

**ĐỆT MAY THÀNH CÔNG (TCM)
SẢN XUẤT**

Giá hiện tại	VND41.150
Cao/ thấp nhất 52T	VND53.800/VND37.591
Giá mục tiêu	VND55.200
Giá mục tiêu trước	VND53.300
Consensus	-1,3%
Tiềm năng tăng giá	34,1%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng mức sinh lời	34,1%

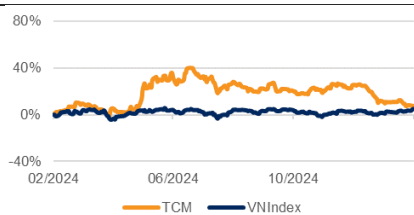
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Bán

Thị giá vốn (tr USD)	165
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	3,6
Sở hữu NN (tr USD)	0
SLCP lưu hành (tr)	101,9
SLCP pha loãng (tr)	101,9

	TCM	DN cùng ngành	VNI
P/E trượt 12T	15,2x	7,7x	12,7x
P/B hiện tại	1,9x	1,5x	1,7x
ROA	7,7%	7,5%	2,1%
ROE	13,0%	20,8%	13,0%

*dữ liệu ngày 27/2/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
MSH	-3,0%	-0,5%	11,0%
VNI	-0,1%	-0,1%	6,9%

Cơ cấu sở hữu

E-Land Asia Holdings Pte., Ltd Singapore	47,0%
Nguyen Van Nghia	10,2%
Others	42,8%

Tổng quan doanh nghiệp

Công ty Cổ phần Dệt - Đầu tư - Thương mại Thành Công được thành lập từ năm 1967, tiền thân là doanh nghiệp dệt may tư nhân với tên gọi Công ty Công nghiệp Dệt may Tài Thành, Hoạt động kinh doanh chính của công ty là sản xuất sợi, vải và may mặc với xuất khẩu chiếm 66,7% doanh thu vào năm 2023.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thùy Dương

duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

KHẢ QUAN (từ TRUNG LẬP)

Động lực tăng trưởng từ thị trường châu Á

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 34,1% và không có cổ tức. Giá mục tiêu được điều chỉnh tăng 3,6% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 18,1% kể từ báo cáo gần nhất.
- Mức giá mục tiêu cao hơn do dự phóng EPS tăng và điều chỉnh giả định WACC.
- P/E mục tiêu đạt 17,5 lần, cao hơn mức trung bình 10 năm (15,9 lần). Chúng tôi cho rằng mức định giá này hợp lý với dự báo EPS năm 2025 tăng 24%.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu thuần năm 2024 tăng 14,6% svck lên 3.180 tỷ đồng, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Biên LN gộp cải thiện 1,2đ % lên 16,2%.
- LN ròng năm 2024 tăng mạnh 107,8% svck lên 278 tỷ đồng và biên LN ròng mở rộng 3,3đ % lên 7,3%.
- Chúng tôi dự báo doanh thu tăng 13,5%/ 7,5% svck và biên LN ròng tăng 0,2đ % trong năm 2025, tuy nhiên giảm 0,4đ % trong năm 2026.

Luân điểm đầu tư

Thị trường xuất khẩu đa dạng giúp TCM giảm thiểu rủi ro thuế quan từ Mỹ

TCM có lợi thế trong việc ứng phó với khả năng tăng thuế của Mỹ dưới chính quyền Trump nhờ cơ cấu doanh thu đa dạng thị trường. Xuất khẩu sang Mỹ chiếm 21% doanh thu năm 2024, trong khi Hàn Quốc và Nhật Bản đóng góp lần lượt 30% và 17%. Xuất khẩu sang Canada năm 2024 tăng mạnh 123%, trong khi doanh thu nội địa cũng ghi nhận mức tăng 52%. Ngoài ra, đồng USD mạnh lên có thể mang lại lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá.

Thị trường châu Á sẽ là động lực tăng trưởng chính cho TCM

Chúng tôi dự báo doanh thu của TCM sẽ tăng trưởng 13,5%/7,5% svck trong năm 2025/26, nhờ nhu cầu mạnh mẽ tại châu Á – khu vực có tốc độ tăng trưởng kép thị trường may mặc dự kiến là 3,15% trong giai đoạn 2025-2029, cao hơn Mỹ và EU. Việc E-Land mở rộng hệ thống cửa hàng tại Việt Nam và chiến lược tăng trưởng tổng thể sẽ thúc đẩy đơn hàng cho TCM, nâng tỷ trọng đóng góp của E-Land vào doanh thu của TCM lên 27%/28% trong năm 2025/26.

Chúng tôi kỳ vọng biên LN mở rộng nhờ chi phí đầu vào giảm

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của TCM sẽ tăng 0,5đ %/0,1đ % trong năm 2025/26, đạt 16,7%/16,8%, nhờ chi phí đầu vào giảm. Giá bông đã giảm 19,9% svck và dự kiến tiếp tục duy trì ở mức thấp do tình trạng dư cung trên toàn cầu.

Tái khởi động TC Tower sẽ thúc đẩy doanh thu tăng trưởng đáng kể

TCM đã chính thức tái khởi động dự án BĐS TC Tower, với kế hoạch vốn được thông qua tại ĐHCĐ bất thường T11/24. BLĐ dự kiến giấy phép xây dựng sẽ được cấp vào đầu năm 2026, vì thế chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được mở bán vào năm 2027. Khi đi vào hoạt động, chúng tôi ước tính TC Tower sẽ đóng góp 2.560 tỷ đồng vào doanh thu và 900 tỷ đồng vào lợi nhuận ròng. Khoản nợ mới của TCM để thực hiện dự án có thể khiến tỷ lệ D/E tăng từ 0,3 lần lên 0,4/0,5 lần trong năm 2025/26.

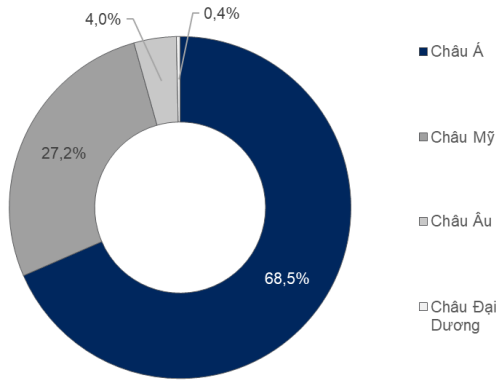
Tóm tắt tài chính	2023	2024	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	-23,3%	14,6%	13,5%	7,5%	6,6%
Tăng trưởng EPS	-57,6%	107,5%	23,9%	0,7%	8,3%
Biên lợi nhuận gộp	15,0%	16,2%	16,7%	16,8%	18,0%
Biên lợi nhuận ròng	4,0%	7,2%	7,4%	7,0%	7,1%
P/E (x)	10,4	28,6	17,5	17,4	16,0
P/B (x)	2,1	2,2	2,2	2,0	1,8
ROAE	6,6%	12,2%	12,7%	11,5%	11,3%
Nợ/ VCSH	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan công ty

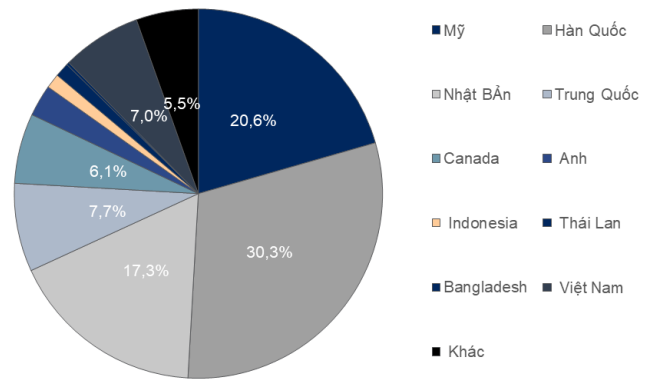
Công ty Cổ phần Dệt - Đầu tư - Thương mại Thành Công được thành lập năm 1967. Lĩnh vực kinh doanh chính của công ty là sản xuất và xuất khẩu sợi, vải và hàng may mặc với doanh thu xuất khẩu 89,3% tổng doanh thu 2024. TCM chủ yếu sản xuất đồ thể thao, áo khoác, áo thun, quần áo trẻ em,... với độ khó trung bình (thiết kế đơn giản, dễ gia công).

