

CÔNG TY CỔ PHẦN DỆT MAY – ĐẦU TƯ – THƯƠNG MẠI THÀNH CÔNG (HSX: TCM)

Tô Gia Huy

Chuyên viên phân tích

 Email: huytg@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4332

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Biến động giá VNINDEX và TCM từ 2019



Thông tin giao dịch	03/06/2025
Giá hiện tại (VND/cp)	33.350
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	53.147
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	27.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	101,96
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	101,86
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.786.490
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49%
Vốn hóa (tỷ VND)	3.381
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	2.772
P/E Trailing 12 tháng	11,9x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công
Địa chỉ	Số 36 - Tây Thạnh - P. Tây Thạnh - Q. Tân Phú - Tp. Hồ Chí Minh
Hoạt động kinh doanh chính	Sản xuất và xuất khẩu các sản phẩm của ngành dệt may
Chi phí chính	Lao động, nguyên vật liệu
Rủi ro chính	Phụ thuộc vào khách hàng, biến động chi phí nguyên vật liệu

Cơ cấu cổ đông (03/06/2025)	(%)
Eland Asia Holding	48,17%
Nguyễn Văn Nghĩa	10,00%
Cổ đông khác	41,85%

 Giá hiện tại: **33.350**

 Giá mục tiêu: **37.900**

 Tăng/(giảm): **+13,6%**
Khuyến nghị
MUA

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG ĐẾN TỪ THỊ TRƯỜNG CHÂU Á

Trong Q1/2025, TCM tiếp tục duy trì đà tăng trưởng với doanh thu thuần đạt **1.011 tỷ đồng (+8% YoY)** nhờ đơn hàng đặt may tăng trưởng khi tiêu thụ dệt may ở hạ nguồn được dự báo sẽ sôi động hơn tại thị trường chính là châu Á.

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do FCFE và FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu TCM là **37.900 đồng/cp**, cao hơn **13,6%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 03/06/2025. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TCM với luận điểm đầu tư* như sau:

- Doanh thu năm 2025 kỳ vọng đạt 3.933 tỷ đồng (+3,2% YoY)** nhờ đơn hàng giảm từ Mỹ được bù đắp bằng đơn hàng tại thị trường châu Á, đặc biệt từ khách hàng lớn Eland. Mảng may mặc vẫn chiếm tỷ trọng cao (77%) và là động lực chính cho tăng trưởng.
- Lợi nhuận gộp năm 2025 kỳ vọng đạt 593 tỷ đồng (-3,8% YoY), tương ứng với biên lợi nhuận gộp ở mức 15,1%, giảm nhẹ 1,1 đpt so với cùng kỳ.** Tác động tiêu cực của mức thuế quan mới tại Mỹ, khiến đơn giá gia công giảm, ảnh hưởng đến lợi nhuận biên của TCM.
- Giá cổ phiếu đã chiết khấu đáng kể bởi thông tin tiêu cực từ thuế đối ứng:** Mức giá đóng cửa của TCM đã chiết khấu 9,9% tính đến ngày 03/06/2025 kể từ thời điểm 02/04/2025, ngày công bố mức thuế đối ứng 46% của Mỹ.

Rủi ro đầu tư

- Thuế quan tại Mỹ:** Việc Mỹ có thể áp thuế nhập khẩu 46% lên hàng may mặc từ Việt Nam sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến TCM, do Mỹ chiếm khoảng 25% doanh thu mảng may mặc năm 2024, thêm nữa, ảnh hưởng của hàng rào thuế quan tại Mỹ sẽ thúc đẩy cạnh tranh ở nhóm thị trường khác.
- Tình hình kinh doanh của khách hàng lớn Eland:** Dù Eland có kế hoạch mở rộng tại Trung Quốc và Việt Nam, môi trường tiêu dùng yếu tại Trung Quốc và Hàn Quốc có thể ảnh hưởng đến tốc độ và quy mô mở rộng, từ đó tác động đến lượng đơn hàng dành cho TCM.

*Chúng tôi đưa ra mức dự phóng cho triển vọng của TCM dựa trên kịch bản thuế quan sau đàm phán Mỹ - Trung, các quốc gia xuất khẩu may mặc lớn vào Mỹ chịu mức thuế bổ sung 10%, riêng mức thuế bổ sung của Trung Quốc là 30%.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Công ty Cổ phần Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HSX: TCM) được thành lập vào năm 1967, hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm dệt may.

Tính đến thời điểm 03/06/2024, vốn hóa của TCM đạt ~3.380 tỷ đồng, đứng thứ 2 sau Tập đoàn Dệt may Việt Nam (VGT) trong nhóm các doanh nghiệp dệt may niêm yết.

TCM có thể đáp ứng được yêu cầu xuất xứ, gia tăng khả năng cạnh tranh tại thị trường EU (8% doanh thu của TCM năm 2024), nhờ sở hữu chuỗi giá trị đầy đủ từ sợi đến vải và cuối cùng là may.

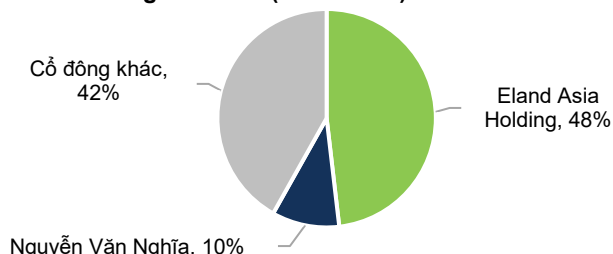
Lịch sử hình thành

- Giai đoạn 1976 – 1982: Xí nghiệp được chuyển giao cho Nhà nước tiếp quản.
- Giai đoạn 1986 – 1996: Vốn đầu tư của công ty đạt 55 triệu USD, gia tăng xuất khẩu.
- Giai đoạn 2006 – 2009: Công ty cổ phần hóa, niêm yết trên sàn HSX và phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược nước ngoài là E-land Asia Holdings Pte. Ltd.
- Giai đoạn 2010 – 2024: TCM đẩy mạnh mở rộng sản xuất, tăng vốn điều lệ.

Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1. Cổ đông lớn nhất của TCM hiện nay là Tập đoàn E-land Hàn Quốc

Cơ cấu cổ đông của TCM (03/06/2025)



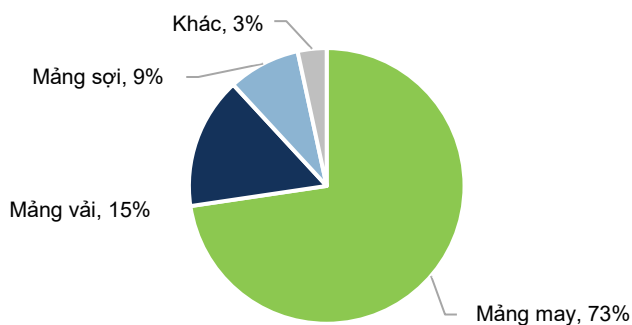
Nguồn: TCM

Cổ đông lớn nhất của TCM hiện nay là Tập đoàn E-land Hàn Quốc, đang nắm giữ 48% cổ phần. E-land là tập đoàn tư nhân đa ngành tại Hàn Quốc với hoạt động trải rộng từ bán lẻ, dệt may đến xây dựng và giải trí.

E-land đã gia nhập TCM từ năm 2009 và là khách hàng lớn, chiếm 25% doanh thu năm 2024 của TCM.

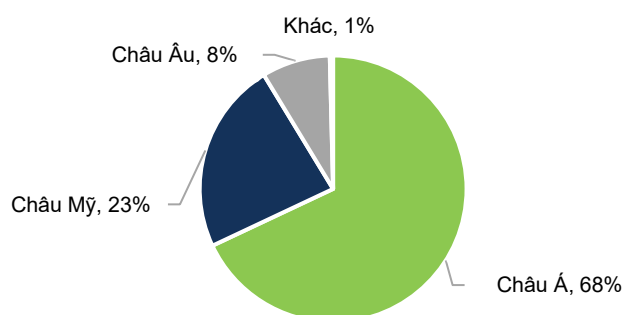
Cơ cấu doanh thu theo mảng và theo thị trường

Biểu đồ 2. Mảng may đóng góp lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của TCM năm 2024



Nguồn: TCM

Biểu đồ 3. Châu Á là thị trường xuất khẩu chủ lực của TCM năm 2024



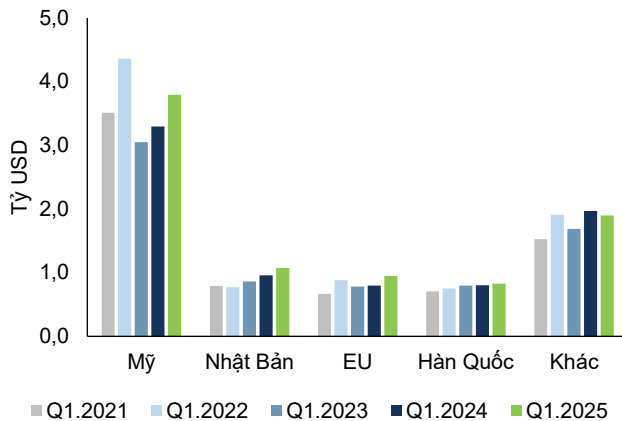
Nguồn: TCM

Xét theo mảng kinh doanh, trong năm 2024, may mặc tiếp tục là mảng chủ lực của TCM, chiếm 73%. Màng vải chiếm 15% doanh thu, tập trung vào thị trường Nhật Bản và nội địa. Màng sợi đóng góp 8%, với các thị trường xuất khẩu chủ yếu là Trung Quốc và Hàn Quốc.

Xét theo thị trường, châu Á là thị trường tiêu thụ chính với 68% doanh thu mảng này trong năm 2024, với Eland là khách hàng lớn nhất. Thị trường Mỹ chiếm 23%, phần còn lại đến từ các khu vực khác.

II. CẬP NHẬT XUẤT KHẨU MAY MẶC CỦA VIỆT NAM Q1/2025

Biểu đồ 4. Xuất khẩu may mặc tiếp tục tăng trưởng trong Q1/2025



Nguồn: GSO

Kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam Q1/2025 đạt 8,7 tỷ USD (+11% YoY) nhờ nhu cầu nhập khẩu cải thiện tại 03 thị trường chính (66% thị phần xuất khẩu năm 2024).

Thị trường Mỹ: xuất khẩu tăng trưởng mạnh 15% nhờ (1) lượng hàng tồn kho các nhãn hàng thấp, (2) lo ngại thuế quan tại Mỹ thúc đẩy nhập khẩu sớm và (3) nhu cầu tiêu dùng cải thiện.

Thị trường EU: hồi phục mạnh 13% YoY nhờ niềm tin tiêu dùng phục hồi kể từ nửa cuối năm 2024 thúc đẩy nhập khẩu hàng may mặc trong khu vực này.

Thị trường Nhật Bản: duy trì đà tăng trưởng nhờ vào (1) tăng trưởng tiêu dùng hàng may mặc và (2) giành thêm thị phần trong bối cảnh chi phí nhân công tại Trung Quốc đã tăng cao.

