiến hoạt động sản xuất bị ảnh hưởng. TNG đã chuyển một phần sản xuất sang thiết bị y tế, giúp giảm thiểu tác động tiêu cực. Do đó, doanh thu thuần chỉ giảm nhẹ 3% trong khi lợi nhuận thuần giảm mạnh 33% do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp và chi phí tài chính tăng.

Từ 2020 đến 2025, TNG bước vào giai đoạn phục hồi với doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 14% và lợi nhuận thuần tăng trưởng nhanh hơn với CAGR 21%. Trong 2021 và 2022, cả doanh thu và lợi nhuận đều phục hồi mạnh, ghi nhận tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu phục hồi tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt như Mỹ và châu Âu, bất chấp các gián đoạn liên quan đến dịch bệnh tại Việt Nam.

Tuy nhiên, trong 2023, dù doanh thu vẫn tăng 5% nhưng lợi nhuận thuần giảm 25% do áp lực lạm phát tại các thị trường xuất khẩu chính làm suy yếu nhu cầu dệt may toàn cầu, dẫn đến giá đơn hàng giảm đáng kể.

Bước sang các năm 2024-2025, khi điều kiện ngành cải thiện, KQKD của TNG phục hồi rõ rệt với lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 43% trong năm 2024 và 25% trong năm 2025, đánh dấu giai đoạn phục hồi lợi nhuận kéo dài 2 năm.

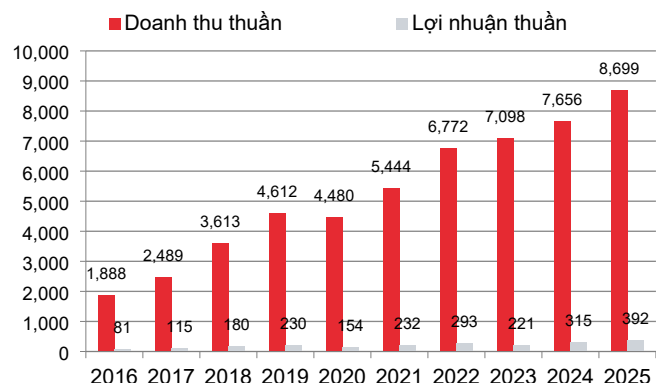
Tính chung giai đoạn 2016-2025, cả doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đều tăng trưởng với tốc độ CAGR là 19%, đạt lần lượt 8.699 tỷ đồng và 392 tỷ đồng trong 2025.

FOB là mảng lớn nhất, với tỷ trọng tăng dần theo thời gian

TNG đã chủ động chuyển dịch cơ cấu kinh doanh từ mô hình CMT có tỷ suất lợi nhuận thấp sang các đơn hàng FOB có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Tại thời điểm cuối năm 2025, FOB vẫn là mảng tạo doanh thu chủ đạo, với tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu tăng dần theo thời gian.

Biểu đồ 20: Doanh thu thuần & lợi nhuận thuần (tỷ đồng), TNG

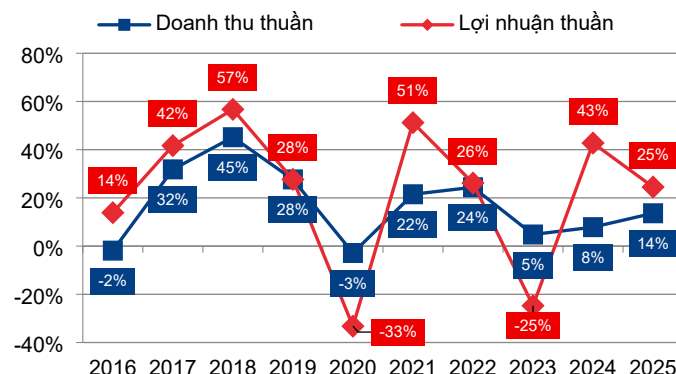
Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đã tăng trưởng liên tục trong 10 năm qua



Nguồn: TNG

Biểu đồ 21: Tăng trưởng doanh thu thuần & lợi nhuận thuần (%), TNG

Lợi nhuận chỉ suy giảm trong năm 2021 và 2023 nhưng đã nhanh chóng phục hồi

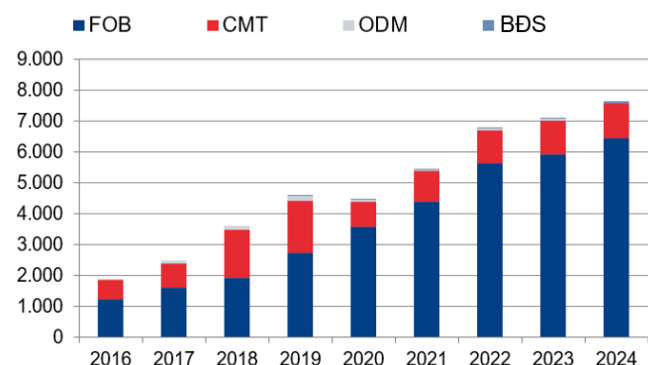


Nguồn: TNG

Doanh thu từ mảng FOB ghi nhận tốc độ CAGR đạt 23% trong giai đoạn 2016-2024, cao hơn nhẹ so với CAGR doanh thu thuần toàn công ty ở mức 19% trong cùng giai đoạn. Nhờ đó, tỷ trọng của mảng này trong tổng doanh thu đã tăng đáng kể lên 88,4% trong nửa đầu năm, so với 65,1% năm 2016, qua đó cho thấy FOB là động lực tăng trưởng chính trong chiến lược của TNG.

Biểu đồ 22: Cơ cấu doanh thu thuần (tỷ đồng), TNG

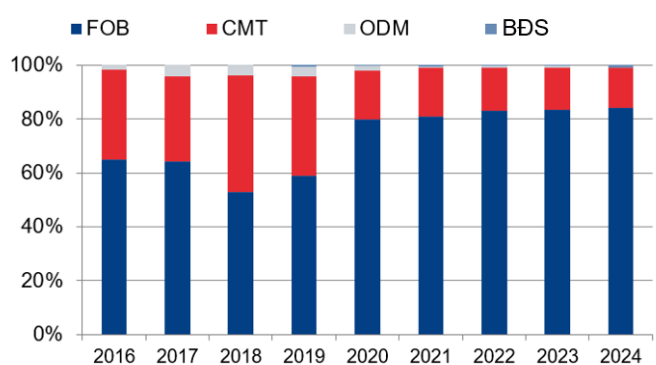
FOB là mảng có tỷ trọng lớn nhất...



Nguồn: TNG

Biểu đồ 23: Cơ cấu doanh thu thuần (%), TNG

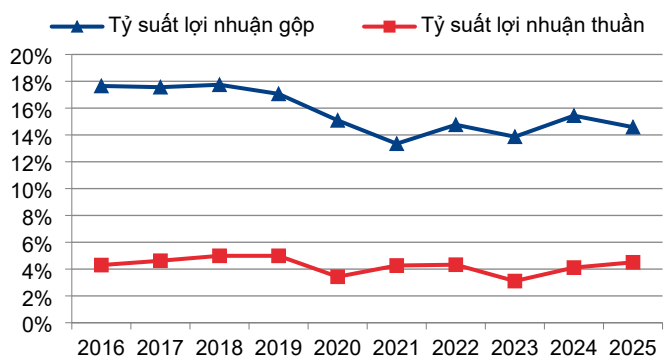
... và đang tiếp tục mở rộng đóng góp trong cơ cấu tổng doanh thu



Nguồn: TNG

Biểu đồ 24: Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần, TNG

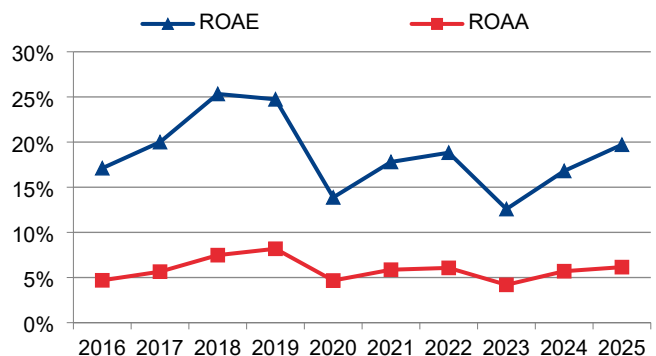
Tỷ suất lợi nhuận thuần ổn định theo thời gian



Nguồn: TNG

Biểu đồ 25: Hệ số ROAE và ROAA, TNG

ROAE và ROAA chạm đáy vào năm 2021 và 2023



Nguồn: TNG

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do chi phí đầu vào tăng kể từ năm 2020

Trong giai đoạn 2016-2019, tỷ suất lợi nhuận gộp của TNG duy trì tương đối ổn định, dao động trong khoảng 17-18%. Tuy nhiên, tỷ suất này giảm xuống mức 15,1% trong 2020, năm đầu tiên của đại dịch COVID-19, và chạm đáy ở mức 13,3% trong năm 2021 khi gián đoạn đạt đỉnh. Sau đại dịch, tỷ suất lợi nhuận gộp dao động trong khoảng 14-16%, thấp hơn 2-3 điểm phần trăm so với mức trước COVID.