Hình 1: Châu Á là thị trường xuất khẩu chính, đóng góp 68,5% vào doanh thu của TCM trong năm 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

Hình 2: Hàn Quốc, Nhật Bản và Mỹ là các thị trường xuất khẩu trọng điểm của TCM (theo doanh thu năm 2024)

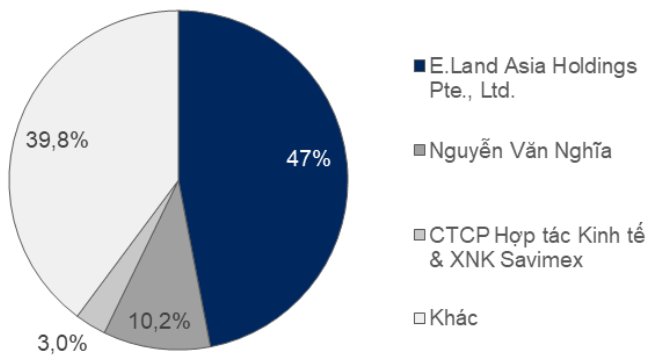


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

Tập đoàn E-Land – cổ đông lớn đóng góp đáng kể vào doanh thu của TCM

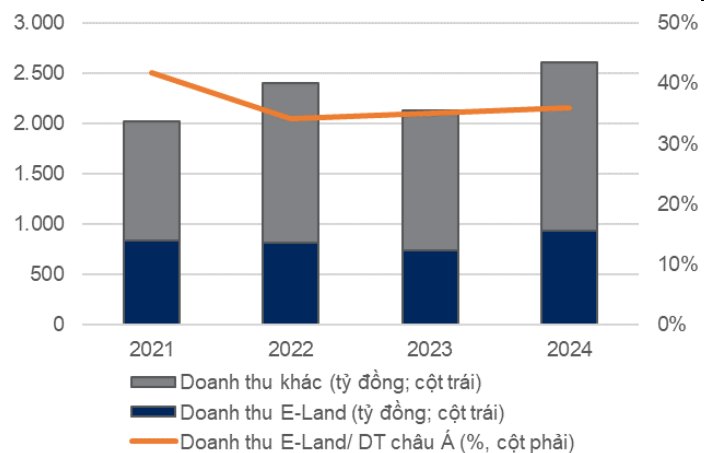
Tập đoàn E-Land, cổ đông lớn của TCM nắm giữ 47% cổ phần, được nắm giữ thông qua hai công ty con của tập đoàn là Công ty TNHH E-Land Asia Holdings Singapore. E-Land được thành lập từ năm 1980, là một trong những nhà bán lẻ thời trang hàng đầu Hàn Quốc.

Hình 3: E-Land là cổ đông lớn, nắm giữ 47% cổ phần của TCM



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

Hình 4: E-Land đóng góp chính vào doanh thu thị trường châu Á



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

Sau khi E-Land trở thành cổ đông và đối tác lớn của TCM vào năm 2009, kết quả kinh doanh của TCM đã tăng trưởng ấn tượng, doanh thu tăng 67% vào năm 2010 và sau đó duy trì tốc độ CAGR 7,63% từ năm 2009 đến 2023. Năm 2023, E-Land đóng góp khoảng 24,6% vào tổng doanh thu của TCM.

KQKD 2024: Lợi nhuận tăng vọt nhờ doanh thu tài chính - [Thấp hơn dự phóng]

Hình 5: Tóm tắt KQKD 2024

tỷ đồng	Q4/24	% sv quý trước	% svck	2024	% svck	Thực tế/ Dự phóng
Doanh thu thuần	925	-16,3%	13,6%	3.810	14,6%	100,6%
May mặc	674	-24,2%	8,1%	2.969	12,7%	103,4%
Xuất khẩu	825	-17,1%	14,6%	3.402	15,8%	104,6%
Nội địa	100	-9,0%	5,6%	408	5,7%	77,0%
Lợi nhuận gộp	139	-17,4%	7,2%	617	23,7%	91,2%
Chi phí bán hàng	66	-12,1%	-21,2%	304	7,5%	91,9%
Thu nhập tài chính ròng	12	-297,6%	-195,2%	27	N/A	172,0%
Lợi nhuận trước thuế	78	-23,3%	132,8%	350	85,6%	82,6%
Lợi nhuận ròng	62	-24,4%	175,7%	278	107,8%	82,5%
Biên LN gộp	15,0%	-2,8đ %	-0,9đ %	16,2%	1,2đ %	
Biên LN ròng	6,7%	-1,2đ %	3,9đ %	7,3%	3,3đ %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

Doanh thu giảm sv quý trước do yếu tố mùa vụ nhưng tăng svck

Doanh thu thuần Q4/24 giảm 16,3% sv quý trước từ mức đỉnh mùa vụ trong Q3, nhưng tăng 13,6% svck lên 925 tỷ đồng. Trong năm 2024, doanh thu đạt 3.800 tỷ đồng, tăng 14,6% svck, chủ yếu nhờ doanh thu từ may mặc và sợi tăng lần lượt 10,7% svck và 43,9% svck. Doanh thu xuất khẩu tăng 15,8% svck, đạt 3.400 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi mức tăng mạnh 50% svck tại Hàn Quốc và 111% svck tại Canada. Khu vực châu Á tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất, đóng góp 68% tổng doanh thu.

Biên LN gộp thu hẹp sv quý trước nhưng tăng svck nhờ chi phí đầu vào thấp

Lợi nhuận gộp Q4/24 giảm 17,4% sv quý trước do doanh thu giảm, nhưng tăng 7,2% svck, đạt 139 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp thu hẹp 2,8đ % sv quý trước và 0,9đ % svck, còn 15,0%. Tuy nhiên, cả năm, biên lợi nhuận gộp tăng 1,2đ % svck, đạt 16,2%, nhờ giá bông duy trì thấp trong suốt năm 2024.

Thu nhập tài chính tăng mạnh nhờ chi phí lãi vay giảm và môi trường tỷ giá thuận lợi

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp Q4/24 giảm 12,1% svck, còn 66 tỷ đồng, dù doanh thu tăng 13,6% svck, thể hiện khả năng quản lý chi phí tốt hơn của công ty. Cả năm 2024, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng 7,5% svck, đạt 304 tỷ đồng, phù hợp với đà tăng của doanh thu. Công ty ghi nhận sự cải thiện đáng kể trong thu nhập tài chính ròng, đạt 27 tỷ đồng so với khoản lỗ tài chính ròng 31 tỷ đồng năm 2023. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ môi trường tỷ giá thuận lợi, giúp lãi chênh lệch tỷ giá tăng 34,2% svck và giảm lỗ tỷ giá. Ngoài ra, chi phí lãi vay giảm 34,2% svck, góp phần hỗ trợ thu nhập tài chính ròng.

...đẩy lợi nhuận cả năm tăng mạnh

LNST Q4/24 đạt 62 tỷ đồng, giảm 24,4% sv quý trước nhưng tăng mạnh 175,7% svck.

Cả năm 2024, LNST tăng 107,8% svck, đạt 278 tỷ đồng, giúp biên lợi nhuận ròng tăng 3,3đ %, lên mức 7,3%.

Bảng cân đối kế toán: TCM duy trì vị thế tiền mặt lớn

Hình 6: Bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
Tiền & tương đương tiền	435	430	442	530	563
Đầu tư ngắn hạn	313	364	415	532	533
Khoản phải thu	329	374	396	526	556
Tài sản cố định	961	936	1.112	1.040	1.025
Khấu hao	32	30	29	32	31
Nợ dài hạn	96	100	78	77	106
Nợ/ VCSH	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tỷ lệ chi trả lãi vay	5,3	11,3	14,5	16,1	9,7
Vòng quay tài sản	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

Tính đến Q4/24, tiền mặt và các khoản tương đương tiền cùng với đầu tư ngắn hạn đạt 1.099 tỷ đồng, tăng từ 794 tỷ đồng vào cuối Q1/24. Toàn bộ khoản đầu tư ngắn hạn là tiền gửi ngân hàng, với thu nhập tài chính chủ yếu đến từ lãi tiền gửi.

Tỷ lệ khả năng thanh toán lãi vay giảm svck xuống 9,7 lần do lợi nhuận thấp hơn sau khi đạt đỉnh theo mùa trong quý trước. Tuy nhiên, tỷ lệ này cải thiện svck nhờ lợi nhuận 2024 tăng so với 2023, giúp nâng cao khả năng thanh toán lãi vay trong cả năm.

Triển vọng năm 2025-26: Thị trường châu Á thúc đẩy tăng trưởng

Hình 7: Điều chỉnh dự phóng năm 2025-26

(tỷ đồng)	Dự phóng cũ			Dự phóng mới		%svck		% thay đổi dự phóng	
	2025	2026	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Doanh thu thuần	3.894	3.967	3.810	4.326	4.653	13,5%	7,5%	11,1%	17,3%
Theo mảng									
- Sợi	276	284	343	350	355	2,0%	1,5%	26,8%	24,9%
- Vải	582	594	610	661	732	8,5%	10,7%	13,6%	23,3%
- May mặc	2.982	3.057	2.820	3.265	3.526	15,8%	8,0%	9,5%	15,3%
- Khác	53	32	38	50	39	32,4%	-23,0%	-5,6%	21,2%
Theo thị trường									
- Xuất khẩu	3.349	3.412	3.402	3.901	4.196	14,7%	7,6%	16,5%	23,0%
- Nội địa	545	555	408	438	471	7,4%	7,6%	-19,6%	-15,1%
Lợi nhuận gộp	713	739	617	722	782	17,1%	8,4%	1,3%	5,8%
Biên LN gộp	18,3%	18,6%	16,2%	16,7%	16,8%	0,5đ %	0,1đ %	-1,6đ %	-1,8đ %
Chi phí BH&QLDN	(335)	(341)	(304)	(347)	(399)	14,1%	15,1%	3,6%	17,1%
Lợi nhuận hoạt động	378	398	313	375	383	20,0%	2,1%	-0,7%	-3,8%
Thu nhập tài chính ròng	23	41	27	28	25	5,7%	-13,3%	21,5%	-40,0%
Lợi nhuận trước thuế	401	439	339	403	408	18,9%	1,0%	0,6%	-7,2%
Lợi nhuận sau thuế	321	351	278	323	326	16,1%	1,0%	0,6%	-7,2%
LNST công ty mẹ	319	349	276	322	324	16,6%	0,7%	0,9%	-7,2%

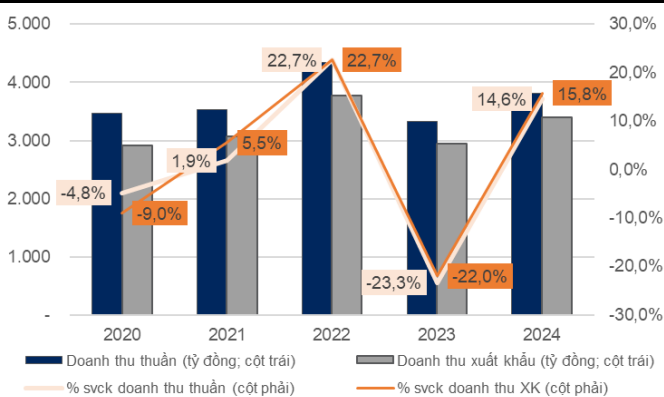
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng việc Mỹ tăng thuế sẽ có ít tác động đến TCM

Thị trường xuất khẩu đa dạng...

