

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

Tô Gia Huy

Chuyên viên phân tích

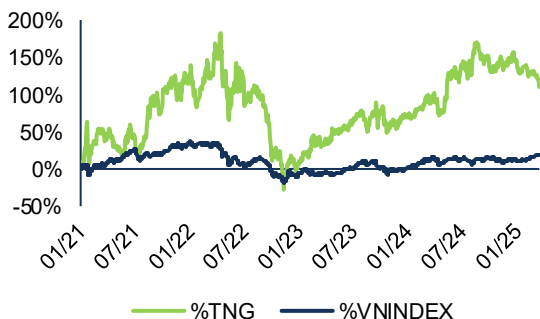
 Email: huytg@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá cổ phiếu TNG và VNIndex

Thông tin giao dịch
26/06/2025

Giá hiện tại (VND/cp)	20.300
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	28.060
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	13.100
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	122,6
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	122,6
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.190.344
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	16,04
Vốn hóa (tỷ VND)	2.268
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	2.573
P/E Trailing 12 tháng	7,89

Tổng quan doanh nghiệp

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

Giá hiện tại:

20.300

Giá mục tiêu:

19.100

Tăng/(giảm):

-5,9%
Khuyến nghị
THEO DÕI

BẤT ĐỊNH THUẾ QUAN MỸ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu TNG, với mức giá mục tiêu là 19.100 đồng/cp (thấp hơn 5,9% so với giá đóng cửa ngày 26/06/2025, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền với cơ sở 02 kịch bản thuế quan tại Mỹ). Nhà đầu tư nên theo dõi thông tin cập nhật về thuế quan tại Mỹ để đưa ra quyết định đầu tư phù hợp. ([Chi tiết khuyến nghị đầu tư](#))

Các luận điểm chính như sau:

- Triển vọng về thị trường EU (34% doanh thu năm 2024) tích cực trong cả 02 kịch bản thuế quan:** Động lực tăng trưởng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận từ tăng cường hợp tác với khách hàng lớn Decathlon (90% doanh thu tại EU). ([Chi tiết](#))
- Kết quả kinh doanh ngắn hạn 2025F khả quan nhờ khách hàng gia tăng hàng trong 1H2025:** Trong cả 02 kịch bản thuế quan, doanh thu của TNG đều ghi nhận tăng trưởng nhẹ bởi khách hàng tại Mỹ thúc đẩy đơn hàng được giao trong 1H2025 bởi lo ngại về thuế quan. ([Chi tiết](#))
- Chúng tôi kỳ vọng TNG sẽ hoàn tất giải phóng mặt bằng CCN Sơn Cầm trong năm 2027F** và ghi nhận tổng lợi nhuận cho dự án ~290 tỷ đồng (~92% lợi nhuận sau thuế năm 2024) trong vòng 03 năm sau đó. ([Chi tiết](#))

Các yếu tố cần theo dõi

- Thông tin về thuế quan tại Mỹ:** Với kịch bản thuế quan 46% tại Mỹ, triển vọng kinh doanh tiêu cực, TNG sẽ mất các đơn hàng tại Mỹ bởi (1) nhu cầu tiêu dùng yếu do giá cả tăng cao và (2) đơn hàng dịch chuyển sang khu vực có thuế quan thấp hơn. ([Chi tiết](#))
- Tình hình tái cơ cấu của khách hàng TCP (Mỹ):** TCP đóng góp 11% doanh thu cho TNG, do đó, việc công ty này liên tục thua lỗ và vốn chủ sở hữu âm làm gia tăng rủi ro tín dụng, ảnh hưởng đến triển vọng kinh doanh của TNG. ([Chi tiết](#))
- Rủi ro thanh toán nợ vay do chỉ số thanh toán ở mức thấp:** TNG sẽ đối mặt với rủi ro thanh toán lớn nếu khách hàng không nhận hàng hoặc gặp vấn đề tài chính, thể hiện qua chỉ số thanh toán hiện hành của TNG dưới 1 trong giai đoạn 2020 – 2024. ([Chi tiết](#))

I. TỔNG QUAN CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG

1. Lịch sử hình thành

TNG

Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG được thành lập năm 1979, khởi đầu là doanh nghiệp nhà nước, chuyên sản xuất quần áo trẻ em và đồ bảo hộ lao động. **Kể từ năm 2007, công ty đã cổ phần hóa và niêm yết trên sàn HNX với tên gọi là CTCP Đầu tư và Thương mại TNG.**

Hoạt động chính của TNG là gia công may mặc xuất khẩu, chủ yếu là áo khoác và quần dài... Xét về quy mô, trong năm 2024, TNG có giá trị xuất khẩu hàng dệt may đạt ~346 triệu USD, lớn thứ 8 cả nước và đứng thứ 2 trong nhóm doanh nghiệp niêm yết, sau Tổng Công ty cổ phần May Việt Tiến (VCG). Ngoài ra, doanh nghiệp còn mở rộng hoạt động ở lĩnh vực bất động sản, với hai dự án là TNG Village 1 (2019), CCN Sơn Cẩm 1 (đang thực hiện - 2025).

Hình 1. Lịch sử hình thành và phát triển của TNG

1979	• Xí nghiệp May Bắc Thái (DN nhà nước) được thành lập với sự viện trợ của Cộng hòa Dân chủ Đức.
2003	• Công ty đổi tên thành Công ty Cổ phần May Xuất khẩu Thái Nguyên, chuẩn bị niêm yết.
2006	• Khởi công xây dựng Nhà máy TNG Sông Công.
2007	• Công ty đổi tên thành Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG, và được niêm yết trên sàn HNX.
2010	• Khởi công xây dựng Nhà máy TNG Phú Bình.
2013	• Khởi công xây dựng Nhà máy TNG Đại Từ.
2018	• Mua lại nhà máy DG, đổi tên thành Chi nhánh may TNG Đồng Hỷ.
2019	• TNG mở rộng sang lĩnh vực bất động sản, với Dự án chung cư thương mại TNG Village.
2023	• Chuyển nhà máy TNG Việt Thái về cụm công nghiệp Sơn Cẩm.

Nguồn: TNG

2. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1. Phần lớn cổ phần được nắm giữ bởi các nhà đầu tư nhỏ lẻ trong và ngoài nước

Cơ cấu cổ đông của TNG ngày 26/06/2025



Nhìn chung, cơ cấu cổ đông của TNG khá phân mảnh, chủ yếu nắm giữ bởi các nhà đầu tư nhỏ lẻ trong và ngoài nước.

TNG có 04 cổ đông lớn nắm giữ tổng cộng 39% cổ phần, trong đó ông Nguyễn Văn Thời – Chủ tịch HĐQT và con trai sở hữu 27%, ông Trần Cảnh Thông nắm giữ 6%, phần còn lại thuộc về nhóm quỹ Fides.

Nguồn: TNG

3. Cơ cấu tổ chức

Đến cuối năm 2024, TNG không còn sở hữu công ty con sau khi thoái vốn tại CTCP TNG Land và CTCP Đầu tư và Xây dựng Bắc Thái – với tỷ lệ sở hữu tại cuối năm 2023 lần lượt là 51,7% và 70,5%.

Bảng 1. TNG không sở hữu công ty con sau khi thoái vốn trong năm 2024

TRỤ SỞ CHÍNH			
Chi nhánh may	Chi nhánh phụ trợ	Chi nhánh công nghiệp	Công ty liên kết
CN may Việt Đức	CN sản xuất bao bì	CN giải pháp công nghệ	CTCP TNG Land (48,8%)
CN may Việt Thái	CN sản xuất bông	CN công nghệ tự động	CTCP Đầu tư và Xây dựng Bắc Thái (48%)
CN may Đại Từ		CN LAB	
CN may Sông Công (4)			
CN may Phú Bình (4)			
CN may Đồng Hỷ			
CN may Võ Nhai (2)			
CN may thời trang			

Nguồn: TNG

4. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh

Biểu đồ 2. Doanh thu của TNG năm 2024 chủ yếu đến từ mảng may xuất khẩu



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Mảng gia công may mặc xuất khẩu chiếm ~99% tổng doanh thu của TNG. Sản phẩm chủ lực của TNG bao gồm áo khoác, quần áo trẻ em và quần dài, xuất khẩu sang Mỹ và EU.

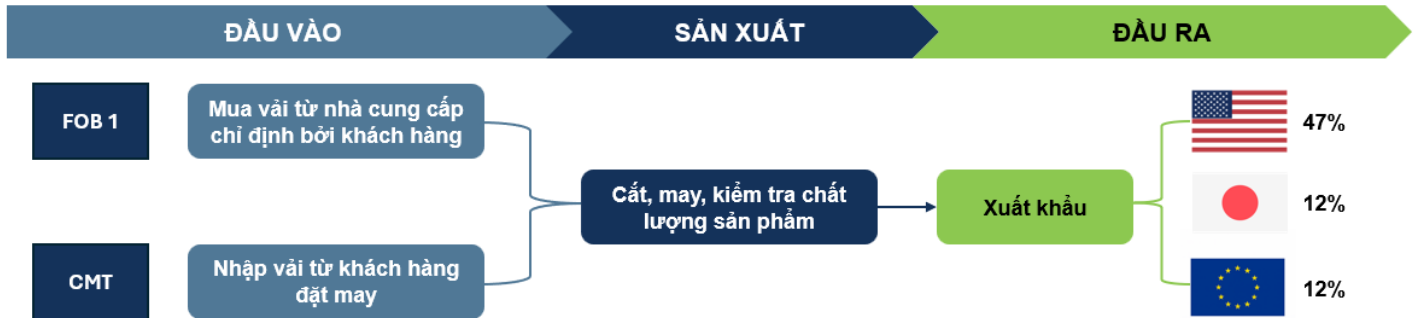
Bên cạnh đó, công ty cũng đã phát triển thương hiệu may mặc nội địa TNG từ 2016, nhưng doanh thu từ mảng này chưa đáng kể (~1% doanh thu năm 2024).

Ngoài may mặc, TNG đã mở rộng sang lĩnh vực bất động sản kể từ năm 2018, với 2 dự án: nhà ở thương mại TNG Village và cụm công nghiệp Sơn Cẩm.

II. TỔNG QUAN MẢNG MAY MẶC VIỆT NAM

Trong bài phân tích này, chúng tôi tập trung vào phân tích mảng may mặc xuất khẩu do đây là hoạt động kinh doanh chính của TNG.

Hình 2. Việt Nam tham gia xuất khẩu may mặc với phương thức sản xuất đơn giản



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Đầu vào: Chi phí nhân công là một yếu tố quan trọng quyết định khả năng cạnh tranh của mảng may mặc Việt Nam so với các quốc gia khác. Bên cạnh đó, nguyên liệu chính là vải may, chủ yếu có nguồn gốc là nhập khẩu, làm cản trở khả năng hưởng ưu đãi thuế quan của các hiệp định FTA yêu cầu về xuất xứ như EVFTA, CPTPP...

Sản xuất: Phần lớn doanh nghiệp chỉ tham gia xuất khẩu may mặc với phương thức sản xuất CMT hoặc FOB cấp 1, phụ thuộc vào nguyên phụ liệu và thiết kế do khách hàng nước ngoài cung cấp.

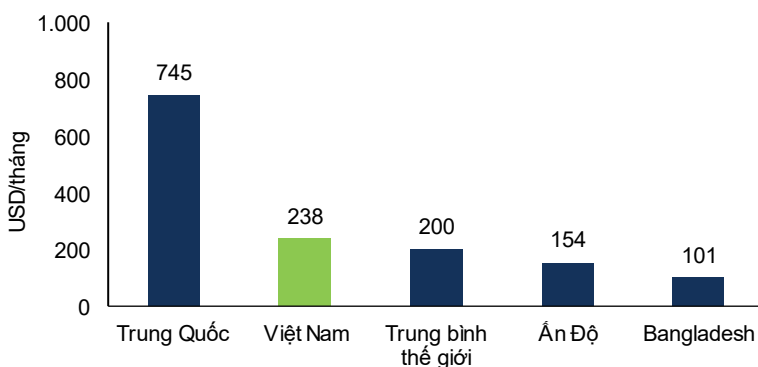
Đầu ra: Trong năm 2024, Mỹ là thị trường lớn nhất của mảng may mặc Việt Nam chiếm 47% tỷ trọng, theo sau là Nhật Bản, EU cùng chiếm 12%. Các mặt hàng chủ lực gồm có: quần, áo thun, áo khoác...

1. Đầu vào: Thế mạnh nhân công giá rẻ đang mất dần và nguồn cung vải may nội địa hạn chế

1.1. Việt Nam mất dần lợi thế về nhân công giá rẻ, dẫn tới áp lực chuyển sang hàng giá trị gia tăng cao

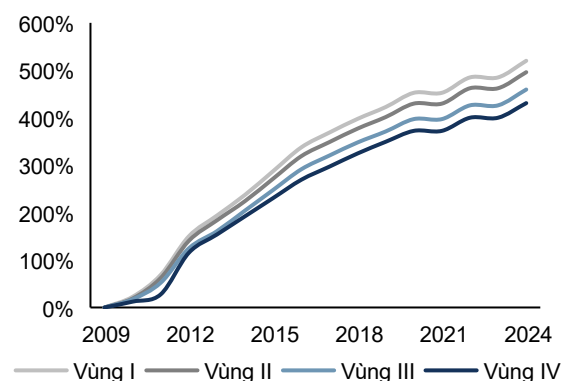
Trong quá khứ, Việt Nam thu hút các đơn hàng may mặc nhờ lợi thế chi phí nhân công giá rẻ, tuy nhiên, **lợi thế này đã dần suy giảm**. Cụ thể, tính đến cuối năm 2024, mức lương trung bình của công nhân may mặc tại Việt Nam đã cao gấp ba lần Bangladesh và gấp đôi Ấn Độ, hai quốc gia lần lượt đứng thứ hai và thứ tư về xuất khẩu hàng may mặc toàn cầu.

Biểu đồ 3. Mức lương công nhân may mặc Việt Nam kém cạnh tranh so với Bangladesh, Ấn Độ



Nguồn: Minimum-wage.org, FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 4. Mức lương tối thiểu vùng tại Việt Nam đã tăng 400 – 500% từ 2009



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Nguyên nhân là bởi:

- (1) Mức lương tối thiểu của Việt Nam trung bình đã tăng 12%/năm trong giai đoạn 2009 – 2024.
- (2) Cạnh tranh trong việc thu hút lao động gia tăng giữa các ngành nghề sản xuất.

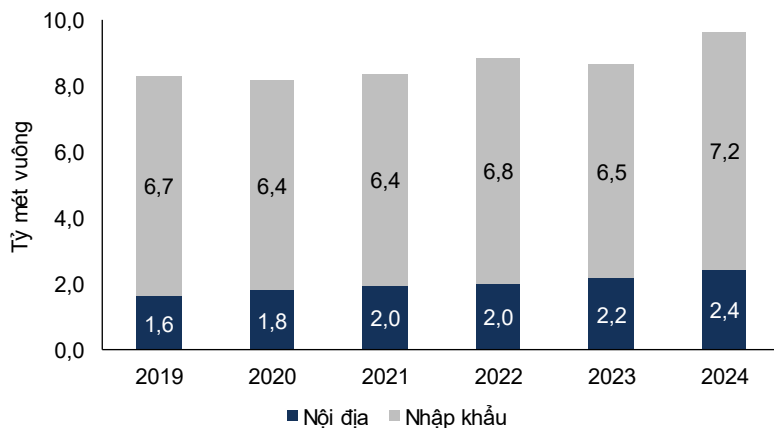
Điều này tạo áp lực lớn lên chi phí sản xuất, buộc các doanh nghiệp trong ngành phải chuyển hướng sang các đơn hàng có giá trị gia tăng cao hơn để duy trì lợi thế cạnh tranh.