Mặt bằng tỷ suất lợi nhuận thấp hơn này phản ánh mặt bằng chi phí đầu vào kém thuận lợi, đây là xu hướng phổ biến trong toàn ngành đối với các doanh nghiệp phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu như TNG. Kể từ năm 2020, giá vải dệt từ Trung Quốc đã chuyển sang một mặt bằng cao hơn do chi phí năng lượng, lao động và nguyên liệu đầu vào duy trì ở mức cao cùng với nguồn cung trở nên thắt chặt hơn sau đại dịch. Giá nhập khẩu vải dệt bình quân của Việt Nam từ Trung Quốc tăng 8% lên khoảng 11.600 USD/tấn trong năm 2020, tiếp tục tăng lên khoảng 12.800 USD/tấn vào năm 2022 và nhìn chung duy trì ổn định quanh mức này đến suốt năm 2024.

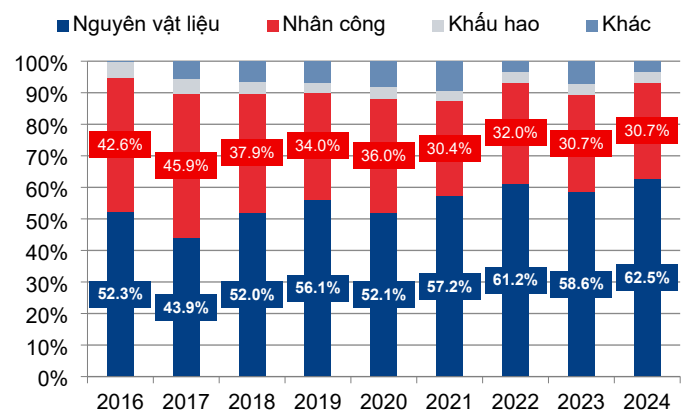
Theo công ty, khoảng 80% nguyên vật liệu hiện được nhập khẩu trong khi 20% còn lại được cung ứng trong nước. Xét theo nguồn gốc, Trung Quốc chiếm khoảng 68% tổng đầu vào, tiếp theo là Việt Nam với 20%, trong khi Hồng Kông và Đài Loan đóng góp lần lượt khoảng 5% và 4%.

Với mức độ phụ thuộc lớn vào nguyên vật liệu nhập khẩu, trong đó nhiều loại có cấu trúc giá duy trì ở mặt bằng cao, TNG đã ghi nhận chi phí nguyên vật liệu tăng nhanh. Xét cơ cấu giá vốn hàng bán của TNG, chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất, ước tính ở mức 52,3% trong năm 2016 (Biểu đồ 26). Theo thời gian, tỷ trọng chi phí đầu vào tăng lên mức 62,5% trong 2024, trong khi tỷ trọng chi phí lao động thu hẹp xuống mức 30,7% (so với 42,6% trong 2016).

Xét ở một góc độ khác, chi phí đầu vào trên doanh thu thuần cũng tăng đáng kể, từ 43,1% trong năm 2016 lên mức 52,9% trong năm 2024 (Biểu đồ 27). Trong suốt giai đoạn này, chi phí đầu vào tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 22%, cao hơn so với CAGR doanh thu thuần ở mức 19%, qua đó gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp của TNG.

Biểu đồ 26: Cơ cấu giá vốn hàng bán theo yếu tố cấu thành, TNG

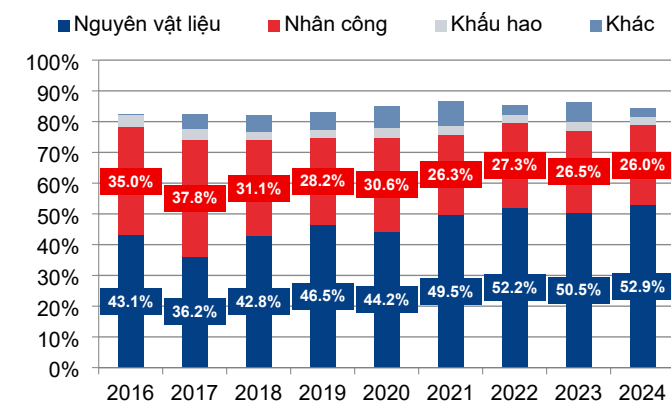
Chi phí đầu vào và chi phí lao động nhìn chung chiếm hơn 90% giá vốn hàng bán



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 27: Tỷ trọng các yếu tố cấu thành giá vốn hàng bán / doanh thu thuần (%), TNG

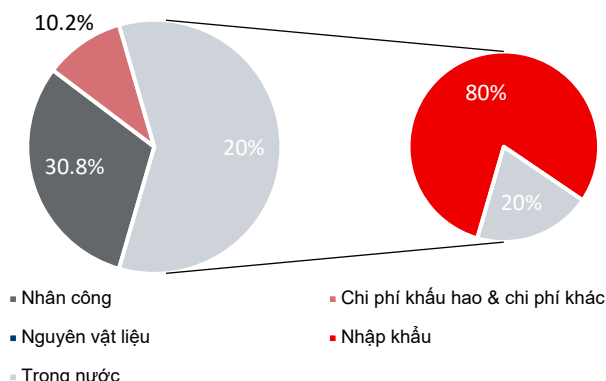
Tỷ trọng chi phí đầu vào trên doanh thu đã tăng đáng kể



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 28: Cơ cấu giá vốn hàng bán của TNG, 2024

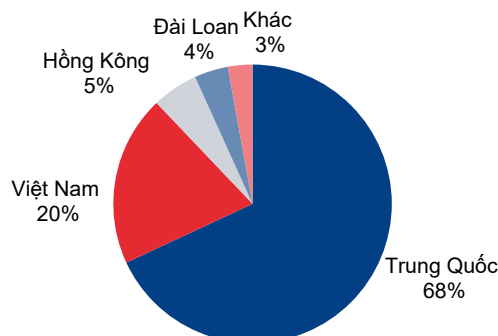
Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá vốn hàng bán, trong đó khoảng 80% được nhập khẩu



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 29: Cơ cấu nhập khẩu của TNG, 2025

Trung Quốc chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng nhập khẩu của TNG, tiếp theo là Việt Nam, Hồng Kông và Đài Loan



Nguồn: TNG, HSC

Tăng trưởng ấn tượng cùng khả năng sinh lời vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành

Trong số các doanh nghiệp dệt may niêm yết tại Việt Nam, năm 2025, TNG đứng thứ 2 về doanh thu thuần, chỉ sau Tập đoàn Dệt May Việt Nam (Vinatex) (UPCoM - VGT; chưa khuyến nghị), một công ty dệt may hoạt động theo mô hình công ty mẹ với nhiều công ty con thuộc sở hữu nhà nước với 53,5% cổ phần do SCIC (Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước) nắm giữ. Trong khi đó, TNG xếp thứ 3 về quy mô lợi nhuận thuần, sau CTCP May Sông Hồng (HSX - MSH; chưa khuyến nghị) và Vinatex. Dưới đây là một số điểm nổi bật:

- TNG ghi nhận CAGR doanh thu thuần giai đoạn 2020-2025 đạt 14%, vượt trội so với tất cả các doanh nghiệp cùng ngành và cao hơn đáng kể so với doanh nghiệp đứng thứ hai (MSH: 8%). Trong khi đó, CAGR lợi nhuận thuần 5 năm của TNG đạt 21%, tương đương với MSH và thấp hơn nhẹ so với doanh nghiệp tăng trưởng nhanh nhất là VGT (22%). TNG đạt ROAE năm 2025 ở mức 20,1%, đứng thứ hai trong ngành.
- Mặc dù quy mô doanh thu và lợi nhuận nhỏ hơn VGT nhưng khả năng sinh lời của TNG vẫn tốt hơn với ROAE đạt 20,1% so với mức 13,9% của VGT.
- So với MSH, TNG vượt trội về tăng trưởng doanh thu và tương đương về tăng trưởng lợi nhuận thuần trong 5 năm qua. Tuy nhiên, cấu trúc tỷ suất lợi nhuận cao hơn giúp MSH đạt ROAE cao nhất ngành năm 2025 ở mức 31,5%.
- Ngược lại, CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công (HSX - TCM; Nắm giữ, giá mục tiêu: 29.200đ) và CTCP Sợi Thép Kỹ (HSX - STK; chưa khuyến nghị) có quy mô doanh thu và lợi nhuận nhỏ hơn đáng kể so với TNG. Cả hai doanh nghiệp đều kém hơn về tăng trưởng và khả năng sinh lời, với CAGR doanh thu và lợi nhuận thuần đi ngang hoặc âm, dẫn đến ROAE chỉ ở mức một chữ số hoặc thấp ở vùng hai chữ số.