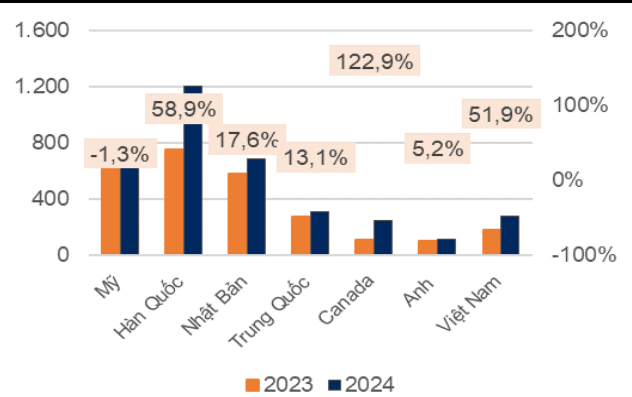
Năm 2024, doanh thu của TCM tăng 14,6% svck lên 3.810 tỷ đồng, trong đó doanh thu xuất khẩu tăng 15,8% svck nhờ tăng trưởng tại thị trường Hàn Quốc, Nhật Bản và Canada. Xuất khẩu sang Hàn Quốc và Trung Quốc tăng nhờ đơn hàng lớn hơn từ E-Land, góp phần nâng tỷ trọng doanh thu của đối tác này thêm 3,4đ % lên 24,6% trong năm 2024.

Hình 8: Doanh thu của TCM tăng 16,8% svck và doanh thu xuất khẩu tăng 15,8% svck..



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

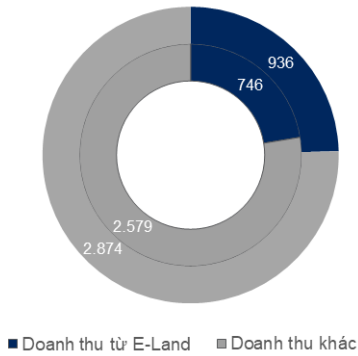
Hình 9: ... nhờ tăng trưởng ấn tượng tại các thị trường chính Hàn Quốc, Nhật Bản, Canada và Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

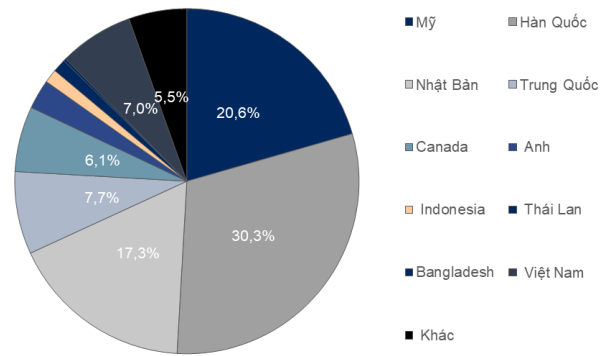
Hàn Quốc tiếp tục dẫn đầu, đóng góp 30,3% doanh thu, theo sau là Mỹ với 20,6% và Nhật Bản với 17,3%. Chúng tôi tin rằng TCM đã tận dụng cơ hội từ Hiệp định thương mại tự do CPTPP để thu hút khách hàng mới tại Canada, giúp doanh thu tại thị trường này tăng mạnh 122,9% svck. Bên cạnh đó, doanh thu tại Việt Nam cũng ghi nhận mức tăng 51,9% svck, phản ánh nỗ lực đa dạng hóa thị trường và đẩy mạnh doanh số nội địa, qua đó giảm sự phụ thuộc vào bất kỳ khu vực nào.

Hình 10: Tỷ trọng doanh thu E-land trong tổng doanh thu của TCM tăng lên 24,6% trong năm 2024 (vòng ngoài) từ mức 21,2% trong năm 2023 (vòng trong),... (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

Hình 11: ...hỗ trợ thị trường Hàn Quốc dẫn đầu doanh thu xuất khẩu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCM

...giúp TCM tránh tác động từ thuế suất cao hơn dưới chính quyền Trump

Chúng tôi tin rằng mức thuế cao hơn dưới chính quyền Trump 2.0 sẽ có những tác động trái chiều đối với triển vọng ngành dệt may, nhưng ảnh hưởng tiêu cực lên TCM sẽ ở mức hạn chế.

- Chúng tôi nhận thấy việc Mỹ có thể áp thuế cao hơn ít nhất 60% lên hàng hóa Trung Quốc và mở rộng mức thuế 10–20% lên hàng hóa từ các quốc gia khác, bao gồm Việt Nam, có thể thúc đẩy các thương hiệu dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam. Điều này sẽ tạo cơ hội cho các nhà sản xuất Việt Nam như TCM gia tăng thị phần tại Mỹ. Ngoài ra, Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về chi phí sản xuất thấp và chất lượng sản phẩm cao trong ngành dệt may toàn cầu, giúp thu hút nhiều đơn hàng hơn từ các thương hiệu thời trang Mỹ. Chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ tận dụng lợi thế này để giành thêm đơn hàng từ khách hàng mới. Bên cạnh đó, đồng USD được dự báo sẽ mạnh lên dưới chính quyền Trump, có thể giúp TCM ghi nhận lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá cao hơn.
- Các thách thức đến từ việc Mỹ gia tăng giám sát hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam và lạm phát tại Mỹ sẽ được giảm thiểu khi TCM sở hữu danh mục thị trường xuất khẩu đa dạng bao gồm Mỹ, EU, Hàn Quốc và Nhật Bản.

Châu Á dẫn dắt doanh thu tăng 13,5%/7,5% svck trong năm 2025-26

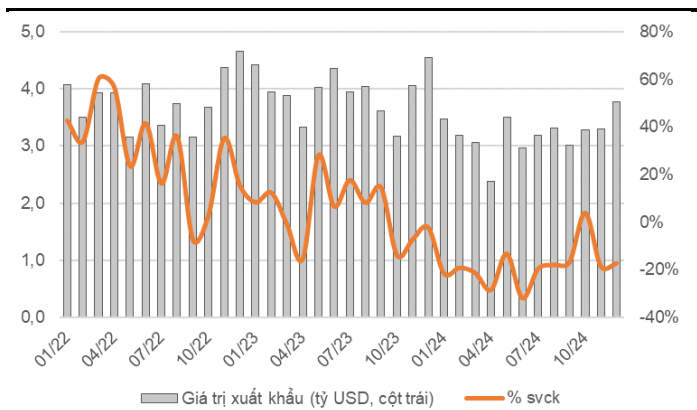
Con đường xuất khẩu sang EU không dễ dàng: Sự trở lại của Bangladesh

Theo Hiệp hội các Nhà sản xuất và xuất khẩu hàng may mặc Bangladesh (BGMEA), ngành dệt may nước này đã chịu thiệt hại khoảng 400 triệu USD do các cuộc bạo loạn trong năm 2024. Hệ quả là đơn hàng đã dịch chuyển sang các đối thủ trong khu vực, bao gồm Ấn Độ, Pakistan và Việt Nam với tổng giá trị khoảng 2 tỷ USD, khiến xuất khẩu của Bangladesh giảm 18,8% svck trong năm 2024. Tuy nhiên, bất chấp những khó khăn, xuất khẩu của Bangladesh sang EU - thị trường lớn nhất của quốc gia này - vẫn duy trì đà tăng với mức tăng trưởng 5,7% svck trong 11T24. Bangladesh tiếp tục giữ vững vị trí nhà xuất khẩu hàng may mặc lớn thứ hai vào EU, chiếm 21,3% thị phần, tăng 0,4đ %. Trong khi đó, Việt Nam và Ấn Độ chỉ ghi nhận mức tăng 0,1đ %, còn Trung Quốc mở rộng thị phần thêm 0,9đ %. Điều này cho thấy, dù đối mặt với gián đoạn tạm thời, Bangladesh vẫn giữ vị thế áp đảo tại thị trường EU và một phần đơn hàng từ EU có thể đã chuyển hướng sang Trung Quốc. Theo đánh giá của BGMEA,

các đơn hàng đã chuyển sang các nước khác có khả năng quay trở lại Bangladesh khi nước này tận dụng lợi thế cạnh tranh, bao gồm chi phí lao động thấp, số lượng lớn nhà máy đạt chứng nhận LEED “xanh” và lực lượng lao động có tay nghề cao. Nói cách khác, nếu Bangladesh ổn định về chính trị và sản xuất may mặc phục hồi, quốc gia này có khả năng giành lại các đơn hàng đã mất, đặc biệt là từ EU.