Chúng tôi nhận định đây là xu hướng tất yếu, bởi nhân công giá rẻ không phải là lợi thế bền vững. Các doanh nghiệp tập trung vào sản phẩm đại trà, có độ phức tạp thấp sẽ gặp khó khăn trong việc cạnh tranh với các nước có lợi thế về chi phí nhân công như Bangladesh, Campuchia và Ấn Độ... Ngược lại, những doanh nghiệp như MSH, HTG, TNG... hướng đến phân khúc sản phẩm trung và cao cấp, tiệm cận với các đơn hàng từ Trung Quốc sẽ dễ dàng thích ứng với áp lực chi phí gia tăng, nhờ hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc.

1.2. Nguồn nguyên liệu vải phụ thuộc vào nhập khẩu

Nguồn cung vải nội địa chưa đáp ứng đủ nhu cầu của mảng may mặc. Năm 2024, Việt Nam nhập khẩu 14,8 tỷ USD vải may, trong đó, 92% lượng vải nhập khẩu có nguồn gốc từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan và Nhật Bản, với thị phần lần lượt là 65%, 12%, 10% và 6%. Quy mô của mảng dệt nhuộm nội địa mới chỉ đáp ứng được ~25% nhu cầu của hoạt động sản xuất may mặc.

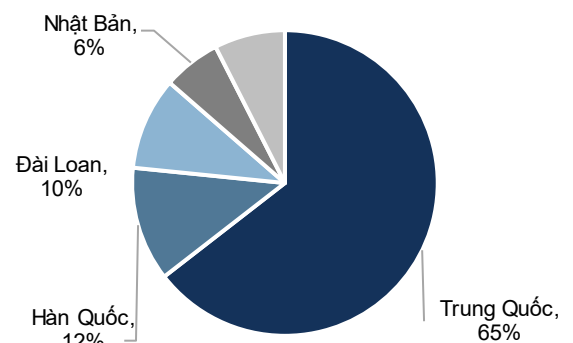
Biểu đồ 5. Nguồn cung vải hạn chế chưa đáp ứng được nhu cầu trong nước



Nguồn: Vietdata, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 6. Vải nhập khẩu có nguồn gốc từ các nước Đông Á

Cơ cấu nhập khẩu vải (trị giá năm 2024)



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Yếu tố hạn chế sự phát triển của mảng vải đến từ:

- (1) Nhiều địa phương tại Việt Nam hạn chế hoặc cấm việc xây dựng các nhà máy dệt nhuộm do lo ngại môi trường.
- (2) Quy mô vốn để đầu tư cho một dự án cũng tương đối lớn trong khi giá thành sản xuất ra khó cạnh tranh được với vải nhập khẩu, khiến cho các doanh nghiệp vải mới khó gia nhập vào chuỗi giá trị sợi – dệt – may của Việt Nam.

Việc phụ thuộc vào nhập khẩu vải khiến Việt Nam khó tận dụng các hiệp định thương mại như EVFTA và CPTPP để được hưởng ưu đãi thuế. Do không đáp ứng được quy tắc xuất xứ, nhiều sản phẩm may mặc không đủ điều kiện hưởng ưu đãi dù xuất khẩu vào các thị trường FTA. Nguồn cung vải nội địa hạn chế cũng làm giảm khả năng tìm kiếm nhà cung cấp nguyên liệu đầu vào, khiến doanh nghiệp may mặc khó chuyển lên các phương thức cao cấp hơn như FOB cấp 2, vốn đòi hỏi sự chủ động trong việc lựa chọn nguyên phụ liệu.

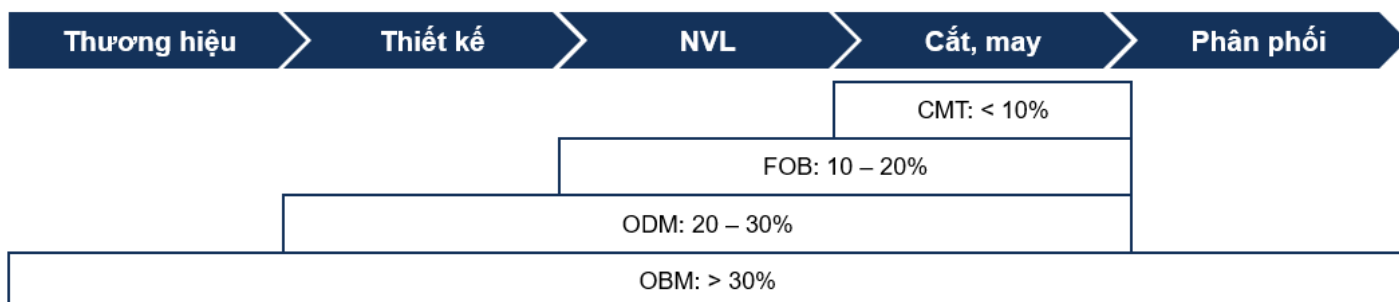
2. Sản xuất: Phương thức sản xuất chủ yếu là CMT và FOB cấp 1

Các phương thức gia công trong ngành dệt may bao gồm:

- Phương thức CMT (Cut-Make-Trim): Doanh nghiệp chỉ thực hiện cắt, may và hoàn thiện sản phẩm theo đơn đặt hàng của khách hàng, với biên lợi nhuận dưới 10%.
- Phương thức FOB (Free on Board): Với FOB cấp 1, doanh nghiệp nhập nguyên liệu theo chỉ định và thực hiện sản xuất. Với FOB cấp 2, doanh nghiệp tự tìm nguồn nguyên liệu nên sẽ có cơ hội gia tăng biên lợi nhuận nếu tìm kiếm được nguồn cung tốt hơn. Biên lợi nhuận gộp của FOB dao động từ 10% đến 20%.

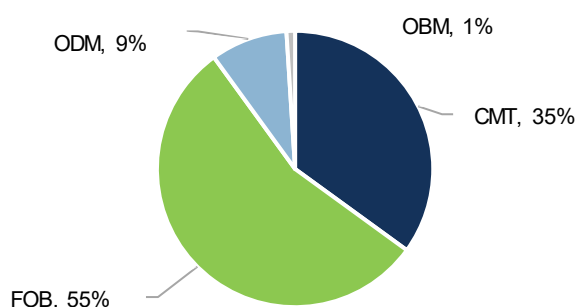
- Phương thức ODM (Original Design Manufacturer): Doanh nghiệp tham gia sâu hơn chuỗi giá trị, tự thiết kế và sản xuất, đạt biên lợi nhuận từ 20% đến 30%.
- Phương thức OBM (Original Brand Manufacturer): Doanh nghiệp sở hữu thương hiệu, thực hiện toàn bộ từ thiết kế, sản xuất đến phân phối, với biên lợi nhuận trên 30%.

Hình 3. Với phương thức sản xuất CMT và FOB, Việt Nam chưa xây dựng được thương hiệu và thiết kế sản phẩm nên biên lợi nhuận gộp thấp



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 7. Phương thức sản xuất của Việt Nam chủ yếu là CMT và FOB



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu gia công cho các nhãn hàng quốc tế lớn và thực hiện theo phương thức sản xuất đơn giản (CMT và FOB), chiếm khoảng 90% ngành. Đây là phương thức sản xuất đơn giản, chủ yếu là cắt, may và hoàn thiện đơn hàng theo yêu cầu của khách hàng với biên lợi nhuận gộp ~10 – 20%, thấp hơn đáng kể so với phương thức ODM và OBM ở ~20 – 30% (doanh nghiệp tham gia vào việc xây dựng thương hiệu và thiết kế sản phẩm).

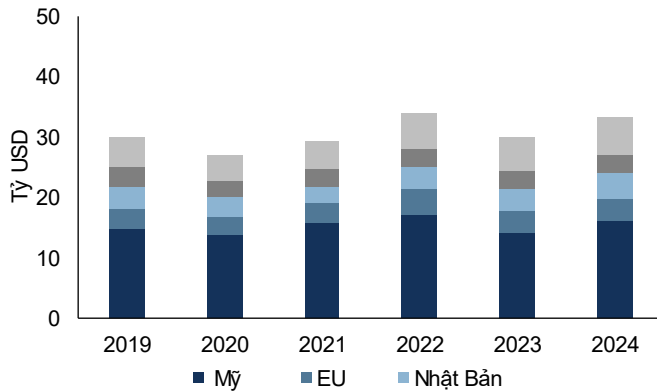
Màng may mặc Việt Nam đã phát triển, chuyển từ sản xuất CMT sang FOB nhằm cải thiện giá trị gia tăng trong chuỗi cung ứng. Trước năm 2021, 70% - 80% doanh nghiệp may mặc sử dụng phương thức gia công CMT. Đến hết năm 2024, tỷ trọng này đã giảm còn 35%, trong khi tỷ trọng đơn hàng theo phương thức FOB đã tăng lên 55%. Tuy nhiên, phần lớn các doanh nghiệp trong nước vẫn chủ yếu tập trung vào FOB cấp 1, với nguyên liệu phụ thuộc vào sự chỉ định của khách hàng, điều này hạn chế cơ hội gia tăng lợi nhuận từ việc chủ động tìm kiếm nguồn cung cấp như FOB cấp 2. Nguyên nhân chính là do khách hàng quốc tế thường chỉ định nhà cung cấp nguyên vật liệu để đảm bảo chất lượng và tiêu chuẩn đầu ra. Ngoài ra, sự kém phát triển của khâu dệt nhuộm hạn chế doanh nghiệp may mặc tìm kiếm nguồn cung vải, cản trở các khả năng nâng cấp lên các phương thức cao hơn.

3. Đầu ra: Việt Nam hướng tới đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và chủng loại hàng may mặc

3.1. Thị trường lớn gặp khó, Việt Nam gia tăng xuất khẩu vào thị trường mới

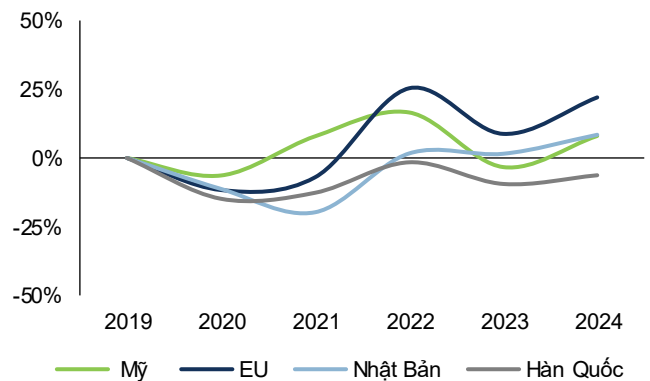
Xuất khẩu may mặc của Việt Nam chịu tác động lớn bởi nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường chính và khả năng cạnh tranh để gia tăng thị phần. Trong giai đoạn 2019 – 2024, kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam tăng nhẹ 2,2%/năm. Các đối tác chủ lực gồm Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc chiếm 80% tổng kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam trong giai đoạn 2019 - 2024. Nhu cầu hàng may mặc tại các thị trường chủ lực đều gặp khó khăn trong giai đoạn 2020 - 2023 và phục hồi tại năm 2024.

Biểu đồ 8. Thị trường xuất khẩu tập trung tại nhóm các quốc gia lớn



Nguồn: Uncomtrade, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 9. KNXK may mặc sang các thị trường chính biến động lớn (Năm gốc 2019)



Nguồn: Uncomtrade, FPTS tổng hợp

Thị trường Mỹ (47%): Thị trường xuất khẩu lớn nhất gặp khó bởi tác động tiêu cực của Covid 19 và tiêu dùng phục hồi chậm sau dịch bệnh. Cụ thể, nhu cầu nhập khẩu của Mỹ sụt giảm 1,0%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024. Mức tăng trưởng của xuất khẩu may mặc Việt Nam (1,6%/năm) đến từ việc giành 0,5 đợt thị phần/năm từ Trung Quốc thúc đẩy bởi căng thẳng thương mại Mỹ Trung (2018).

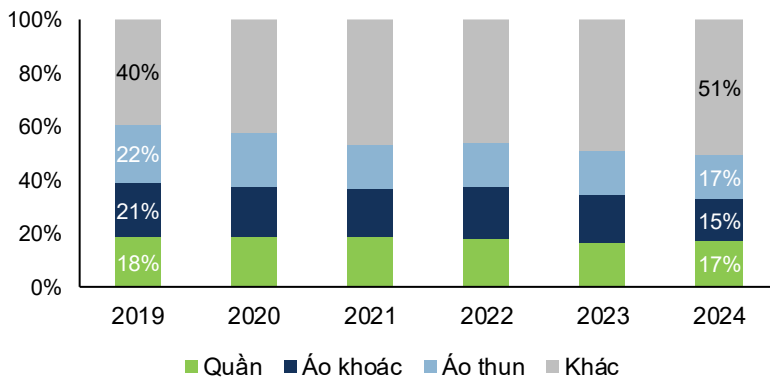
Thị trường EU (12%): Giành thị phần từ Trung Quốc nhưng gặp áp lực cạnh tranh từ Bangladesh. Kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam sang EU tăng trưởng 4,1%/năm, vượt mức tăng 1,1%/năm của nhu cầu nhập khẩu EU, chủ yếu nhờ chi phí nhân công cạnh tranh hơn so với Trung Quốc. Tuy nhiên, mức tăng thị phần của Việt Nam (+1,2 đợt so với 2019) vẫn thấp hơn Bangladesh (+2,7 điểm), do Bangladesh có lợi thế về chi phí gia công và thuế quan. Cụ thể, Việt Nam chưa tận dụng hiệu quả ưu đãi từ EVFTA do vướng quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi”.

Thị trường Nhật Bản (12%) và Hàn Quốc (9%): Kim ngạch xuất khẩu may mặc sang Nhật Bản và Hàn Quốc đã phục hồi kể từ sau dịch Covid 19 (2020) nhờ tiêu dùng nội địa cải thiện. Tuy vậy, tính đến năm 2024, xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang Hàn Quốc vẫn thấp hơn 6% so với năm 2019, do mất thị phần vào các đối thủ mạnh trong phân khúc hàng hiệu như Trung Quốc và Ý. Thị trường Hàn Quốc đang dịch chuyển rõ rệt sang sản phẩm cao cấp và xa xỉ, dưới tác động của làn sóng Hallyu và văn hóa K-pop. Theo Statista, giá trị thị trường hàng may mặc xa xỉ tại Hàn Quốc đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh 11%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024.

Các thị trường lớn gặp khó khăn trong giai đoạn 2019 – 2024, Việt Nam phải tìm kiếm các thị trường mới. Những biến động tiêu cực như đại dịch Covid-19 và nhu cầu tiêu dùng suy yếu năm 2023 tại các thị trường chủ lực như Mỹ và EU đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến tình hình đơn hàng của ngành may mặc. Trước áp lực đó, doanh nghiệp Việt Nam đã mở rộng xuất khẩu sang các thị trường như châu Phi, Nga, Canada, Mexico và các nước Hồi giáo để tìm kiếm đơn hàng thay thế. Nhờ vậy, xuất khẩu sang nhóm thị trường khác tăng trưởng 5,0%/năm, cao hơn 3,4 đợt so với nhóm 4 thị trường chính, nâng tỷ trọng lên 20% vào năm 2024 (+2,5 đợt so với năm 2019).

3.2. Doanh nghiệp Việt Nam nhận thêm các loại đơn hàng mới để thích ứng khó khăn

Quần dài, áo khoác và áo thun là ba sản phẩm may mặc xuất khẩu chính của Việt Nam, chiếm khoảng 50% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024. Trong đó, quần dài và áo thun là các sản phẩm đại trà, chịu sự cạnh tranh với các quốc gia có chi phí nhân công rẻ như Bangladesh. Ngược lại, áo khoác có biên lợi nhuận cao hơn do yêu cầu kỹ thuật may phức tạp, cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm từ Trung Quốc.

Biểu đồ 10. Tỷ trọng đơn hàng ngoài nhóm chủ lực gia tăng


Nguồn: Tổng cục Hải quan, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2019 – 2024, các doanh nghiệp xuất khẩu may mặc tại Việt Nam hướng tới việc đa dạng hóa sản phẩm.