Bảng 30: Doanh thu thuần & lợi nhuận thuần (2025), các công ty ngành Dệt may đã niêm yết

TNG đứng thứ 2 về doanh thu và xếp thứ 3 về lợi nhuận

Công ty	Mã CK	Doanh thu thuần (tỷ đồng)	CAGR 2020-25	Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	CAGR lợi nhuận thuần 2020-25
CTCP Đầu tư & Thương mại TNG	TNG	8,699	14%	392	21%
CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công	TCM	3,644	1%	269	0%
CTCP May Sông Hồng	MSH	5,538	8%	612	21%
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT	18,399	6%	873	22%
CTCP Sợi thép kỹ	STK	1,353	-5%	50	-19%

Nguồn: HSC

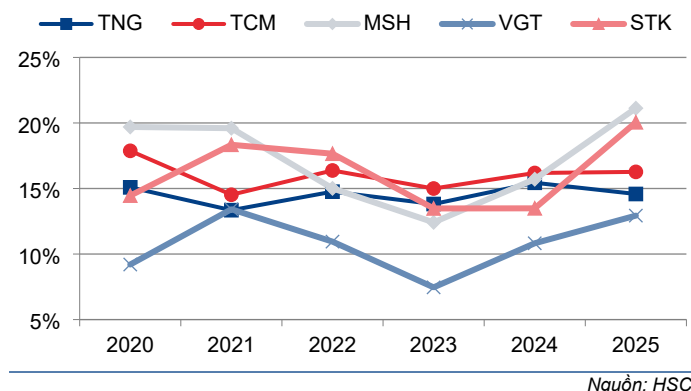
Bảng 31: Các chỉ số quan trọng (2025), các công ty ngành Dệt may đã niêm yết

Hệ số ROAE của TNG cao hơn mức bình quân

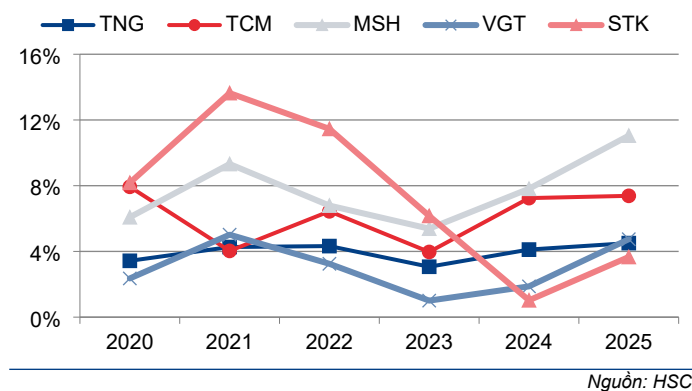
Công ty	Mã CK	Tỷ suất lợi nhuận gộp	Tỷ suất EBIT	Tỷ suất lợi nhuận thuần	ROAE	ROAA
CTCP Đầu tư & Thương mại TNG	TNG	14.6%	8.2%	4.5%	20.1%	6.2%
CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công	TCM	16.3%	8.5%	7.4%	11.5%	6.7%
CTCP May Sông Hồng	MSH	21.1%	12.7%	11.0%	31.5%	14.6%
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT	12.9%	4.6%	4.7%	13.9%	6.7%
CTCP Sợi thế kỷ	STK	20.1%	15.2%	3.7%	2.9%	1.2%

Nguồn: HSC

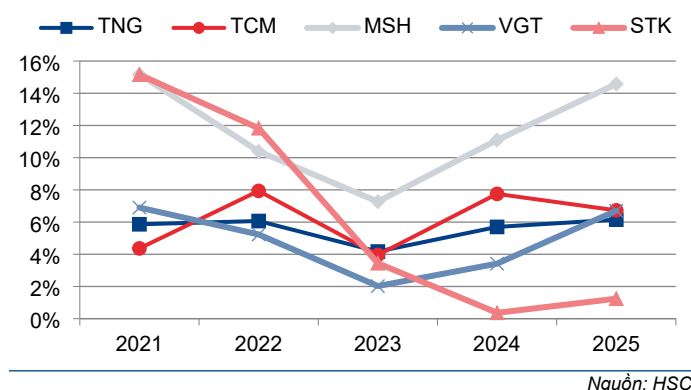
Biểu đồ 32: Tỷ suất lợi nhuận gộp, TNG & các công ty cùng ngành



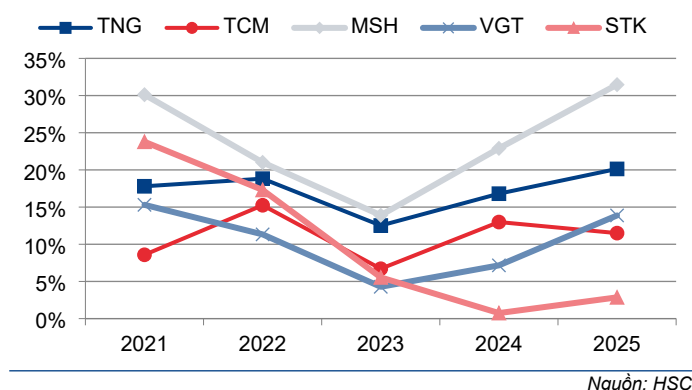
Biểu đồ 33: Tỷ suất lợi nhuận thuần, TNG & các công ty cùng ngành



Biểu đồ 34: ROAA, TNG & các công ty cùng ngành

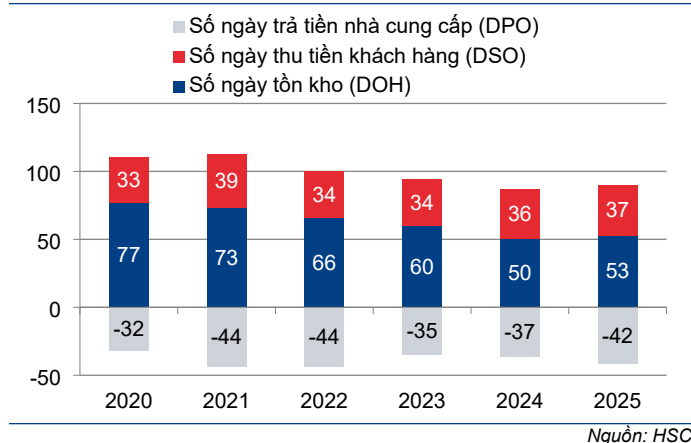


Biểu đồ 35: ROAE, TNG & các công ty cùng ngành



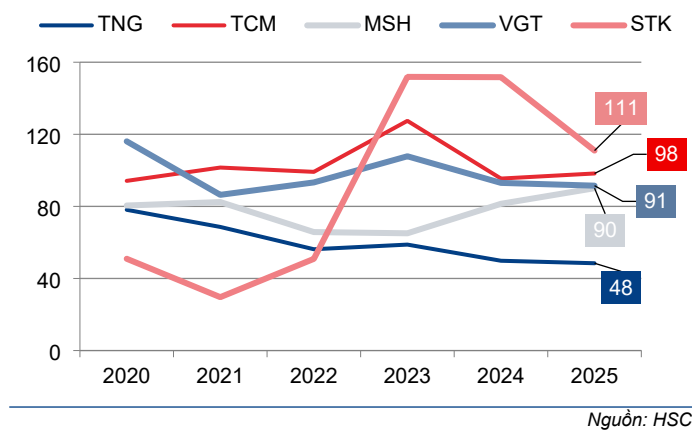
Biểu đồ 36: Cơ cấu chỉ số vòng quay tiền mặt (CCC), TNG

Số ngày tồn kho đã cải thiện đáng kể theo thời gian



Biểu đồ 37: Chỉ số vòng quay tiền mặt (CCC), TNG & các công ty cùng ngành

TNG có chỉ số vòng quay tiền mặt thấp nhất trong số các doanh nghiệp dệt may niêm yết, ở mức 48 ngày



- Về hiệu quả hoạt động, TNG đã rút ngắn chu kỳ chuyển đổi tiền mặt từ 78 ngày trong năm 2020 xuống còn 48 ngày trong năm 2025 (Biểu đồ 36). Nhờ đó, công ty hiện có chu kỳ vốn lưu động ngắn nhất trong số các doanh nghiệp dệt may niêm yết (Biểu đồ 37), cho thấy khả năng quản lý vốn lưu động rất chặt chẽ.

Cơ cấu vốn cải thiện trong 10 năm qua

Với chu kỳ sản xuất ngắn, phần lớn dư nợ của TNG là nợ ngắn hạn phục vụ nhu cầu vốn lưu động, chiếm tỷ trọng ổn định 70-80% tổng nợ. Đến cuối năm 2025, tổng dư nợ của TNG gần như tăng gấp ba lên 3.327 tỷ đồng, so với mức 1.147 tỷ đồng vào thời điểm cuối năm 2016, tương đương CAGR ở mức 13%. Trong cùng giai đoạn, vốn CSH tăng trưởng nhanh hơn với CAGR đạt 17%. Nhờ đó, tỷ lệ nợ/vốn CSH của công ty cải thiện rõ rệt, giảm xuống mức 1,6 lần trong năm 2025 từ 2,2 lần năm 2016, phản ánh cơ cấu vốn lành mạnh hơn.