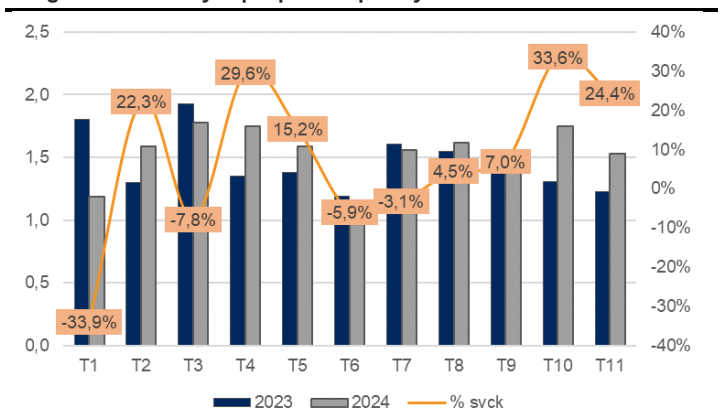
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động lên tổng kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sẽ không đáng kể. Lý do là Việt Nam chủ yếu tập trung vào thị trường Mỹ, trong khi Bangladesh hướng nhiều hơn đến EU. Do đó, mặc dù sự phục hồi của Bangladesh có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang EU, nhưng tác động lên danh mục xuất khẩu tổng thể của Việt Nam sẽ không đáng kể.

Hình 12: Tổng kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Bangladesh giảm 18,8% svck trong năm 2024 sau khủng hoảng chính trị



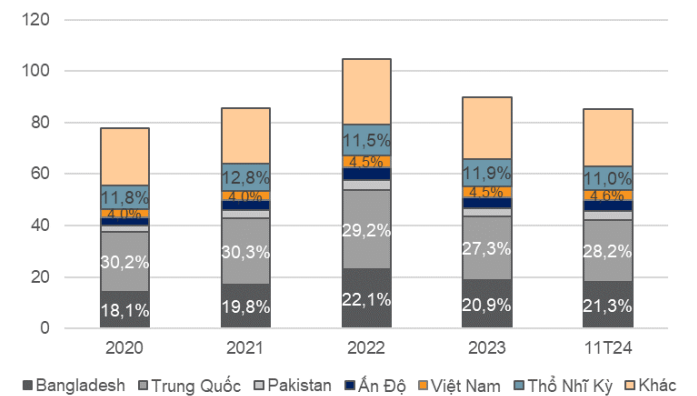
Nguồn: BGMEA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tuy nhiên, xuất khẩu sang EU vẫn duy trì tăng trưởng dương ở mức 5,7% trong cả năm, khẳng định vị thế dẫn đầu của Bangladesh trong xuất khẩu may mặc tại khu vực này



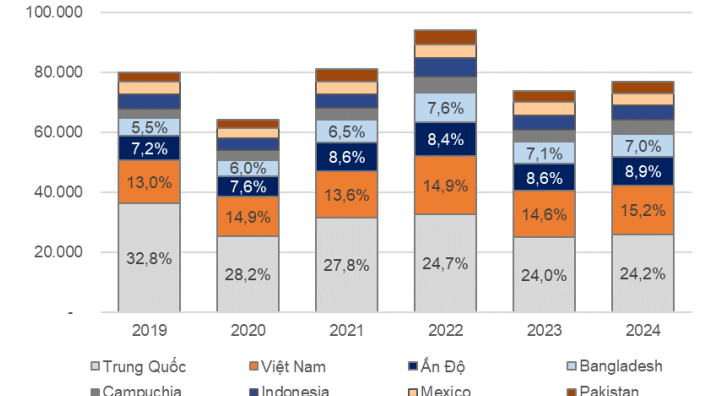
Nguồn: BGMEA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Dù đối mặt với khủng hoảng, Bangladesh vẫn mở rộng thị phần tại EU thêm 0,4 điểm %, trong khi Việt Nam và Ấn Độ chỉ tăng 0,1 điểm % (tỷ USD).



Nguồn: BGMEA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Ngược lại, Bangladesh mất 0,1 điểm % thị phần tại Mỹ, trong khi Việt Nam và Ấn Độ lần lượt tăng 0,6 điểm % và 0,3 điểm % (tỷ USD).



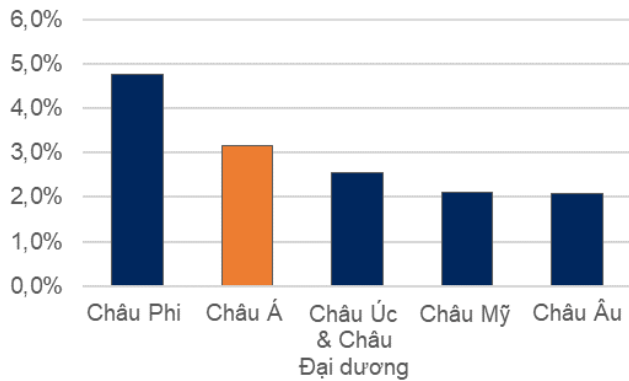
Nguồn: OTEXA, VNDIRECT RESEARCH

Thị trường may mặc châu Á sẽ là động lực tăng trưởng cho TCM

Theo Statista, thị trường may mặc châu Á được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 3,15% trong giai đoạn 2025-29, vượt trội so với khu vực châu Mỹ (2,11%) và EU (2,08%). Trong năm 2025, Statista dự báo thị trường may mặc châu Á sẽ tăng 3,5% svck, đạt 731,7 tỷ USD, nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ tại Malaysia (+5,3%), Trung Quốc (+3,9%) và Hong Kong (+3,5%),

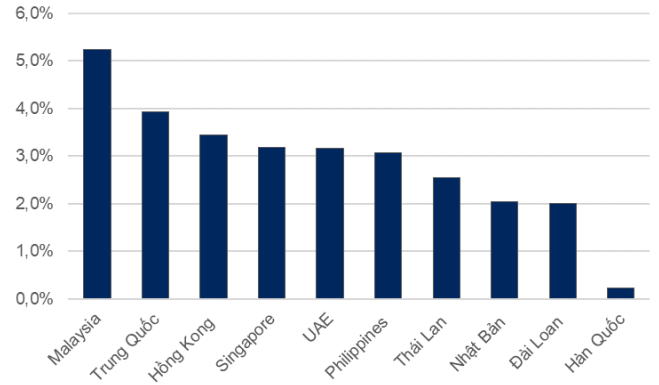
củng cố vị thế của châu Á là động lực chính thúc đẩy nhu cầu may mặc toàn cầu.

Hình 16: Châu Á có CAGR doanh thu may mặc trong giai đoạn 2025-2029 cao thứ hai so với các thị trường địa khác



Nguồn: Statista, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Tăng trưởng của thị trường châu Á được kỳ vọng sẽ được thúc đẩy nhờ tiềm năng từ Malaysia và Trung Quốc

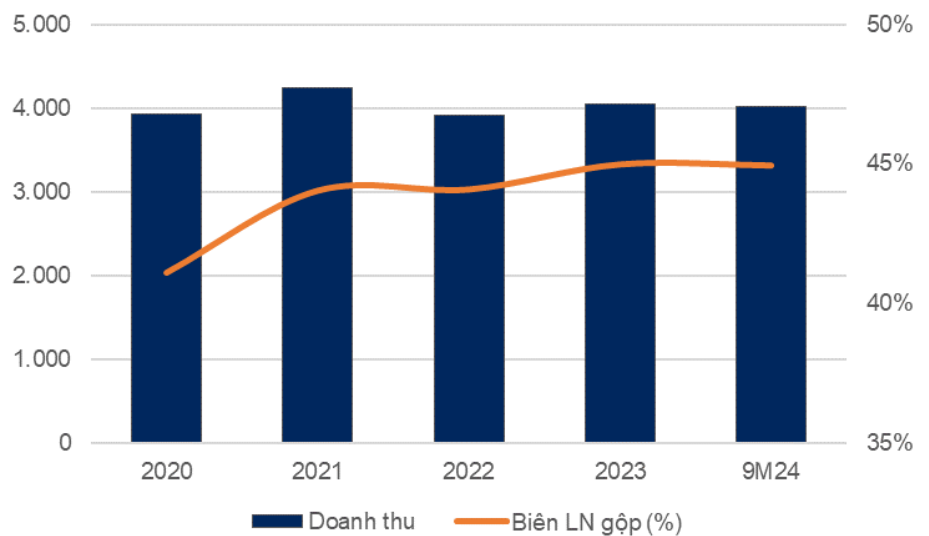


Nguồn: Statista, VNDIRECT RESEARCH

Gia tăng đơn hàng từ E-Land nhờ chiến lược mở rộng

Theo E-Land World, doanh thu 9T24 đạt 4 tỷ USD - tương đương cả năm 2023, biên lợi nhuận gộp vẫn duy trì ổn định ở mức 45%. Tổng số cửa hàng đạt 7.426. Nhu cầu gia tăng cùng xu hướng mua sắm chú trọng giá trị từ các thương hiệu SPA (Specialty store retailer of private label apparel brand) đã thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của E-Land, đặc biệt nhờ vào doanh số mạnh mẽ từ các thương hiệu SPA như SPAO, SPAO Kids và New Balance. SPAO dự kiến đạt doanh thu hơn 600 tỷ KRW (416,2 triệu USD) trong 2024 - tăng 25% svck - với 19 cửa hàng mới được khai trương, nâng tổng số điểm bán lên 127 trên toàn quốc. Ngoài ra, chiến lược bán hàng trực tuyến qua các nền tảng thương mại hàng đầu Hàn Quốc đã giúp SPAO thu hút 22 triệu lượt xem trong chín tháng, trung bình 300.000 lượt mỗi phiên và cao nhất lên tới 790.000 lượt - gấp khoảng mười lần mức trung bình ngành.