III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA TCM Q1/2025

Tương tự xu hướng hồi phục chung của ngành, kết quả kinh doanh của TCM trong Q1/2025 tiếp đà hồi phục nhờ sự cải thiện rõ nét từ nhu cầu nhập khẩu may mặc tại thị trường châu Á. Thị trường Hàn Quốc đóng góp lớn nhất với khách hàng là Eland. Trong khi đó biên lợi nhuận tăng nhẹ nhờ vào việc tiết giảm được chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Cụ thể,

Bảng 1. Kết quả kinh doanh của TCM duy trì tăng trưởng trong Q1/2025

Đơn vị: Tỷ đồng	Q1/2025	%YoY	Giải thích
Doanh thu thuần	1.011	+8,2%	
Măng may	778	+14%	Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ triển vọng tích cực tại thị trường châu Á, thời điểm trước thuế quan tại Mỹ, thúc đẩy khách hàng gia tăng đơn hàng cho TCM.
Măng vải	152	+25%	
Măng sợi	71	-5,3%	
Khác	10	-82%	
Lợi nhuận gộp	164	+4,1%	
Biên lợi nhuận gộp	16%	-0,6 đpt	Hoạt động sản xuất hàng may mặc sôi động hơn khiến giá nguyên vật liệu tăng nhẹ.
Chi phí tài chính	(15)	-17%	Không còn khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện (7 tỷ đồng ở Q1/2024) nhờ tỷ giá ổn định hơn so với cùng kì.
Chi phí lãi vay	(8)	+14%	Nợ vay ngắn hạn đầu kì tăng trưởng 13% YoY phục vụ đơn hàng gia tăng trong Q1/2025.
Chi phí bán hàng và quản lý	(73)	-13%	
% Doanh thu	7,2%	-1,7 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	79	+25%	

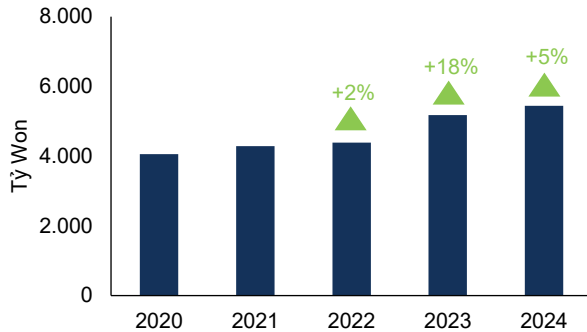
1. Mảng may (77% doanh thu Q1/2025): Tăng trưởng nhờ khách hàng lớn gia tăng đơn hàng

Doanh thu mảng may năm Q1/2025 đạt 778 tỷ đồng (+14% YoY), trong đó, thị trường châu Á đóng góp chính trong tăng trưởng doanh thu của TCM.

Thị trường châu Á (68% doanh thu mảng may) – Khách hàng lớn của TCM duy trì tăng đơn hàng

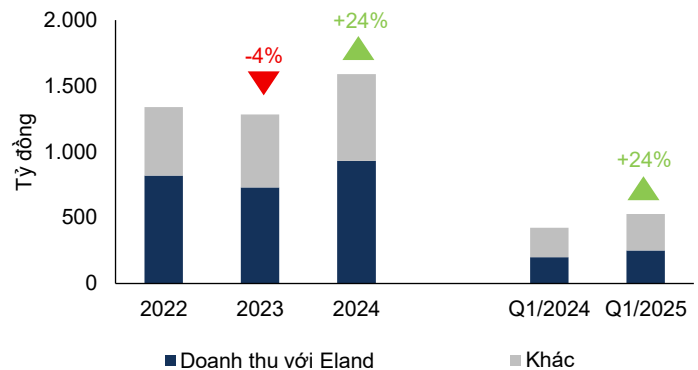
Biểu đồ 5. Eland tăng trưởng tích cực là động lực thúc đẩy doanh thu của TCM tại thị trường châu Á

Doanh thu của Tập đoàn Eland



Nguồn: Bloomberg

Doanh thu mảng may thị trường châu Á của TCM



Nguồn: TCM

Doanh thu xuất khẩu may mặc của TCM sang châu Á ước đạt 527 tỷ đồng (+24% YoY) trong Q1/2025. Động lực đến từ tiêu dùng cho quần áo được dự báo tiếp tục cải thiện trong năm 2025, dẫn tới kim ngạch nhập khẩu mặt hàng này Q1/2025 các nước lớn như Hàn Quốc và Nhật Bản tăng trưởng 0,2% và 10%. Bên cạnh đó, chi phí nhân công của Trung Quốc đã tăng cao (gấp 3 lần so với Việt Nam) và Bangladesh thiếu ổn định trong sản xuất do yếu tố về chính trị đã thúc đẩy khách hàng khu vực này gia tăng đơn hàng cho TCM trong Q1/2025.

Trong đó, khách hàng lớn Eland liên tục gia tăng đơn hàng khi hoạt động kinh doanh của hãng cải thiện. Doanh thu của Eland phục hồi tích cực kể từ sau Covid 19 (năm 2021), với tốc độ tăng trưởng kép 8%/năm, cao hơn 2 đọt so với mức độ hồi phục của mảng may mặc thế giới. Theo McKinsey, sau đại dịch Covid-19, người tiêu dùng tại châu Á ngày càng nhạy cảm hơn với yếu tố giá cả và có xu hướng ưu tiên các sản phẩm có mức giá hợp lý. Xu hướng này đã thúc đẩy nhu cầu đối với các thương hiệu thời trang giá rẻ của Eland như SPAO và WHO.A.U tại các thị trường trọng điểm là Trung Quốc và Hàn Quốc.

Thị trường Mỹ (18% doanh thu mảng may) – Xuất khẩu sang Mỹ duy trì đà giảm do sản phẩm đơn giản khó cạnh với các quốc gia có chi phí rẻ

Doanh thu mảng may của TCM tại Mỹ Q1/2025 giảm 8% YoY, đạt 140 tỷ đồng, trong khi xuất khẩu toàn ngành sang Mỹ tăng trưởng 15% trong Q1/2025. Nguyên nhân là bởi các sản phẩm của TCM sang Mỹ chủ yếu là áo phông, quần dài dệt kim, có độ phức tạp thấp đang có xu hướng chuyển dịch sang các nước có chi phí nhân công rẻ hơn như Bangladesh, Ấn Độ và Campuchia.