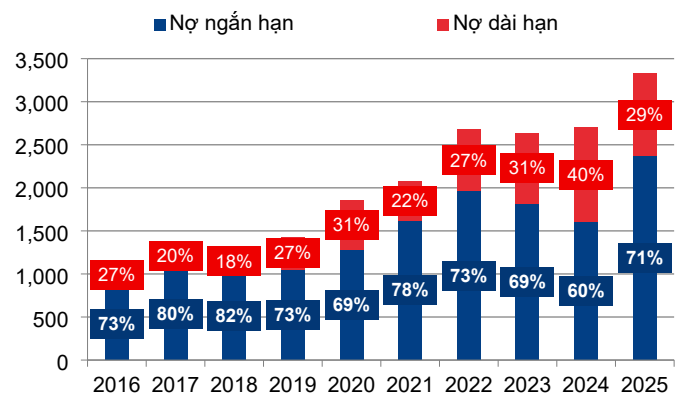
Duy trì chi trả cổ tức tiền mặt ổn định song song với việc tiếp tục triển khai đầu tư vốn

TNG duy trì chương trình đầu tư vốn liên tục nhằm mở rộng công suất sản xuất, dẫn đến dòng tiền tự do âm trong nhiều năm. Tuy nhiên, điểm tích cực là dòng tiền từ HĐKD đã chuyển sang dương từ năm 2018 và tiếp tục cải thiện ổn định sau đó. Ngoại lệ duy nhất là năm 2021, khi dòng tiền từ HĐKD giảm tạm thời do các khoản phải thu tăng cao trong giai đoạn COVID-19, trước khi phục hồi mạnh trong năm 2022.

Mặc dù duy trì đầu tư vốn ở mức cao nhưng TNG vẫn mang lại giá trị cho cổ đông thông qua việc chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn kể từ năm 2019 nhờ dòng tiền cải thiện. Trong năm 2024 và 2025, công ty chi trả cổ tức ở mức 1.500-2.000đ/cp, tương ứng lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 6-8%.

Biểu đồ 38: Cơ cấu tổng nợ (tỷ đồng), TNG

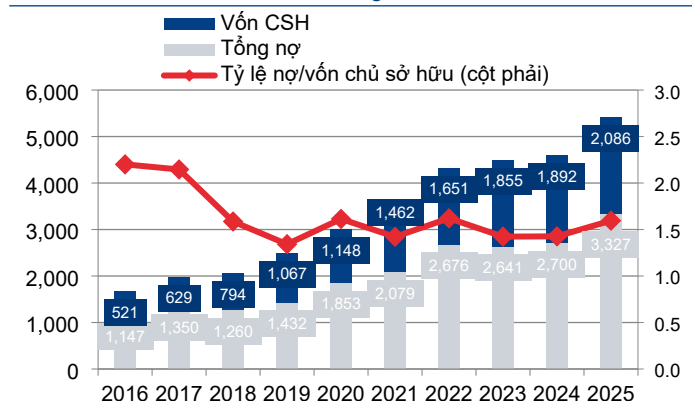
Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 39: Nợ và vốn CSH (tỷ đồng), TNGs

Cơ cấu vốn đã cải thiện theo thời gian



Nguồn: TNG, HSC

Bảng 40: Dòng tiền, TNG

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đã cải thiện song hành với sự mở rộng công suất sản xuất

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dòng tiền từ HĐKD	0	-66	116	410	196	36	382	481	746
Chi phí đầu tư tài sản cố định	-250	-141	-210	-337	-490	-580	-471	-712	-254
Dòng tiền tự do	-251	-207	-94	73	-294	-544	-89	-231	492

Nguồn: TNG, HSC

Bảng 41: Lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt, TNG

TNG duy trì chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn từ năm 2019

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DVPS (đồng/cổ phiếu)	0	0	0	800	800	800	800	800	2,000	1,500
EPS (đồng/cổ phiếu)	2,480	2,797	3,653	3,717	2,254	2,913	2,811	1,917	2,568	3,045
Tỷ lệ chi trả cổ tức	0%	0%	0%	22%	22%	35%	27%	28%	104%	58%

Nguồn: TNG, HSC

Triển vọng ngành và dự báo

Nhìn chung, xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam tăng trưởng tương đối tích cực ở mức 7% trong năm 2025 với mức tăng trưởng ghi nhận trên diện rộng tại các thị trường chủ chốt như Mỹ, châu Âu và Nhật Bản, qua đó củng cố vị thế là quốc gia xuất khẩu hàng dệt may lớn thứ hai thế giới. Tại thị trường Mỹ, Việt Nam đã vượt Trung Quốc để trở thành nhà cung cấp hàng dệt may lớn nhất, trong khi các quốc gia châu Á khác cũng gia tăng thị phần từ Trung Quốc trong bối cảnh căng thẳng thương mại tiếp diễn. Cho năm 2026, HSC kỳ vọng tăng trưởng toàn ngành chậm lại còn khoảng 2,5%, với xu hướng đa dạng hóa nguồn cung ngoài Trung Quốc tiếp tục hỗ trợ xuất khẩu của Việt Nam trong khi triển vọng nhu cầu vẫn yếu và chịu áp lực từ căng thẳng địa chính trị leo thang.

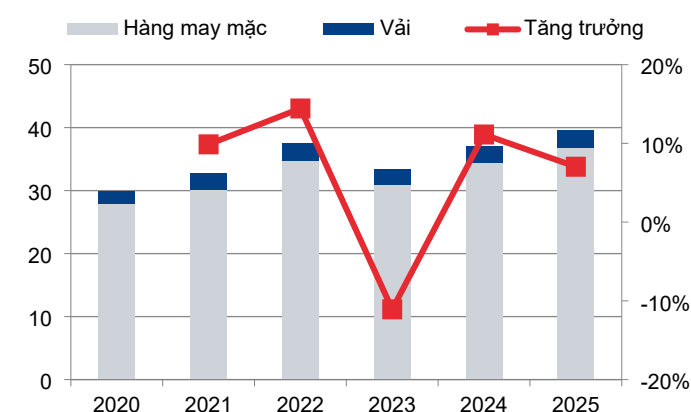
Tổng kết năm 2025: Tăng trưởng tương đối tích cực ở mức 7%

Năm 2025, giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam (bao gồm hàng may mặc và vải) đạt 39,6 tỷ USD, tăng trưởng 7%. Kết quả này củng cố vị thế của Việt Nam là quốc gia xuất khẩu hàng dệt may lớn thứ hai thế giới chỉ sau Trung Quốc, trong khi Trung Quốc ghi nhận xuất khẩu hàng may mặc giảm 5% trong năm (theo Tổng cục Hải quan Trung Quốc). Trong đó, xuất khẩu hàng may mặc – mảng cốt lõi của ngành – tăng trưởng 7,2% đạt 36,8 tỷ USD, trong khi xuất khẩu vải đạt 2,8 tỷ USD, tăng trưởng 5,5%.

Tăng trưởng ghi nhận trên diện rộng tại hầu hết các thị trường lớn ngoại trừ Hàn Quốc nơi giá trị xuất khẩu giảm 8,3%. Mỹ tiếp tục là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu đạt 17,9 tỷ USD (tăng trưởng 10,7%), chiếm 45% tổng giá trị xuất khẩu năm 2025. EU và Nhật Bản là các thị trường quan trọng tiếp theo với giá trị xuất khẩu tăng trưởng lần lượt 10,7% và 6,1% đạt 4,8 tỷ USD và 4,6 tỷ USD.