Cụ thể, tỷ trọng chủng loại may mặc xuất khẩu khác (ngoài 3 mặt hàng chủ lực) đã tăng 11 đpt từ năm 2019, đạt 51% trong năm 2024. Trong đó, áo len, áo sơ mi và quần áo BHLĐ đóng góp tới 7 đpt. Áo len và áo sơ mi thường có giá trị gia tăng cao hơn, phục vụ khách hàng trung và cao cấp. Mặt khác, quần áo BHLĐ có biên lợi nhuận thấp hơn (~5 – 10 đpt) là các đơn hàng bổ sung giúp doanh nghiệp lấp đầy công suất trong bối cảnh khó khăn toàn ngành.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Tổng quan hoạt động kinh doanh của TNG

Hoạt động kinh doanh của TNG gồm 03 mảng:

Mảng gia công xuất khẩu: Đây là hoạt động kinh doanh cốt lõi của TNG với 98% doanh thu. Các sản phẩm chính gồm có: quần dài và áo khoác; và thị trường xuất khẩu chủ lực là Mỹ và EU.

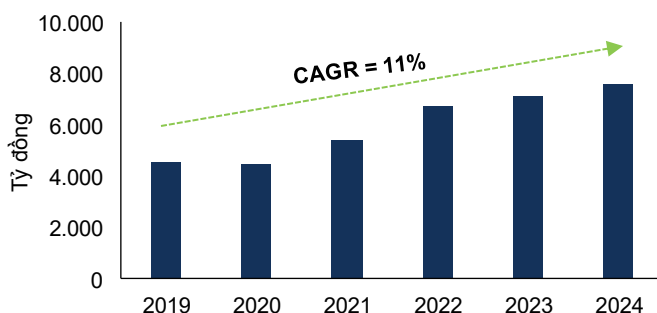
Mảng thời trang nội địa: TNG bắt đầu khai thác thị trường nội địa từ năm 2016 với phương thức ODM. Tuy nhiên, doanh thu từ mảng này chưa đáng kể (0,1% doanh thu năm 2024).

Mảng bất động sản: Mảng bất động sản chỉ chiếm khoảng 1% tổng doanh thu trong giai đoạn này. TNG tham gia lĩnh vực bất động sản từ năm 2018 với dự án khu nhà ở thương mại TNG Village, và dự án cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 (năm 2021).

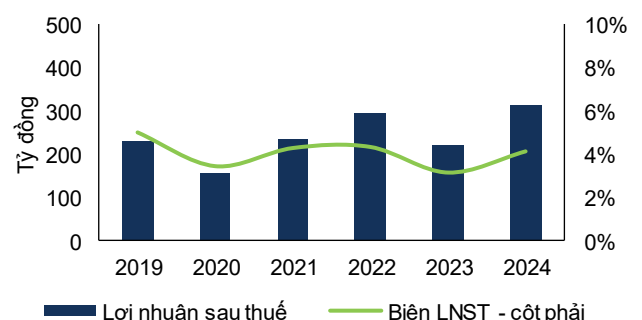
Do mảng thời trang nội địa đóng góp không đáng kể vào kết quả kinh doanh của TNG, chúng tôi sẽ chỉ phân tích chi tiết mảng May gia công xuất khẩu và Bất động sản.

Giai đoạn 2019 - 2024, doanh thu của TNG tăng trưởng nhanh ~11%/năm nhờ sở hữu các lợi thế cạnh tranh gồm có: (1) năng lực sản xuất chất lượng cao, được hình thành từ nhiều năm kinh nghiệm gia công cho các thương hiệu lớn tại Mỹ; (2) quy mô sản xuất lớn, sẵn sàng tiếp nhận thêm đơn hàng từ khách hàng.

Biên lợi nhuận của TNG tương đối biến động (khoảng ~3,4% đến 5,0%) trong giai đoạn này. Mặc dù đặc thù của ngành gia công xuất khẩu là ký kết giá đơn hàng trước khi sản xuất, nhưng trong những giai đoạn như đại dịch COVID-19 và khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm, TNG đã phải giảm giá đơn hàng so với mức đã ký kết để chia sẻ với khách hàng.

Biểu đồ 11. Doanh thu mảng gia công xuất khẩu tăng trưởng ổn định


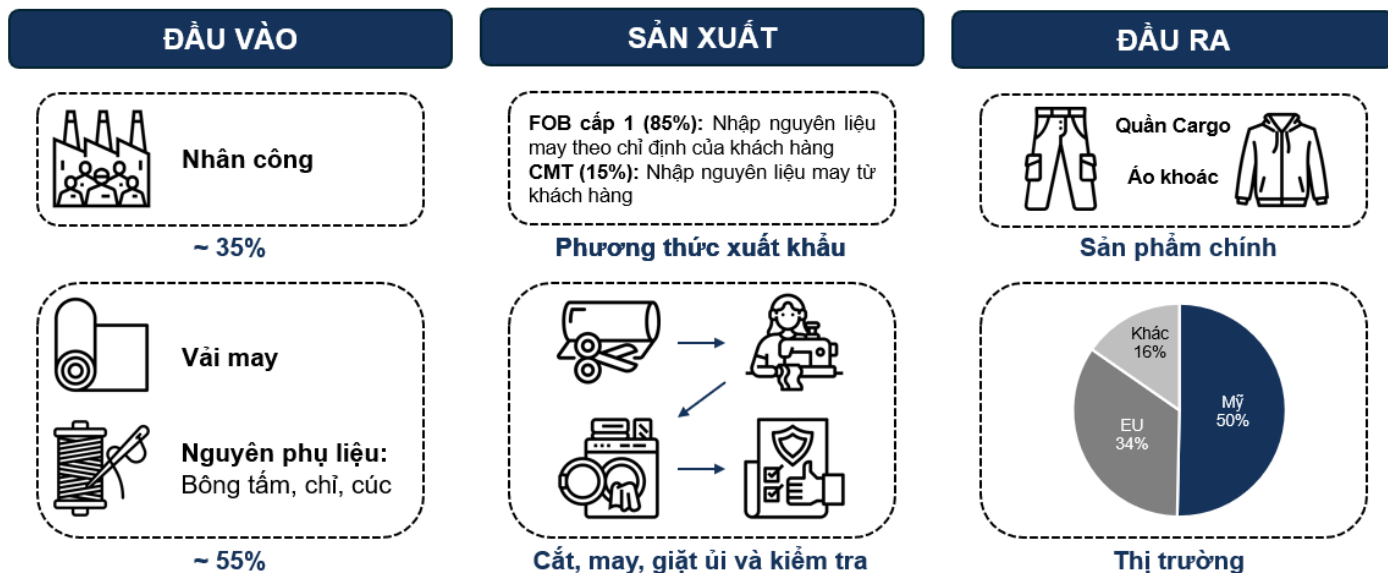
Nguồn: TNG

Biểu đồ 12. Biên lợi nhuận của TNG tương đối biến động bởi tình hình kinh doanh của khách hàng


Nguồn: TNG

2. Mảng gia công xuất khẩu (99% doanh thu năm 2024)

Hình 4. TNG xuất khẩu may mặc với 02 phương thức sản xuất là FOB cấp 1 và CMT



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Đầu vào: Với đặc thù của một doanh nghiệp gia công may mặc xuất khẩu, chi phí nguyên vật liệu và chi phí nhân công chiếm phần lớn chi phí sản xuất của TNG, lần lượt 55% và 35%. Trong đó, vải chiếm phần lớn trong nguyên vật liệu, bên cạnh đó là các nguyên phụ liệu gồm có: bông tấm (áo khoác), chỉ, cúc và khóa áo...

Sản xuất: TNG chủ yếu sản xuất với phương thức sản xuất chủ yếu là FOB cấp 1 (85%). Theo phương thức này, TNG chịu trách nhiệm nhập khẩu nguyên vật liệu, chủ yếu là vải, dựa trên danh sách nhà cung cấp được chỉ định bởi khách hàng. Sau đó, công ty thực hiện quá trình sản xuất, từ cắt may, hoàn thiện sản phẩm cho đến giao hàng xuất khẩu, đảm bảo đáp ứng đúng tiêu chuẩn và yêu cầu của đối tác. Đối với các đơn hàng CMT (15%), TNG nhận nguyên vật liệu từ khách hàng và hoàn thành sản phẩm để xuất khẩu.

Đầu ra: Sản phẩm của TNG chủ yếu là áo khoác và quần dài (>50 triệu chiếc/năm), được xuất khẩu sang thị trường Mỹ (50%) và EU (34%). Các khách hàng lớn của TNG thường là các thương hiệu thời trang nổi tiếng, có lịch sử hợp tác lâu dài, tập trung ở 02 thị trường lớn là Mỹ và EU.

Chúng tôi sẽ phân tích hoạt động kinh doanh của TNG từ đầu ra, qua quy trình sản xuất, và cuối cùng là đầu vào. Nguyên nhân là bởi đặc thù của ngành gia công, TNG tiếp nhận các đơn hàng, với mẫu mã sản phẩm cũng như cách thực hiện đã được xác định trước, và sau đó mới tiến hành nhập khẩu nguyên liệu để sản xuất. ([Tham khảo quy trình tiếp nhận đơn hàng FOB cấp 1 của TNG](#))

2.1. Đầu ra: Sản lượng và đơn giá phụ thuộc lớn vào tình hình kinh doanh của khách hàng ([quay lại yếu tố theo dõi](#))

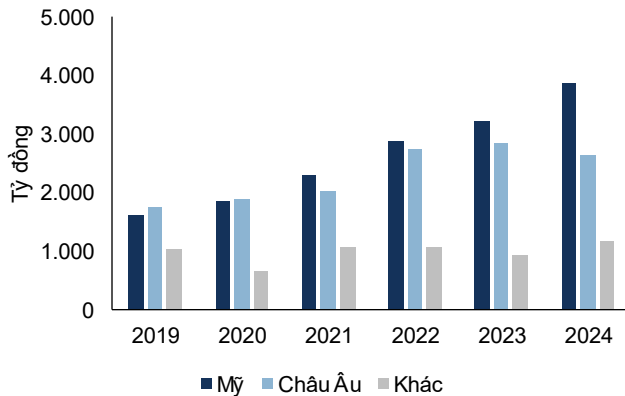
Đầu ra của TNG, cũng như phần lớn doanh nghiệp gia công tại Việt Nam, phụ thuộc nhiều vào tình hình kinh doanh của các khách hàng lớn do hạn chế trong khả năng đàm phán giá. Đây là đặc điểm chung của chuỗi cung ứng may mặc toàn cầu, ưu thế đàm phán nằm ở phía khách hàng sở hữu thương hiệu. Sự phụ thuộc vào các khách hàng lớn của TNG thể hiện qua hai yếu tố:

- **Số lượng đơn hàng TNG nhận được từ các khách hàng phụ thuộc vào tình hình tiêu thụ đầu ra của các khách hàng.** Mặc dù các khách hàng thường ký hợp đồng nguyên tắc để đặt trước công suất với TNG, số lượng đơn hàng thực tế vẫn biến động theo tình hình thị trường tiêu thụ.
- **Biên lợi nhuận của TNG phụ thuộc vào việc đàm phán chốt giá các đơn hàng với khách hàng.** Tình hình kinh doanh của khách hàng sẽ tác động tới mức biên lợi nhuận mà TNG đàm phán được. Đặc biệt là trong giai đoạn thị trường tiêu thụ khó khăn thì TNG thường sẽ phải giảm mức biên lợi nhuận để chia sẻ với khách hàng.

2.1.1. Doanh thu được thúc đẩy bởi thị trường Mỹ tích cực và nhờ tăng cường hợp tác với Decathlon (EU)

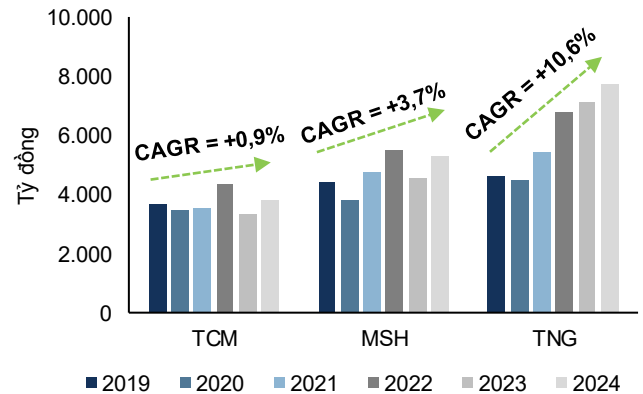
Năm 2024, doanh thu của TNG đạt 7.655 tỷ đồng (+8% YoY). Trong đó, mảng may xuất khẩu vẫn chiếm tỷ trọng chính (99%) nhờ sự phục hồi nhu cầu từ thị trường chủ lực như Mỹ, cùng với các đơn hàng cho Olympics Paris từ DCL (EU).

Biểu đồ 13. Thị trường chủ lực của TNG là Mỹ và EU trong giai đoạn 2019 - 2024



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 14. Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn so 02 doanh nghiệp tư nhân lớn khác



Nguồn: Bloomberg

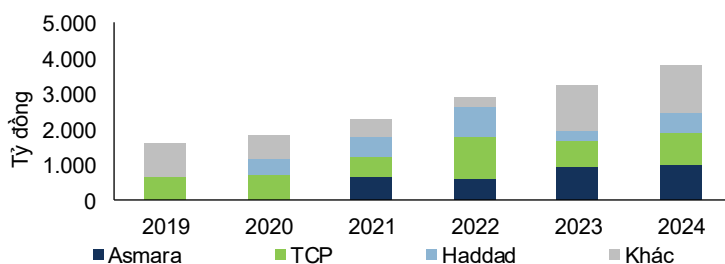
Trong giai đoạn 2019 – 2024, doanh thu may xuất khẩu của TNG tăng trưởng mạnh trung bình 11%/năm, chủ yếu là nhờ gia tăng đơn hàng tại thị trường Mỹ. Đến năm 2024, Mỹ trở thành thị trường xuất khẩu lớn nhất của TNG với tỷ trọng doanh thu khoảng 50%, trong khi tỷ trọng của EU giảm còn khoảng 34%. Cụ thể, TNG đã tận dụng cơ hội từ làn sóng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc thúc đẩy bởi căng thẳng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (2018). Trong khi đó, tại thị trường EU, TNG gặp khó khăn trong việc cạnh tranh với Bangladesh với lợi thế về chi phí sản xuất thấp và thuế ưu đãi.

Nhờ sở hữu tệp khách hàng lâu năm và quy mô sản xuất liên tục được nâng cao, tốc độ tăng trưởng của TNG cao hơn đáng kể so với mảng may mặc xuất khẩu Việt Nam. Cụ thể, trong giai đoạn 2019 – 2024, doanh thu của TNG tăng trưởng trung bình khoảng 11%/năm, cao hơn 9đợt so với tăng trưởng của mảng. Trong khi đó, TCM và MSH lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn hơn, với 0,9%/năm và 3,7%/năm trong giai đoạn.

(a) Thị trường Mỹ - Asmara, Haddad¹ và TCP là khách hàng lớn của TNG tại Mỹ

Trong giai đoạn 2019 – 2024, nhu cầu nhập khẩu may mặc của Mỹ giảm nhẹ 1,0%/năm, nhưng xuất khẩu dệt may sang Mỹ tăng trưởng 1,6%/năm nhờ được hưởng lợi từ việc dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc của các nhãn hàng do chiến tranh thương mại Mỹ - Trung (Năm 2018).

Biểu đồ 15. Đơn hàng tại Mỹ gia tăng nhờ khách hàng lớn là TCP và Asmara



Nguồn: TNG, FPTS tổng hợp

Doanh thu tại Mỹ của TNG tăng trưởng trung bình 19%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024, so với mức trung bình 1,6% toàn ngành. Động lực đến từ: (1) TNG tận dụng xu hướng dịch chuyển đơn hàng, tích cực tìm kiếm khách hàng mới tại Mỹ thay thế cho EU (khu vực chịu cạnh tranh lớn với các nước gia công giá rẻ); (2) nhà máy liên tục được đầu tư mới để gia tăng cả về quy mô và chất lượng đầu ra đáp ứng các đơn hàng.