2. Mảng vải (15% doanh thu Q1/2025): Tích cực nhờ sản xuất hạ nguồn sôi động hơn

Mảng vải (15% doanh thu Q1/2025): Doanh thu mảng vải Q1/2025 đạt 152 tỷ đồng (+25% YoY), nhờ (1) triển vọng về nhu cầu mua sắm quần áo ở hạ nguồn trong năm 2025 tích cực thúc đẩy tiêu thụ nguyên phụ liệu này; và (2) việc mua lại SY Vina giúp doanh nghiệp tận dụng được tệp khách hàng mới và gia tăng công suất sản xuất. Sự tích cực này đến từ cả 02 thị trường tiêu thụ chính của mảng vải là Nhật Bản và Việt Nam, ước tính chiếm lần lượt 70% và 30% doanh thu mảng vải của TCM. Cụ thể,

(1) Kim ngạch nhập khẩu vải của Nhật Bản trong Q1/2025 tăng 13% YoY bởi hoạt động sản xuất quần áo khởi sắc. Chỉ số sản xuất công nghiệp của Nhật Bản với các sản phẩm dệt may đạt trung bình 123 điểm (năm gốc 2020 = 100 điểm), tăng trưởng 5% YoY.

(2) Tại Việt Nam, sản xuất quần áo tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu nhập khẩu của các thị trường chính gồm Mỹ, EU và Nhật Bản gia tăng trong bối cảnh tiêu dùng năm 2025, thời điểm trước đợt áp thuế đối ứng của Mỹ được dự báo sôi động hơn.

3. Mảng sợi (7% doanh thu Q1/2025): Doanh thu giảm nhẹ do thị trường lớn gặp khó

Mảng sợi (7% doanh thu Q1/2025): Doanh thu mảng sợi đạt 71 tỷ đồng, giảm 5% YoY do Trung Quốc, một trong những thị trường tiêu thụ lớn, chịu ảnh hưởng từ thuế trừng phạt tại Mỹ, khiến sản xuất hàng may mặc giảm.

IV. TRIỂN VỌNG NĂM 2025 VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ

1. Triển vọng năm 2025 tăng trưởng chậm lại

Chúng tôi đưa ra triển vọng và dự phóng với kết quả kinh doanh của TCM dựa trên kịch bản thuế quan sau đàm phán Mỹ - Trung, các quốc gia xuất khẩu may mặc lớn vào Mỹ chịu mức thuế bổ sung 10%, riêng mức thuế bổ sung của Trung Quốc là 30%.

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của TCM sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 nhưng với tốc độ chậm hơn so với năm 2024. Đà tăng trưởng bị kìm hãm bởi (1) thị trường Mỹ gặp khó khi chịu mức thuế bổ sung 10%, (2) thị trường khác gia tăng cạnh tranh do các quốc gia xuất khẩu may mặc lớn tìm thị trường thay thế Mỹ. Tuy vậy, TCM chịu ảnh hưởng ít nhất trong nhóm doanh nghiệp may mặc niêm yết bởi tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ nhỏ (~25% doanh thu năm 2024), so với mức >50% của các doanh nghiệp khác như TNG, HTG và MSH.

Về TCM, triển vọng tại các thị trường châu Á vẫn giữ nguyên xu hướng tích cực sau khi Mỹ ra mức thuế đối ứng. Trong khi đó, các nhãn hàng tại Mỹ đang thúc đẩy doanh nghiệp hoàn tất đơn hàng trong Q2 (90% ngày hoàn thuế của Mỹ).

Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD 2025 của TCM cụ thể như sau:

- **Doanh thu kỳ vọng sẽ đạt 3.941 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 3,2% YoY**, chủ yếu nhờ triển vọng tại thị trường châu Á tích cực giúp TCM bù đắp đơn hàng thiếu hụt tại Mỹ. Về cơ cấu, mảng may mặc vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất (77%) và đóng góp chính trong tăng trưởng doanh thu.
- **Lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 593 tỷ đồng (-4,0% YoY)**, tương ứng mức biên lợi nhuận đạt 15%, giảm 1 đpt YoY bởi mức thuế quan tại Mỹ tác động tiêu cực đến đơn giá gia công của doanh nghiệp và tạo ra cạnh tranh giá tại nhóm các thị trường khác ngoài Mỹ.
- **Chi phí lãi vay dự phóng đạt 26 tỷ đồng (+3,2% YoY)** dựa trên giả định nhu cầu vay ngắn hạn của doanh nghiệp tăng nhẹ.
- **Chi phí bán hàng và quản lý dự phóng đạt 327 tỷ đồng (+7,3% YoY)**, tương đương 8,3% doanh thu, tăng nhẹ so với năm 2024 bởi việc TCM tìm kiếm đơn hàng mới sẽ gia tăng chi phí bán hàng.
- **Lợi nhuận sau thuế đạt 183 tỷ đồng (-34% YoY)**, biên lợi nhuận sau thuế đạt 4,6%, giảm 2,6 đpt YoY.