Biểu đồ 42: KNXK hàng dệt may (tỷ USD), Việt Nam

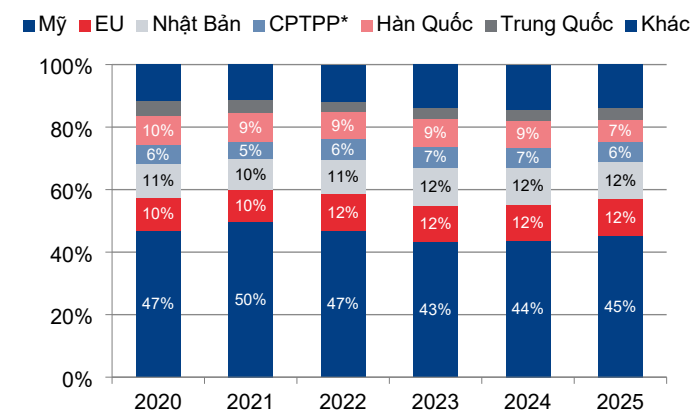
KNXK hàng dệt may tăng trưởng 7%, đạt 39,6 tỷ USD



Nguồn: Vitas, Hải quan Việt Nam

Biểu đồ 43: Cơ cấu xuất khẩu hàng dệt may theo thị trường (%), Việt Nam

Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu hàng dệt may lớn nhất của Việt Nam

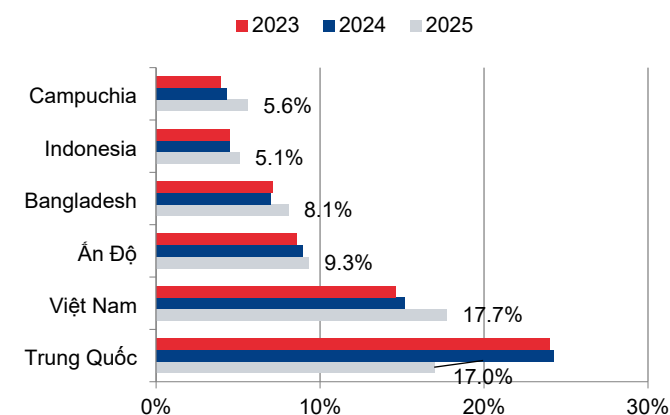


Nguồn: Vitas, Hải quan Việt Nam

*Ghi chú: Các quốc gia thuộc CPTPP không bao gồm Nhật Bản

Biểu đồ 44: Thị phần nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ

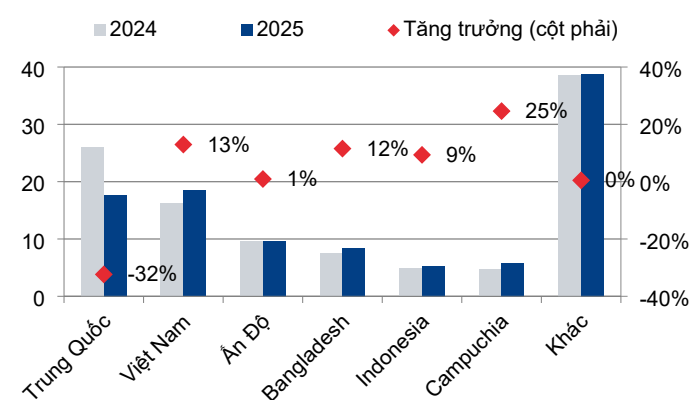
Thị phần của Việt Nam đã tăng lên 17,7% trong năm 2025 so với mức 15,2% năm 2024, qua đó trở thành quốc gia xuất khẩu lớn nhất vào Mỹ



Nguồn: US Otexa

Biểu đồ 45: KNNK dệt may vào Mỹ theo quốc gia (tỷ USD)

Giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Mỹ tăng trưởng 13% so với cùng kỳ trong năm 2025, đạt 18,4 tỷ đồng

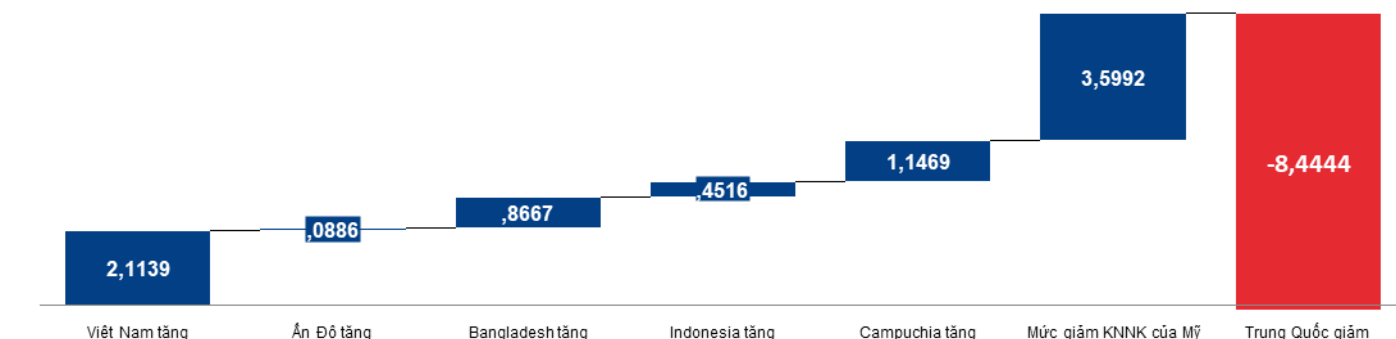


Nguồn: US Otexa

Đáng chú ý, Việt Nam tiếp tục gia tăng thị phần tại Mỹ – thị trường xuất khẩu lớn nhất – và đã vượt Trung Quốc để trở thành nhà cung cấp dệt may lớn nhất tại thị trường này. Theo số liệu mới nhất từ Văn phòng Dệt và May mặc Mỹ (OTEXA), thị phần nhập khẩu dệt may của Việt Nam tại Mỹ đạt 17,7% trong năm 2025, tăng từ mức 15,2% trong năm 2024. Ngược lại, thị phần của Trung Quốc giảm mạnh xuống 17,0% từ mức 24,2% trong cùng kỳ.

Biểu đồ 46: KNXK sản phẩm dệt may của Trung Quốc sang Mỹ phân bổ lại cho các nước châu Á (tỷ USD), năm 2025

Việt Nam nổi lên là quốc gia hưởng lợi lớn nhất, tiếp theo là Campuchia và Bangladesh



Nguồn: US Otexa, HSC

Đơn hàng từ Trung Quốc được phân bổ lại sang các quốc gia đối thủ tại châu Á

Ngoài ra, HSC nhận thấy rằng nếu loại trừ mức giảm chung của tổng nhập khẩu vào Mỹ trong năm 2025 (3,6 tỷ USD), phần lớn mức giảm trong xuất khẩu dệt may của Trung Quốc sang Mỹ đã được bù đắp bởi các nhà cung cấp châu Á khác bao gồm Việt Nam, Campuchia, Bangladesh và Indonesia (Biểu đồ 46). Trong đó, Việt Nam ghi nhận mức tăng lớn nhất với giá trị xuất khẩu tăng thêm 2,1 tỷ USD trong năm 2025, tương ứng tăng trưởng 13%. Campuchia đứng sau với mức tăng 1,1 tỷ USD (tăng trưởng 25%) trong khi Bangladesh tăng thêm 0,9 tỷ USD (tăng trưởng 12%).

Xu hướng này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng khi hoạt động tìm nguồn cung dịch chuyển khỏi Trung Quốc, các đơn hàng dệt may sẽ tiếp tục tập trung tại châu Á, nơi năng lực sản xuất và cấu trúc chuỗi cung ứng tương đồng nhất với hệ sinh thái của Trung Quốc.

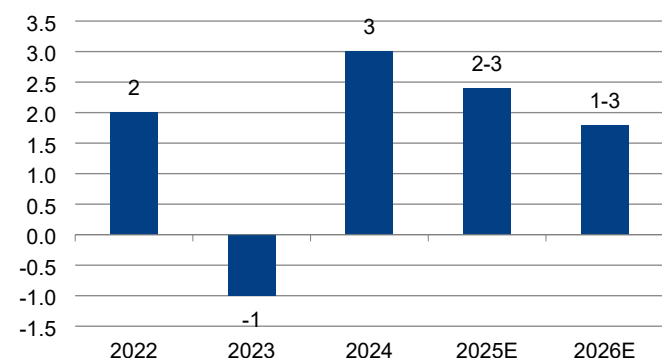
Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng một chữ số thấp

HSC dự báo xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam tăng trưởng 2,5% đạt 40,6 tỷ USD trong năm 2026, cho thấy tốc độ tăng trưởng chậm lại so với mức nền cao của năm 2025.

Xét về phía cầu, báo cáo *The State of Fashion 2026* của McKinsey dự báo ngành thời trang toàn cầu chỉ tăng trưởng ở mức một chữ số thấp, phản ánh bối cảnh tiêu dùng vẫn yếu khi bất định vĩ mô ở mức cao tiếp tục ảnh hưởng đến tâm lý người tiêu dùng. Gần đây, căng thẳng địa chính trị gia tăng giữa Mỹ và Iran làm dấy lên lo ngại về giá dầu tăng, qua đó có thể làm gia tăng áp lực lạm phát toàn cầu và tiếp tục kìm hãm nhu cầu hàng may mặc. Mặc dù xu hướng dịch chuyển nguồn cung ra khỏi Trung Quốc vẫn hỗ trợ cho Việt Nam nhưng nhu cầu suy yếu cho thấy triển vọng xuất khẩu trong ngắn hạn vẫn còn nhiều thách thức.