¹ Haddad cũng là khách hàng lớn của TNG tại thị trường Mỹ, chiếm 15% doanh thu tại Mỹ năm 2024. Tuy nhiên, đây là doanh nghiệp không niêm yết nên thông tin về doanh nghiệp rất hạn chế.

Các khách hàng lớn của TNG tại thị trường Mỹ gồm có: TCP, Asmara và Haddad chiếm khoảng 64% doanh thu tại Mỹ của TNG năm 2024. Trong đó, TCP là đối tác lâu năm của TNG có lượng đơn hàng ổn định còn Asmara là khách hàng mới có tốc độ tăng trưởng đơn hàng cao. Cụ thể:



The Children's Place (TCP) – khách hàng lâu năm với lượng đơn hàng ổn định nhưng đang có rủi ro về khả năng trả nợ. TCP là một thương hiệu bán lẻ thời trang trẻ em tại Mỹ, khách hàng lâu năm của TNG. Đơn hàng từ TCP duy trì ổn định với mức tăng trưởng 6%/năm. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc TNG giữ nguyên đơn hàng với TCP trong năm 2025 là yếu tố cần theo dõi, do khả năng trả nợ của TCP sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận TNG.

TCP hiện tại đang kinh doanh thua lỗ, dẫn tới âm vốn chủ sở hữu từ Q1/2024 do chịu sự cạnh tranh từ các hãng thời trang nhanh và các chiến lược khuyến mãi kém hiệu quả. Khách hàng này đang được tái cấu trúc bằng việc thu nhỏ quy mô, cắt giảm các cửa hàng không hiệu quả. Khoản nợ với TNG của TCP tính đến Q2/2024 là 376 tỷ đồng, đã được thu hồi toàn bộ, và TNG chia sẻ không có vấn đề trong việc thu hồi nợ.



Asmara International là khách hàng mới từ 2021, đang có tốc độ tăng trưởng đơn hàng tích cực. Asmara hoạt động tại 13 quốc gia, chuyên thiết kế, sản xuất và phân phối may mặc cho nhiều thương hiệu quốc tế. Doanh thu của khách hàng này với TNG đã tăng trưởng mạnh trung bình 11%/năm trong giai đoạn 2021 – 2024 nhờ TNG có kế hoạch gia tăng công suất phù hợp để luôn sẵn sàng đón thêm đơn hàng mới.

Columbia kỳ vọng gia tăng đơn hàng từ 2025. Columbia hiện chỉ đóng góp ~4% doanh thu của TNG. Tuy nhiên, trong năm 2025, doanh nghiệp chia sẻ khách hàng này đã tăng đơn hàng và dự kiến sẽ đóng góp khoảng 8 - 10% doanh thu của TNG trong năm 2025. Các sản phẩm may mặc của Columbia được sản xuất tập trung tại 04 quốc gia bao gồm: Việt Nam, Bangladesh, Indonesia và Ấn Độ với tỷ trọng lần lượt là 40%, 25%, 10% và 10% trong năm 2023. Ở Việt Nam, Columbia cũng là khách hàng lớn lâu năm của CTCP May Sông Hồng (HSX: MSH), chiếm khoảng 25% - 30% doanh thu.

(b) Thị trường EU - Decathlon là khách hàng lớn nhất tại thị trường EU, tiếp tục tăng cường hợp tác

Xuất khẩu may mặc của Việt Nam sang EU giai đoạn 2019 – 2024 tăng trưởng 4,1%/năm nhờ nhu cầu tiêu dùng phục hồi và lợi thế cạnh tranh khi chi phí nhân công Trung Quốc tăng cao. Tuy nhiên, Việt Nam đối mặt áp lực cạnh tranh từ Bangladesh, quốc gia có chi phí lao động và thuế thấp hơn. Đến năm 2024, lương công nhân dệt may Việt Nam cao gấp ba lần Bangladesh. Ngoài ra, để hưởng ưu đãi thuế từ EVFTA, Việt Nam phải sử dụng vải từ nội địa hoặc các nước EU, trong khi phần lớn vẫn nhập khẩu từ Đông Á.

Trong bối cảnh đó, doanh thu của TNG tại EU tăng trung bình 8%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024. Động lực đến từ TNG duy trì hợp tác với khách hàng quan trọng nhất (30% doanh thu của TNG năm 2024) là Decathlon (DCL).



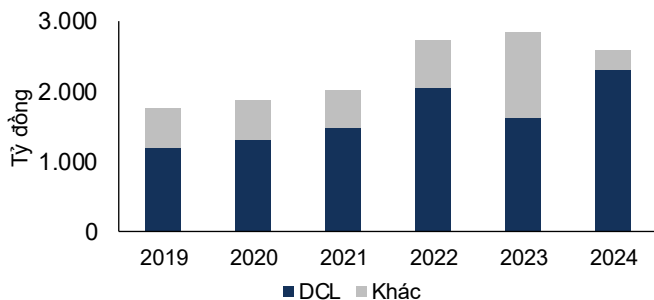
Decathlon (DCL) là tập đoàn bán lẻ đồ thể thao lớn nhất thế giới, chuyên thiết kế, sản xuất và phân phối quần áo, giày dép và thiết bị thể thao cho hơn 70 môn thể thao khác nhau. Công ty hiện có hơn 2.080 cửa hàng tại 79 quốc gia. Không cạnh tranh trực tiếp với các thương hiệu cao cấp như Nike hay Adidas, DCL tập trung vào chiến lược giá cả phải chăng, giảm chi phí trung gian, giúp sản phẩm có giá bán thấp hơn so với đối thủ.

DCL là khách hàng quan trọng nhất của TNG với đơn hàng tăng trưởng mạnh và biên lợi nhuận cao. Trong giai đoạn 2019 – 2024, doanh thu của TNG với DCL tăng trung bình 15%/năm, đạt 2.300 tỷ đồng trong năm 2024, tương đương 90% doanh thu của TNG tại EU. Động lực đến từ:

- (1) Doanh thu của DCL liên tục gia tăng, thúc đẩy bởi nhu cầu tỷ tiêu thụ hàng may mặc thể thao.
- (2) DCL chuyển đơn hàng về Việt Nam do chi phí gia công tại Trung Quốc đã tăng cao. Đáng chú ý, năm 2024, TNG nhận được đơn hàng lớn cho Olympic Paris 2024 từ DCL, thúc đẩy doanh thu đạt 2.306 tỷ đồng (+41% YoY). Đơn hàng với DCL được gia công theo phương thức FOB, chủ yếu là áo khoác, quần áo leo núi, đồ thể thao... với biên lợi nhuận gộp 16 – 18%, cao hơn trung bình của TNG ~2 đpt.

Biểu đồ 16. Tăng trưởng doanh thu của thị trường EU của TNG phụ thuộc vào DCL

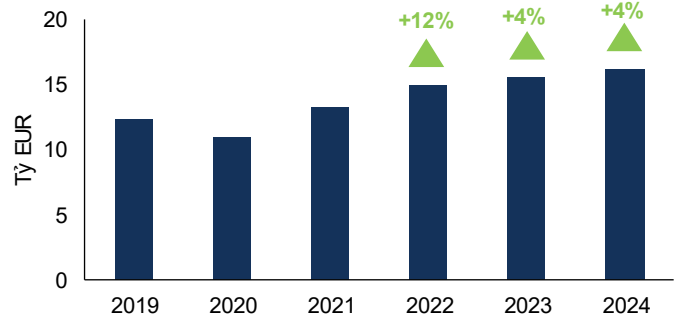
Doanh thu của TNG tại EU



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 17. DCL tăng trưởng đều, xuống thêm đơn hàng với TNG trong giai đoạn 2019 - 2024

Doanh thu của DCL giai đoạn 2019 - 2024



Nguồn: FPTTS tổng hợp

TNG tăng cường hợp tác với DCL kỳ vọng gia tăng doanh thu và biên lợi nhuận. Chúng tôi ước tính doanh thu với DCL sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh, dự phóng đạt ~2.600 tỷ đồng trong năm 2025F (+13% YoY). DCL đã chuyển trọng tâm phát triển sản phẩm của họ từ Vũ Hán (Trung Quốc) về Trung tâm phát triển sản phẩm của TNG trong năm 2024. Trung tâm đã chính thức đi vào hoạt động ở năm 2025, tập trung phát triển các sản phẩm may mặc mới cho DCL. Khi các đơn hàng này được triển khai thành công sẽ trở thành phương thức ODM – phương thức gia công xuất khẩu có giá trị gia tăng cao hơn, góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp của TNG trong tương lai. ([Quay lại trang đầu](#)).

2.1.2. TNG tham gia phân khúc trung cấp có biên lợi nhuận ở mức trung bình, biên lợi nhuận có xu hướng giảm do nhu cầu tiêu thụ yếu

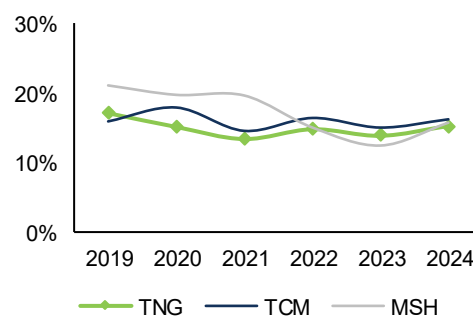
Phân khúc sản phẩm của TNG ở mức trung cấp, tương đồng với nhóm hàng chủ lực của mảng may mặc Việt Nam. Đầu ra của TNG bao gồm áo khoác, quần áo thể thao và quần áo trẻ em, với biên lợi nhuận gộp ở mức trung bình trong ngành. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm này dao động từ 14 – 18%, thấp hơn 2 – 6 đpt so với suits, veston, đồ hiệu của MSH và HTG. Đây là phân khúc có sự tham gia của nhiều doanh nghiệp trong nước, dẫn đến mức độ cạnh tranh cao. Trong bối cảnh TNG dự kiến duy trì cơ cấu sản phẩm, biên lợi nhuận gộp của TNG sẽ phụ thuộc vào tình hình kinh doanh của khách hàng, chỉ cải thiện khi nhu cầu tiêu dùng phục hồi và đơn giá tăng.

Bảng 2. TNG sản xuất áo khoác, quần áo thể thao, quần áo trẻ em thuộc phân khúc trung cấp

Sản phẩm	Doanh nghiệp sản xuất	Biên lợi nhuận gộp
Suits, veston, đồ hiệu	MNB, MSH, HTG	>18%
Áo khoác, áo phao	TNG , MSH, TCM	18%
Quần áo thể thao, quần áo trẻ em	TNG , TCM	14%
Áo sơ mi	M10, TCM, BDG	10% - 13%
Đồ bảo hộ lao động	HTG	4%

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 18. Biên lợi nhuận gộp của TNG thấp hơn so với TCM và MSH



Nguồn: Bloomberg

Với các sản phẩm phân khúc trung cấp, TNG duy trì mức biên lợi nhuận gộp khoảng 14 - 15% trong giai đoạn 2019 – 2024. Mức biên lợi nhuận này thấp hơn 3 – 4 đpt so với MSH, do MSH tập trung vào phân khúc sản phẩm cao cấp hơn như suit, áo veston và đồ hiệu. So với TCM, biên lợi nhuận gộp của TNG cũng thấp hơn khoảng

2 đpt, do TCM có lợi thế tự chủ nguồn cung vải đầu vào và tham gia gia công theo phương thức FOB cấp 2, trong khi TNG chủ yếu thực hiện theo phương thức FOB cấp 1.

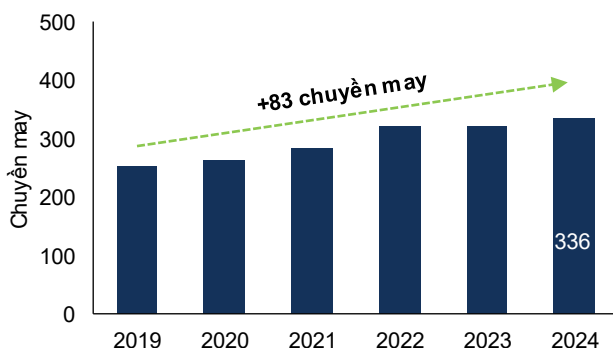
Biên lợi nhuận giảm để chia sẻ khó khăn với khách hàng. Biên lợi nhuận gộp đã suy giảm đáng kể khi khách hàng yêu cầu giảm đơn giá để chia sẻ khó khăn. Cụ thể, năm 2020, một số khách hàng yêu cầu giảm giá 1 – 2% so với thỏa thuận ban đầu, khiến biên lợi nhuận gộp của TNG giảm 2 đpt, xuống còn 15%. Giai đoạn 2020 – 2024, biên lợi nhuận gộp của TNG thấp hơn khoảng 2 đpt so với năm 2019, trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng yếu.

2.2. Sản xuất: Quy mô sản xuất của TNG liên tục được mở rộng

2.2.1. Đầu tư gia tăng năng lực sản xuất giúp TNG đón thêm đơn hàng

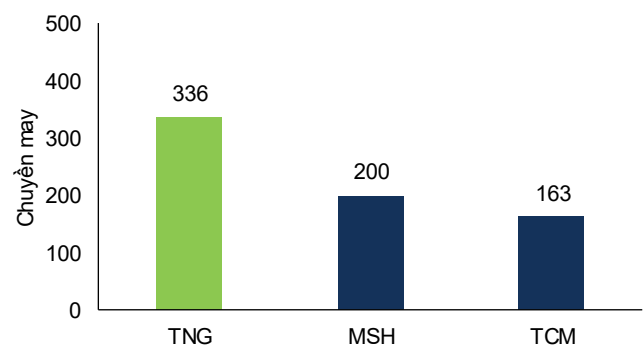
Trong giai đoạn 2019 – 2024, TNG luôn duy trì đà mở rộng công suất, thể hiện ở số lượng chuyển may tăng trưởng trung bình 5,8%/năm.

Biểu đồ 19. TNG duy trì kế hoạch mở rộng công suất giai đoạn 2019 - 2024



Nguồn: TNG

Biểu đồ 20. TNG có quy mô sản xuất lớn so 2 doanh nghiệp tư nhân niêm yết khác (Năm 2024)



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Chỉ riêng năm 2023, trong bối cảnh tiêu dùng hàng may mặc yếu và hàng tồn kho của khách hàng đã ở mức cao, TNG tập trung vào việc lấp đầy công suất hiện có. Trong khi đó, số lượng chuyển may của các doanh nghiệp cùng ngành chỉ tăng trưởng nhẹ, MSH (+4,0%/năm), TCM gần như đi ngang so với năm 2019. Tính đến năm 2024, TNG sở hữu 336 chuyển may, lớn hơn số lượng của các doanh nghiệp cùng ngành khác như MSH (200), TCM (163).

Việc liên tục gia tăng công suất giúp TNG đảm bảo việc nhận thêm đơn hàng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc. Nguyên nhân là bởi:

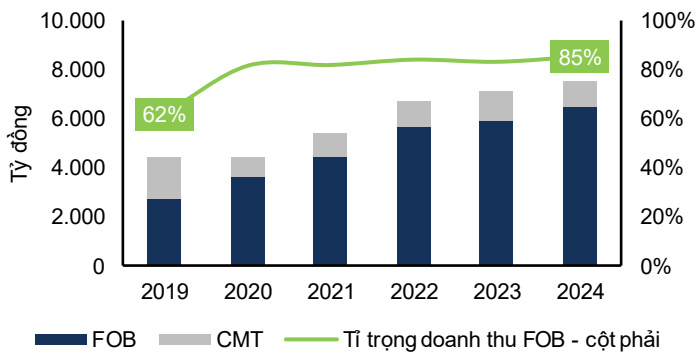
(1) Để được lựa chọn trở thành bên gia công cho các nhãn hàng trên thế giới, doanh nghiệp cần trải qua quy trình thẩm định nghiêm ngặt. Trong đó, một yếu tố quan trọng là đơn vị cung ứng phải đảm bảo quy mô sản xuất, tránh trường hợp đặt gia công ngoài. Việc mở rộng công suất trong giai đoạn này giúp cho TNG sẵn sàng nhận thêm các đơn hàng.