Bảng 2. Dự phóng kết quả kinh doanh 2025 của TCM

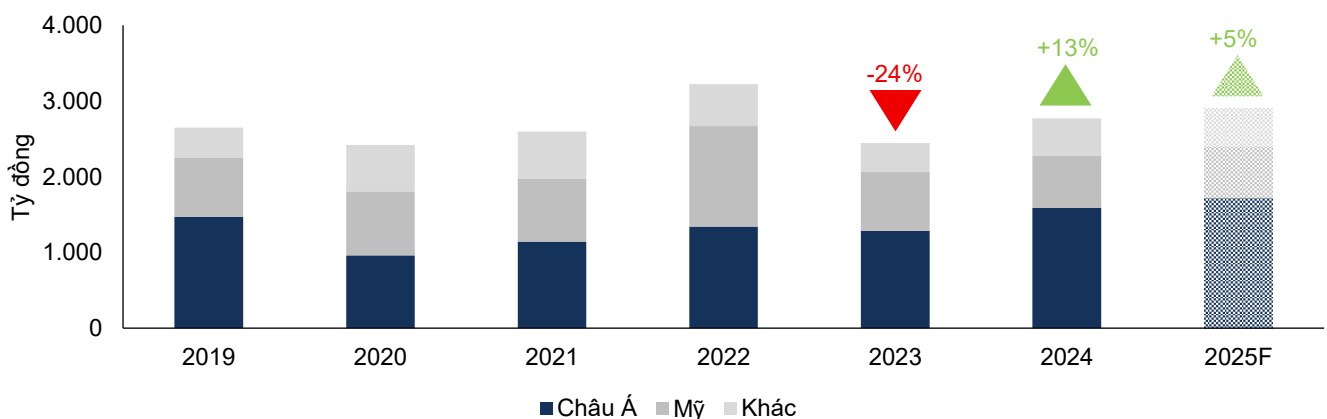
Đơn vị: Tỷ đồng	2025F	%YoY	Tóm tắt giả định chính
Doanh thu thuần	3.933	+3,2%	
Mảng may	2.900	+4,7%	Doanh thu khách hàng Eland tăng trưởng 6% YoY thúc đẩy doanh thu của TCM trong năm 2025.
Mảng vải	594	+0,8%	Doanh thu tại Mỹ đi ngang so với năm 2024, TCM giảm tỷ trọng thị trường này do tính bất định về chính sách thuế quan.
Mảng sợi	310	-4,0%	Nhóm thị trường khác gia tăng cạnh tranh do các quốc gia đẩy mạnh xuất khẩu sang các khu vực khác ngoài Mỹ.
Khác	129	0,0%	
Lợi nhuận gộp	593	-3,8%	
Biên lợi nhuận gộp	15,1%	-1,1 đpt	Đơn giá giảm 1 – 2 đpt do cạnh tranh gia tăng.

Chi phí tài chính	(67)	+4,6%	Nhu cầu vay vốn ngắn hạn tăng nhẹ để phát triển thị trường mới.
Chi phí lãi vay	(26)	+3,2%	Lãi suất ngắn giảm nhẹ 0,2 đpt YoY.
Chi phí bán hàng và quản lý	(327)	+7,3%	TCM tìm kiếm khách hàng mới đẩy chi phí bán hàng tăng nhẹ.
% Doanh thu	8,3%	+0,3 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	182	-34%	Chúng tôi không dự phóng khoản doanh thu tài chính. Năm 2024 doanh thu từ chênh lệch tỷ giá hối đoái là 70 tỷ đồng ~25% LNST.

Chi tiết dự phóng các mảng kinh doanh của TCM như sau:

1.1. Màng may

Biểu đồ 6. Thị trường châu Á là động lực tăng trưởng chính của mảng may TCM trong năm 2025F



Nguồn: TCM, FPTS ước tính

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng may của TCM năm 2025F sẽ đạt 2.900 tỷ đồng (5% YoY). Động lực tăng trưởng đến từ triển vọng nhu cầu nhập khẩu may mặc tại thị trường chủ lực của TCM là châu Á tiếp tục cải thiện. Doanh thu của TCM sang châu Á (57% doanh thu mảng may năm 2024) kỳ vọng tăng trưởng 9% YoY, trong khi đó thị trường Mỹ (25% doanh thu) sẽ đi ngang.

Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của TCM sẽ giảm 1,3 đpt YoY (còn 14,7%) do cạnh tranh giá toàn cầu gia tăng khi các nhà cung cấp lớn (bao gồm Trung Quốc) cần chuyển hướng sang thị trường khác bởi hàng rào thuế quan Mỹ.

Thị trường châu Á (57% doanh thu năm 2024) – Eland duy trì giá tăng đơn hàng phục vụ kế hoạch phát triển thị trường

Doanh thu xuất khẩu may mặc của TCM sang khu vực châu Á năm 2025F ước đạt 1.729 (+9% YoY) tỷ đồng. Động lực tăng trưởng đến từ:

(1) **Khách hàng lớn Eland gia tăng đơn hàng:** Doanh thu từ Eland trong năm 2025F đạt 1.043 tỷ đồng, +12% YoY, tiếp nối đà tăng trưởng tích cực trong năm 2024, dựa trên giả định doanh thu của Eland tăng 6% YoY. Trong đó, Trung Quốc và Hàn Quốc là thị trường chủ lực của Eland, còn Việt Nam là thị trường tiềm năng¹.

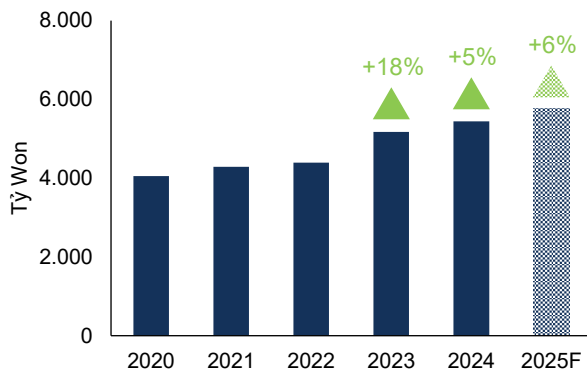
- Tại Trung Quốc, E-Land kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng doanh số nhờ việc mở rộng hệ thống cửa hàng theo mô hình "cửa hàng nhanh". Mô hình này giúp rút ngắn thời gian thiết kế – sản xuất – trưng bày, qua đó thúc đẩy hiệu quả kinh doanh và phản ứng nhanh với xu hướng tiêu dùng.