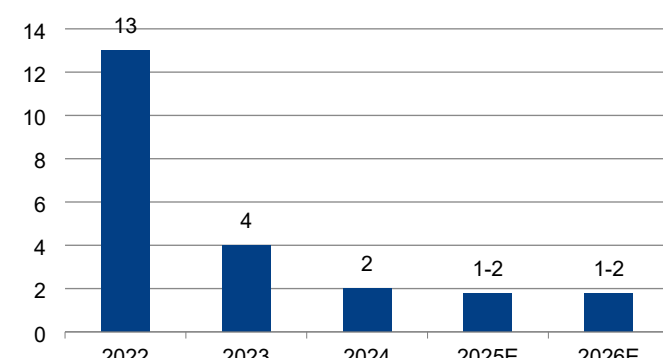
Trong 2 tháng đầu năm 2026, xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam tăng 1,3% đạt 5,7 tỷ USD với động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ EU (tăng 12,9% so với cùng kỳ) và Mỹ (tăng 2,6% so với cùng kỳ). Ngược lại, xuất khẩu sang Nhật Bản và Hàn Quốc giảm lần lượt 10,6% và 11,4% so với cùng kỳ, trong khi xuất khẩu sang các thị trường khối CPTPP (ngoại trừ Nhật Bản) nhìn chung đi ngang. Dựa trên kết quả đầu năm này, dự báo cả năm của HSC cho thấy giá trị xuất khẩu sẽ tăng 2,7% trong 10 tháng còn lại của năm 2026, được hỗ trợ nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc nhưng bị hạn chế bởi nhu cầu toàn cầu còn yếu.

Biểu đồ 47: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ thời trang tại Mỹ (%)



Nguồn: *The State of Fashion 2026* by McKinsey

Biểu đồ 48: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ thời trang tại EU (%)



Nguồn: *The State of Fashion 2026* by McKinsey

TNG: Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,8%

Từ năm 2026 trở đi, chiến lược của TNG tập trung vào việc củng cố hoạt động sản xuất hàng may mặc cốt lõi, được hỗ trợ nhờ việc mở rộng công suất thận trọng, nâng cao năng suất và tiếp tục đầu tư vào tuân thủ các tiêu chuẩn ESG. Trong khi tăng trưởng toàn ngành được dự báo duy trì ở mức vừa phải, xu hướng ưu tiên các nhà cung cấp có năng lực và đa dạng hóa nguồn cung ngoài Trung Quốc sẽ có lợi cho các doanh nghiệp có uy tín và quy mô lớn. Trong bối cảnh đó, uy tín đã được khẳng định của TNG – dựa trên quan hệ hợp tác lâu dài với các thương hiệu hàng đầu, quy mô sản xuất dẫn đầu, danh mục sản phẩm chuyên biệt và nền tảng ESG vững chắc – giúp công ty có vị thế thuận lợi để thu hút thêm đơn hàng, đặc biệt là các đơn hàng chuyển dịch từ Trung Quốc. Tính chung giai đoạn 2025-2028, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,8%, cùng với CAGR doanh thu thuần đạt 7,9%.

Chiến lược tổng thể cho năm 2026 và các năm tiếp theo

Tập trung vào hoạt động sản xuất hàng may mặc cốt lõi

Ưu tiên chiến lược của TNG vẫn là hoạt động xuất khẩu hàng may mặc cốt lõi. Về đầu tư, TNG sẽ tiếp tục triển khai chương trình đầu tư vốn một cách chặt chẽ nhằm mở rộng công suất và đáp ứng các yêu cầu ESG ngày càng khắt khe từ khách hàng toàn cầu. Công ty cũng đang đẩy mạnh đầu tư vào công nghệ và các giải pháp tự động hóa nhằm nâng cao năng suất và hiệu quả hoạt động.

Các sáng kiến thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

TNG đang thúc đẩy mở rộng thị trường quốc tế thông qua việc thu hút khách hàng mới và đẩy mạnh hoạt động R&D sản phẩm, tập trung vào hai thị trường xuất khẩu chủ chốt là Mỹ và EU. Đồng thời, trong bối cảnh yêu cầu về nguồn gốc vải ngày càng chặt chẽ tại các thị trường này, TNG đang chủ động phối hợp với các đối tác để đa dạng hóa nguồn cung, qua đó giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu từ Trung Quốc.

Mục tiêu dài hạn

Trong dài hạn, TNG đặt mục tiêu doanh thu đạt 1 tỷ USD vào năm 2031, tương ứng CAGR doanh thu giai đoạn 2025-2031 đạt khoảng 20%. Mặc dù tham vọng này phản ánh sự tự tin của BLĐ nhưng HSC cho rằng đây là mục tiêu khá thách thức trong bối cảnh hiện tại của ngành.

Dự báo giai đoạn 2026-2028: Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11,8%

Mặc dù tăng trưởng toàn ngành dự báo duy trì ở mức vừa phải 2,5% trong năm 2026 (tính theo USD), HSC cho rằng việc phân bổ đơn hàng sẽ trở nên không đồng đều, ưu tiên các doanh nghiệp có uy tín, quy mô sản xuất lớn và khả năng giao hàng nhanh. Hai xu hướng mang tính cấu trúc hỗ trợ cho sự chuyển dịch này gồm:

- **Xu hướng ưu tiên các nhà cung cấp có năng lực:** Theo McKinsey, các thương hiệu và nhà bán lẻ tại Mỹ và châu Âu đang tìm kiếm nguồn cung cấp, ưu tiên số lượng ít hơn nhưng có khả năng đáp ứng quy mô lớn, chất lượng ổn định và tuân thủ ESG tốt.
- **Đa dạng hóa nguồn cung ngoài Trung Quốc:** Các thương hiệu thời trang toàn cầu đang đẩy nhanh việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng trong bối cảnh căng thẳng thương mại gia tăng, dịch chuyển trung tâm sản xuất ra khỏi Trung Quốc và tạo thêm cơ hội cho các quốc gia sản xuất khác. Theo quan điểm của HSC, các quốc gia châu Á như Việt Nam, Bangladesh, Ấn Độ và Campuchia sẽ là những bên hưởng lợi chính.

Trong bối cảnh ngành như trên, TNG có vị thế thuận lợi để thu hút thêm đơn hàng, đặc biệt là các đơn hàng chuyển dịch từ các nhà cung cấp Trung Quốc, nhờ các lợi thế cạnh tranh dựa trên quy mô sản xuất hàng đầu trong ngành:

- **Uy tín đã được khẳng định:** Quan hệ hợp tác lâu dài với các thương hiệu hàng đầu – nổi bật là quan hệ đối tác chiến lược với Decathlon, giúp duy trì sản lượng xuất khẩu ổn định sang EU – qua đó củng cố vị thế của TNG là đối tác ưu tiên với quy mô sản xuất hàng đầu.
- **Danh mục sản phẩm chuyên biệt:** Việc tập trung vào trang phục thời tiết lạnh, sản phẩm chất lượng cao và có độ phức tạp kỹ thuật lớn cho thấy năng lực của TNG trong việc sản xuất các sản phẩm chuyên biệt và yêu cầu kỹ thuật cao, vốn trước đây chủ yếu được gia công tại Trung Quốc.
- **Nền tảng tuân thủ ESG vững chắc:** TNG sở hữu nền tảng tuân thủ ESG tốt, qua đó hỗ trợ thu hút khách hàng mới trong bối cảnh các tiêu chuẩn pháp lý và tuân thủ ngày càng được siết chặt tại các thị trường lớn như Mỹ và châu Âu.

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 14% trong năm 2026

Theo BLĐ, triển vọng đơn hàng năm 2026 của TNG ở mức tích cực, với phần lớn các nhà máy đã kín đơn đến hết Q2/2026 và một số nhà máy hoạt động hết công suất đến Q3/2026 – cho thấy sự cải thiện rõ rệt so với cùng kỳ năm trước. Cho năm 2026, công ty đặt kế hoạch tăng trưởng hai chữ số đối với cả doanh thu và lợi nhuận thuần.

Dựa trên kế hoạch của BLĐ cùng với các yếu tố bất định từ căng thẳng địa chính trị có thể ảnh hưởng đến triển vọng ngành, HSC dự báo doanh thu thuần tăng trưởng 9,4% đạt 9.520 tỷ đồng trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp duy trì ổn định khi áp lực giảm giá bán bình quân do cạnh tranh gia tăng được bù đắp bằng việc nâng cao công suất hoạt động khi lượng đơn hàng cải thiện. Theo BLĐ, TNG vẫn thận trọng trong việc lựa chọn hợp đồng, chỉ tập trung vào các đơn hàng có cấu trúc tỷ suất lợi nhuận phù hợp.

Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 14% đạt 447 tỷ đồng trong năm 2026.

Dự báo các năm 2027-2028: Lợi nhuận thuần tăng trưởng 9-12% mỗi năm

HSC dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 12,4% trong năm 2027 và 9,0% trong năm 2028, tương ứng với doanh thu thuần tăng trưởng 7,9% và 6,3% trong hai năm này. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhẹ theo thời gian. Chi tiết dự báo được trình bày tại các Bảng 49-51.