Hình 18: Doanh thu 9T24 của E-Land đạt 4 tỷ USD, tương đương cả năm 2023, với biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao 45% trong 9T24 (tỷ USD).



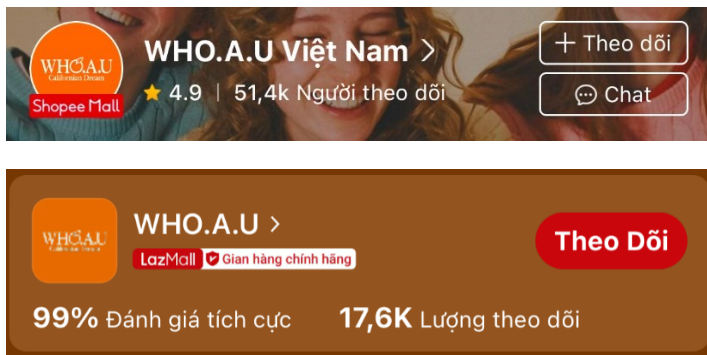
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh đó, WHO.A.U - thương hiệu thời trang lấy cảm hứng từ phong cách California - đang tận dụng nhu cầu ngày càng tăng của giới trẻ đối với thời trang

nhANH. Đặc biệt, WHO.A.U đang trở nên phổ biến tại Việt Nam, khuyến khích E-Land đặt ra kế hoạch mở thêm 10 cửa hàng tại đây vào năm 2025. WHO.A.U đã ra mắt trang web chính thức tại Việt Nam vào năm 2024, do TC Commerce phân phối, đồng thời trang bán hàng của thương hiệu các nền tảng thương mại điện tử như Shopee và Lazada cũng nhận được nhiều sự quan tâm với hàng ngàn lượt theo dõi. Dữ liệu từ Google Trends cho thấy mức độ quan tâm ngày càng lớn đối với sản phẩm WHO.A.U, đặc biệt từ Việt Nam, Hàn Quốc và Trung Quốc. Với xu hướng tiêu dùng ưu tiên sản phẩm chất lượng cao, thời trang nhưng giá cả hợp lý, WHO.A.U có tiềm năng phát triển mạnh mẽ trong dài hạn tại châu Á.

Chúng tôi tin rằng TCM sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự mở rộng này. Với TC Commerce là nhà phân phối trực tiếp của WHO.A.U tại Việt Nam, cả doanh thu nội địa và xuất khẩu của TCM đều được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tích cực.

Hình 19: WHO.A.U thu hút lượng lớn người theo dõi trên các nền tảng thương mại điện tử tại Việt Nam.



Nguồn: Shopee, Lazada, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Lượt tìm kiếm cho từ khóa “WHOAU” mỗi ngày gia tăng tại các quốc gia châu Á.

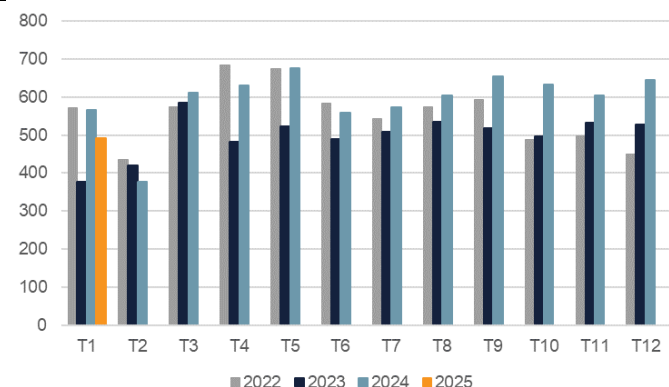


Nguồn: Google Trend, VNDIRECT RESEARCH

Kỳ vọng đơn hàng gia tăng

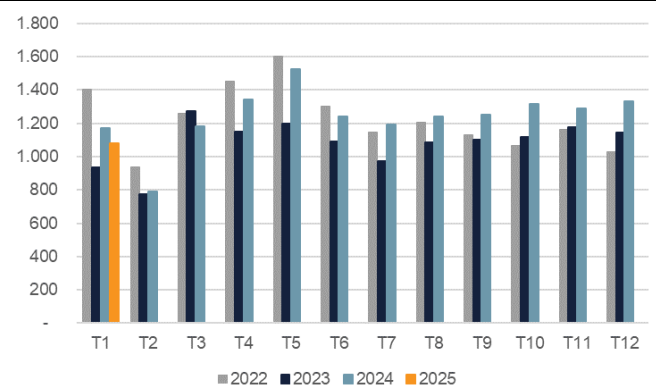
Trong Q4/24, kim ngạch nhập khẩu nguyên phụ liệu và vải phục vụ ngành dệt may của Việt Nam đạt lần lượt 1,8 tỷ USD và 3,9 tỷ USD, tăng 20,9% và 14,5% svck, cho thấy nhu cầu đơn hàng may mặc gia tăng. Nhiều nhà sản xuất trong nước, bao gồm TCM, đã kín đơn hàng cho Q1/25 và đang nhận đơn hàng cho Q2. TCM cho biết đã bắt đầu nhận đặt hàng sớm cho Q3. Chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ duy trì kín đơn hàng trong suốt năm 2025, với nhà máy hoạt động tối đa công suất.

Hình 21: Trong Q4/24, giá trị nhập khẩu nguyên phụ liệu cho may mặc của Việt Nam đạt 1,8 tỷ USD, tăng 20,9% svck (triệu USD).



Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Nhập khẩu vải cũng tăng 14,5% svck lên 3,9 tỷ USD, phản ánh nhu cầu đơn hàng may mặc gia tăng (triệu USD)

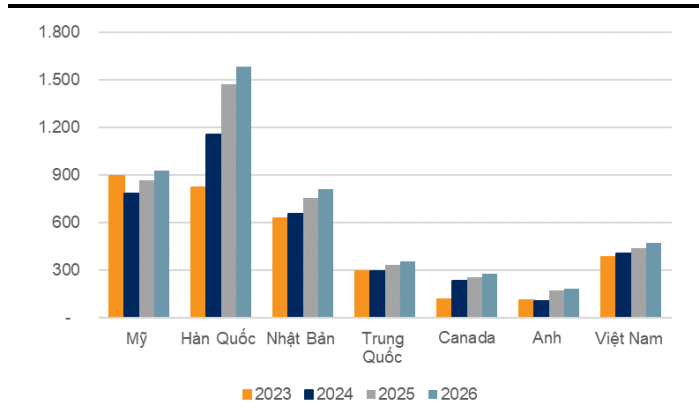


Nguồn: Tổng cục Hải quan, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi nâng dự báo doanh thu 2025/26 so với báo cáo trước khi doanh thu mỏng sợi và vải vượt kỳ vọng trong năm 2024. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu tăng 13,5% svck trong năm 2025 và 7,5% svck trong năm 2026, dựa trên các giả định sau cho từng phân khúc:

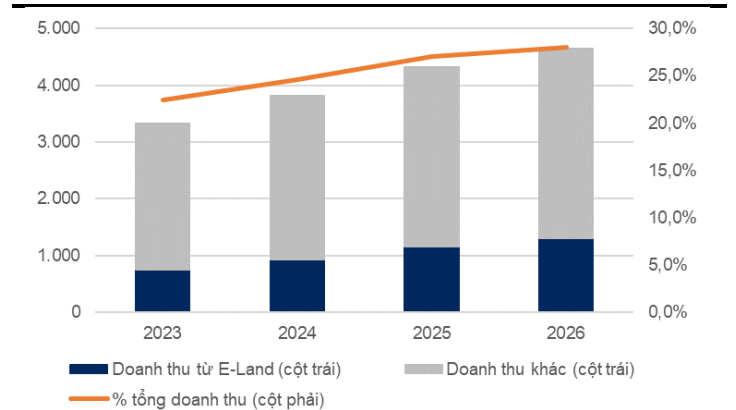
- **Sợi:** Doanh thu dự báo tăng lần lượt 2%/1,5% trong năm 2025/26, thúc đẩy bởi đơn hàng tăng 2%/1,5% svck và giá bán ổn định.
- **Vải:** Chúng tôi kỳ vọng đơn hàng vải duy trì tốc độ tăng trưởng 8,5% trong năm 25/26, nhờ nhu cầu cao tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm. Giá bán dự kiến ổn định trong năm 2025 và tăng 2% svck trong năm 2026, do đó doanh thu sẽ tăng 8,5%/10,7% svck trong năm 2025/26.
- **May mặc:** Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng lần lượt 27,2%/15,2%/10,5% và 7,4% svck tại các thị trường xuất khẩu chính gồm Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ và thị trường nội địa. Động lực tăng trưởng chính đến từ nhu cầu gia tăng từ E-Land và mở rộng thị trường trong nước. Theo dự báo, tỷ trọng đóng góp của E-Land vào tổng doanh thu sẽ đạt 27%/28% trong năm 2025/26.