¹ Theo số liệu 2022 (do Eland là tập đoàn tư nhân, không niêm yết), Hàn Quốc và Trung Quốc chiếm lần lượt 40% và 27% doanh thu mảng thời trang của Eland.

- Tại Hàn Quốc, tăng trưởng doanh thu vẫn tích cực, bởi (i) sức tiêu thụ tốt của các bộ sưu tập mới, (ii) kỳ vọng chính sách kích cầu tiêu dùng từ chính phủ mới sẽ góp phần thúc đẩy mua sắm trong nước.
- Ở thị trường Việt Nam, Eland có chiến lược mở rộng tại thị trường Việt Nam với nhãn hiệu WHO.A.U – đã được công ty con TC Comerece chính thức phân phối trong năm 2024.

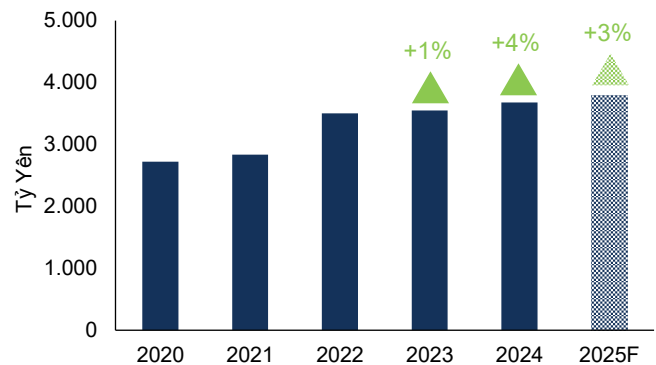
(2) **Cầu nhập khẩu tại thị trường Nhật Bản tiếp tục phục hồi** nhờ chính sách kích cầu tiêu dùng từ chính phủ. Cụ thể, Nhật Bản đã thông qua gói kích thích kinh tế trị giá 39 nghìn tỷ Yên, cao hơn 34% so với gói kích thích kinh tế sau Covid 19 (năm 2022).

Biểu đồ 7. Doanh thu của khách hàng lớn Eland duy trì đà tăng trưởng



Nguồn: Bloomberg, FPTS ước tính

Biểu đồ 8. Cầu nhập khẩu may mặc tại Nhật Bản được thúc đẩy bởi chính sách hỗ trợ tiêu dùng



Nguồn: Japan Customs

(3) **TCM có cơ hội mở rộng đơn hàng nhờ chênh lệch chi phí lao động giữa Việt Nam và Trung Quốc.** Chi phí lao động tại Trung Quốc hiện cao gấp 3 lần so với Việt Nam, trong khi nước này vẫn là nhà cung cấp may mặc lớn nhất cho Hàn Quốc và Nhật Bản, chiếm khoảng 35% và 50% thị phần năm 2024.

Thị trường Mỹ (25% doanh thu năm 2024) - Nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc sụt giảm bởi thuế quan

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ của TCM năm 2025 sẽ đạt 672 tỷ đồng (-3% YoY) bởi:

- (1) Thuế quan tăng cao sau sự kiện thuế đối ứng đẩy giá hàng may mặc lên cao làm giảm nhu cầu nhập khẩu của các nhãn hàng tại đây.
- (2) TCM tiếp tục chiến lược tập trung vào thị trường châu Á, duy trì giảm tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ tương đương giai đoạn 2022 – 2024, giảm trung bình 8 đpt/năm.

Biên lợi nhuận các đơn hàng may mặc của TCM tại Mỹ dự phóng sẽ giảm 1 – 2 đpt do phải chia sẻ mức thuế quan nhập khẩu Mỹ áp dụng lên Việt Nam.

Thị trường EU (11% doanh thu năm 2024) - Tiềm năng lớn nhờ TCM có thể tận dụng được ưu đãi từ EVFTA

Chúng tôi dự phóng doanh thu của TCM tại thị trường EU sẽ đạt 314 tỷ đồng, tăng 3% YoY, đến từ lợi thế:

- (1) TCM đáp ứng được quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi” – một trong những điều kiện quan trọng để hưởng ưu đãi thuế, nhờ sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ sợi – vải – may. Trong năm 2024, thị trường EU chiếm khoảng 11% doanh thu mảng may của TCM, đạt 305 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng mạnh 23%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024.

(2) Đến năm 2025, phần lớn hàng may mặc của Việt Nam đã được miễn thuế theo lộ trình EVFTA, giúp các doanh nghiệp xuất khẩu nâng cao khả năng cạnh tranh về giá. Hiện tại, mức thuế của hàng may mặc Việt Nam (thuộc 4 nhóm: A, B3, B5 và B7) dao động từ 0% - 2,9%, thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc và tiệm cận mức thuế ưu đãi EBA (0%) của Bangladesh (20% thị phần). Chính sách ưu đãi thuế tại EU của Việt Nam được đánh giá bền vững hơn Bangladesh, do các ưu đãi thuế quan từ EVFTA được duy trì kể từ khi hiệp định có hiệu lực, trong khi quyền hưởng thuế EBA của Bangladesh phải được xem xét định kỳ và phụ thuộc vào việc đáp ứng các tiêu chí cụ thể.