Bảng 49: Tóm tắt dự báo lợi nhuận, TNG

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 11,8% trong giai đoạn 2025-2028

Tỷ đồng	2025	Dự báo			Tăng trưởng		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	8,699	9,520	10,276	10,924	9.4%	7.9%	6.3%
Lợi nhuận gộp	1,268	1,401	1,532	1,643	10.4%	9.4%	7.2%
Chi phí BH&QL	(556)	(609)	(668)	(710)	9.6%	9.6%	6.3%
Lỗ tài chính	(205)	(223)	(227)	(239)	8.6%	1.7%	5.4%
Lợi nhuận thuần	392	447	502	547	14.0%	12.4%	9.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 50: Các chỉ số quan trọng, TNG

Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhẹ theo thời gian

	2025	Dự báo			Tăng trưởng		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.6%	14.7%	14.9%	15.0%	13 điểm cơ bản	20 điểm cơ bản	13 điểm cơ bản
Chi phí BH&QL/doanh thu	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	1 điểm cơ bản	10 điểm cơ bản	0 điểm cơ bản
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.7%	4.9%	5.0%	19 điểm cơ bản	19 điểm cơ bản	12 điểm cơ bản

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 51: Cơ cấu doanh thu thuần theo mảng kinh doanh, TNG

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng FOB sẽ tăng trưởng nhanh hơn mảng CMT

	2025E	Dự báo			Tăng trưởng		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
FOB	7,485	8,234	8,925	9,505	10.0%	8.4%	6.5%
CMT	1,179	1,250	1,312	1,378	6.0%	5.0%	5.0%
Doanh thu thuần	8,699	9,520	10,276	10,924	9.4%	7.9%	6.3%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với TNG với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 26.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15,4%. Tại mức giá hiện tại, TNG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 6,4 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi), thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 là 6,9 lần. Đồng thời, cổ phiếu đang giao dịch với P/E năm 2026 ở mức 6,5 lần, thấp hơn so với bình quân (8,6 lần) của các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và thấp hơn đáng kể so với mức bình quân (18,5 lần) của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Ngoài ra, TNG mang lại lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 7-9%, qua đó tạo ra cơ hội đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư tìm kiếm nguồn thu nhập ổn định song song với tăng trưởng lợi nhuận.

Kết luận và phương pháp định giá

Kết quả định giá của HSC cho thấy giá mục tiêu hợp lý của TNG là 26.200đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 15,4% từ thị giá hiện tại. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá TNG. Mô hình DCF sử dụng lãi suất phi rủi ro 4,0%, phân bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta ở mức 1,0 (beta điều chỉnh 2 năm theo Bloomberg); theo đó giả định WACC ở mức 9,4%. Chúng tôi cũng sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.

Bảng 52: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TNG

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	447	502	547	597	654
+ Khấu hao	243	256	264	271	277
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	197	212	218	226	234
- Thay đổi vốn lưu động	(361)	(344)	(348)	(371)	(373)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(250)	(257)	(263)	(271)	(290)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	276	369	417	451	502

Nguồn: HSC

Bảng 53: Giá mục tiêu (cuối 2026), TNG

Giá mục tiêu là 26.192đ/cp

Tỷ đồng	Giá trị (cuối 2026)
Giá trị dài hạn	6,904
Giá trị của doanh nghiệp	5,915
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,513
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,402
Tiền mặt	784
Nợ	3,327
Giá trị của vốn CSH	3,372
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	128.7
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	26,192

Nguồn: HSC

Bảng 54: Tính toán WACC, TNG

WACC là 9,4%

	Giá trị
Tỷ trọng vốn CSH	50%
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phân 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

Bảng 55: Phân tích độ nhạy

Kịch bản cơ sở của chúng tôi 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%	24,621	23,185	21,834	20,562	19,362
	1.5%	26,980	25,377	23,875	22,466	21,142
	2.0%	29,681	27,875	26,192	24,619	23,146
	2.5%	32,802	30,748	28,843	27,072	25,420
	3.0%	36,450	34,087	31,908	29,893	28,024

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 3 tháng qua, TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 6,4 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn (hay 8%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 6,9 lần. Tuy nhiên, xét theo P/E dự phóng năm 2026, mức 6,5 lần của TNG đang thấp đáng kể so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành (16,3 lần). Cụ thể, TNG giao dịch thấp hơn so với bình quân trong nước (8,6 lần) và thấp hơn nhiều so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (18,5 lần). Cuối cùng, với giả định cổ tức 12 tháng tới ở mức 1.500-2.000đ/cp, mức giá hiện tại của TNG tương ứng với lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 7-9%, qua đó củng cố sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư đang tìm kiếm sự kết hợp giữa thu nhập ổn định và tăng trưởng lợi nhuận.

Biểu đồ 56: P/E trượt dự phóng 1 năm, TNG

TNG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,4 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 57: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TNG

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ từ tháng 1/2021 là 6,9 lần



Nguồn: HSC

Bảng 58: So sánh các công ty cùng ngành, TNG

Theo ước tính của chúng tôi, TNG đang giao dịch với P/E 2026 là 7,2 lần, thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và trong khu vực

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	PE trượt 12 tháng	P/E 2026	Lợi suất cổ tức (%)	Tỷ suất EBIT (%)
Các công ty cùng ngành trong nước							
CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công	TCM VN	Việt Nam	96	9.4	10.5	2.2	8.6
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT VN	Việt Nam	222	6.8	N/a	2.6	2.6
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Việt Nam	152	6.5	6.6	11.3	15.2
CTCP Sợi Thép kỹ	STK VN	Việt Nam	78	41.1	N/a	N/a	11.3
Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước			137	15.9	8.6	5.3	9.4
Các công ty cùng ngành trong khu vực							
Sabina PLC	SABINA TB	Thái Lan	160	12.8	12.5	8.1	16.5
Shenzhen Ellasay Fashion	603808 CH	Trung Quốc	460	N/a	17.8	0.6	9.5
Shenzhou International Group Holdings	2313 HK	Hồng Kông	10,003	10.7	10.8	5.1	21.0
Crystal International Group	2232 HK	Hồng Kông	2,252	10.0	8.9	6.6	11.5
Pearl Global Industries	PGIL IN	Ấn Độ	693	25.7	24.6	0.9	7.4
Kitex Garments	KTG IN	Ấn Độ	322	21.8	N/a	0.3	20.3
Kewal Kiran Clothing	KEKC IN	Ấn Độ	269	18.1	17.4	0.5	17.2
Gokaldas Exports	GEXP IN	Ấn Độ	426	24.4	37.2	N/a	8.3
Bình quân, các công ty cùng ngành trong khu vực			1,823	17.6	18.5	3.2	14.0
Bình quân, các công ty cùng ngành			1,261	17.0	16.3	3.8	12.4
CTCP Đầu tư & Thương mại TNG	TNG VN	Việt Nam	111	7.5	6.5	8.0	8.2

Nguồn: Bloomberg, HSC

Rủi ro đối với dự báo và quan điểm đầu tư của HSC

Rủi ro về nhu cầu và xuất khẩu

Rủi ro suy giảm đối với xuất khẩu dệt may của Việt Nam nói chung và đối với TNG nói riêng vẫn hiện hữu trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu biến động kéo dài và môi

trường cạnh tranh trong hoạt động tìm nguồn cung ngày càng gia tăng. Căng thẳng địa chính trị leo thang và xung đột thương mại có thể kéo dài sự suy yếu của hoạt động kinh tế toàn cầu, qua đó gây áp lực lên nhu cầu hàng may mặc tại các thị trường tiêu thụ chủ chốt. Bên cạnh đó, các rủi ro liên quan đến thuế quan – đặc biệt là những bất định về chính sách trong các biện pháp thực thi của Mỹ như quy định về chuyển tải – vẫn chưa được giải quyết và có thể gây áp lực lên tăng trưởng ngành cũng như lên hoạt động xuất khẩu của Việt Nam.

Bảng 59: Phân tích độ nhạy của tốc độ tăng trưởng KNXK hàng dệt may của Việt Nam, năm 2026

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng KNXK ngành Dệt may sẽ tăng trưởng 2,5%, tính theo đồng USD

Tăng trưởng KNXK sang EU	Tăng trưởng KNXK sang Mỹ					
		-10.0%	0%	2.5%	7%	10%
	-15%	-5.7%	-1.2%	-0.1%	2.0%	3.3%
	0%	-3.9%	0.6%	1.8%	3.8%	5.1%
	6%	-3.2%	1.3%	2.5%	4.5%	5.9%
	10%	-2.7%	1.8%	3.0%	5.0%	6.3%
	15%	-2.1%	2.4%	3.6%	5.6%	6.9%

Nguồn: HSC

HSC thực hiện phân tích độ nhạy nhằm đánh giá triển vọng tăng trưởng của ngành dệt may Việt Nam trong năm 2026. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang các thị trường ngoài Mỹ và EU tăng trưởng 1,5%, theo đó tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng 2,5% trong năm 2026 (trong đó tăng trưởng sang thị trường Mỹ và EU lần lượt là 2,5% và 6%). Kết quả chi tiết được trình bày trong bảng trên.