Hình 23: Dự phóng doanh thu TCM theo thị trường (tỷ đồng)



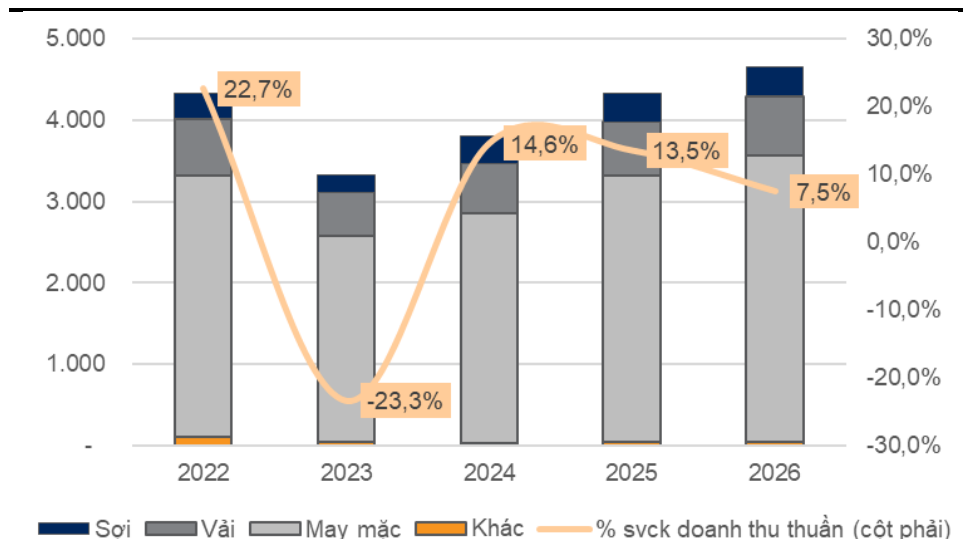
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Chúng tôi dự báo tỷ trọng E-Land vào doanh thu sẽ lần lượt đạt 27%/28% trong năm 2025/26 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 13,5%/ 7,5% svck trong năm 2025/26 (tỷ đồng)

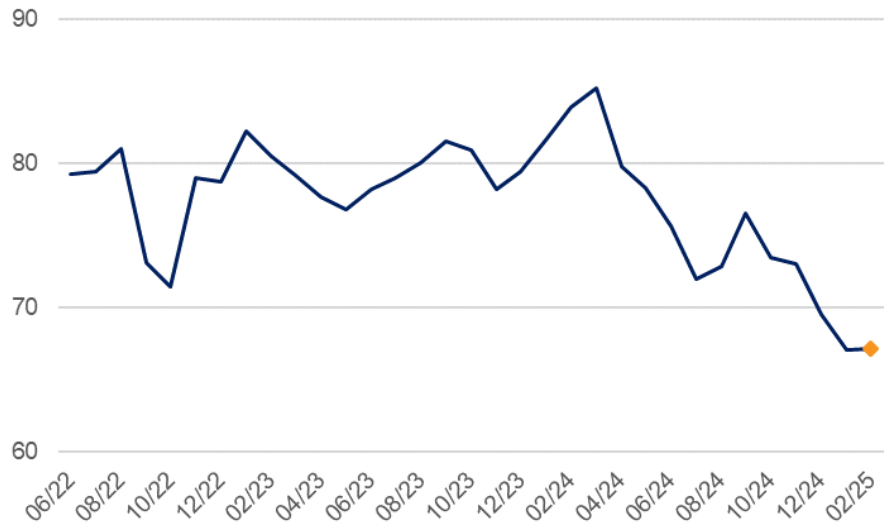


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chi phí đầu vào thấp sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận

Giá bông dự kiến duy trì ở mức thấp

Hình 26: Giá bông giảm 19,9% svck xuống mức thấp nhất trong bốn năm (USD/lb)

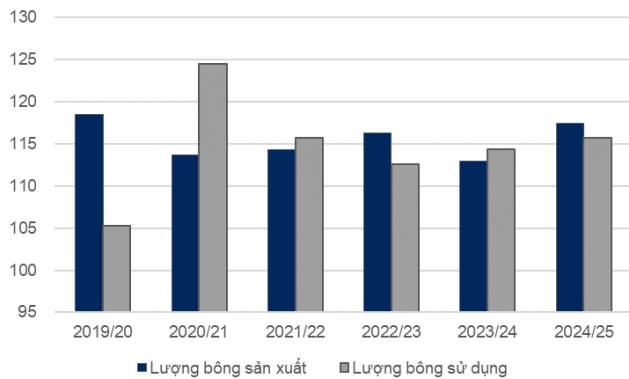


Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Giá bông tiếp tục xu hướng giảm, chạm mức 67,2 USD/lb vào T2/25, giảm 19,9% svck và xuống mức thấp nhất trong bốn năm qua. Đà suy giảm này diễn ra sau khi nhu cầu ổn định vào năm 2022 và dự kiến sẽ tiếp tục kéo dài do tình trạng dư cung toàn cầu.

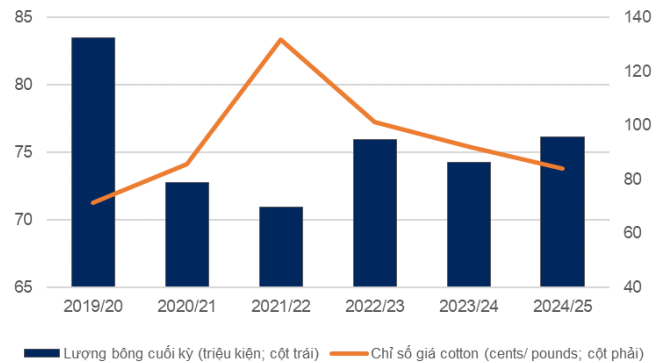
Theo USDA, sản lượng bông toàn cầu trong niên vụ 2024/2025 được dự báo tăng 3,9% svck, đạt 117,4 triệu kiện - mức cao nhất kể từ niên vụ 2019/2020. Sự gia tăng sản lượng từ các nhà sản xuất lớn như Mỹ, Brazil và Trung Quốc dự kiến sẽ bù đắp mức giảm nhẹ từ Pakistan và Ấn Độ. Trong khi đó, nhu cầu bông toàn cầu được kỳ vọng tăng 1,3% svck lên 115,8 triệu kiện - mức cao nhất trong bốn năm qua nhưng vẫn thấp hơn 7% so với đỉnh 124,5 triệu kiện của niên vụ 2020/2021. Với tốc độ tăng trưởng sản lượng vượt xa nhu cầu, lượng tồn kho cuối kỳ toàn cầu được dự báo tăng 2,5% svck, đạt 76 triệu kiện, củng cố kỳ vọng giá bông sẽ duy trì ở mức thấp trong mùa vụ thứ ba liên tiếp trong niên vụ 2024/2025.

Hình 27: Tăng trưởng sản lượng toàn cầu vượt mức tăng trưởng sử dụng tại các nhà máy trong năm 2024-25 (triệu kiện)



Nguồn: USDA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Giá bông thấp dự kiến sẽ kéo dài sang mùa thứ ba liên tiếp



Nguồn: USDA, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng TC Tower sẽ đóng góp vào doanh thu của TCM từ năm 2027

Dự án Thành Công Tower được phát triển bởi Công ty TNHH TC Tower, công ty con thuộc sở hữu 100% của TCM, trên khu đất rộng 9.898 m² tại 37 Tây Thạnh, Quận Tân Phú, TP.HCM, ngay cạnh trụ sở chính của TCM. Dự án bao gồm ba tòa nhà với 650 căn hộ và 12 căn penthouse, đánh dấu sự khởi động lại sau gần một thập kỷ trì hoãn do các vấn đề pháp lý.

Hình 29: Dự án TC Tower



Nguồn: TCM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: TC Tower nằm bên cạnh tòa nhà hội sở TCM (mũi tên đỏ là dự án TC Tower, mũi tên xanh là tòa nhà TCM)



Nguồn: TCM, VNDIRECT RESEARCH

TCM đã lên kế hoạch nâng tổng vốn đầu tư của dự án lên 1.732 tỷ đồng, tương đương 44,5% tổng tài sản tính đến Q4/24. Ít nhất 20% vốn sẽ đến từ nguồn vốn chủ sở hữu, trong khi tổng số vốn huy động không vượt quá 50% tổng tài sản của TCM. Kế hoạch đầu tư này đã được phê duyệt tại ĐHCĐ bất thường vào T11/24. Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ hoàn tất giấy phép xây dựng và chứng nhận phòng cháy chữa cháy vào đầu năm 2026 để có thể khởi công dự án - bước quan trọng để mở bán giai đoạn đầu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu của TCM từ năm 2027. Giá bán căn hộ được kỳ vọng ở mức cao nhờ tọa lạc gần tuyến Metro số 2 (Bến Thành – Tham Lương) và nhà ga T3 của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất. Đây đều là các dự án hạ tầng trọng điểm của TP.HCM và đang được đẩy nhanh tiến độ hoàn thành. Khi đi vào hoạt động từ năm 2027, chúng tôi ước tính TC Tower sẽ mang lại tổng doanh thu 2.560 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 900 tỷ đồng.