(2) Gia tăng quy mô sản xuất giúp TNG có thể xử lý đồng thời nhiều đơn hàng nhỏ đa dạng, đảm bảo tiến độ để giữ chân khách hàng. May mặc đang chuyển sang xu hướng đơn hàng nhỏ với mẫu mã đa dạng hơn của khách hàng tại thị trường Mỹ (~50% doanh thu may mặc). Cụ thể, theo USFIA, nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ đã bao gồm nhiều chủng loại hơn, phản ánh xu hướng tiêu dùng yêu cầu hợp xu hướng và thay đổi nhanh chóng². Do đó, doanh nghiệp cần quy mô sản xuất đủ lớn để vận hành đồng thời nhiều dòng sản phẩm mà vẫn đảm bảo hiệu suất và tiến độ giao hàng. Thêm nữa, TNG chia sẻ thời gian giao hàng cũng được yêu cầu nhanh hơn (~30 – 45 ngày) nhằm giảm rủi ro tồn kho. Tác động của xu hướng này thể hiện rõ qua vòng quay hàng tồn kho của TNG giảm từ 82 ngày năm 2019 xuống ~60 ngày năm 2024.

²Chỉ số tập trung sản phẩm may mặc xuất khẩu vào Mỹ tính toán dựa trên các mã HS code 6 chữ số ở chương 61 và 62, đã giảm từ 3,1 về 2,8 trong giai đoạn 2019 – 2024.

2.2.2. Phương thức sản xuất chủ yếu là FOB cấp 1 và CMT

Biểu đồ 21. TNG nâng cao tỷ trọng phương thức FOB



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Tính đến năm 2024, TNG chủ yếu may xuất khẩu với phương thức FOB cấp 1, tỷ trọng doanh thu 85%. Tỷ trọng này tăng trưởng mạnh trong năm 2020 đạt 82% (+20đpt YoY) và được duy trì ổn định đến năm 2024. Các đơn hàng FOB cấp 1 có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với đơn hàng CMT, với đơn giá FOB cao gấp 4 lần đơn giá CMT. Nguyên nhân là do FOB cấp 1 yêu cầu doanh nghiệp tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị, bao gồm bỏ vốn nhập nguyên vật liệu. Cũng bởi vậy, việc tăng tỷ trọng đơn hàng FOB cấp 1 khiến cho TNG phải gia tăng nguồn vốn lưu động bằng nợ vay, tạo ra rủi ro về khả năng thanh toán.

2.2.3. Rào cản đáng kể trong tiếp cận khách hàng mới do quy trình ký kết hợp đồng gia công

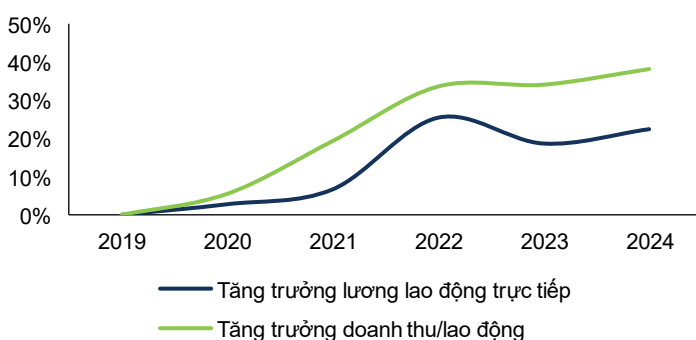
Việc chuyển đổi sang khách hàng mới trong ngắn hạn của TNG không dễ dàng, vì phải trải qua quy trình ký kết kéo dài, từ thử nghiệm sản phẩm đến khi được tiếp nhận đơn hàng. Tương tự như đa số doanh nghiệp may mặc khác tại Việt Nam, TNG phải trải qua giai đoạn thử nghiệm với các đơn hàng nhỏ kéo dài để đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật, chất lượng của thương hiệu. Sau giai đoạn này, doanh nghiệp sẽ ký kết hợp đồng nguyên tắc với khách hàng, theo đó, các chuyển may được phân bổ trước theo từng khách hàng và duy trì ổn định cả năm. Đơn hàng thực tế được xác định theo tình hình tiêu thụ tại từng thời điểm. Điều này khiến cho việc thay đổi khách hàng trong ngắn hạn gặp nhiều trở ngại về mặt vận hành và rủi ro lấp đầy công suất không kịp thời.

2.3. Đầu vào: Chi phí nhân công và nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất

2.3.1. Nhân công (35%): Cơ chế trả lương theo thu nhập, năng suất lao động cải thiện

Thu nhập của người lao động tăng trưởng phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài lương cơ bản, người lao động còn nhận thêm lương theo sản phẩm, tiền thưởng – các khoản này biến động theo doanh thu. Trong giai đoạn 2019 – 2024, doanh thu TNG tăng trưởng trung bình 11%/năm, kéo theo thu nhập bình quân người lao động tăng khoảng 4,1%/năm. Riêng năm 2023, dù doanh thu vẫn tăng trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng yếu, thu nhập trung bình của lao động lại giảm. Nguyên nhân là do TNG tuyển thêm lao động mới để lấp đầy các chuyền may mở rộng. Những lao động này cần 06 tháng đào tạo trước khi chính thức vào sản xuất, dẫn đến mức thu nhập trung bình giảm nhẹ tạm thời.

Biểu đồ 22. Tăng trưởng doanh thu/lao động cao hơn so với mức lương lao động trực tiếp



Nguồn: TNG, FPTIS ước tính

Năng suất lao động của TNG được cải thiện nhờ vào đơn hàng dồi dào. Trong giai đoạn 2019 – 2024, năng suất lao động của TNG được cải thiện, thể hiện ở doanh thu/lao động của TNG đã được cải thiện đáng kể trung bình 6,6%/năm. Động lực đến từ việc TNG nhận được đơn hàng gia tăng từ khách hàng, giảm thời gian nhàn rỗi của lao động, tối ưu hóa sản xuất và nâng cao hiệu quả hoạt động.

2.3.2. Nguyên vật liệu (~55%): Chiếm tỷ trọng lớn nhưng đã được phản ánh trong đơn giá hợp đồng

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của TNG (55%), trong đó bao gồm:

- *Vải nguyên liệu (~65% chi phí nguyên vật liệu)*: được TNG mua theo chỉ định của khách hàng, có nguồn gốc từ Trung Quốc (50%), Việt Nam (40%) và Đài Loan (10%).
- *Các loại nguyên phụ liệu như bông tấm, chỉ may và khóa áo...*: TNG có thể chủ động lựa chọn nhà cung cấp nguyên phụ liệu. Trong đó, TNG đã có thể tự sản xuất bông tấm (18% chi phí nguyên vật liệu) từ năm 2015 tại các nhà máy, để sử dụng cho các đơn hàng áo khoác. ([Tham khảo một số nhà cung cấp nguyên phụ liệu khác của TNG](#))

Với cơ chế đàm phán báo giá của phương thức FOB cấp 1 và CMT, biến động giá vải trên thị trường đã được phản ánh vào đơn giá trong hợp đồng. Cụ thể, với các đơn hàng FOB cấp 1, TNG mua vải theo chỉ định của khách hàng và thực hiện sản xuất thử để xây dựng chi phí định mức, bao gồm tổng chi phí sản xuất và biên lợi nhuận mong muốn. Sau đó, hai bên đàm phán để chốt đơn giá cho từng đơn hàng nên mức giá đã phản ánh biến động giá vải tại thời điểm đàm phán. Còn với đơn hàng CMT, vải được cung cấp trực tiếp bởi khách hàng, do đó TNG không cần tính toán chi tiết nguyên phụ liệu, mà chỉ tập trung vào chi phí gia công.

3. Mảng bất động sản chậm trễ do vướng mắc giải phóng mặt bằng ([quay lại trang đầu](#))

Kể từ năm 2025, nguồn doanh thu mảng bất động sản của TNG sẽ đến từ dự án Cụm công nghiệp (CCN) Sơn Cẩm I (dự án chung cư thương mại TNG Village đã được ghi nhận toàn bộ doanh thu trước đó³).

TNG tiết kiệm chi phí nhờ xây dựng nhà máy trong CCN Sơn Cẩm 1. Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 có tổng diện tích 70ha, trong đó 21 ha được dành cho tiện ích và hạ tầng cơ bản. Ban đầu, 49 ha được định hướng cho thuê nhưng đã giảm xuống 27 ha (-45%) vào năm 2023. Ngoài ra, 15ha được sử dụng để xây dựng nhà máy may, bao gồm chi nhánh may Việt Đức (4 ha) và chi nhánh may Việt Thái (5 ha), phần còn lại dự kiến phục vụ mở rộng sản xuất. Đồng thời, 7 ha được chuyển nhượng cho công ty liên kết TNG Land để phát triển bất động sản cho thuê.

Hình 5. CCN Sơn Cẩm I gặp vướng mắc giải phóng mặt bằng



Nguồn: FPTS tổng hợp

Tiến độ dự án vẫn đang bị chậm trễ do vướng mắc giải phóng mặt bằng. Hiện tại, 80% diện tích đã được giải phóng, tuy nhiên các khu vực nhỏ lẻ rải rác bên trong vẫn chưa được xử lý dứt điểm. Chúng tôi kỳ vọng vấn đề này

³Chung cư thương mại TNG Village được khởi công xây dựng vào năm 2018, và được mở bán kể từ năm 2019. Tính đến hết năm 2024, dự án đã bán được 185 căn hộ (tỷ lệ hấp thụ là 99%) giúp TNG ghi nhận trung bình 30 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2019 – 2024.

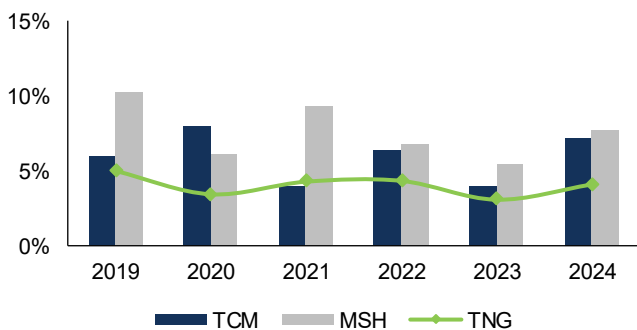
sẽ được tháo gỡ vào năm 2025 nhờ sự hỗ trợ từ tỉnh Thái Nguyên. Từ năm 2025F – 2027F, TNG dự kiến phải đầu tư thêm 205 tỷ đồng/năm để hoàn thiện dự án. Với giả định CCN Sơn Cẩm được lấp đầy trong vòng 03 năm, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của dự án lần lượt đạt 904 tỷ đồng và 290 tỷ đồng (~92% lợi nhuận sau thuế của TNG năm 2024) trong 03 năm kể từ năm 2027.

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Hiệu quả kinh doanh ở mức trung bình trong ngành

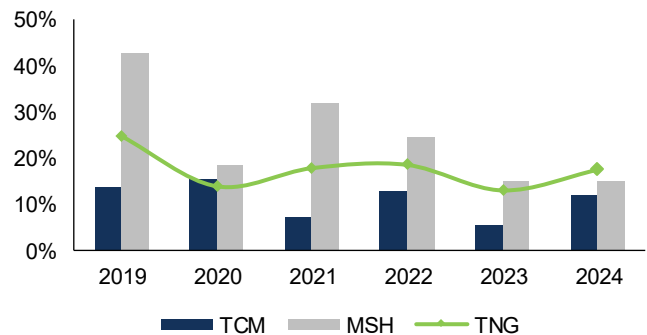
Hiệu quả sử dụng vốn vay của TNG chưa tối ưu do chi phí lãi vay lớn. Mặc dù sử dụng nợ vay lớn để thúc đẩy tăng trưởng, ROE của TNG không vượt trội so với ngành. Thay vì tạo ra mức lợi nhuận hấp dẫn từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính, doanh nghiệp lại chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chi phí tài chính gia tăng, làm giảm mức sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

Biểu đồ 23. Biên lợi nhuận ròng của TNG ở mức thấp so với ngành



Nguồn: Bloomberg

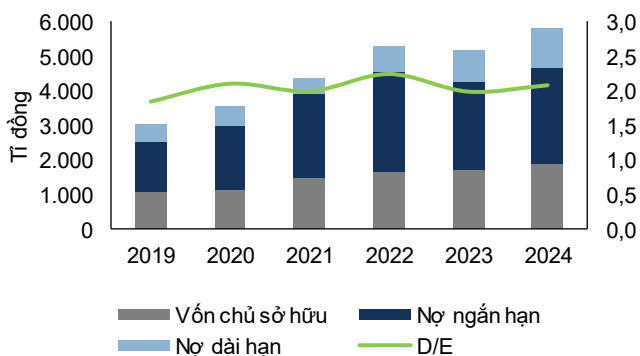
Biểu đồ 24. ROE của TNG không vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: Bloomberg

Trong giai đoạn 2019 – 2024, biên lợi nhuận ròng của TNG duy trì ở mức thấp < 5%, trong khi các doanh nghiệp cùng ngành như TCM và MSH có biên lợi nhuận > 5%. Nguyên nhân chính đến từ việc TNG liên tục phải vay mới với lãi suất cao hơn để tài trợ vốn ngắn hạn. Cụ thể, tỷ trọng chi phí lãi vay trên doanh thu của TNG đạt trung bình 2,4% doanh thu thuần cao hơn đáng kể so với tỷ trọng của TCM và MSH lần lượt là 0,9% và 0,6%.

Biểu đồ 25. Tỷ lệ đòn bẩy cao khiến lợi nhuận bị ăn mòn bởi chi phí lãi vay



Nguồn: TNG

Việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao giúp TNG mở rộng quy mô sản xuất nhưng cũng kéo theo áp lực chi phí lãi vay lớn, làm giảm lợi nhuận. Riêng trong năm 2024, chi phí lãi vay của TNG đạt 184 tỷ đồng, chiếm khoảng 47% lợi nhuận trước thuế, ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Cụ thể, chỉ số đòn bẩy D/E của doanh nghiệp trong giai đoạn 2019 – 2024 luôn ~ 2 lần, trong đó phần lớn là các khoản vay ngắn hạn chiếm 76% nợ phải trả, do doanh nghiệp cần lượng lớn vốn ngắn hạn để nhập khẩu nguyên vật liệu. Việc gia tăng tỷ trọng gia công theo phương thức FOB cấp 1 trong giai đoạn 2019 – 2024 khiến TNG phải mở rộng khoản vay ngắn hạn, với tốc độ tăng trưởng trung bình 14%/năm.

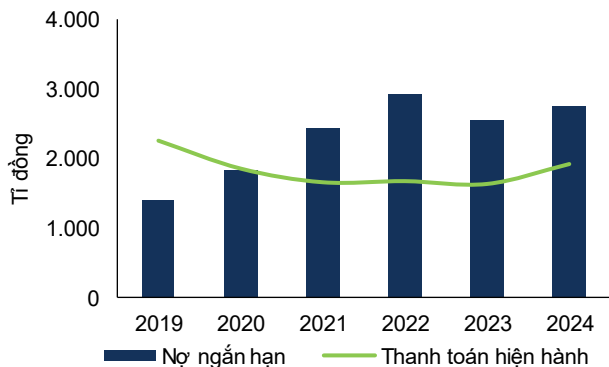
2. Tỷ lệ đòn bẩy cao, khả năng thanh toán hiện hành thấp trong ngành ([quay lại trang đầu](#))

TNG sẽ đối mặt với rủi ro thanh toán lớn nếu khách hàng không nhận hàng hoặc gặp vấn đề tài chính dẫn đến phá sản. Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của TNG ở mức thấp, thể hiện qua chỉ số thanh toán hiện hành dưới 1 trong giai đoạn 2020 – 2024. So với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, chỉ số này của TNG thấp hơn đáng kể, khi MSH và TCM lần lượt đạt mức 1,8 và 1,7 trong năm 2024. Để đảm bảo dòng tiền trả lương nhân viên và mua nguyên vật liệu, TNG đã phải phát hành trái phiếu với lãi suất 10%, cao hơn lãi suất vay ngân hàng ngắn

hạn khoảng 2 – 3 đpt. Cụ thể, trong giai đoạn 2019 – 2024, công ty đã huy động khoảng 700 tỷ đồng thông qua phát hành trái phiếu, trong đó 300 tỷ vào năm 2021 và 400 tỷ vào năm 2024, với kỳ hạn từ 3 – 5 năm.