Rủi ro nguyên vật liệu đầu vào và tỷ giá

Rủi ro nguyên vật liệu đầu vào là thách thức lớn đối với TNG do công ty phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu, đặc biệt là vải từ Trung Quốc. Biến động kinh tế gia tăng, căng thẳng địa chính trị và nguy cơ gián đoạn chuỗi cung ứng có thể khiến chi phí nguyên vật liệu tăng, kéo dài thời gian giao hàng và làm gia tăng chi phí logistics, qua đó gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận.

Bên cạnh đó, với khoảng 80% nguyên vật liệu được nhập khẩu và phần lớn thanh toán bằng USD, TNG chịu rủi ro biến động tỷ giá, đây là rủi ro mang tính cấu trúc đối với chi phí và khả năng dự báo lợi nhuận của công ty.

Rủi ro nợ xấu

TNG chủ yếu bán hàng cho các khách hàng lâu năm và uy tín, do đó thường duy trì mức “các khoản phải thu” cao như một phần trong việc duy trì các quan hệ hợp tác chiến lược. Mặc dù công ty đã xây dựng hệ thống quản lý công nợ chặt chẽ nhưng rủi ro chậm thanh toán hoặc khách hàng mất khả năng thanh toán vẫn hiện hữu, qua đó có thể ảnh hưởng đến dòng tiền từ HĐKD.

Ví dụ, trong nửa đầu năm 2024, The Children's Place (TCP) – một trong những khách hàng lớn nhất của TNG tại thời điểm đó – đã gặp khó khăn tài chính. Khoản phải thu của TNG đối với TCP tại thời điểm đó ở mức 376,5 tỷ đồng (chiếm 35% tổng các khoản phải thu), làm dấy lên lo ngại về rủi ro tín dụng. Tuy nhiên, đến cuối năm 2024, TNG đã thu hồi gần như toàn bộ khoản này, giảm dư nợ còn lại xuống chỉ còn 2 tỷ đồng. Sau sự kiện này, TNG đã chủ động giảm mức độ phụ thuộc vào TCP, với tỷ trọng doanh thu từ khách hàng này giảm từ khoảng 12% trong năm 2024 xuống còn khoảng 4% trong năm 2025, qua đó giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào một số khách hàng chính và rủi ro tín dụng.

Rủi ro địa chính trị

Các diễn biến địa chính trị gần đây – đặc biệt là xung đột leo thang giữa Mỹ và Iran – đã làm gián đoạn dòng chảy thương mại toàn cầu và đẩy giá dầu tăng. Xét về hoạt động, việc đóng cửa eo biển Hormuz sẽ không ảnh hưởng trực tiếp đến TNG, do các lô hàng xuất khẩu của công ty không đi qua tuyến này. Bên cạnh đó, do phần lớn đơn hàng của TNG được thực hiện theo phương thức FOB, công ty chỉ chịu chi phí vận chuyển nội địa từ các nhà máy tại Thái Nguyên đến cảng Hải Phòng (khoảng 130-180km), qua đó hạn chế mức độ tác động từ biến động cước vận tải quốc tế. Mặc dù chi phí vận chuyển chiếm khoảng 30-40% chi phí bán hàng nhưng tỷ lệ này chỉ tương

đương khoảng 0,5-0,7% doanh thu thuần, cho thấy rủi ro chi phí ở mức không đáng kể.

Do đó, đối với TNG, rủi ro địa chính trị chủ yếu mang tính rủi ro về nhu cầu hơn là chi phí. Tình trạng bất ổn địa chính trị kéo dài có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh tế toàn cầu và tâm lý tiêu dùng, từ đó làm suy giảm nhu cầu hàng may mặc và khối lượng xuất khẩu – những rủi ro này đã được phản ánh trong đánh giá tổng thể ở trên của chúng tôi về triển vọng nhu cầu và xuất khẩu.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	7,656	8,699	9,520	10,276	10,924
Lợi nhuận gộp	1,182	1,268	1,401	1,532	1,643
Chi phí BH&QL	(535)	(556)	(609)	(668)	(710)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	647	712	792	864	933
Lãi vay thuần	(246)	(205)	(223)	(227)	(239)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(10.4)	(23.2)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
LN TT	390	484	558	628	684
Chi phí thuế TNDN	(75.7)	(92.2)	(112)	(126)	(137)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	315	392	447	502	547
Lợi nhuận thuần ĐC	315	392	447	502	547
EBITDA ĐC	882	942	1,035	1,121	1,197
EPS (đồng)	2,446	3,045	3,471	3,900	4,251
EPS ĐC (đồng)	2,446	3,045	3,471	3,900	4,251
DPS (đồng)	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	129	129	129	129	129
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	129	129	129	129	129
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	129	129	129	129	129

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	445	317	648	667	716
Đầu tư ngắn hạn	260	467	467	467	467
Phải thu khách hàng	740	1,030	1,087	1,223	1,405
Hàng tồn kho	1,074	1,446	1,317	1,577	1,788
Các tài sản ngắn hạn khác	118	126	147	159	169
Tổng tài sản ngắn hạn	2,638	3,386	3,666	4,092	4,545
TSCĐ hữu hình	1,961	2,456	2,446	2,430	2,412
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	11.4	12.2	12.2	12.2
Tổng tài sản dài hạn	3,179	3,541	3,398	3,389	3,379
Tổng cộng tài sản	5,817	6,927	7,064	7,481	7,924
Nợ ngắn hạn	1,607	2,371	2,641	2,814	2,986
Phải trả người bán	777	862	738	795	844
Nợ ngắn hạn khác	326	538	401	429	453
Tổng nợ ngắn hạn	2,751	3,818	3,832	4,094	4,343
Nợ dài hạn	1,093	956	884	811	738
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	80.4	151	80.4	80.4	80.4
Tổng nợ dài hạn	1,173	1,107	964	891	819
Tổng nợ phải trả	3,924	4,925	4,796	4,985	5,162
Vốn chủ sở hữu	1,892	2,001	2,268	2,496	2,762
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1,892	2,001	2,268	2,496	2,762
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,817	6,927	7,064	7,481	7,924
BVPS (đ)	14,701	15,546	17,621	19,390	21,458
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,255	3,010	2,876	2,958	3,008

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	647	712	792	864	933
Khấu hao	(235)	(230)	(243)	(256)	(264)
Lãi vay thuần	(246)	(205)	(223)	(227)	(239)
Thuế TNDN đã nộp	(67.7)	(92.5)	(112)	(126)	(137)
Thay đổi vốn lưu động	(35.6)	(785)	(359)	(655)	(677)
Khác	(217)	(228)	(233)	(237)	(249)
LCT thuần từ HKKD	746	78.0	577	368	406
Đầu tư TS dài hạn	(254)	(240)	(250)	(257)	(263)
Góp vốn & đầu tư	(245)	0	0	0	0
Thanh lý	4.50	0	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(494)	(240)	(250)	(257)	(263)
Cổ tức trả cho CSH	(143)	(193)	(193)	(193)	(193)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	52.5	228	197	100	100
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(91.0)	34.4	4.24	(93.1)	(93.1)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	284	445	317	648	667
LCT thuần trong kỳ	161	(127)	331	18.4	49.6
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.21)	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	445	317	648	667	716
Dòng tiền tự do	492	(162)	327	111	143

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	14.6	14.7	14.9	15.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.5	10.8	10.9	10.9	11.0
Tỷ suất LNT (%)	4.11	4.51	4.69	4.89	5.01
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.4	19.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.86	13.6	9.44	7.94	6.30
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	18.4	6.84	9.79	8.35	6.79
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	32.5	24.5	14.0	12.4	9.01
Tăng trưởng EPS (%)	42.7	24.5	14.0	12.4	9.01
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	32.5	24.5	14.0	12.4	9.01
Tăng trưởng DPS (%)	150	(25.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	81.8	49.3	43.2	38.5	35.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.8	20.1	20.9	21.1	20.8
ROACE (%)	22.5	23.1	25.0	26.1	26.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.39	1.37	1.36	1.41	1.42
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.15	0.11	0.73	0.43	0.44
Số ngày tồn kho	60.6	71.0	59.2	65.8	70.3
Số ngày phải thu	41.7	50.6	48.8	51.0	55.3
Số ngày phải trả	43.8	42.4	33.2	33.2	33.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	120	151	127	119	109
Nợ/tài sản (%)	46.5	48.2	50.0	48.6	47.1
EBIT/lãi vay (lần)	2.63	3.47	3.55	3.82	3.91
Nợ/EBITDA (lần)	3.07	3.54	3.42	3.24	3.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.96	0.89	0.96	1.00	1.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.71	0.74	0.66	0.62	0.59
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.17	6.79	6.06	5.66	5.34
P/E (lần)	9.28	7.46	6.54	5.82	5.34
P/E ĐC (lần)	9.28	7.46	6.54	5.82	5.34
P/B (lần)	1.54	1.46	1.29	1.17	1.06
Lợi suất cổ tức (%)	8.81	6.61	6.61	6.61	6.61

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) 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, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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