Bảng 3. Lộ trình giảm thuế của EVFTA đã về mức thuế thấp hơn Trung Quốc và tương đương Bangladesh

Nhóm hàng	Thuế GSP*	Lộ trình xóa bỏ thuế trung bình theo EVFTA							
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nhóm A		0,0%							
Nhóm B3	9,6%	8,7%	5,8%	2,9%	0,0%				
Nhóm B5		9,7%	7,8%	5,8%	3,9%	1,9%	0,0%		
Nhóm B7		10,2%	8,7%	7,3%	5,8%	4,4%	2,9%	1,5%	0,0%

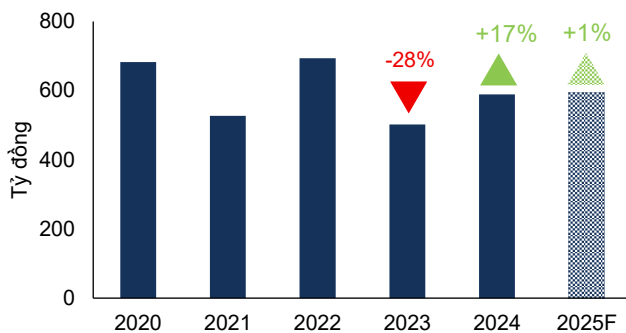
*Thuế GSP: Mức thuế các doanh nghiệp phải chịu khi không đáp ứng được EVFTA

Nguồn: FPTs tổng hợp

1.2. Màng vải

Chúng tôi cho rằng doanh thu từ màng vải và sợi của TCM sẽ chứng lại trong năm 2025, do tình trạng dư cung nguyên vật liệu cho màng may mặc. Nguyên nhân là việc Trung Quốc bị Mỹ áp thuế cao (30% sau đàm phán), khiến nhu cầu sản xuất hàng may mặc trong nước giảm, buộc nước này phải đẩy mạnh xuất khẩu nguyên liệu sang các thị trường khác, gây áp lực cạnh tranh về giá.

Biểu đồ 9. Doanh thu màng vải đi ngang

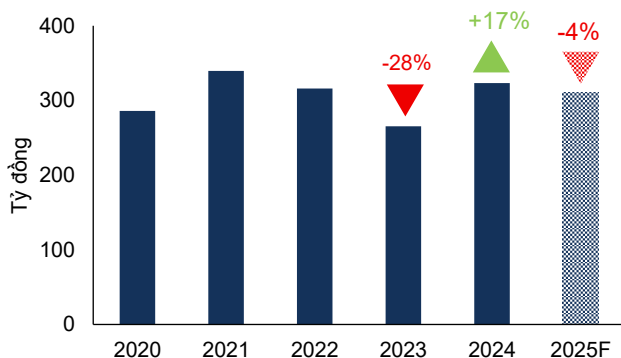


Nguồn: TCM, FPTs ước tính

Năm 2025, doanh thu màng vải ước tính đạt 594 tỷ đồng (+1% YoY), sản lượng tăng trưởng 5% YoY trong khi đó giá bán giảm 4% YoY. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu vải may tăng nhẹ nhờ vào mở rộng công suất và có thêm tệp khách hàng mới từ nhà máy SY Vina. Trung Quốc bị áp thuế cao tại Mỹ làm giảm động lực sản xuất may mặc gây dư cung vải làm giảm giá vải xuất khẩu chung.

1.3. Màng sợi

Biểu đồ 10. Doanh thu màng sợi giảm nhẹ



Nguồn: TCM, FPTs ước tính

Doanh thu màng sợi năm 2025 giảm 4% YoY, đạt 310 tỷ đồng dựa trên giả định giá bán giảm khi cầu nhập khẩu tại Trung Quốc giảm mạnh. Trong bối cảnh nhu cầu toàn ngành tăng trưởng chậm lại, TCM sẽ ưu tiên sản xuất sợi cho nội bộ khiến sản lượng bán ra kỳ vọng giảm 2% so với năm 2024.

1.4. Mảng bất động sản

Chúng tôi chưa đưa mảng bất động sản của TCM vào mô hình dự phóng do dự án TC Tower hiện vẫn đang trong giai đoạn xin phê duyệt chủ trương đầu tư, dự kiến hoàn tất vào tháng 9/2025 (theo cập nhật đến quý II/2025).

Trong năm 2024, TCM đã chính thức tái khởi động dự án nhà ở thương mại TC Tower, vốn bị đình trệ từ năm 2014. Dự án có quy mô khoảng 598 căn hộ phân khúc trung – cao cấp và 12 căn penthouse, với tổng mức đầu tư ước tính khoảng 1.700 tỷ đồng. Dự án dự kiến mang lại doanh thu 2.800 tỷ đồng và lợi nhuận khoảng 1.100 tỷ đồng, tương đương 4 lần lợi nhuận sau thuế năm 2024 của TCM.

Với tiềm năng đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh, chúng tôi sẽ theo dõi tiến độ pháp lý của dự án để cập nhật vào mô hình định giá trong thời gian tới.



Nguồn: TCTower.vn

Các mốc tiến độ	Tiến độ (dự kiến)
Thiết kế quy hoạch tổng thể	Đã hoàn thành
Phê duyệt chủ trương đầu tư	T9/2025
Giấy phép xây dựng	Q1/2026
Bắt đầu mở bán	Q2/2026
Thi công xây dựng	Q2/2026
Bàn giao căn hộ	Q4/2027

Nguồn: TCM

2. Rủi ro đầu tư

(1) Kết quả đàm phán giảm thuế quan tại Mỹ của Việt Nam. Mỹ hiện là thị trường chiếm khoảng 25% doanh thu mảng may mặc của TCM năm 2024. Do đó, kết quả các cuộc đàm phán liên quan đến thuế quan áp dụng lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam, sẽ có tác động trực tiếp đến triển vọng kinh doanh của công ty. Trong kịch bản bất lợi, nếu Việt Nam bị áp mức thuế 46% tại thị trường Mỹ, cao hơn 11 – 24 đpt so với các quốc gia Nam Á, làn sóng dịch chuyển đơn hàng khỏi Việt Nam và Trung Quốc sẽ làm giảm đáng kể đơn hàng xuất khẩu của TCM sang Mỹ. Hàng rào thuế quan này còn tạo hiệu ứng lan tỏa, buộc các quốc gia xuất khẩu may mặc lớn, trong đó có Trung Quốc phải tìm thị trường thay thế Mỹ, từ đó làm gia tăng cạnh tranh tại khu vực khác.