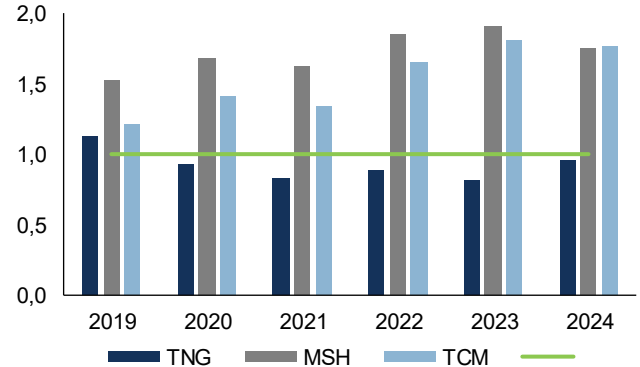
Chúng tôi đánh giá rằng với các chỉ tiêu đòn bẩy cao và khả năng thanh toán hiện hành thấp, TNG có thể gặp khó khăn trong việc tiếp cận các khoản vay phục vụ mở rộng công suất.

Biểu đồ 26. Nợ vay ngắn hạn tăng cao do phát triển phương thức gia công từ CMT lên FOB cấp 1



Nguồn: TNG

Biểu đồ 27. Tỷ lệ thanh toán hiện hành của TNG thấp so với ngành



Nguồn: Bloomberg

V. TRIỂN VỌNG

1. Triển vọng mảng may mặc Việt Nam biến động bởi các kịch bản thuế quan của Mỹ

1.1. Thị trường Mỹ (47% thị phần): Rủi ro bị áp thuế bổ sung tại thị trường Mỹ

Để đối phó với thâm hụt thương mại ngày càng gia tăng với Việt Nam, Mỹ đã công bố mức thuế đối ứng 46% lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam, bao gồm cả sản phẩm may mặc. Tại thời điểm T4/2025, mức thuế này đã được tạm hoãn, giảm còn 10% đến ngày 09/07/2025 (thời hạn 90 ngày). Với việc Mỹ áp thuế bổ sung, mùa cao điểm của xuất khẩu của hàng may mặc sẽ đến sớm vào Q2/2025. Các nhãn hàng tại Mỹ lo ngại về tính bất định trong chính sách thuế quan vào Q3 nên sẽ tăng cường nhập khẩu trong khoảng thời gian này.

Việc áp thuế sẽ tác động tới hoạt động xuất khẩu may mặc của Việt Nam vào Mỹ thông qua 02 yếu tố:

- (1) Giảm nhu cầu tiêu dùng của người dân Mỹ:** Thuế quan bổ sung lên toàn bộ các đối tác thương mại lớn của Mỹ sẽ đẩy giá bán lẻ hàng may mặc lên mức cao. Nguyên nhân là bởi 97% lượng quần áo bán tại thị trường Mỹ có nguồn gốc từ nhập khẩu.
- (2) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng may mặc của Mỹ sang khu vực có ưu thế thuế suất:** Chênh lệch thuế quan giữa 07 quốc gia chủ lực về xuất khẩu may mặc⁴ vào Mỹ (70% thị phần năm 2024) sẽ thúc đẩy đơn hàng may mặc dịch chuyển đến các quốc gia có ưu thế thuế suất.

Trong phần triển vọng này, chúng tôi sẽ đưa ra 02 kịch bản về thuế quan tại Mỹ như sau:

Kịch bản thuế bổ sung 10%: Các quốc gia sẽ chịu mức thuế 10% và Canada, Mexico chịu mức thuế 25% theo công bố 10/04, riêng Trung Quốc chịu mức thuế bổ sung 30% (sau đàm phán Mỹ Trung). Mức thuế này được duy trì sau khi hết thời hạn hoãn thuế 09/07/2025. Chúng tôi kỳ vọng dưới kịch bản này xu hướng chuyển dịch đơn hàng may mặc ra khỏi Trung Quốc tại thị trường Mỹ kỳ vọng diễn ra mạnh hơn giúp Việt Nam trở thành nhà cung cấp may mặc lớn nhất tại Mỹ.

Kịch bản thuế bổ sung 46%: Chúng tôi nhận định vẫn tồn tại rủi ro từ kịch bản Việt Nam bị đánh thuế đối ứng 46%, cao hơn các nhà cung cấp may mặc lớn khác tại Mỹ sau thời điểm 09/07/2025. Riêng Trung Quốc vẫn phải chịu mức thuế bổ sung 145 đpt do các biện pháp trả đũa từ phía Mỹ. Trong kịch bản này, Việt Nam sẽ mất thị phần

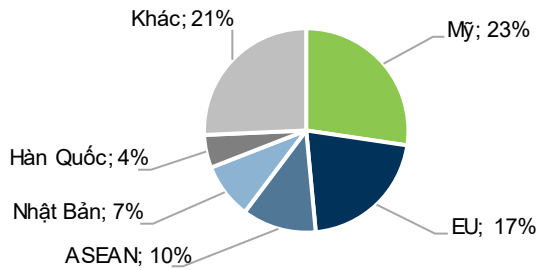
⁴ Nhóm 07 quốc gia chủ lực về xuất khẩu may mặc vào Mỹ bao gồm: Trung Quốc, Việt Nam, Bangladesh, Ấn Độ, Indonesia, Campuchia và Pakistan.

vào các quốc gia có mức thuế quan thấp hơn, bao gồm Bangladesh, Indonesia, Pakistan và Ấn Độ. ([Tham khảo thêm Báo cáo chuyên đề - Ảnh hưởng từ chính sách thuế quan Mỹ - Dệt may](#))

1.2. Nhóm thị trường khác: Cạnh tranh gia tăng do các quốc gia tìm kiếm thị trường tiêu thụ thay Mỹ

Trong cả hai kịch bản thuế quan tại Mỹ, chúng tôi nhận định cạnh tranh trong mảng xuất khẩu may mặc sẽ trở nên khốc liệt hơn. Nguyên nhân đến từ việc các quốc gia xuất khẩu lớn, trong đó có Trung Quốc và Bangladesh (02 quốc gia xuất khẩu may mặc lớn nhất thế giới chiếm lần lượt 29% và 9% kim ngạch toàn cầu) sẽ tìm kiếm thị trường thay thế Mỹ.

Biểu đồ 28. Thị trường xuất khẩu may mặc lớn của Trung Quốc tương đồng với Việt Nam (năm 2024)



Nguồn: Trademap

Chi tiết hơn, với thị trường Mỹ chiếm 23% xuất khẩu hàng may mặc năm 2024, Trung Quốc sẽ đẩy mạnh xuất khẩu sang các khu vực khác để duy trì sản lượng. Cụ thể, các thị trường như EU (17%), Nhật Bản (7%) và Hàn Quốc (4%) đang là những điểm đến tiềm năng. Tuy nhiên, đây cũng là các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam, chiếm lần lượt 12%, 12% và 9% trong cơ cấu xuất khẩu năm 2024. Việc Trung Quốc có khả năng cạnh tranh bằng giá thấp tại các khu vực này có thể ảnh hưởng trực tiếp đến thị phần và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp may mặc Việt Nam.

Thị trường EU (12% thị phần): Nhu cầu phục hồi nhờ lạm phát được kiểm soát. Chúng tôi kì vọng mức lạm phát thấp sẽ được duy trì theo kế hoạch của ECB giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc tại EU. Cụ thể, tính đến T5/2025, chỉ số lạm phát tại EU đạt 1,9%, mức thấp nhất trong 03 năm gần đây. Theo ECB, tiêu dùng sẽ được hỗ trợ bởi gia tăng sức mua đến từ tăng trưởng tiền lương và lạm phát thấp.

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. Hiệp định thương mại tự do Việt Nam - EU (EVFTA) chính thức có hiệu lực từ năm 2020, theo đó, hàng dệt may Việt Nam sẽ được giảm dần mức thuế theo lộ trình về đến 0%. Các sản phẩm dệt may của Việt Nam xuất khẩu sang EU sẽ thuộc 4 nhóm: A, B3, B5 và B7. Đến năm 2025, mức thuế của hàng may mặc Việt Nam dao động từ 0% - 2,9%, thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc và tiệm cận mức thuế ưu đãi EBA của Bangladesh (20% thị phần). Việt Nam được đánh giá có lợi thế ổn định 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.

Biểu đồ 29. Lộ trình giảm thuế của EVFTA đã về mức thuế thấp

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%

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

Nguồn: FPTs tổng hợp

Khâu dệt vải vẫn là “rào cản” đối với việc tận dụng các ưu đãi từ EVFTA. EVFTA yêu cầu quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi”, nghĩa là để được hưởng ưu đãi thuế, các doanh nghiệp phải sử dụng vải nội địa hoặc từ các quốc gia có FTA với cả Việt Nam và EU như Nhật Bản và Hàn Quốc. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn phụ thuộc vào nguồn vải nhập khẩu từ Trung Quốc – quốc gia không có FTA với EU. Điều này đặt ra bài toán tối ưu giữa tận dụng ưu đãi thuế EVFTA và duy trì lợi thế chi phí từ vải nhập khẩu giá rẻ từ Trung Quốc.

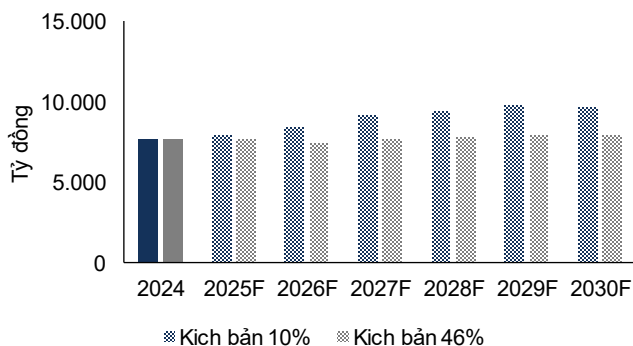
2. Triển vọng mảng may mặc của TNG tương phản giữa 02 kịch bản thuế quan

Do tính bất định của chính sách thuế và tác động trái chiều giữa 02 kịch bản thuế quan của Mỹ đối với TNG, chúng tôi đưa ra nhận định về triển vọng mảng may mặc của TNG dựa trên 02 kịch bản.

Kịch bản thuế quan 10%: TNG được hưởng lợi khi mức thuế bổ sung áp lên hàng hóa Việt Nam thấp hơn khoảng 20 đpt so với Trung Quốc thúc đẩy các khách hàng tại Mỹ gia tăng đơn hàng cho doanh nghiệp.

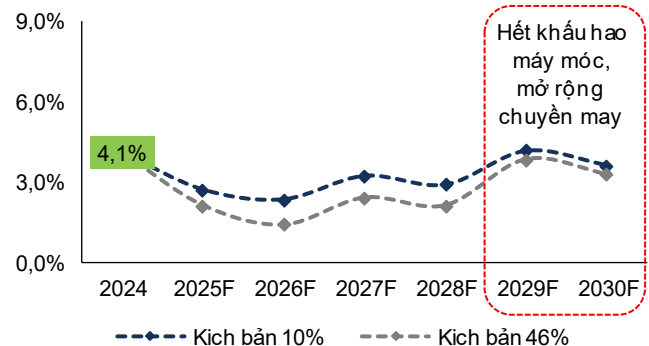
Kịch bản thuế quan 46%: Mức thuế cao hơn 11 – 24đpt so với các doanh nghiệp tại Nam Á khiến TNG có nguy cơ mất đơn hàng từ thị trường Mỹ và buộc phải chuyển hướng tìm kiếm đơn hàng từ các thị trường thay thế.

Biểu đồ 30. Doanh thu trong kịch bản 10% tăng trưởng mạnh



Nguồn: FPT S ước tính

Biểu đồ 31. Biên lợi nhuận ròng trong 02 kịch bản đều giảm mạnh



Nguồn: FPT S ước tính

Sự tương phản trong 02 kịch bản đến từ mức biên lợi nhuận của TNG, cụ thể:

Bảng 3. Tổng hợp các dự phóng trong 02 kịch bản thuế quan tại Mỹ

	Kịch bản thuế quan 10%	Kịch bản thuế quan 46%
Doanh thu thuần	Doanh thu của TNG ước tính tăng trưởng mạnh đạt 9.683 tỷ đồng trong năm 2030F, tăng 4,0%/năm trong giai đoạn 2025F – 2030F.	Doanh thu sẽ chứng lại, đạt 7.873 tỷ đồng trong năm 2030F, tương đương CAGR = 0,4%/năm trong giai đoạn 2025F – 2030F.
Thị trường Mỹ	Doanh thu tại Mỹ duy trì đà tăng trưởng nhờ hưởng lợi xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc thúc đẩy bởi chênh lệch thuế quan.	Doanh thu tại Mỹ sụt giảm mạnh bởi (1) mức thuế quan cao gây áp lực lớn lên nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc và (2) mức thuế của Việt Nam kém cạnh tranh so với khu vực Nam Á và Indonesia.
Thị trường EU	Triển vọng tại EU với khách hàng lớn DCL (90% doanh thu tại EU) tích cực trong cả 02 kịch bản nhờ tăng cường hợp tác.	
Khác	Doanh thu đi ngang do TNG tập trung vào các đơn hàng tại thị trường chính là Mỹ và EU.	TNG buộc phải tìm kiếm khách hàng tại thị trường mới ngoài Mỹ.
Biên lợi nhuận sau thuế	Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận sau thuế của TNG đạt trung bình 3,2% trong giai đoạn 2025F – 2030F, thấp hơn 0,8đpt so với giai đoạn 2019 – 2024 do TNG phải chia sẻ chi phí thuế tại thị trường Mỹ khiến đơn giá giảm 1 đpt.	Biên lợi nhuận sau thuế của TNG ước đạt trung bình 2,5% trong giai đoạn 2025F – 2030F, thấp hơn 0,7đpt so kịch bản thuế quan 10% bởi (1) mức chia sẻ chi phí thuế sẽ cao hơn, đơn giá giảm 1,5 - 2 đpt và (2) gia tăng cạnh tranh lớn hơn tại các thị trường khác do các quốc gia xuất khẩu may mặc lớn tìm thị trường thay thế Mỹ.

2.1. Kịch bản thuế quan 10% được duy trì, TNG nhận thêm các đơn hàng tại Mỹ

2.1.1. Triển vọng tích cực tại 02 thị trường chủ lực là Mỹ và EU

Thị trường Mỹ (50% doanh thu): Xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc thúc đẩy doanh thu tại Mỹ của TNG.

Trong kịch bản này, chúng tôi kỳ vọng TNG sẽ nhận thêm đơn hàng chuyển dịch ra khỏi Trung Quốc tại Mỹ nhờ:

(1) *Tập khách hàng lớn và lâu năm*: Các đối tác như TCP, Asmara và Haddad (chiếm 31% doanh thu) đang có xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang TNG. Xu hướng này sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn kể từ năm 2025 bởi mức thuế bổ sung cho Trung Quốc cao hơn 20 đpt so với Việt Nam.