Hình 31: Chúng tôi kỳ vọng TC Tower sẽ đóng góp vào doanh thu của TCM từ năm 2027

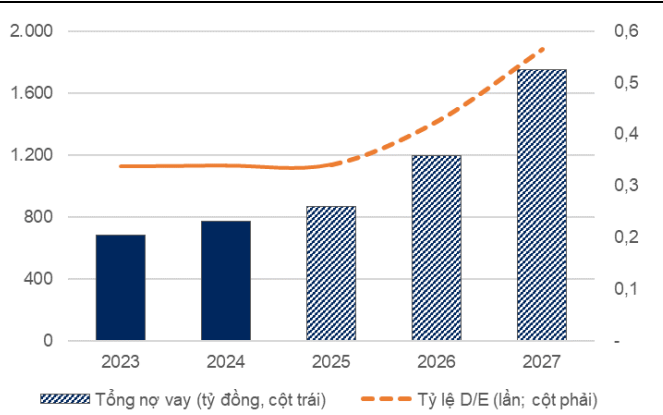
Quy trình pháp lý	Đã hoàn thành	2025	2026	2027	2028	2029
Chấp thuận chủ đầu tư	Đã hoàn thành					
Giấy phép xây dựng			Đã hoàn thành			
Khởi công				Đã hoàn thành		
Giấy phép bán hàng					Đã hoàn thành	
Mở bán						Đã hoàn thành
Bàn giao						Đã hoàn thành
Ghi nhận doanh thu						Đã hoàn thành

Nguồn: TCM, VNDIRECT RESEARCH

Gia tăng nợ vay để tài trợ dự án TC Tower

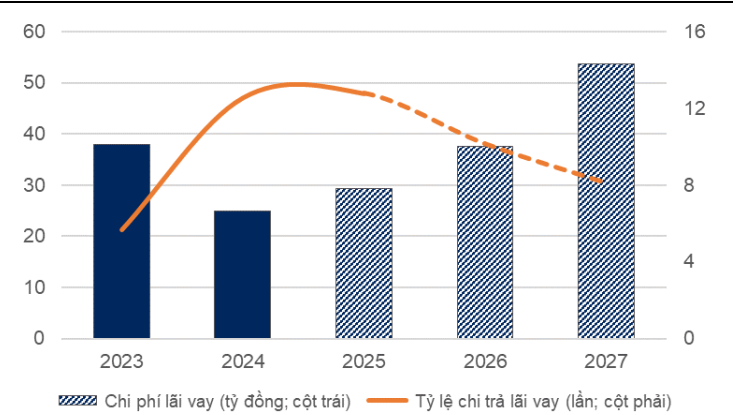
TCM chưa cập nhật thông tin cụ thể về nguồn vốn tài trợ cho việc xây dựng dự án TC Tower. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính 70% tổng mức đầu tư sẽ được tài trợ bằng nợ vay. Tỷ lệ D/E của TCM đã duy trì ổn định ở mức 0,3 lần trong năm 2023/24. Với nợ vay mới từ năm 2025, tỷ lệ D/E có biến động nhẹ trước khi tăng lên 0,4x/0,5x vào năm 2026/27. Dù nợ vay gia tăng, chúng tôi kỳ vọng TCM vẫn duy trì được tỷ lệ khả năng thanh toán lãi vay ở mức an toàn.

Hình 32: Tổng nợ vay gia tăng, khiến tỷ lệ D/E cao hơn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ duy trì tỷ lệ chi trả lãi vay an toàn dù áp lực lãi vay lớn hơn



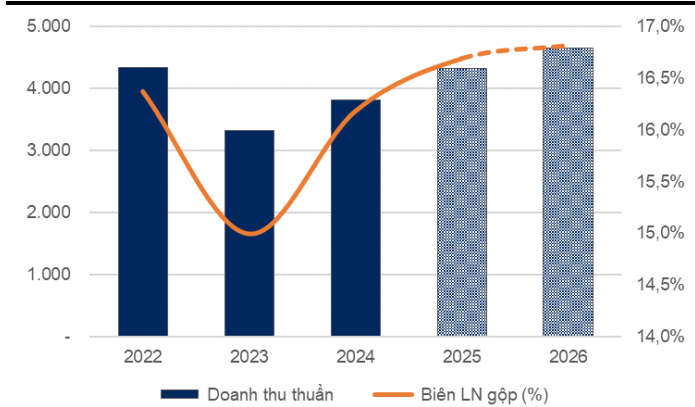
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi điều chỉnh LNST +0,9%/ 7,2% so với báo cáo gần nhất

Chúng tôi điều chỉnh dự báo LNST tăng 0,9% trong năm 2025 nhưng giảm 7,2% trong năm 2026 dựa trên các giả định sau:

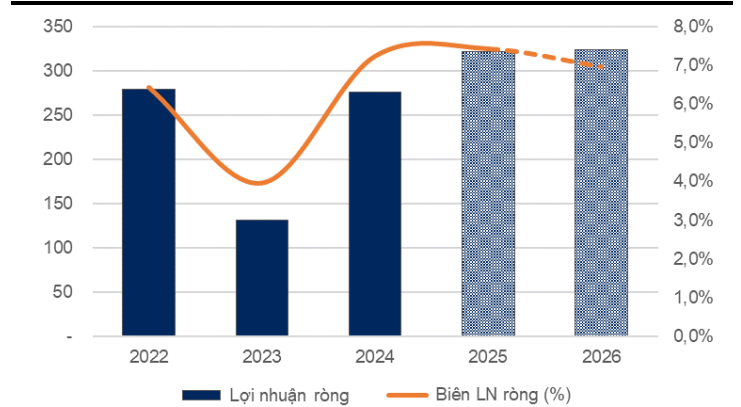
- Doanh thu thuần dự kiến tăng lần lượt 13,5%/7,5% svck trong năm 2025/26, nhờ: (1) nhiều đơn hàng hơn khi nhu cầu may mặc tại châu Á và E-Land tăng mạnh; (2) doanh số sợi duy trì đà tăng, dự báo tăng 5%/1% svck trong năm 2025-26, sau khi tăng 64,9% svck trong năm 2024; và (3) doanh số vải dự báo tăng 8,5%/10,7% svck trong năm 2025/26 nhờ nhu cầu cao tại các thị trường châu Á.
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến tăng 0,5đ %/0,1đ % nhờ giá bông duy trì ở mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh giảm biên LN gộp 1,6đ %/1,8đ % trong năm 2025/26 sau khi xem xét kết quả kinh doanh năm 2024.
- Chi phí lãi vay trong năm 2026 sẽ tăng 28,1% svck do nợ vay tăng mạnh, tạo áp lực lên lợi nhuận ròng.
- Do đó, LNST dự báo đạt 322 tỷ/ 324 tỷ đồng trong năm 2025/26, tăng 16,6%/ 0,7% svck.

Hình 34: Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng 13,5%/7,5% svck và biên LN gộp sẽ cải thiện lần lượt 0,5đ %/ 0,1đ % svck trong năm 2025/26 (tỷ đồng)...



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: ...và biên LN ròng sẽ thay đổi +0,2đ %/ -0,4đ % svck lên 7,4%/ 7,0% trong năm 2025/26 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá: Nâng khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 55.200 đồng

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E để xác định giá mục tiêu. Mức giá mục tiêu được điều chỉnh do (1) dự báo EPS 2025 cao hơn và (2) WACC tăng lên 11,1% do chúng tôi nâng lãi suất phi rủi ro từ 2,79% lên 3,0% (dựa trên lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/01/2025) và nâng mức bù rủi ro vốn chủ sở hữu (ERP) từ 7,78% lên 8,4% (theo cập nhật ERP của Damodaran vào tháng 1/2025).

Giá mục tiêu 55.200 đồng tương ứng với P/E 17,5 lần, cao hơn mức trung bình mười năm là 15,9 lần. Chúng tôi sử dụng dự báo EPS 2025 và mức P/E trung bình mười năm để xác định giá mục tiêu.

Hình 36: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá trung bình (đồng)
Chiết khấu dòng tiền	60.181	50%	30.091
P/E (P/E mục tiêu là 15,9x và EPS 2025)	50.182	50%	25.091
Giá trung bình			55.181
Giá mục tiêu (làm tròn)			55.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Giá định WACC

Giá định WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,2
Phần bù rủi ro thị trường	8,4%
Chi phí vốn	12,7%
Chi phí nợ vay	8,0%
Nợ vay/ (Nợ vay + VCSH)	25,3%
Thuế suất	20,0%
WACC	11,1%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: Mô hình chiết khấu dòng tiền

tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
LNST	322	324	351	515	689	483
Cộng: Khấu hao	130	138	146	157	168	179
Trừ: CAPEX	(150)	(145)	(161)	(163)	(167)	(163)
Trừ: Thay đổi trong vốn lưu động	368	336	219	(132)	(337)	120
Dòng tiền tự do	670	653	555	378	354	618
Kỳ chiết khấu	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00
Hệ số chiết khấu	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do	603	529	405	248	209	329
Tổng giá trị hiện tại dòng tiền	2.323					
Giá trị dòng tiền cuối cùng	6.549					
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối cùng	3.488					
Giá trị doanh nghiệp	5.811					
Tiền & các khoản tương đương tiền; Đầu tư ngắn	1.096					
Nợ vay	771					
Vốn hóa	6.136					
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	101,96					
Giá mỗi cổ phiếu	60.181					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Phân tích độ nhạy của WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn lên giá mục tiêu theo phương pháp CKDT