(2) Triển vọng kinh doanh của khách hàng lớn Eland (33% doanh thu mảng may mặc của TCM trong năm 2024). Đây là một yếu tố ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của công ty. Trong năm 2025, mặc dù Eland có kế hoạch mở rộng tại các thị trường như Trung Quốc và Việt Nam, chúng tôi lưu ý đến rủi ro từ môi trường tiêu dùng yếu tại Trung Quốc và Hàn Quốc, có thể làm chậm tiến độ hoặc quy mô mở rộng của tập đoàn này, từ đó ảnh hưởng đến nhu cầu đặt hàng với TCM.

V. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ

Trong báo cáo định giá này, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF và FCFE để xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu TCM là **37.900 VNĐ/cp**, cao hơn **13,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 03/06/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu TCM. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật khi có thêm thông tin về tình hình đơn hàng và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Phương pháp định giá	Kết quả (làm tròn)	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	37.100	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	38.600	50%
Kết quả định giá		37.900

1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng VCSH	11,35%	Phần bù rủi ro thị trường	9,88%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	9,2%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro 10 năm	2,38%	Thời gian dự phóng	5 năm
Hệ số beta không đòn bẩy	0,72		

2. Kết quả định giá FCFE và FCFF

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Tỷ VNĐ)	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu	3.784
Số cổ phiếu (triệu)	102
Giá cổ phiếu (VNĐ/cp)	37.100
Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Tỷ VNĐ)	Giá trị
Giá trị doanh nghiệp	3.654
Giá trị vốn chủ sở hữu	3.928
Số cổ phiếu (triệu)	102
Giá cổ phiếu (VNĐ/cp)	38.600

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3.810	3.933	4.091	4.273
- Giá vốn hàng bán	(3.194)	(3.340)	(3.475)	(3.618)
Lợi nhuận gộp	617	593	615	655
- Chi phí bán hàng	(154)	(165)	(172)	(179)
- Chi phí quản lí DN	(150)	(161)	(168)	(175)
- Lợi nhuận khác	11	5	6	6
Lợi nhuận HĐKD	313	267	276	300
- (Lỗ)/lãi HĐTC	52	(19)	(18)	(17)
LN trước thuế, lãi vay	375	253	263	290
- Chi phí lãi vay	(25)	(26)	(27)	(29)
Lợi nhuận trước thuế	350	228	237	261
- Thuế TNDN	(72)	(46)	(47)	(52)
Lợi nhuận sau thuế	278	182	189	209
EPS (đ)	2.548	1.770	1.842	2.027

Khả năng sinh lợi	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16%	15%	15%	15%
Tỷ suất LNST	7%	5%	5%	5%
ROE DuPont	13%	8%	8%	8%
ROA DuPont	8%	4%	4%	5%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	10%	6%	6%	7%
LNST/LNTT	79%	79%	79%	79%
LNTT / EBIT	93%	90%	90%	90%
Vòng quay tổng tài sản	1,06x	0,97x	0,96x	0,97x
Đòn bẩy tài chính	1,68x	1,72x	1,73x	1,73x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Thanh toán hiện hành	1,77	1,85	1,92	2,00
Thanh toán nhanh	1,11	1,17	1,24	1,32
Thanh toán tiền mặt	0,72	0,71	0,78	0,86
Nợ / Tài sản	0,42	0,42	0,42	0,42
Nợ / VCSH	0,71	0,72	0,72	0,71
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,67	0,68	0,69	0,69
Nợ dài hạn / VCSH	0,05	0,03	0,03	0,03

CĐKT	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	1.096	1.195	1.349	1.546
+ Các khoản phải thu	556	732	761	795
+ Hàng tồn kho	1.003	1.140	1.186	1.234
+ Tài sản ngắn hạn khác	35	37	38	40
Tổng tài sản ngắn hạn	2.690	3.103	3.335	3.615
+ Nguyên giá TSCĐHH	2.344	2.364	2.386	2.408
+ Khấu hao lũy kế	(1.316)	(1.455)	(1.594)	(1.730)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	1.027	910	792	679
+ Đầu tư tài chính dài hạn	5	5	5	5
+ Tài sản dài hạn khác	108	128	133	139
Tổng tài sản dài hạn	1.205	1.108	995	888
Tổng tài sản	3.896	4.212	4.330	4.504
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	701	802	834	868
+ Vay và nợ ngắn hạn	712	768	799	832
+ Nợ ngắn hạn khác	105	105	105	105
Nợ ngắn hạn	1.518	1.675	1.739	1.806
+ Vay và nợ dài hạn	60	33	23	13
+ Nợ dài hạn khác	46	49	51	53
Nợ dài hạn	106	83	74	66
Tổng nợ	1.624	1.758	1.813	1.872
+ Thặng dư	23	23	23	23
+ Vốn điều lệ	1.020	1.020	1.020	1.020
+ LN chưa phân phối	921	1.102	1.163	1.276
+ Khác	297	297	297	297
Vốn chủ sở hữu	2.272	2.454	2.517	2.632
Tổng cộng nguồn vốn	3.896	4.212	4.330	4.504

Hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	42	60	67	66
Số ngày tồn kho	116	117	122	122
Số ngày phải trả	65	82	86	86
Thời gian luân chuyển tiền	93	95	103	103
COGS / Hàng tồn kho	3,11	3,33	3,05	3,05

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.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu TCM, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu 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 <http://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 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 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 Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

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

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888