(2) *Khách hàng tiềm năng tại Mỹ*: Các khách hàng mới tại Mỹ như H&M và Walmart hiện đã đang thử nghiệm sản xuất thử tại một số chuyền may sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu trong tương lai của TNG tại Mỹ. Các nhãn hàng này hiện nay đều phụ thuộc vào việc sản xuất tại Trung Quốc, tuy nhiên mức thuế cao của Trung Quốc sẽ thúc đẩy đơn hàng gia tăng cho TNG.

Bên cạnh đó, theo chia sẻ từ doanh nghiệp, với mức thuế bổ sung 10% hiện tại, các nhãn hàng vẫn chưa điều chỉnh giá bán với người tiêu dùng, mà chủ yếu chia sẻ phần chi phí thuế quan này với các nhà cung ứng. Do vậy, chúng tôi đánh giá rằng tác động của thuế quan đến nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm đầu ra của khách hàng TNG là chưa đáng kể trong năm 2025F.

Thị trường EU: Tăng cường hợp tác với DCL là động lực tăng trưởng chính

Dù nhu cầu thị trường EU đang phục hồi, chi phí sản xuất tại Việt Nam vẫn kém cạnh tranh so với Bangladesh, dẫn đến việc doanh thu của TNG tại khu vực này chủ yếu phụ thuộc vào khách hàng lớn DCL (chiếm 90% doanh thu từ EU năm 2024). Để duy trì tăng trưởng, TNG đã tăng cường hợp tác với DCL, với doanh thu từ đối tác này ước tính chiếm khoảng 33% tổng doanh thu năm 2025F.

2.1.2. Doanh nghiệp tiếp tục đầu tư nâng cao năng lực sản xuất đáp ứng nhu cầu đặt may

Trong kịch bản thuế quan tích cực, doanh nghiệp chia sẻ sẽ tiếp tục mở rộng công suất may trong giai đoạn 2025F – 2030F để đáp ứng nhu cầu nhập khẩu may mặc của các khách hàng. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng số chuyền may của TNG sẽ tăng trưởng 3,0%/năm đạt 409 chuyền may trong năm 2030F (thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng ~5,8%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024).

2.2. Kịch bản thuế quan 46% áp dụng trong Q3/2025, khách hàng tại Mỹ của TNG chuyển đơn hàng cho khu vực có thuế quan thấp hơn Việt Nam ([quay lại rủi ro đầu tư](#))

2.2.1. Đơn hàng tại Mỹ sụt giảm mạnh bởi giá cả tăng cao và đơn hàng dịch chuyển khỏi Việt Nam

Trong kịch bản thuế quan tại Mỹ nâng lên mức 46% sau ngày 09/07/2025, chúng tôi nhận định doanh thu tại Mỹ của TNG sẽ sụt giảm mạnh bởi:

(1) Nhu cầu tiêu dùng ngành may mặc suy yếu trước áp lực giá cả tăng cao do thuế quan làm giảm động lực nhập khẩu hàng may mặc của các khách hàng lớn.

(2) Xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng từ Việt Nam sang các quốc gia Nam Á và Indonesia, nơi có mức thuế quan thấp hơn Việt Nam từ 11 đến 24 đpt, sẽ làm suy giảm doanh thu tại Mỹ của TNG.

2.2.2. Khả năng bù đắp đơn hàng tại các thị trường khác bị hạn chế bởi cạnh tranh gia tăng

Trong kịch bản này, TNG buộc phải tìm kiếm đơn hàng mới tại các thị trường khác ngoài Mỹ như EU (chiếm 34% doanh thu năm 2024), Canada (6%) và Nga (5%). Các lợi thế cạnh tranh cốt lõi của TNG gồm: năng lực sản xuất chất lượng cao và quy mô lớn, sẵn sàng tiếp nhận đơn hàng từ khách hàng mới.

Tuy vậy, mức độ cạnh tranh sẽ cao hơn so với kịch bản 10%, do mức thuế tại hầu hết các quốc gia xuất khẩu may mặc lớn đều tăng cao, làm giảm động lực xuất khẩu vào Mỹ. Riêng thị trường EU với khách hàng lớn DCL, chúng tôi cho rằng triển vọng vẫn được duy trì như trong kịch bản 10%, nhờ việc TNG đã tăng cường hợp tác trong năm 2024, qua đó giữ đà mở rộng đơn hàng với đối tác này ngay cả trong bối cảnh bất lợi của kịch bản 46%.

3. Doanh thu bất động sản đến từ dự án CCN Sơn Cẩm I ghi nhận 300 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2027F – 2029F. ([Quay lại trang đầu](#))

Chúng tôi kỳ vọng TNG sẽ hoàn tất giải phóng mặt bằng CCN Sơn Cẩm trong vòng 3 năm kể từ 2025F và bắt đầu ghi nhận doanh thu 300 tỷ/năm trong giai đoạn 2027F – 2029F. ([Chi tiết](#))

VI. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025F ([quay lại trang đầu](#))

1. Kịch bản thuế quan 10%

Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh TNG năm 2025F kịch bản thuế quan 10%

Đơn vị: Tỷ đồng	2025F	%YoY	Tóm tắt giả định chính
Doanh thu thuần	7.968	+4,1%	TNG hưởng lợi từ việc Mỹ áp thuế hàng may mặc Trung Quốc, thúc đẩy khách hàng tại đây gia tăng đơn hàng cho TNG.
Thị trường Mỹ	3.944	+3,5%	EU: Doanh thu với khách hàng lớn DCL (30% doanh thu) tăng mạnh nhờ tăng cường hợp tác.
Thị trường EU	2.821	+8,6%	
Khác	1.203	-3,5%	Khác: Doanh thu bao gồm xuất khẩu tại các thị trường khác (+3,0%), mảng may nội địa (đi ngang) và mảng bất động sản (không ghi nhận doanh thu).
Lợi nhuận gộp	1.090	-7,8%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>13,7%</i>	<i>-1,7 đpt</i>	Chi phí khấu hao gia tăng do hoàn thành di chuyển nhà máy, chia sẻ chi phí thuế với khách hàng tại Mỹ.
Chi phí tài chính	265	-28%	Chúng tôi không dự phóng lãi/lỗ tỷ giá do phần này được bù trừ giữa nhập hàng tồn kho và thanh toán ngoại tệ từ khách hàng.
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>196</i>	<i>+6,5%</i>	Vay ngắn hạn tăng tài trợ vốn lưu động, bắt đầu trả lãi khoản vay trái phiếu 400 tỷ đồng.
Chi phí bán hàng & quản lý	544	+1,9%	
%Doanh thu	6,9%	-0,1 đpt	Tương đương trung bình quá khứ.
Lợi nhuận sau thuế	217	-31%	

2. Kịch bản thuế quan 46%

Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh TNG năm 2025F kịch bản thuế quan 46%

Đơn vị: Tỷ đồng	2025F	%YoY	Tóm tắt giả định chính
Doanh thu thuần	7.713	+0,7%	Doanh thu tại Mỹ tăng trưởng tốt trong 1H2025 bởi lo ngại về chính sách thuế quan làm giảm ảnh hưởng tiêu cực của thuế quan trong năm 2025.
Thị trường Mỹ	3.689	-3,2%	Doanh thu tại EU giữ nguyên tăng trưởng so với kịch bản 10%.
Thị trường EU	2.821	+8,6%	
Khác	1.203	-3,5%	Khác: Doanh thu bao gồm xuất khẩu tại các thị trường khác (+3,0%), chưa tăng mạnh do khó tìm kiếm đơn hàng mới trong ngắn hạn.
Lợi nhuận gộp	1.012	-14%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>13,1%</i>	<i>-2,3 đpt</i>	Chi phí khấu hao gia tăng do hoàn thành di chuyển nhà máy, chia sẻ chi phí thuế với khách hàng tại Mỹ, áp lực cạnh tranh gia tăng mạnh tại các thị trường khác.
Chi phí tài chính	262	-29%	Chúng tôi không dự phóng lãi/lỗ tỷ giá do phần này được bù trừ giữa nhập hàng tồn kho và thanh toán ngoại tệ từ khách hàng.
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>195</i>	<i>+5,9%</i>	Bắt đầu trả lãi khoản vay trái phiếu 400 tỷ đồng.
Chi phí bán hàng & quản lý	534	+0,0%	
%Doanh thu	6,9%	-0,1 đpt	Tương đương trung bình quá khứ.
Lợi nhuận sau thuế	165	-48%	

VII. Yếu tố cần theo dõi

1.1. Rủi ro mất đơn hàng tại Mỹ đến từ việc Việt Nam bị áp thuế bổ sung cao 46% ([quay lại trang đầu](#))

Trong kịch bản thuế quan tăng lên mức 46%, chúng tôi nhận định TNG sẽ đối mặt với nhiều thách thức tiêu cực. Thị trường Mỹ, vốn là một trong những thị trường xuất khẩu chủ lực, dự kiến sẽ ghi nhận sự sụt giảm đáng kể về đơn hàng do nhu cầu tiêu dùng ngành may mặc suy yếu trước áp lực giá cả tăng cao. Trong dài hạn, các nhãn hàng tại đây sẽ tìm đến các nhà cung ứng ở khu vực có chi phí thuế quan rẻ hơn Việt Nam. ([Chi tiết](#))

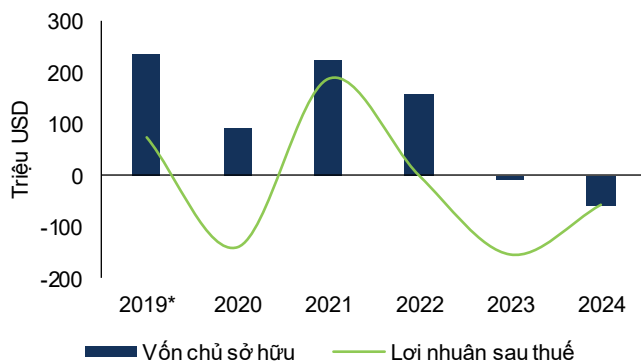
1.2. Phụ thuộc vào các khách hàng lớn

TNG, cũng như phần lớn doanh nghiệp gia công tại Việt Nam, phụ thuộc nhiều vào tình hình kinh doanh của các khách hàng lớn do hạn chế trong khả năng đàm phán giá. Đây là đặc điểm chung của chuỗi cung ứng may mặc toàn cầu, ưu thế đàm phán nằm ở phía khách hàng sở hữu thương hiệu. ([Chi tiết](#))

Việc này dẫn tới:

- (1) TNG sẽ đối mặt với rủi ro thanh toán lớn nếu khách hàng không nhận hàng hoặc gặp vấn đề tài chính dẫn đến phá sản. Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của TNG ở mức thấp, thể hiện qua chỉ số thanh toán hiện hành dưới 1 trong giai đoạn 2020 – 2024.
- (2) TNG chịu ảnh hưởng từ tình hình tái cơ cấu kinh doanh của khách hàng lớn TCP: TCP đóng góp 11% doanh thu cho TNG, khiến tình hình tài chính của công ty này trở thành yếu tố quan trọng cần theo dõi. Với việc TCP liên tục thua lỗ và vốn chủ sở hữu âm, rủi ro tín dụng đối với TNG gia tăng. Hiệu quả của chiến lược tái cơ cấu tại TCP sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến triển vọng kinh doanh của TNG trong thời gian tới.

Biểu đồ 32. TCP kinh doanh kém hiệu quả dẫn tới âm vốn chủ sở hữu



Nguồn: Bloomberg

*Năm tài chính của TCP kết thúc vào thứ bảy gần nhất với ngày 31/01 hằng năm. Năm 2019 sẽ kết thúc vào 01/02/2020

TCP liên tục kinh doanh thua lỗ kể từ dịch bệnh Covid 19 (2020) ([quay lại trang đầu](#))

Sau đại dịch, kết quả kinh doanh của TCP chỉ hồi phục ở cuối năm 2021 nhờ nhu cầu mua sắm bùng nổ. Tuy nhiên, doanh thu nhanh chóng suy giảm khi công ty chuyển hướng đầu tư vào kênh trực tuyến nhưng không hiệu quả, không thể bù đắp được sự sụt giảm của hệ thống cửa hàng vật lý. Tình trạng thua lỗ kéo dài khiến vốn chủ sở hữu của TCP âm 59 triệu USD vào năm 2024.

Trong năm 2025, TCP đang triển khai chiến lược tái cơ cấu với các trọng tâm chính: đẩy mạnh kênh mua sắm trực tuyến thông qua các nền tảng bên thứ ba như Amazon, đóng cửa các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả và điều chỉnh chiến lược giá để phù hợp hơn với nhu cầu người tiêu dùng. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật về kết quả của quá trình tái cấu trúc này.

1.3. Tiến độ giải phóng mặt bằng của dự án CCN Sơn Cẩm I ([quay lại trang đầu](#))

Hiện tại, 80% diện tích tại đây đã được giải phóng, tuy nhiên các khu vực nhỏ lẻ rải rác bên trong vẫn chưa được xử lý dứt điểm. Tiến độ giải phóng mặt bằng của dự án này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng ghi nhận doanh thu mảng bất động sản của TNG. ([Chi tiết](#))

VIII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ([quay lại trang đầu](#))

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF và FCFE để xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu TNG dựa trên 02 kịch bản thuế quan tại Mỹ. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu TNG. Nhà đầu tư nên theo dõi thông tin thuế quan tại Mỹ để đưa ra quyết định đầu tư với cổ phiếu TNG. Cụ thể,

Trước khi có thông tin cập nhật thuế quan tại Mỹ: Nhà đầu tư có thể xem xét bán cổ phiếu TNG ở mức giá đóng cửa ngày 26/06/2025 và mua khi cổ phiếu TNG về mức giá 16.700 đồng/cp, tương đương với mức sinh lời kỳ vọng 14,4%. Nguyên nhân là bởi mức giá 16.700 đồng/cp của kịch bản thuế quan 46% đã chiết khấu hết cả các rủi ro đối với TNG.

Sau khi có thông tin cập nhật thuế quan tại Mỹ: Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của cổ phiếu TNG trong 02 kịch bản thuế quan 10% (tích cực) và 46% (tiêu cực) lần lượt là 21.500 VNĐ/cp và 16.700 VNĐ/cp. Quyết định đầu tư với cổ phiếu TNG sẽ phụ thuộc vào mức giá thị trường tại thời đó.

Phương pháp định giá	Kết quả (làm tròn)	Trọng số
Kịch bản thuế quan 10%		50%
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	21.600	25%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	21.400	25%
Kết quả định giá		21.500
Kịch bản thuế quan 46%		50%
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	16.700	25%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	16.600	25%
Kết quả định giá		16.700
Kết quả định giá trung bình		19.100

1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	2,62%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Beta không đòn bẩy	0,78	Thời gian dự phóng	6 năm
Phần bù rủi ro thị trường	9,88%		

2. Kết quả định giá FCFE và FCFF

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Tỷ VNĐ)	Kịch bản thuế quan 10%	Kịch bản thuế quan 46%
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.647	2.047
Số cổ phiếu (triệu)	123	123
Giá cổ phiếu (VNĐ/cp)	21.600	16.700
Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Tỷ VNĐ)		
Giá trị doanh nghiệp	4.764	4.175
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.622	2.033
Số cổ phiếu (triệu)	123	123
Giá cổ phiếu (VNĐ/cp)	21.400	16.600

IX. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

1. Kịch bản thuế quan 10%

HĐKD (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	7.656	7.968	8.374	9.117
- Giá vốn hàng bán	(6.474)	(6.878)	(7.241)	(7.829)
Lợi nhuận gộp	1.182	1.090	1.133	1.288
- Chi phí bán hàng	(111)	(135)	(142)	(155)
- Chi phí quản lí DN	(424)	(409)	(430)	(468)
- Lợi nhuận khác	(10)	(11)	(11)	(12)
Lợi nhuận HĐKD	647	546	561	665
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(62)	(68)	(72)	(78)
LN trước thuế, lãi vay	574	467	478	575
- Chi phí lãi vay	(184)	(196)	(231)	(206)
Lợi nhuận trước thuế	390	271	247	369
- Thuế TNDN	(76)	(54)	(49)	(74)
Lợi nhuận sau thuế	315	217	198	295
EPS (đ)	2.575	1.770	1.612	2.406

Khả năng sinh lợi	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,4%	13,7%	13,5%	14,1%
Tỷ suất LNST	4,1%	2,7%	2,4%	3,2%
ROE DuPont	17,4%	11,2%	9,8%	13,8%
ROA DuPont	5,7%	3,6%	3,1%	4,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,5%	5,9%	5,7%	6,3%
LNST / LNNT	80,6%	80%	80%	80%
LNNT / EBIT	67,9%	58,1%	51,7%	64,1%
Vòng quay tổng tài sản	1,4x	1,3x	1,3x	1,4x
Đòn bẩy tài chính	3,0x	3,2x	3,1x	3,0x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Thanh toán hiện hành	1,0x	0,9x	0,8x	0,9x
Thanh toán nhanh	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
Thanh toán tiền mặt	0,3x	0,2x	0,1x	0,2x
Nợ / Tài sản	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
Nợ / VCSH	2,1x	2,2x	2,0x	1,9x
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,3x	1,7x	1,5x	1,5x
Nợ dài hạn / VCSH	0,6x	0,4x	0,3x	0,2x
Khả năng TT lãi vay	3,1x	1,9x	2,1x	2,2x

CĐKT (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	705	640	458	558
+ Các khoản phải thu	740	837	810	881
+ Hàng tồn kho	1.074	1.213	1.202	1.299
+ Tài sản ngắn hạn khác	118	182	191	207
Tổng tài sản ngắn hạn	2.638	2.871	2.661	2.945
+ Nguyên giá TSCĐHH	3.988	4.590	4.901	5.632
+ Khấu hao lũy kế	(1.570)	(1.843)	(2.142)	(2.458)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	2.417	2.748	2.759	3.174
+ Đầu tư tài chính dài hạn	140	140	140	140
+ Tài sản dài hạn khác	163	183	192	209
Tổng tài sản dài hạn	3.179	3.514	3.519	3.523
Tổng tài sản	5.817	6.384	6.180	6.468
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	1.115	978	1.030	1.114
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.401	2.269	2.079	2.261
+ Nợ ngắn hạn khác	29	27	27	27
Nợ ngắn hạn	2.545	3.375	3.137	3.402
+ Vay và nợ dài hạn	1.299	1.048	903	746
+ Nợ dài hạn khác	80	85	90	97
Nợ dài hạn	1.379	1.134	992	843
Tổng nợ	3.924	4.409	4.129	4.245
+ Thặng dư	41	41	41	41
+ Vốn điều lệ	1.226	1.226	1.226	1.226
+ LN chưa phân phối	222	317	392	564
+ Khác	403	392	392	392
Vốn chủ sở hữu	1.892	1.976	2.051	2.223
Tổng cộng nguồn vốn	5.817	6.385	6.180	6.468

Hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	35,4x	36,1x	35,8x	33,8x
Số ngày tồn kho	55,3x	60,6x	60,8x	58,3x
Số ngày phải trả	50,3x	55,5x	50,6x	49,9x
Thời gian luân chuyển tiền	40,4x	41,2x	46,1x	42,1x
COGS / Hàng tồn kho	7,3x	6,4x	6,0x	6,5x

2. Kịch bản thuế quan 46%

HĐKD (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	7.656	7.713	7.420	7.691
- Giá vốn hàng bán	(6.474)	(6.701)	(6.475)	(6.663)
Lợi nhuận gộp	1.182	1.012	945	1.028
- Chi phí bán hàng	(111)	(139)	(134)	(138)
- Chi phí quản lí DN	(424)	(396)	(381)	(395)
- Lợi nhuận khác	(10)	(10)	(9)	(9)
Lợi nhuận HĐKD	647	477	430	495
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(62)	(66)	(64)	(66)
LN trước thuế, lãi vay	575	401	356	418
- Chi phí lãi vay	(184)	(195)	(225)	(185)
Lợi nhuận trước thuế	390	206	131	234
- Thuế TNDN	(76)	(41)	(26)	(46)
Lợi nhuận sau thuế	315	165	105	187
EPS (đ)	2.575	1.345	858	1.524

Khả năng sinh lợi	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,4%	13,1%	12,7%	13,4%
Tỷ suất LNST	4,1%	2,1%	1,4%	2,4%
ROE DuPont	17,4%	8,7%	5,4%	8,9%
ROA DuPont	5,8%	1,3%	1,5%	1,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,5%	5,2%	4,8%	5,4%
LNST / LNTT	80,6%	80,0%	80,0%	80,0%
LNTT / EBIT	67,9%	51,4%	36,9%	55,8%
Vòng quay tổng tài sản	1,4x	1,3x	1,2x	1,3x
Đòn bẩy tài chính	3,0x	3,2x	3,0x	2,7x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Thanh toán hiện hành	1,0x	0,9x	0,8x	0,9x
Thanh toán nhanh	0,6x	0,5x	0,4x	0,5x
Thanh toán tiền mặt	0,3x	0,2x	0,1x	0,2x
Nợ / Tài sản	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x
Nợ / VCSH	2,1x	2,2x	1,8x	1,6x
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,3x	1,7x	1,4x	1,4x
Nợ dài hạn / VCSH	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x
Khả năng TT lãi vay	3,1x	2,1x	1,6x	2,3x

CĐKT (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	705	571	364	464
+ Các khoản phải thu	740	848	757	784
+ Hàng tồn kho	1.074	1.181	1.075	1.106
+ Tài sản ngắn hạn khác	118	177	171	176
Tổng tài sản ngắn hạn	2.638	2.777	2.367	2.530
+ Nguyên giá TSCĐHH	3.988	4.508	4.728	5.360
+ Khấu hao lũy kế	(1.570)	(1.839)	(2.126)	(2.421)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	2.417	2.669	2.602	2.939
+ Đầu tư tài chính dài hạn	140	140	140	140
+ Tài sản dài hạn khác	163	173	166	172
Tổng tài sản dài hạn	3.179	3.424	3.336	3.251
Tổng tài sản	5.817	6.202	5.703	5.780
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	1.115	1.075	1.046	1.016
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.401	2.281	1.929	1.997
+ Nợ ngắn hạn khác	29	26	25	25
Nợ ngắn hạn	2.544	3.261	2.875	2.970
+ Vay và nợ dài hạn	1.299	943	737	531
+ Nợ dài hạn khác	80	83	80	83
Nợ dài hạn	1.379	1.026	817	614
Tổng nợ	3.924	4.287	3.693	3.584
+ Thặng dư	41	41	41	41
+ Vốn điều lệ	1.226	1.226	1.226	1.226
+ LN chưa phân phối	222	265	370	557
+ Khác	403	383	373	373
Vốn chủ sở hữu	1.892	1.915	2.010	2.196
Tổng cộng nguồn vốn	5.817	6.202	5.703	5.780

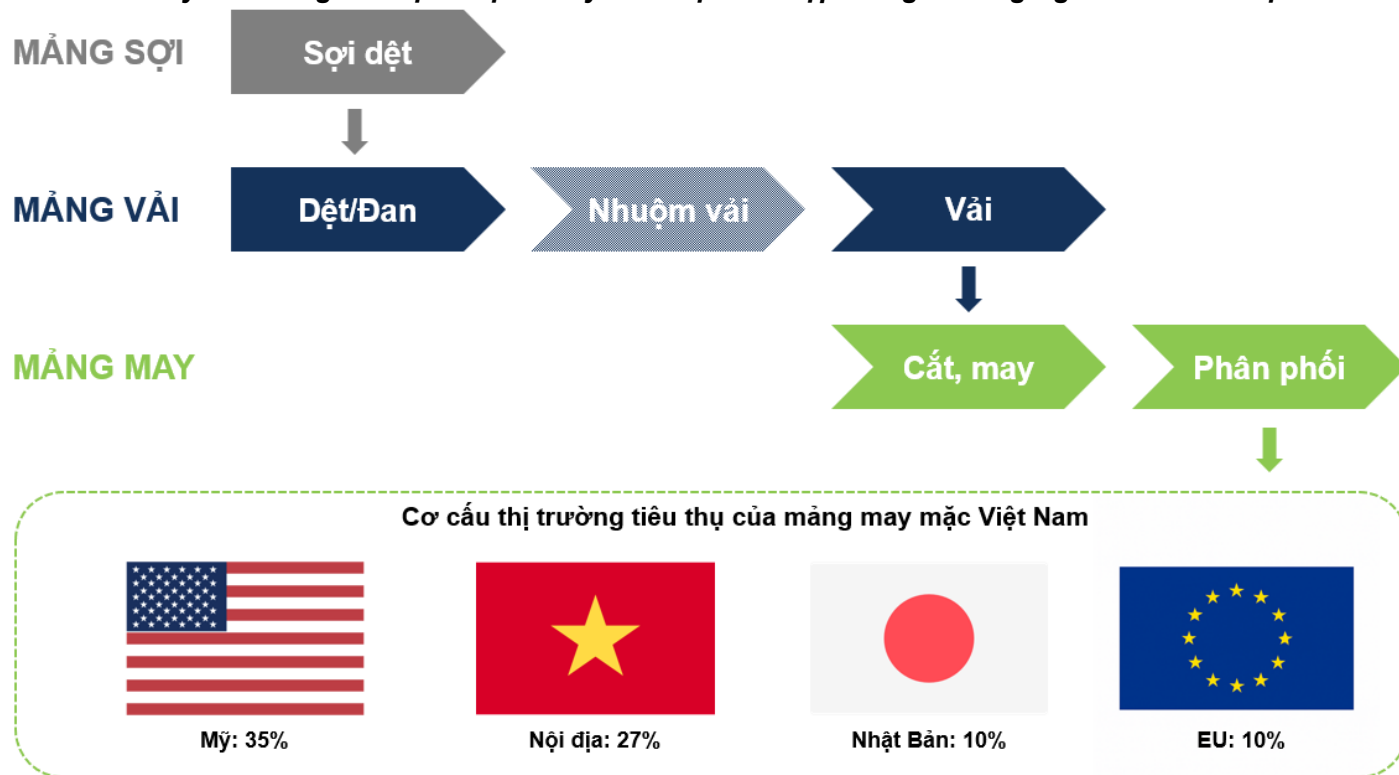
Hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	35,4x	37,5x	39,4x	36,5x
Số ngày tồn kho	55,3x	61,4x	63,5x	59,7x
Số ngày phải trả	50,3x	56,3x	52,8x	51,1x
Thời gian luân chuyển tiền	40,4x	42,7x	50,2x	45,1x
COGS / Hàng tồn kho	7,3x	6,2x	5,5x	6,2x

X. Phụ lục

1. Tổng quan ngành sợi – dệt - may Việt Nam

Việc tạo ra sản phẩm may mặc hoàn chỉnh gồm 03 khâu chính: sản xuất sợi, sản xuất vải, và cắt may. Tuy nhiên, chuỗi giá trị này vẫn chưa hoàn thiện tại Việt Nam do sự phát triển thiếu đồng bộ và liên kết giữa các khâu.

Hình 6. Điểm yếu của ngành sợi – dệt – may của Việt Nam tập trung ở trung nguồn khâu nhuộm vải



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Cụ thể:

Màng sợi: Doanh nghiệp màng sợi sẽ nhập khẩu bông, xơ đầu vào để sản xuất sợi thành phẩm. Màng sợi chưa đáp ứng tốt nhu cầu nội địa bởi phần lớn sợi sản xuất có chất lượng cao và được xuất khẩu. Trong khi đó, nhu cầu sợi nội địa chủ yếu là phân khúc trung cấp dẫn tới việc phải nhập khẩu tới 77% nhu cầu.

Màng vải: Doanh nghiệp dệt sử dụng sợi làm nguyên liệu đầu vào để dệt hoặc đan, tạo thành vải thô, sau đó trải qua quá trình nhuộm để tạo ra vải thành phẩm. Điểm yếu của chuỗi giá trị nằm ở khâu nhuộm do (1) yêu cầu nghiêm ngặt về môi trường cản trở sự phát triển; (2) quy mô đầu tư ban đầu lớn trong khi giá thành khó cạnh tranh với nguồn vải nhập khẩu.

Màng may: Doanh nghiệp may mặc sử dụng vải đầu vào và các loại nguyên phụ liệu khác để cắt, may tạo thành sản phẩm may mặc thành phẩm. Màng may mặc là mảng phát triển nhất trong chuỗi giá trị tại Việt Nam, chiếm ~80% kim ngạch xuất khẩu toàn ngành dệt may.

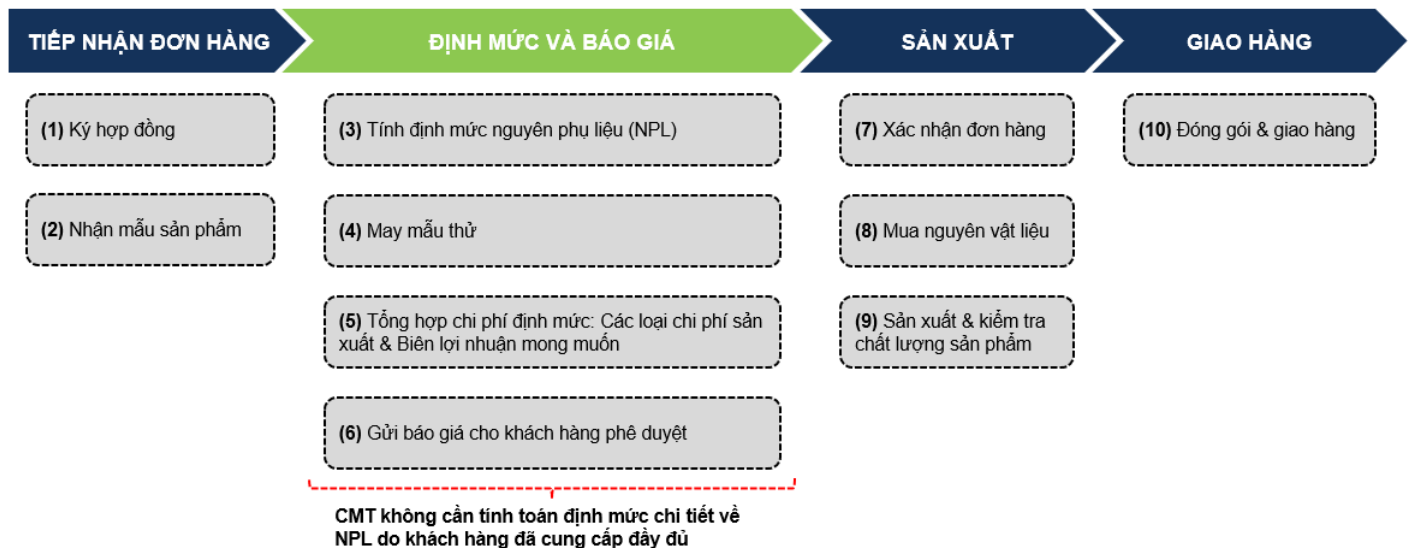
2. Các nhà cung cấp nguyên phụ liệu nội địa của TNG ([quay lại](#))

Bảng 6. TNG chọn các nhà cung cấp nội địa cho nguyên phụ liệu

Nhà cung cấp	Quốc gia	Nguyên liệu
Công ty TNHH YNK	Việt Nam	Khóa
Công ty TNHH Sản xuất và Thương mại Trung Dũng	Việt Nam	Chỉ may
Chi nhánh công ty TNHH Coats Phong Phú	Việt Nam	Chỉ may
CTCP dệt Trần Hiệp Thành	Việt Nam	Vải may

Nguồn: TNG

3. Quy trình tiếp nhận đơn hàng FOB cấp 1 ([quay lại](#))



Nguồn: FPT S tổng hợp

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 kì 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 TNG, 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.pts.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 Bến Thành Times
Square, 136 - 138 Lê Thị Hồng
Gấm, 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