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	WACC						
	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	12,1%	12,6%
0,5%	65.692	62.355	59.354	56.641	54.177	51.929	49.871
1,0%	68.158	64.513	61.254	58.323	55.673	53.266	51.070
1,5%	70.928	66.923	63.364	60.181	57.318	54.729	52.378
2,0%	74.065	69.632	65.720	62.244	59.135	56.338	53.809
2,5%	77.645	72.698	68.368	64.547	61.152	58.115	55.382

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 40: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngành 27/2/2025)

Công ty	Mã CP	Giá đồng	Vốn hóa triệu USD	DT 2024 % svck	LN ròng 2024 % svck	ROE %	P/E	P/B	Nợ/ VCSH 2024
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	23.300	113,8	9%	39%	17%	9,1	1,5	2,1
CTCP Damsan	ADS VN	9.540	29,2	1%	-27%	6%	13,0	0,8	1,7
Tổng CTCP Dệt May Hòa Thọ	HTG VN	49.300	71,5	9%	66%	33%	6,4	2,0	2,2
Tổng Công ty May 10	M10 VN	23.200	31,7	12%	-5%	18%	8,1	1,4	3,6
Tổng CTCP May Việt Tiến	VGG VN	43.900	87,1	13%	99%	18%	6,0	1,1	1,4
CTCP May Bình Dương	BDG VN	33.800	39,1	16%	36%	29%	5,6	1,6	0,7
Tổng CTCP Phong Phú	PPH VN	30.500	89,5	28%	11%	21%	6,0	1,2	0,9
Tổng Công ty May Nhà Bè	MNB VN	33.900	27,0	23%	237%	22%	5,3	1,6	5,2
May Sông Hồng	MSH VN	52.900	178,1	16%	79%	24%	10,2	2,5	1,2
Trung bình				14,1%	59,4%	20,8%	7,7	1,5	2,1
Dệt May Thành Công	TCM VN	41.150	168,0	15%	108%	13%	15,2	1,9	0,7

Nguồn: BLOOMBERG

Báo cáo KQKD

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	3.470	3.535	4.337	3.325	3.810	4.326	4.653
Giá vốn hàng bán	(2.850)	(3.022)	(3.627)	(2.826)	(3.194)	(3.604)	(3.870)
Lợi nhuận gộp	620	514	710	499	617	722	782
Chi phí QLDN	(144)	(184)	(178)	(147)	(154)	(176)	(215)
Chi phí bán hàng	(142)	(170)	(170)	(137)	(150)	(171)	(185)
Lợi nhuận hoạt động	334	159	363	215	313	375	383
EBITDA	453	278	488	344	442	513	529
Khấu hao	119	119	126	129	130	138	146
EBIT	334	159	363	215	313	375	383
Thu nhập tài chính	48	61	106	82	92	110	118
Chi phí tài chính	(48)	(51)	(130)	(113)	(65)	(81)	(93)
Thu nhập khác	3	3	4	4	11	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLK	6	7	8	1	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	343	178	350	189	350	403	408
Thuế	(66)	(42)	(70)	(57)	(72)	(81)	(82)
Lợi nhuận ròng	275	143	279	132	276	322	324
Lợi ích CĐTS	275	143	279	132	276	322	324

Bảng cân đối kế toán

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Tiền & tương đương tiền	288	270	422	435	563	467	673
Đầu tư ngắn hạn	267	286	204	313	533	606	651
Khoản phải thu	200	288	255	329	556	570	613
Hàng tồn kho	1.007	1.464	1.255	1.028	1.003	1.390	1.737
Tài sản ngắn hạn khác	22	43	31	26	35	84	86
Tổng tài sản ngắn hạn	1.784	2.351	2.167	2.131	2.690	3.117	3.760
Tài sản cố định	986	928	1.037	961	1.025	1.045	1.052
Đầu tư	3	3	2	2	2	2	2
Tài sản dài hạn khác	204	325	271	185	178	178	178
Tổng tài sản	2.976	3.606	3.477	3.279	3.896	4.342	4.992
Vay ngắn hạn	706	910	818	632	712	687	830
Khoản phải trả	260	554	176	265	479	540	580
Nợ ngắn hạn khác	292	294	317	276	328	351	367
Nợ ngắn hạn	1.257	1.757	1.312	1.173	1.518	1.578	1.777
Vay dài hạn	38	93	141	48	60	181	364
Nợ khác	43	47	45	48	46	43	43
Vốn góp	621	714	820	927	1.020	1.020	1.020
Lợi nhuận giữ lại	530	466	714	688	921	1.078	1.216
Vốn khác	480	520	435	385	320	430	559
Vốn chủ sở hữu	1.630	1.700	1.969	2.000	2.261	2.528	2.794
Lợi ích CĐTS	8	9	10	10	11	12	14
Tổng nợ và VCSH	2.976	3.606	3.477	3.279	3.896	4.342	4.992

Báo cáo LCTT

(tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Lợi nhuận trước thuế	343	178	350	189	350	403	408
Khấu hao	119	119	126	129	122	130	138
Chi phí thuế đã trả	(71)	(33)	(55)	(53)	(70)	(81)	(82)
Điều chỉnh khác	(14)	(7)	(34)	(24)	(33)	0	0
Thay đổi vốn lưu động	9	(346)	(136)	174	23	(368)	(336)
Dòng tiền HĐKD	387	(89)	252	414	392	84	128
Capex	(12)	(117)	(127)	(42)	(237)	(150)	(145)
Thu từ thanh lý tài sản	2	0	3	1	82	0	0
Khác	(24)	(0)	115	(22)	(196)	(73)	(46)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
Dòng tiền HĐĐT	(34)	(117)	(9)	(62)	(352)	(223)	(191)
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0	0	0
Mua lại cổ phiếu quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Vay ròng	(204)	250	(68)	(194)	92	97	326
Khác	(57)	(30)	(22)	(87)	(3)	0	0
Cổ tức đã trả	(29)	(31)	(0)	(58)	(1)	(54)	(58)
Dòng tiền HĐTC	(290)	189	(91)	(339)	88	42	268
Dòng tiền đầu kỳ	225	288	270	422	435	563	467
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	63	(17)	152	13	128	(96)	205
Dòng tiền cuối kỳ	288	270	423	435	563	467	673

Các chỉ số chính

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Chỉ số định giá							
EPS (VNĐ)	3.775	1.700	2.898	1.228	2.548	3.156	3.179
P/E	6,6	25,0	30,0	21,7	28,6	17,5	17,4
EV/EBIT	9,8	22,1	9,8	23,2	15,8	12,4	12,1
EV/EBITDA	7,2	12,7	7,3	14,5	11,1	9,0	8,8
P/S	0,9	1,0	0,8	1,5	1,2	1,1	1,0
P/B	2,0	2,1	1,8	2,5	2,1	1,8	1,7
Tỷ suất cổ tức	1,0%	1,0%	0,0%	1,3%	0,0%	1,1%	1,1%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	12,4%	25,6%	0,0%	50,4%	0,0%	15,8%	15,7%
Chỉ số tăng trưởng							
Doanh thu (svck)	-4,8%	1,9%	22,7%	-23,3%	14,6%	13,5%	7,5%
Lợi nhuận gộp (svck)	7,2%	-17,2%	38,3%	-29,8%	23,7%	17,1%	8,4%
Lợi nhuận ròng (svck)	27,6%	-48,2%	96,0%	-52,8%	109,3%	16,6%	0,7%
EPS (svck)	19,2%	-55,0%	70,5%	-57,6%	107,5%	23,9%	0,7%
Chỉ số sinh lời							
Biên lợi nhuận gộp	17,9%	14,5%	16,4%	15,0%	16,2%	16,7%	16,8%
Biên EBITDA	13,1%	7,9%	11,3%	10,3%	11,6%	11,9%	11,4%
Biên lợi nhuận hoạt động	9,6%	4,5%	8,4%	6,5%	8,2%	8,7%	8,2%
Biên lợi nhuận ròng	7,9%	4,0%	6,4%	4,0%	7,2%	7,4%	7,0%
ROA	9,2%	4,0%	8,0%	4,0%	7,1%	7,4%	6,5%
ROE	16,9%	8,4%	14,2%	6,6%	12,2%	12,7%	11,6%
Chỉ số đòn bẩy tài chính							
Khả năng trả lãi vay	7,0	3,1	2,8	1,9	4,8	4,6	4,1
EBITDA/(Chi phí lãi vay + Chi ph	7,6	1,7	1,9	2,2	1,5	2,2	2,2
Tổng nợ/ vốn	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Tổng nợ/ VCSH	0,8	1,1	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8
Nợ ròng/ VCSH	0,5	0,8	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tài sản	1,2	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	0,9
Vòng quay các khoản phải thu	17,4	12,3	17,0	10,1	6,9	7,6	7,6
Số ngày phải thu bình quân	21	30	21	36	53	48	48
Vòng quay các khoản phải trả	11,0	5,5	20,6	10,7	6,7	6,7	6,7
Số ngày phải trả bình quân	33	67	18	34	55	55	55
Vòng quay hàng tồn kho	2,8	3,0	3,6	2,8	3,1	3,5	3,8
Số ngày tồn kho bình quân	130	123	102	131	116	103	96
Hệ số thanh toán hiện hành	1,4	1,3	1,7	1,8	1,8	2,0	2,1
Hệ số thanh toán nhanh	0,6	0,5	0,7	0,9	1,1	1,0	1,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuan.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thùy Dương – Chuyên viên phân tích

Email: duong.nguyenthuy10@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn