



CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công

Bloomberg Code (TCM VN) | Reuters Code (TCM.HM)

[Việt Nam / Dệt may]

MUA

Báo cáo Lần đầu

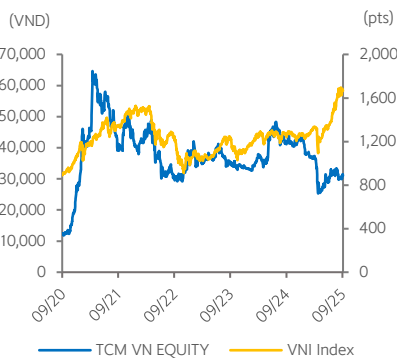
Giá mục tiêu (12 tháng) **37,800 VND**
Giá hiện tại (01/10/2025) **29,650 VND**
Suất sinh lời (%) **27%**

VNINDEX	1,666
HNXINDEX	275
Vốn hóa (tỷ VND)	3,322
SLCP lưu hành (triệu CP)	112
Tự do giao dịch (triệu CP)	48
52-tuần cao/thấp (VND)	45,045/24,545
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.23
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	69

Cổ đông lớn E-Land Asia Holdings 47.0
(%)

Nguyễn Văn Nghĩa 10.0

	3T	6T	12T
Biến động giá			
Tuyệt đối (%)	-10.2	-11.9	-32.1
So với VN-Index (%)	-30.5	-38.3	-61.4



Nguồn: Bloomberg

Trang Phạm

☎ 028 6299 8000

✉ trang.pq@shinhan.com

Thảo Nguyễn – Chuyên viên

☎ (84-28) 6299-8004

✉ thảo.np@shinhan.com

Phát huy nội lực

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 37,800 đồng

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM) là một trong những doanh nghiệp dệt may hàng đầu Việt Nam với chuỗi sản xuất khép kín từ sợi-dệt/đan-nhuộm-may-phân phối. TCM hiện nằm trong top 3 doanh nghiệp dệt may niêm yết có vốn hóa lớn nhất trên sàn HOSE. Chúng tôi đánh giá triển vọng kinh doanh trong trung và dài hạn của TCM là tích cực dựa trên các yếu tố: (1) Chuỗi sản xuất khép kín đem lại lợi thế cạnh tranh vượt trội; (2) Động lực thúc đẩy doanh thu mảng vải đến từ cầu nội địa tăng trưởng và dự địa gia tăng công suất từ nhà máy SY Vina; (3) Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu và (4) Dự án TC Tower có thể đóng góp tích cực vào lợi nhuận của TCM nếu đủ điều kiện mở bán trong thời gian tới. Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu TCM ở mức giá 37,800 đồng, tương ứng với mức upside 27%.

Chuỗi sản xuất khép kín đem lại lợi thế cạnh tranh vượt trội.

Trong bối cảnh chính sách thương mại toàn cầu ngày càng siết chặt về quy tắc xuất xứ, việc sở hữu chuỗi sản xuất khép kín đem lại lợi thế cạnh tranh lớn cho TCM: (1) Tỷ lệ nội địa hóa ở mức cao; (2) Tốc độ cung ứng sản phẩm nhanh chóng; (3) Biên lợi nhuận gộp cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành khoảng từ 1-5 đpt và (4) Hướng lợi trực tiếp từ các ưu đãi của hai Hiệp định thương mại tự do CPTPP và EVFTA.

Động lực thúc đẩy doanh thu mảng Vải đến từ cầu nội địa tăng trưởng và dự địa gia tăng công suất từ nhà máy SY Vina.

Doanh thu mảng Vải của TCM dự kiến duy trì đà tăng trưởng ở mức CAGR = 11% (2026-2030F) nhờ hưởng lợi trực tiếp từ:

- Xu hướng nâng cao tỷ lệ nội địa hóa tại Việt Nam: Với mục tiêu đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế về nguyên tắc xuất xứ, đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường EU, CPTPP; hạn chế những rủi ro bị đánh thuế hàng trung gian khi xuất vào thị trường Mỹ cùng quy định về xuất nhập khẩu tại chỗ được mở rộng; chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp Việt sẽ tiếp tục gia tăng nhập khẩu vải nội địa trong thời gian tới. Với vị thế là một trong số ít doanh nghiệp Việt sản xuất được vải đạt tiêu chuẩn, chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ tận dụng tốt cơ hội này, mở rộng thị phần tại thị trường nội địa và gia tăng doanh số bán mảng vải.
- Dự địa tăng công suất từ nhà máy SY Vina: Tính đến tháng 4/2025, nhà máy dệt may SY Vina đã vận hành khoảng 70% công suất thiết kế và dự kiến tiếp tục mở rộng trong giai đoạn 2025-2026. Dự địa tăng công suất của SY Vina sẽ tạo điều kiện để TCM gia tăng sản lượng khi nhu cầu cải thiện và đóng góp tích cực vào doanh thu mảng vải của TCM trong thời gian tới.

Chiến lược đa dạng hóa thị trường xuất khẩu được duy trì và mở rộng.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu của TCM đến từ nhiều khu vực trên thế giới, bao gồm Bắc Mỹ (Mỹ, Canada), Châu Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Việt Nam) và Châu Âu (Đức, Anh). Điều này không chỉ phù hợp với định hướng lâu dài của ngành Dệt may Việt Nam mà còn giúp gia tăng khả năng chống chịu trước những cú sốc của thị trường đơn lẻ đồng thời khai thác cơ hội từ các thị trường mới tiềm năng.

Dự án TC Tower có thể đóng góp tích cực vào lợi nhuận của TCM nếu đủ điều kiện mở bán trong thời gian tới.

TC Tower là dự án bất động sản căn hộ chung cư trung-cao cấp kết hợp thương mại dịch vụ, vốn bị trì hoãn 10 năm do vướng mắc pháp lý nhưng được tái khởi động vào T1/2024. TC Tower có tổng vốn đầu tư dự kiến 1,732 tỷ đồng (hơn 70 triệu USD). Trong trường hợp điều kiện thị trường thuận lợi và triển khai đúng tiến độ, TC Tower dự kiến mang lại 2,800 tỷ đồng doanh thu và 1,100 tỷ đồng lợi nhuận cho TCM. Tính đến cuối Q2/2025, TC Tower đang trong giai đoạn xin phê duyệt chủ trương đầu tư. Do vậy chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá tại thời điểm hiện tại. Dựa vào tiến độ triển khai thực tế của dự án, chúng tôi sẽ cập nhật vào mô hình định giá trong các báo cáo cập nhật lần tới.

Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu sụt giảm; (2) Rủi ro các đạo luật bổ sung về thời trang bền vững của EU ngày càng khắt khe và (3) Rủi ro hoạt động kinh doanh của khách hàng lớn Eland kém khả quan.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	4,337	3,325	3,810	3,993	4,477
LN từ HĐKD (tỷ VND)	370	216	313	352	445
LNST (tỷ VND)	281	134	278	306	388
EPS (đồng)	2,898	1,211	2,708	2,713	3,447
BPS (đồng)	24,002	21,576	22,177	23,988	25,639
Biên LN HĐKD (%)	8.5	6.5	8.2	8.8	10.0
Biên LNST (%)	6.5	4.0	7.3	7.7	8.7
ROE (%)	14.2	6.7	12.2	11.3	12.2
PER (x)	12.7	30.4	13.6	13.6	10.7
PBR(x)	1.5	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	7.5	11.9	7.5	6.9	5.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.





MỤC LỤC

3	Tổng quan doanh nghiệp
5	Quan điểm đầu tư
11	Cập nhật KQKD Q2/2025, 1H2025 & Dự phóng 2026-2030F
13	Định giá và khuyến nghị
16	Rủi ro
17	Phụ lục: Báo cáo tài chính



Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành doanh nghiệp

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM) được thành lập vào năm 1976 và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2006. Sau gần 50 năm hình thành và phát triển, TCM đã trở thành một trong những doanh nghiệp dệt may hàng đầu Việt Nam. Tính đến ngày 22/09/2025, vốn hóa của TCM đạt 3,394 tỷ đồng, nằm trong top 3 doanh nghiệp dệt may niêm yết có vốn hóa lớn nhất trên sàn HOSE.

2. Hoạt động kinh doanh

TCM hiện kinh doanh trên các lĩnh vực may mặc, bất động sản và chăm sóc sức khỏe. Trong đó, may mặc là lĩnh vực kinh doanh chính chiếm khoảng 98% doanh thu của công ty. Bất động sản với dự án khu nhà ở phức hợp Thành Công Tower (TC Tower) hiện chưa đem lại doanh thu do vướng mắc pháp lý nhưng được tái khởi động vào T11/2024, mang lại triển vọng đóng góp doanh thu trong tương lai. Mảng chăm sóc sức khỏe chiếm tỷ trọng không đáng kể trong cơ cấu doanh thu của TCM.

Danh sách một số công ty thành viên và liên kết của TCM

Công ty	Lĩnh vực	Tỷ lệ góp vốn của TCM
Công ty TNHH TC Tower	Bất động sản	85.34%
CTCP Trung tâm y khoa Thành Công (Thanh Cong Clinic)	Y tế	70.02%
Công ty TNHH TC Commerce	Bán lẻ, Công nghệ	100%

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong lĩnh vực may mặc, TCM sở hữu lợi thế lớn khi là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may trong nước sở hữu mô hình sản xuất khép kín, từ “sợi tới may”, bao gồm: sợi, dệt, đan, nhuộm, may và phân phối. Công ty hiện sở hữu 2 nhà máy sợi; 4 xưởng đan; 2 xưởng dệt; 1 nhà máy dệt, nhuộm; 1 xưởng nhuộm; 5 xưởng may và 2 nhà máy may được đặt tại TP. HCM, Đồng Nai và Long An. Công suất sản xuất của các nhà máy này lên đến 10,000 tấn sợi, gần 30 triệu mét vải nhuộm, 8,000 tấn vải đan, gần 70 triệu khăn và 23 triệu sản phẩm may mặc mỗi năm.

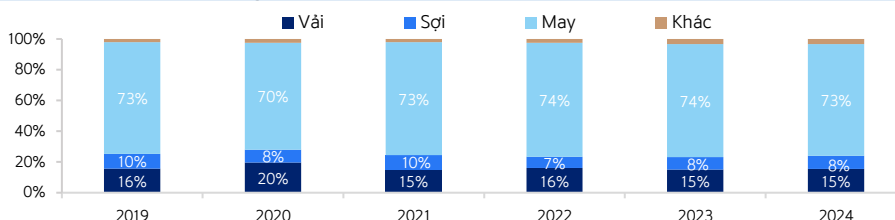
Quy mô và công suất các nhà máy của TCM

Lĩnh vực	Địa điểm	Tình trạng	Công suất
Sợi	Xưởng sợi 1 – Q4 TP. HCM	Đang hoạt động	N/A
	Long An	Đang hoạt động	10,000 tấn/năm
	Trụ sở chính	Nghiên cứu đầu tư, chuyển sang Dệt	
Đan	4 xưởng tại Hóc Môn, Nhì Xuân	Đang hoạt động	7,000 tấn/năm
Dệt	2 xưởng tại TP.HCM	Đang hoạt động	7 triệu mét/năm
	Nhà máy SY Vina	Đang hoạt động	8 triệu mét/năm
Nhuộm	1 xưởng tại TP.HCM	Đang hoạt động	10 triệu mét vải & 8,000 tấn vải đan/năm
	Nhà máy SY Vina	Đang hoạt động	19.5 triệu mét vải/năm
May	5 xưởng tại TP.HCM	Đang hoạt động	23 triệu sản phẩm/năm
	1 nhà máy tại Vĩnh Long	Đang hoạt động	
	Nhà máy SY Vina	Đang hoạt động	69.6 triệu khăn/năm

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Về cơ cấu doanh thu theo mảng may mặc, may là mảng kinh doanh cốt lõi của TCM, chiếm khoảng 73% doanh thu, với các sản phẩm chính là đồ thể thao, áo khoác, áo thun, quần áo trẻ em,... (độ khó trung bình với thiết kế đơn giản, dễ gia công). Mảng vải chiếm khoảng 15% doanh thu, chủ yếu xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và phân phối nội địa. Mảng sợi đóng góp khoảng 8% doanh thu, tập trung vào thị trường Trung Quốc và Hàn Quốc.

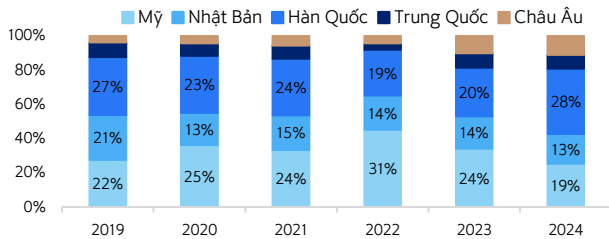
Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh của TCM (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

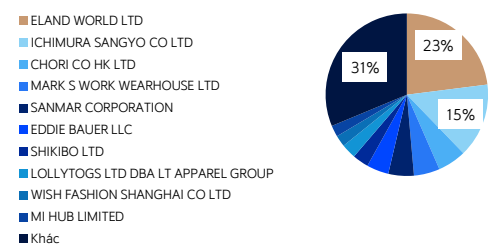
Về cơ cấu doanh thu theo thị trường, xuất khẩu chiếm khoảng 89.3% doanh thu năm 2024 của công ty; nội địa chiếm 10.7% doanh thu. Châu Á là thị trường chủ lực của TCM, chiếm khoảng 47.1% doanh thu xuất khẩu, trong đó, Hàn Quốc, Nhật Bản là hai thị trường tiêu thụ trọng điểm. Khách hàng lớn nhất của TCM tại thị trường Hàn Quốc là Tập đoàn E-Land, đóng góp khoảng 23% vào tổng doanh thu xuất khẩu của TCM. Mỹ, Châu Âu (Anh) cũng là những thị trường xuất khẩu quan trọng của TCM với khách hàng chính là thương hiệu thời trang hàng đầu Adidas.

Cơ cấu doanh thu xuất khẩu theo thị trường của TCM (%)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

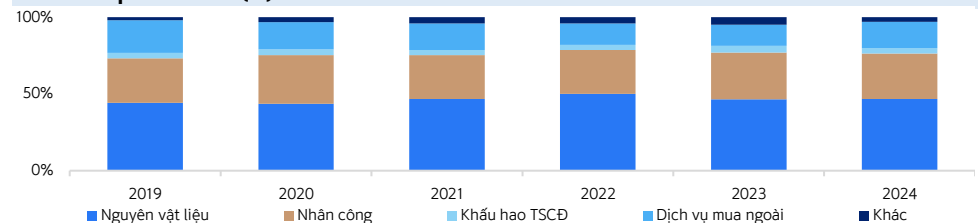
Ước tính cơ cấu khách hàng xuất khẩu của TCM năm 2024 (%)



Nguồn: TCM, Tổng cục Hải quan Việt Nam, Chứng khoán Shinhan Việt Nam ước tính

Chi phí nguyên vật liệu và nhân công chiếm hơn 70% tổng chi phí sản xuất của TCM.

Cơ cấu chi phí của TCM (%)

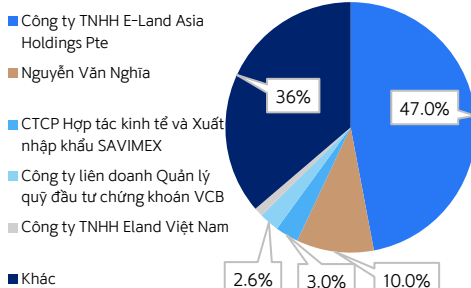


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

3. Cơ cấu tổ chức

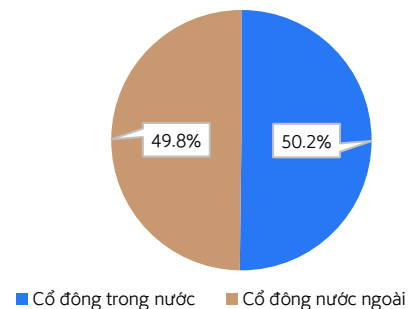
Tập đoàn E-land – cổ đông lớn nhất đồng thời là một trong những khách hàng cốt lõi của TCM. Thông qua hai công ty con là Công ty TNHH E-Land Aia Holdings Singapore (47.0%) và Công ty TNHH E-Land Việt Nam (1.2%), tập đoàn nắm giữ gần 50% cổ phần của TCM.

Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 09/06/2025



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cơ cấu cổ đông

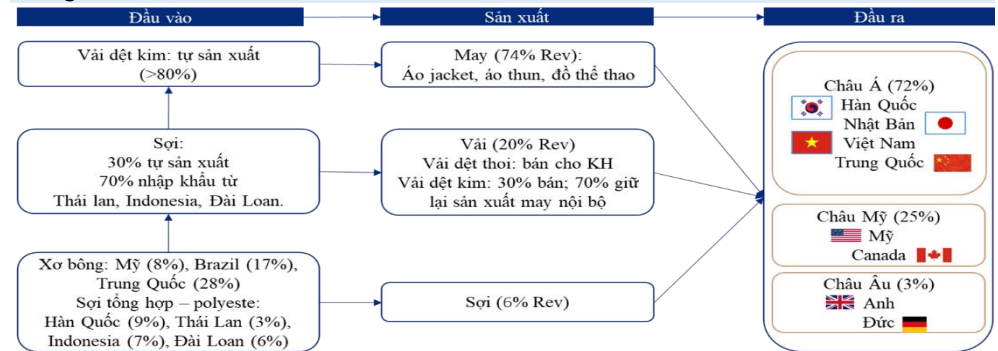


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Quan điểm đầu tư

1. Chuỗi sản xuất khép kín đem lại lợi thế cạnh tranh vượt trội

Chuỗi giá trị của TCM



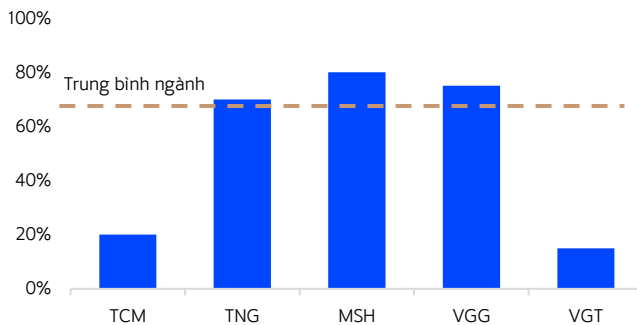
Nguồn: TCM, Tổng cục hải quan, Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp và ước tính

Trong bối cảnh chính sách thương mại toàn cầu ngày càng siết chặt về quy tắc xuất xứ, việc sở hữu chuỗi sản xuất khép kín đem lại lợi thế cạnh tranh lớn cho TCM:

(i) Tỷ lệ nội địa hóa ở mức cao

TCM là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước đạt được tỷ lệ nội địa hóa ở mức cao khi sở hữu quy trình sản xuất khép kín từ sợi-dệt/đan-nhuộm-may-phân phối. Năng lực tự chủ được hơn 30% sợi và 80% vải cho sản xuất nội bộ là lợi thế nổi bật của TCM so với phần lớn doanh nghiệp dệt may trong nước – vốn phụ thuộc phần lớn vào nguyên vật liệu nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc,...

Ước tính tỷ lệ nhập khẩu vải từ nước ngoài của một số doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam (%)



Nguồn: Báo cáo của các công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam ước tính

Chuỗi giá trị ngành dệt may Việt Nam



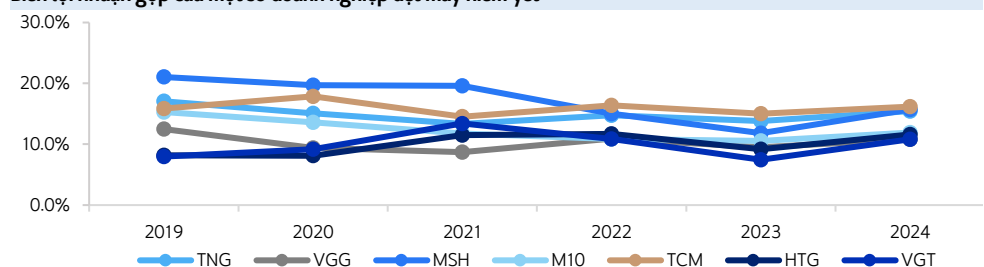
Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

(ii) Tốc độ cung ứng sản phẩm nhanh chóng

Trong bối cảnh ngành dệt may toàn cầu đang chuyển từ mô hình “giá rẻ” sang “nhanh-linh hoạt-đúng hạn”, năng lực cung ứng sản phẩm tốc độ cao là yếu tố then chốt giúp doanh nghiệp duy trì lợi thế cạnh tranh. TCM sở hữu năng lực cung ứng sản phẩm nhanh chóng nhờ quy trình sản xuất khép kín, chủ động kiểm soát tiến độ từng khâu, từ đó rút ngắn thời gian cung ứng (lead time) và có thể đáp ứng được những đơn hàng yêu cầu tốc độ giao hàng nhanh của các thương hiệu lớn.

(iii) Biên lợi nhuận gộp cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành khoảng từ 1-5 đpt

Biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp dệt may niêm yết



Nguồn: Báo cáo của các công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chuỗi sản xuất khép kín giúp TCM có biên lợi nhuận gộp cao hơn các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào nguyên vật liệu nhập khẩu từ nước ngoài nhờ:

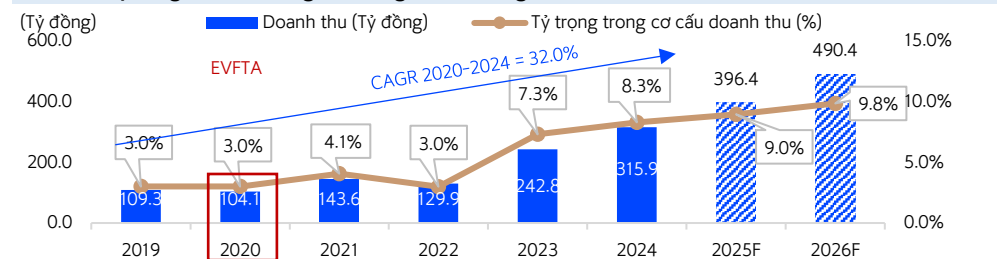
- **Tiết kiệm chi phí logistic:** Việc tự sản xuất sợi-dệt-nhuộm-may-đóng gói trong cùng một hệ thống nội bộ giúp TCM tiết kiệm được chi phí vận chuyển quốc tế đối với nguyên liệu nhập khẩu, vốn thường chiếm khoảng 3-5% giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp phụ thuộc vào nguồn vải nhập khẩu.
- **Tối ưu chi phí đầu vào:** Chủ động nguồn cung sợi, vải giúp TCM hạn chế phụ thuộc vào giá bán trên thị trường (vốn đã bao gồm chi phí lợi nhuận nhà cung cấp, chi phí nguyên vật liệu và biến động tỷ giá). Từ đó tiết kiệm được đáng kể chi phí đầu vào.
- **Đàm phán giá bán tốt hơn** khi tiếp nhận những đơn hàng yêu cầu cao về chất lượng vải, kỹ thuật nhuộm và thời gian giao hàng.

(iv) Hưởng lợi trực tiếp từ các ưu đãi của hai Hiệp định thương mại tự do CPTPP và EVFTA.

Với chuỗi sản xuất khép kín, TCM đáp ứng được yêu cầu xuất xứ từ sợi/vải trở đi của các hiệp định CPTPP và EVFTA, qua đó hưởng ưu đãi thuế suất thấp tại thị trường EU và miễn thuế tại thị trường CPTPP.

Tại thị trường EU, kể từ khi Hiệp định EVFTA có hiệu lực, doanh thu của TCM tại thị trường này tăng trưởng ở mức CAGR = 32.0% (2020-2024) và tỷ trọng tăng từ 3.0% năm 2020 lên 8.3% năm 2024. Đây là minh chứng cho thấy TCM đã tận dụng hiệu quả ưu đãi giảm thuế để đẩy mạnh xuất khẩu sang EU và đạt được sự tăng trưởng về doanh thu, lợi nhuận.

Doanh thu, tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường EU của TCM giai đoạn 2019-2026F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ tiếp tục mở rộng thị phần tại EU từ năm 2025 trở đi nhờ:

- **Ưu đãi thuế suất 0% đối với một số mặt hàng chủ lực từ năm 2025:** Theo lộ trình giảm thuế của EVFTA, từ năm 2025 trở đi, nhiều mặt hàng xuất khẩu chủ lực của TCM như áo phông, áo khoác từ sợi nhân tạo, áo sơ mi từ bông,... sẽ được hưởng mức thuế 0%, tiệm cận với mức thuế ưu đãi EBA (0%) của Bangladesh và thấp hơn đáng kể so với mức thuế 12% mà Trung Quốc đang chịu.

Lộ trình xóa bỏ thuế trung bình theo EVFTA đối với một số nhóm hàng dệt may mà TCM xuất khẩu chính

HS	Mô tả	Thuế GSP*	Thời gian								
			2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
6109	Áo phông, áo may ô và các loại áo lót khác, dệt kim hoặc móc	9.6%	10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%	
6201	Áo khoác ngoài, áo choàng cho nam giới hoặc trẻ em trai		10.5%	9%	7.5%	6%	4.5%	3%	1.5%	0%	
	Trừ 6201.93: Loại khác - Từ sợi nhân tạo		10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%	
6202	Áo khoác ngoài, áo choàng cho phụ nữ hoặc trẻ em gái		10.5%	9%	7.5%	6%	4.5%	3%	1.5%	0%	
	Trừ 02.12.90/ 6202.13.90: Từ bông/sợi nhân tạo có trọng lượng trên 1 kg tính trên quần áo		10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%	
6205	Áo sơ mi nam giới hoặc trẻ em trai		10.5%	9%	7.5%	6%	4.5%	3%	1.5%	0%	
	Trừ 6205.20: Từ bông		10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%	
6210	Quần áo may từ các loại vải thuộc nhóm 5602, 5603, 5903, 5906 hoặc 5907*		10%	8%	6%	4%	2%	0%	0%	0%	
6307	Các mặt hàng đã hoàn thiện khác, kể cả mẫu cắt may	5-9.6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	

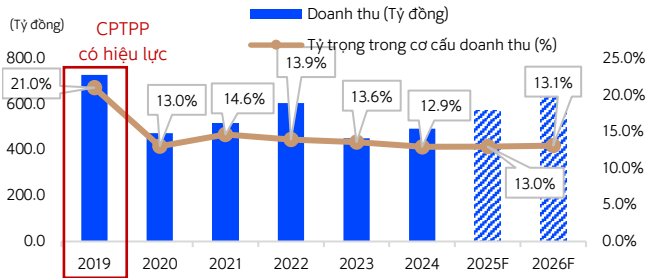
*Thuế GSP: Mức thuế các doanh nghiệp phải chịu khi không đáp ứng được tiêu chuẩn của EVFTA

Nguồn: Trung tâm WTO, Bộ Công thương Vụ thị trường Châu Âu – Châu Mỹ, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

- **Nhu cầu hàng may mặc của EU** dự kiến cải thiện nhờ thu nhập của người tiêu dùng phục hồi.
- **Xu hướng đa dạng nguồn cung ứng của các nhân hàng tại EU** nhằm giảm thiểu hàng nhập khẩu từ Trung Quốc do chi phí lao động tăng cao.

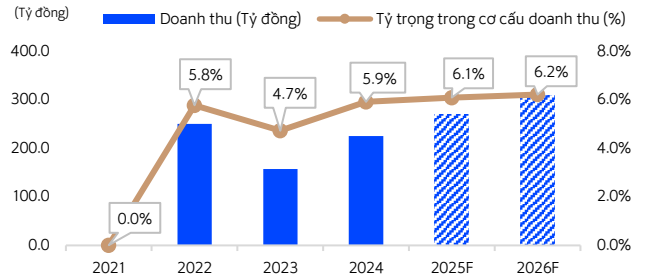
Tại thị trường CPTPP – Hiệp định Đối tác toàn diện và tiến bộ Xuyên Thái Bình Dương, TCM đã tận dụng hiệu quả ưu đãi thuế xuất khẩu 0%, ghi nhận sự gia tăng về doanh thu tại thị trường Nhật Bản và Canada.

Doanh thu, tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản của TCM giai đoạn 2019-2026F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu, tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Canada của TCM giai đoạn 2019-2026F



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng TCM vẫn sẽ tiếp tục duy trì thị phần tại Nhật Bản quanh mức 13% và gia tăng thị phần tại Canada đạt 6% trong giai đoạn 2025-2026 nhờ:

- **Lợi thế thuế suất xuất khẩu 0%** trong khi các đối thủ khác như Trung Quốc, Bangladesh, Ấn Độ vẫn phải chịu mức thuế cao từ 16-18% tại thị trường Canada.
- **Mối quan hệ hợp tác bền vững** với các khách hàng lớn tại Nhật và Canada.
- **Nhật Bản là thị trường có nhu cầu ổn định**, tính bền vững cao và ít thay đổi nhà cung cấp.
- **Canada là thị trường tiềm năng có khả năng chi trả cao**, nhu cầu tăng trưởng lớn.

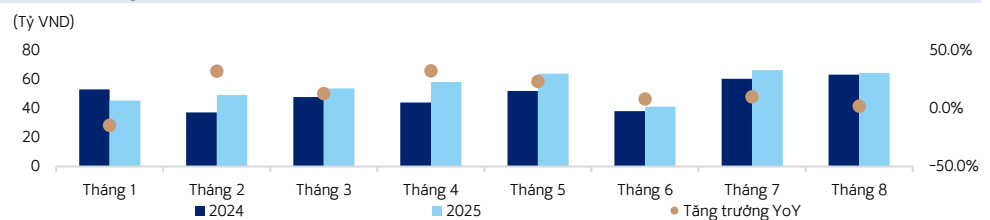
2. Động lực thúc đẩy doanh thu mảng vải đến từ cầu nội địa tăng trưởng và dự gia tăng công suất từ nhà máy SY Vina.

- (i) **Cầu nội địa được thúc đẩy bởi xu hướng nâng cao tỷ lệ nội địa hóa và quy định miễn thuế xuất nhập khẩu tại chỗ được mở rộng.**

Xu hướng nâng cao tỷ lệ nội địa hóa, đáp ứng tiêu chuẩn về nguyên tắc xuất xứ

Tại các thị trường xuất khẩu chủ lực của Việt Nam như Mỹ, EU, Nhật Bản,..., chính sách thương mại ngày càng siết chặt, với quy tắc xuất xứ trở thành yếu tố then chốt trong chuỗi giá trị dệt may. Hiệp định thương mại USMCA (Mỹ-Mexico-Canada – có hiệu lực từ năm 2020) quy định hàng dệt may xuất khẩu vào Mỹ phải đạt tỷ lệ giá trị gia tăng nội địa từ 35-45% mới được hưởng ưu đãi thuế. Hiệp định thương mại EVFTA và CPTPP áp dụng yêu cầu khắt khe, đòi hỏi sản phẩm từ các nước xuất khẩu sang EU, CPTPP phải có nguồn gốc xuất xứ từ sợi/vải trở đi mới đủ điều kiện hưởng thuế suất 0%.

Doanh thu mảng vải của TCM



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Trong 8 tháng đầu năm 2025, doanh thu mảng vải của TCM ghi nhận đạt khoảng 440 tỷ đồng, tăng 12% YoY. Đặc biệt, tỷ trọng đóng góp doanh thu mảng vải trong cơ cấu doanh thu của TCM ghi nhận đạt 20% trong tháng 8/2025, cao hơn so với trung bình 5 năm gần nhất (16%). Điều này cho thấy xu hướng nâng cao tỷ lệ nội địa hóa của các doanh nghiệp may mặc tại Việt Nam đã tác động tích cực đến nhu cầu vải nội địa và giúp doanh số bán mảng vải của TCM gia tăng.

Với mục tiêu đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế về nguyên tắc xuất xứ, đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường EU, CPTPP và hạn chế những rủi ro bị đánh thuế hàng trung gian khi xuất vào thị trường Mỹ, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp Việt sẽ tiếp tục gia tăng nhập khẩu vải nội địa trong thời gian tới. Là một trong số ít doanh nghiệp Việt sản xuất được vải đạt tiêu chuẩn, chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ tận dụng tốt cơ hội này, mở rộng thị phần tại thị trường nội địa và gia tăng doanh số bán mảng vải.

Luật 90/2025/QH15* quy định mới về xuất nhập khẩu tại chỗ chính thức được áp dụng từ 1/7/2025, tạo điều kiện thuận lợi cho việc nhập khẩu vải nội địa.

Trước đây, chính sách thuế nhập khẩu tại chỗ chưa thực sự thuận lợi cho việc nhập khẩu nguyên vật liệu nội địa để sản xuất xuất khẩu. Nghị định 18/2021/NĐ-CP chỉ ưu tiên miễn thuế cho hàng nhập khẩu tại chỗ phục vụ gia công xuất khẩu.

Tuy nhiên, từ 1/7/2025, Luật 90/2025/QH15 đã mở rộng ưu đãi thuế suất GTGT 0% cho loại hình nhập khẩu tại chỗ nguyên vật liệu để phục vụ sản xuất xuất khẩu và xóa bỏ hình thức thuế chùng, với mục tiêu thúc đẩy các doanh nghiệp nội địa gia tăng sử dụng nguyên liệu trong nước để phục vụ sản xuất xuất khẩu.

Chúng tôi cho rằng, với cơ chế pháp lý thuận lợi, nhu cầu nhập khẩu vải nội địa sẽ được đẩy mạnh và góp phần giúp doanh thu mảng vải của TCM cải thiện.

Tiêu chí	Nghị định 18/2021/NĐ-CP	Quy định mới về Xuất Nhập Khẩu tại chỗ Luật 90/2025/QH15 từ 01/07/2025
Đối tượng áp dụng thuế GTGT 0%	Các doanh nghiệp nhập khẩu nguyên vật liệu tại chỗ để gia công xuất khẩu (CMT)	Các doanh nghiệp nhập khẩu nguyên vật liệu tại chỗ để gia công xuất khẩu (CMT) Các doanh nghiệp nhập khẩu nguyên vật liệu tại chỗ để sản xuất xuất khẩu (FOB, ODM,...)
Cơ chế hoàn thuế/ thuế chùng thuế	Các doanh nghiệp sản xuất xuất khẩu khi nhập khẩu tại chỗ phải: - Đóng thuế nhập khẩu ngay khi mở tờ khai hải quan, sau đó xuất khẩu mới được hoàn lại thuế - DN nội địa XK tại chỗ sản phẩm cho DN sản xuất XK phải nộp thuế XK cho sản phẩm đầu ra. Đồng thời, DN NK sản phẩm tại chỗ cũng phải nộp thuế NK cho sản phẩm nhập tại chỗ => 1 đối tượng hàng hóa cả 2 DN đều phải nộp thuế.	Xóa bỏ hình thức thuế chùng; Áp dụng GTGT 0% ngay tại khâu hải quan, không phải nộp rồi chờ được hoàn thuế như cũ.

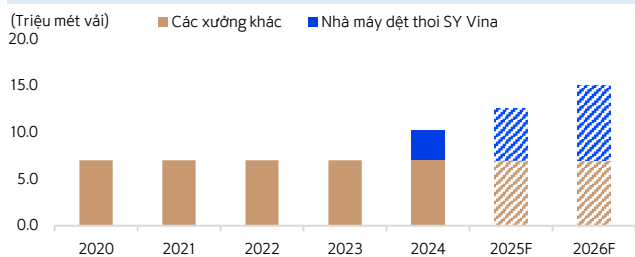
Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

(ii) Dự gia tăng công suất từ nhà máy SY Vina

Nhà máy SY Vina thuộc công ty TNHH Dệt may SY Vina, là thương vụ mà TCM đã hoàn tất thủ tục M&A với giá 468 tỷ đồng trong Q2/2024. Dệt may SY Vina hiện đang sở hữu nhà máy dệt thoi có công suất trên 8 triệu mét vải/năm; nhà máy nhuộm với công suất hơn 19,5 triệu mét vải/năm và nhà máy may công suất 69,6 triệu sản phẩm khăn/năm.

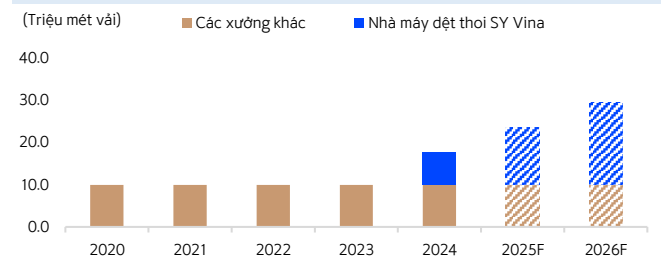
Trước năm 2024, công suất mangle dệt của TCM đạt khoảng 7 triệu mét/năm, mangle nhuộm đạt 10 triệu mét/năm và 8 nghìn tấn vải đan/năm. Sau thương vụ này, tổng công suất mangle dệt, nhuộm của TCM đã tăng lên 15 triệu mét vải dệt và 29,5 triệu mét vải nhuộm cùng với 8,000 tấn vải đan/năm. Điều này làm gia tăng lợi thế đáng kể về quy mô sản xuất, mở rộng năng lực đáp ứng các đơn hàng lớn và giảm sự phụ thuộc vào vải nhập khẩu cho TCM.

Công suất dệt vải của TCM (đã bao gồm nhà máy SY Vina)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Công suất nhuộm vải của TCM (đã bao gồm nhà máy SY Vina)



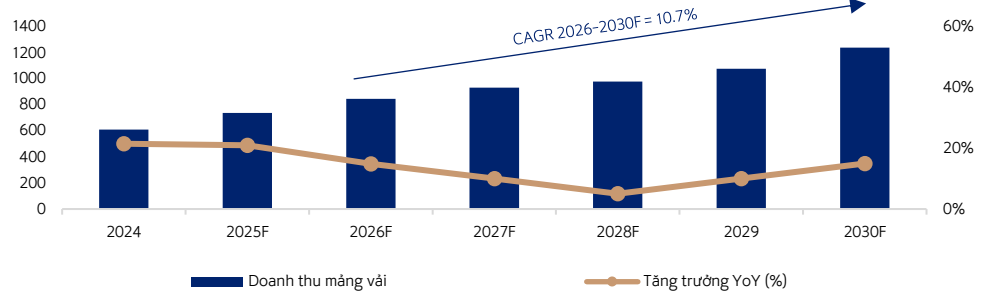
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Tính đến tháng 4/2025, nhà máy dệt may SY Vina đã vận hành khoảng 70% công suất thiết kế và dự kiến tiếp tục gia tăng công suất trong giai đoạn 2025-2026. Do vậy, dự gia tăng công suất của SY Vina vẫn còn và hoàn toàn có khả năng đáp ứng được lượng đơn hàng vải ngày càng tăng, đóng góp tích cực vào doanh thu mảng vải của TCM trong thời gian tới.

* Luật 90/2025/QH15 sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đầu tư; Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư; Luật Hải quan; Luật Thuế giá trị gia tăng; Luật Thuế xuất khẩu, Thuế nhập khẩu; Luật Đầu tư; Luật Đầu tư công; Luật Quản lý, sử dụng tài sản công; được Quốc hội thông qua tại Kỳ họp thứ 9.

Doanh thu mảng vải của TCM 2020-2026F (tỷ VND)

(Tỷ VND)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

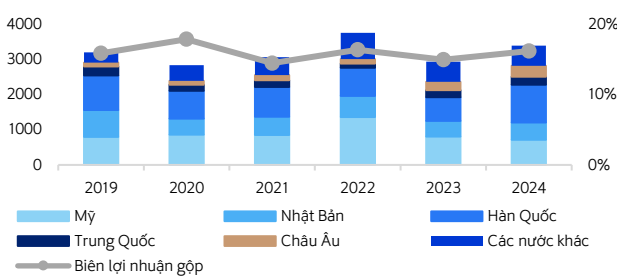
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng vải của TCM sẽ đạt mức tăng trưởng 21% YoY trong năm 2025 và duy trì đà tăng trưởng ở mức CAGR = 10.7% (2026-2030F) nhờ: (1) Nhu cầu vải nội địa ngày càng tăng; (2) Dư địa gia tăng công suất nhà máy SY Vina; (3) Năng lực sản xuất vải đạt tiêu chuẩn quốc tế và độ nhận diện thương hiệu cao tại thị trường nội địa.

3. Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu là chiến lược cốt lõi giúp duy trì biên lợi nhuận ổn định và mang lại tiềm năng tăng trưởng doanh thu trong trung và dài hạn.

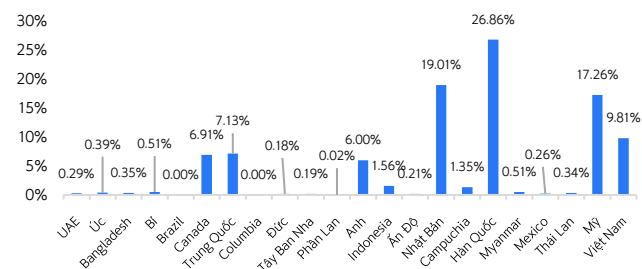
Cơ cấu thị trường xuất khẩu của TCM đến từ nhiều khu vực trên thế giới, bao gồm Bắc Mỹ (Mỹ, Canada), Châu Á (Nhật Bản, Hàn Quốc, Việt Nam) và Châu Âu (Đức, Anh).

Doanh thu, biên lợi nhuận gộp của TCM giai đoạn 2019-2024

(Tỷ VND)



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Cơ cấu thị trường xuất khẩu của TCM 1H2025 (%)

Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Mạng lưới khách hàng trải rộng ở nhiều quốc gia giúp TCM duy trì ổn định lợi nhuận trong những năm qua nhờ:

- **Giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào một thị trường duy nhất và linh hoạt phân bổ đơn hàng giữa các thị trường.** Nhờ đó, ngay cả khi một thị trường riêng lẻ gặp biến động kinh tế hoặc thay đổi chính sách thương mại, kết quả kinh doanh của TCM chịu ảnh hưởng ít hơn và có mức độ ổn định cao hơn. Điển hình như trước biến động của thuế đối ứng Mỹ trong thời gian vừa qua, doanh thu của TCM ít chịu ảnh hưởng hơn so với các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ cao, do thị trường này chỉ chiếm một tỷ trọng vừa phải (khoảng 20%) trong cơ cấu doanh thu tổng thể.
- **Khai thác triệt để tiềm năng tăng trưởng nhu cầu cao từ những thị trường mới nổi** giúp TCM gia tăng thị phần tại các thị trường ngách và mở ra dư địa tăng trưởng doanh thu.
- **Độ nhận diện thương hiệu ở mức cao** giúp thu hút thêm các khách hàng mới và tăng khả năng đàm phán với khách hàng, nhà cung cấp nguyên liệu và đơn vị logistic.

Do đó, chiến lược đa dạng hóa thị trường thay vì tập trung vào một thị trường chủ lực trong thời gian qua đã giúp TCM giữ được lượng đơn hàng ổn định, đảm bảo biên lợi nhuận được duy trì quanh mức 16-20%, cao hơn so với trung bình ngành (13%).

Đồng thời, chúng tôi cho rằng, đa dạng hóa thị trường xuất khẩu tiếp tục là chiến lược cốt lõi mà TCM tập trung duy trì và mở rộng để hướng tới tăng trưởng doanh thu trong trung và dài hạn nhờ (1) Phù hợp với định hướng lâu dài của ngành Dệt may Việt Nam, (2) Gia tăng khả năng chống chịu trước những cú sốc giảm cầu của thị trường đơn lẻ và (3) Khai thác cơ hội từ các thị trường mới tiềm năng.

4. Dự án TC Tower có thể đóng góp tích cực vào doanh thu, lợi nhuận của TCM nếu đủ điều kiện mở bán trong thời gian tới.

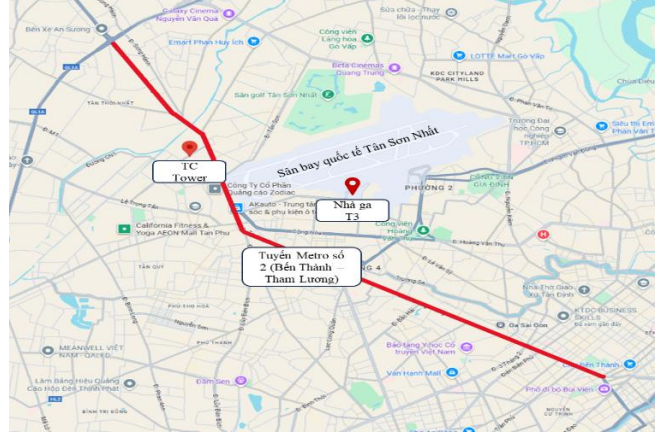
Thành Công Tower (TC Tower) là dự án bất động sản căn hộ chung cư trung–cao cấp kết hợp thương mại dịch vụ, được triển khai bởi công ty TNHH TC Tower, công ty con thuộc sở hữu 100% của TCM. TC Tower nằm trên khu đất rộng $9,898m^2$ với tổng diện tích sàn xây dựng hơn $39,224m^2$, tọa lạc tại số 37 đường Tây Thạnh, phường Tân Phú, quận Tân Phú, TP. HCM (địa chỉ sau sát nhập từ ngày 01/07/2025). Dự án bao gồm 598 căn hộ chung cư thuộc phân khúc trung–cao cấp và 12 căn penthouse.

Dự án TC Tower bị trì hoãn hơn 10 năm do vướng mắc pháp lý nhưng được tái khởi động lại tại ĐHCĐ bất thường vào T11/2024.



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Vị trí địa lý thuận lợi nhờ tọa lạc gần tuyến Metro số 2 (Bến Thành – Tham Lương) và nhà ga T3 của sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất



Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Theo TCM, tổng vốn đầu tư dự kiến của dự án là 1,732 tỷ đồng (hơn 70 triệu USD), tương đương 42% tổng giá trị tài sản của TCM tính đến ngày 30/06/2025. Vốn góp thực hiện dự án tối thiểu bằng 20% tổng vốn đầu tư. Tổng vốn đầu tư thực hiện trên thực tế tối đa không quá 50% tổng tài sản của TCM tính đến hết cuối Q2/2025. Để triển khai dự án, TC Tower đã ký kết hợp tác chiến lược với CTCP DBFS – công ty thành viên của Đất Xanh Group và đưa ra lộ trình cụ thể đến năm 2028. Trong trường hợp điều kiện thị trường thuận lợi và triển khai đúng tiến độ, TC Tower dự kiến mang lại 2,800 tỷ đồng doanh thu và 1,100 tỷ đồng lợi nhuận cho TCM.

Tính đến cuối Q2/2025, TC Tower đang trong giai đoạn xin phê duyệt chủ trương đầu tư. Do vậy chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá tại thời điểm hiện tại. Dựa vào tiến độ triển khai thực tế của dự án, chúng tôi sẽ cập nhật vào mô hình định giá trong các báo cáo cập nhật lần tới.

Cập nhật KQKD Q2/2025 & 1H2025

Khoản mục	Q2/2024	Q2/2025	6T/2024	6T/2025	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	847	873	1,781	1,884	Động lực thúc đẩy doanh thu Q2/2025 tăng nhẹ so với cùng kỳ đến từ nhu cầu vải trong nước cải thiện và nỗ lực mở rộng thị phần tại Canada của TCM.
Tăng trưởng (%YoY)		3		6	
Màng may (tỷ VND)	626	655	1,317	1,413	
Màng vải (tỷ VND)	118	148	249	323	
Màng sợi (tỷ VND)	68	52	142	114	
Màng Chăm sóc sức khỏe (tỷ VND)	35	18	73	34	Tổng kết 1H2025, TCM hoàn thành được 42% kế hoạch doanh thu cả năm. Doanh thu màng vải và màng may đóng góp đáng kể vào đà tăng của toàn công ty.
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	153	160	310	324	
Tăng trưởng (%YoY)		5		5	
Biên lợi nhuận gộp (%)	18	18	17	17	
Màng may (%)			17	17	
Màng vải (%)			17	17	Lũy kế 6T/2025, lợi nhuận gộp của TCM ghi nhận mức tăng nhẹ 5% YoY, trong đó, màng vải và may là động lực chính thúc đẩy đà tăng.
Màng sợi (%)			17	25	
Màng Chăm sóc sức khỏe (%)			30	29	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	91	102	170	201	
Tăng trưởng (%YoY)		12		18	
NPAT – Mi (tỷ VND)	71	81	134	160	NPAT – Mi Q2/2025 của TCM tăng trưởng 14% YoY nhờ chi phí bán hàng và chi phí quản lý giảm đáng kể.
Tăng trưởng (%YoY)		14		19	

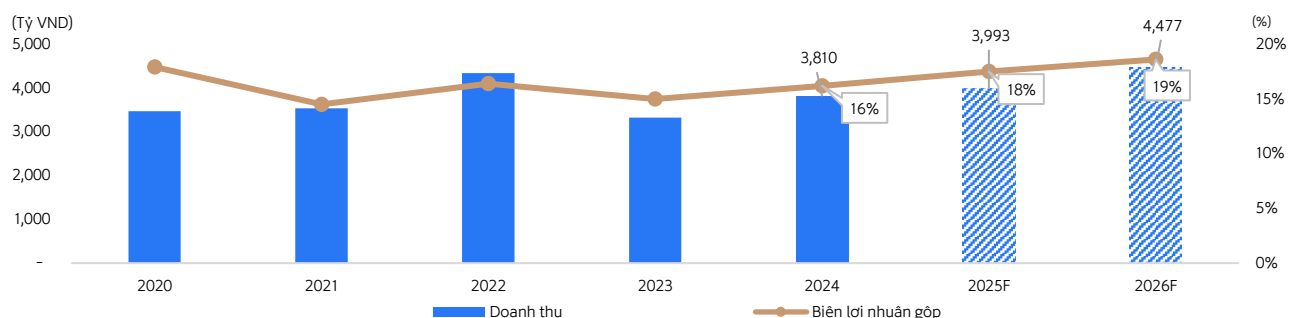
Dự phóng kết quả kinh doanh 2026-2030F

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của TCM tăng trưởng ở mức CAGR 9.5% trong giai đoạn 2026-2030F nhờ:

- **Màng May:** Doanh thu màng May dự kiến tăng trưởng ở mức CAGR 7.7% (2026-2030F) chủ yếu nhờ: (1) Đơn hàng ổn định từ khách hàng lớn E-Land Hàn Quốc; (2) Tăng cường xuất khẩu sang thị trường ngách Canada.
- **Màng Vải:** Doanh thu màng Vải ước tính duy trì đà tăng trưởng ở mức CAGR = 10.7% (2026-2030F) được củng cố bởi: (1) Nhu cầu vải nội địa ngày càng tăng; (2) Dự địa gia tăng công suất nhà máy SY Vina; (3) Năng lực sản xuất vải đạt tiêu chuẩn quốc tế và độ nhận diện thương hiệu cao tại thị trường nội địa.
- **Màng Sợi:** Chúng tôi cho rằng doanh thu màng Sợi sẽ tăng nhẹ trong 5 năm tới ở mức CAGR 2.4% do nhu cầu sợi toàn cầu dự kiến tăng trưởng chậm lại và xuất khẩu sợi đối mặt với sự cạnh tranh giá gay gắt từ sợi của Trung Quốc.
- **Màng Bất Động Sản:** Trong trường hợp điều kiện thị trường thuận lợi và triển khai đúng tiến độ, TC Tower dự kiến mang lại 2,800 tỷ đồng doanh thu và 1,100 tỷ đồng lợi nhuận cho TCM từ năm 2028 trở đi.

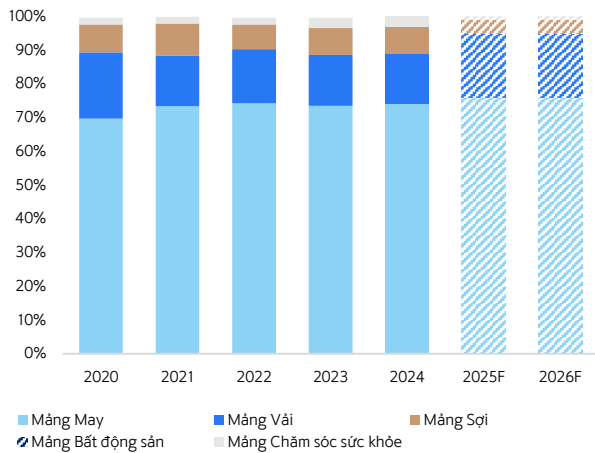
Đồng thời, trước tình hình giá nguyên vật liệu dự kiến duy trì ổn định, chiến lược quản lý chi phí sản xuất hiệu quả cùng với động lực tăng trưởng doanh thu từ màng may và màng vải, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của TCM sẽ dao động khoảng 19-20% trong vòng 5 năm tới.

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp qua các năm



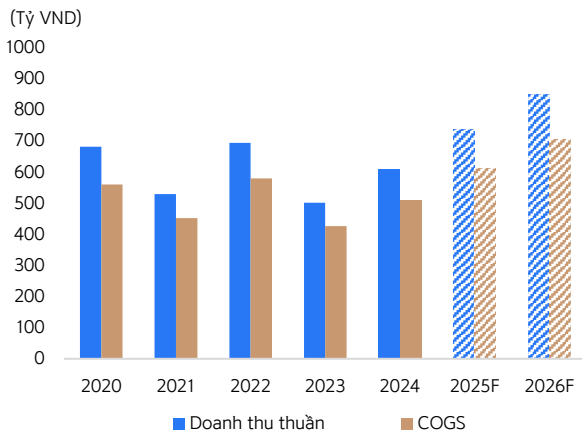
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Dự phóng cơ cấu doanh thu của TCM (%)



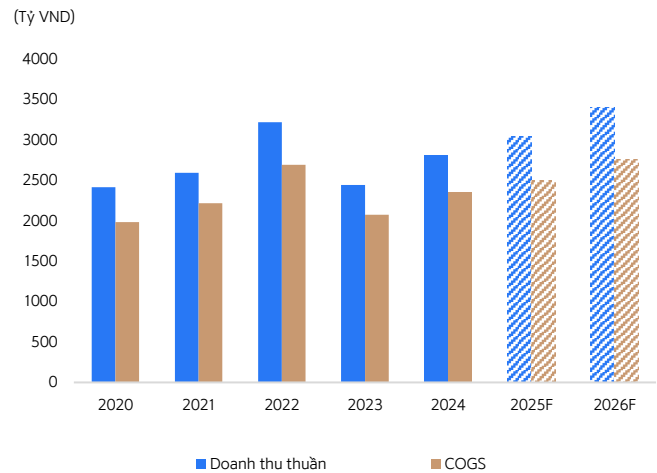
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu thuần & COGS màng Vải



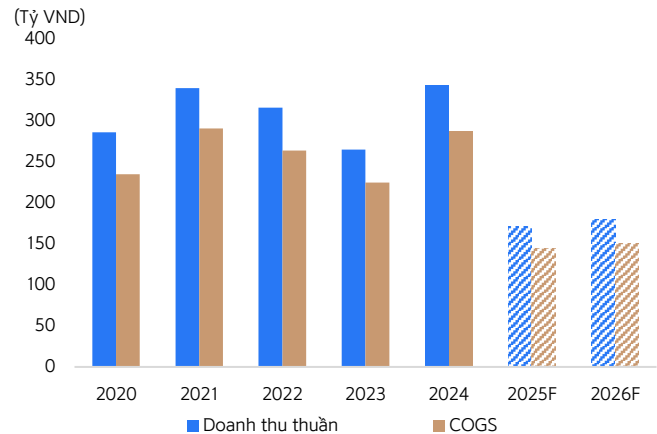
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu thuần & COGS màng May



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Doanh thu thuần & COGS màng Sợi



Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 37,800 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (TCM) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu đạt 37,800 đồng tương ứng với mức tăng 27%. Đối với tầm nhìn đầu tư dài hạn, TCM có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

1. Chuỗi sản xuất khép kín đem lại lợi thế cạnh tranh vượt trội
2. Động lực thúc đẩy doanh thu mảng vải đến từ cầu nội địa tăng trưởng và dư địa gia tăng công suất từ nhà máy SY Vina.
3. Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu là chiến lược cốt lõi giúp duy trì biên lợi nhuận ổn định và mang lại tiềm năng tăng trưởng doanh thu trong trung và dài hạn.
4. Dự án TC Tower có thể đóng góp tích cực vào doanh thu, lợi nhuận của TCM nếu đủ điều kiện mở bán trong thời gian tới.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (FCFF) để định giá CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
FCFF	100%	37,802
Giá mục tiêu		37,802
Giá mục tiêu (làm tròn)		37,800
Giá hiện tại		29,550
Tỷ suất sinh lời (%)		27%

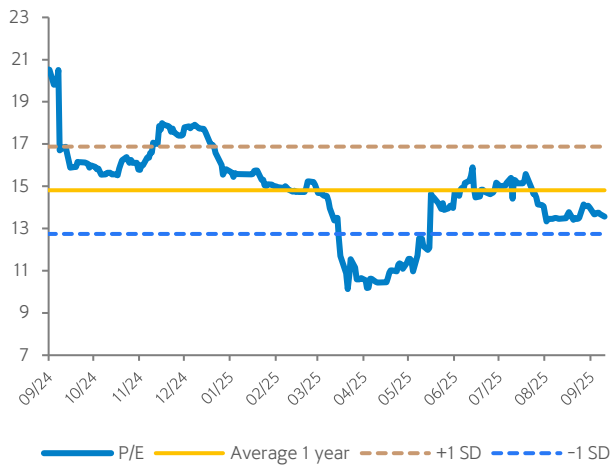
Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.3
Beta	0.8
Lãi suất phi rủi ro	3.6%
Chi phí sử dụng vốn	11%
Chi phí nợ	9%
WACC	10%

Mô hình định giá FCFF của TCM

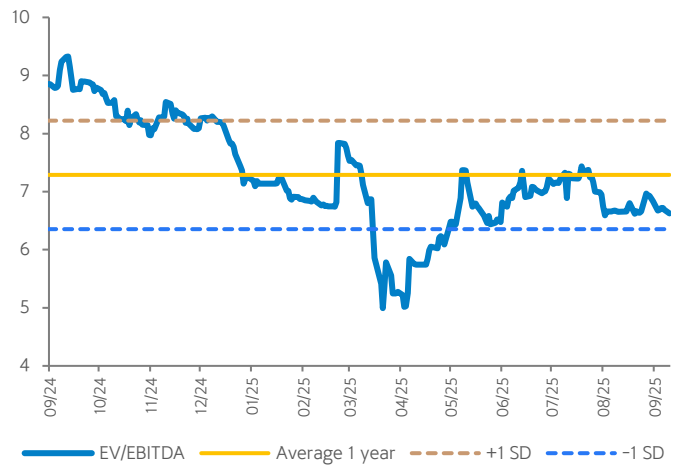
Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	388.2	404.1	471.2	524.1	563.6
+ Lãi vay sau thuế	33.5	41.4	49.5	51.5	56.8
+ Khấu hao	139.2	145.3	156.6	169.1	180.5
- Thay đổi vốn lưu động	-518.5	-378.5	-22.9	100.8	79.2
- Vốn đầu tư	198.4	284.1	263.4	316.4	287.9
Dòng tiền tự do (FCFF)	881.0	685.2	436.8	327.5	433.8
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2,338.7				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,056.2				
Giá trị doanh nghiệp	4,602.2				
- Nợ	1,040.2				
+ Tiền và tương đương tiền	677.1				
Giá trị vốn chủ sở hữu	4,239.1				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.112				
Giá mục tiêu (đồng)	37,802				

P/E



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B



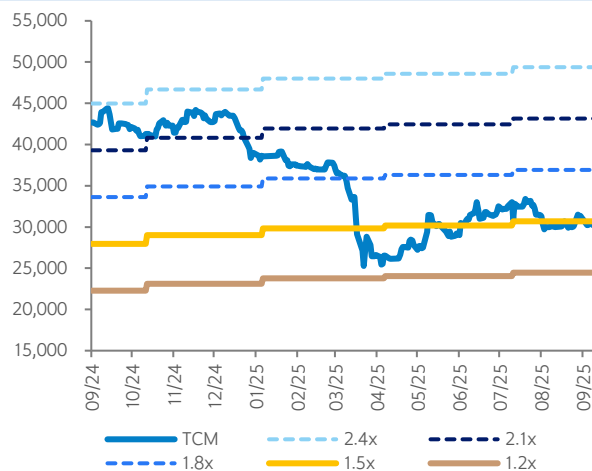
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/S



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/B



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá cổ phiếu TCM tương quan với ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của TCM

Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro nhu cầu sụt giảm tại các thị trường chủ lực

Tại thị trường Nhật Bản – chiếm khoảng 13% doanh thu năm 2024 của TCM, theo OECD Economic Outlook tháng 6/2025, GDP thực của nước này dự báo tăng chậm với 0,7% YoY. Tăng trưởng kinh tế chậm sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu hàng may mặc và mảng vải tại thị trường này. Điều này có thể khiến doanh số bán mảng vải của TCM bị ảnh hưởng.

Tại thị trường Mỹ, nhu cầu dự kiến giảm trong nửa cuối năm 2025 khi thuế quan chính thức có hiệu lực. Tác động của thuế quan sẽ khiến giá bán hàng may mặc gia tăng, giảm sức tiêu thụ của mặt hàng này. Do vậy, khách hàng tại Mỹ có thể giảm lượng đơn hàng hoặc đặt những đơn hàng nhỏ lẻ thay vì lượng lớn như trước đây nhằm kiểm soát hàng tồn kho.

Tại thị trường Hàn Quốc, TCM sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc trong bối cảnh hàng may mặc nước này gặp khó khi xuất khẩu sang Mỹ do tác động tiêu cực của chiến tranh thương mại. Sự cạnh tranh có thể sẽ khiến lượng đơn đặt hàng của TCM bị ảnh hưởng trong tương lai.

Rủi ro các đạo luật bổ sung về thời trang bền vững của EU được công bố và thông qua kể từ tháng 3 năm 2025 trở đi.

Thị trường EU đang dần trở nên khắt khe hơn từ khi ESPR (Quy định về Thiết kế Sinh thái cho Sản phẩm Bền vững) bắt đầu có hiệu lực vào tháng 6-7/2024. Các luật phụ theo quy định của ESPR sẽ được công bố và thông qua kể từ tháng 3 năm 2025 trở đi. Việc này đặt ra thách thức cho các doanh nghiệp dệt may Việt Nam phải đảm bảo nhà máy sản xuất tuân thủ đúng quy định về bền vững, dự kiến tăng thêm 10% chi phí xây dựng nhà máy.

Rủi ro hoạt động kinh doanh của khách hàng lớn Eland kém khả quan

Triển vọng kinh doanh của Tập đoàn Eland tác động khá nhiều đến doanh số bán hàng của TCM do khách hàng này chiếm tới 23% tổng doanh thu xuất khẩu năm 2024 của công ty. Lượng đặt hàng của Eland chịu ảnh hưởng nhiều từ nhu cầu trong nước và các thị trường quan trọng như Trung Quốc, Mỹ,... Do vậy, bất kỳ sự sụt giảm nhu cầu tiêu dùng nào từ những thị trường này cũng có thể làm giảm đáng kể nhu cầu đặt hàng với TCM. Từ đó, doanh thu của TCM cũng sẽ bị ảnh hưởng.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tổng tài sản	3,477	3,279	3,895	4,717	5,305
Tài sản ngắn hạn	2,167	2,131	2,690	3,389	4,129
Tiền và tương đương tiền	422	435	563	902	1,066
Đầu tư TC ngắn hạn	204	313	533	559	826
Các khoản phải thu	255	329	556	859	1,181
Hàng tồn kho	1,255	1,028	1,003	1,040	1,026
Tài sản khác	31	26	35	29	30
Tài sản dài hạn	1,310	1,149	1,205	1,328	1,176
Tài sản cố định	1037	961	1025	1135	975
Chi phí xây dựng dở dang	48	41	66	71	80
Đầu tư TC dài hạn	86	5	5	5	5
Tài sản khác	140	142	109	117	116
Tổng nợ	1,498	1,269	1,623	2,017	2,132
Nợ ngắn hạn	1,312	1,173	1,518	1,826	1,932
Khoản phải trả	361	386	642	678	753
Người mua trả tiền trước	59	47	49	53	53
Vay và nợ thuê tài chính	818	632	712	980	932
Khác	73	108	116	114	194
Nợ dài hạn	186	95	105	191	200
Vay và nợ thuê tài chính	141	48	60	145	154
Khác	45	47	45	46	45
Vốn chủ sở hữu	1,979	2,010	2,272	2,700	3,173
Vốn góp chủ sở hữu	820	927	1,020	1,121	1,234
Thặng dư vốn	23	23	23	23	23
Lợi nhuận giữ lại	714	688	921	1,248	1,609
Vốn khác	412	363	297	297	297
Lợi ích CĐ không kiểm soát	10	10	11	11	11
*Tổng nợ	959	680	771	1,125	1,086
*Nợ ròng (tiền)	537	246	208	223	20

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	252	414	392	11	116
Lợi nhuận ròng	350	189	350	387	470
Khấu hao TSCĐ	126	129	122	133	139
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(32)	(18)	(39)	(29)	(18)
Thay đổi vốn lưu động	(221)	83	(71)	(511)	(518)
Thay đổi khác	28	32	29	31	43
Tiền từ HĐ đầu tư	(10)	(62)	(352)	111	(230)
Thay đổi tài sản cố định	114	(22)	(196)	196	198
Thay đổi tài sản đầu tư	(124)	(41)	(156)	(85)	(428)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(91)	(339)	87	217	279
Thay đổi vốn cổ phần	0	0	0	102	112
Tiền đi vay/(trả) nợ	(91)	(281)	88	160	225
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(0)	(58)	(1)	(46)	(58)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	152	13	128	338	165
Tổng tiền đầu năm	270	422	435	563	902
Thay đổi trong tỷ giá	(0)	(0)	1	(0)	0
Tổng tiền cuối năm	422	435	563	902	1,066

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,337	3,325	3,810	3,993	4,477
Tăng trưởng (%)	22.7	(23.3)	14.6	4.8	12.1
Giá vốn hàng bán	(3,627)	(2,826)	(3,194)	(3,294)	(3,644)
Lợi nhuận gộp	710	499	617	699	833
Biên lợi nhuận gộp (%)	16.4	15.0	16.2	17.5	18.6
Chi phí BH & QLDN	(340)	(283)	(304)	(347)	(388)
LN từ HĐKD	370	216	313	352	445
Tăng trưởng (%)	97.1	(41.8)	44.8	12.5	26.7
Biên LN từ HĐKD (%)	8.5	6.5	8.2	8.8	10.0
LN khác	(20)	(27)	38	35	25
Thu nhập tài chính	106	82	92	110	118
Chi phí tài chính	(130)	(113)	(65)	(81)	(92)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(31)	(38)	(25)	(37)	(42)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	4	4	11	6	(1)
LNTT	350	189	350	387	470
Thuế TNDN	(69)	(55)	(72)	(81)	(82)
LNST	281	134	278	306	388
Tăng trưởng (%)	95.7	(52.4)	107.8	10.0	26.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.5	4.0	7.3	7.7	8.7
LNST cổ đông công ty mẹ	279	132	276	304	386
Lợi ích CBTS	2	2	2	2	2
LN trước thuế và lãi vay	319	151	326	350	428
Tăng trưởng (%)	100.4	(52.7)	115.6	7.4	22.5
Biên LN (%)	7.4	4.5	8.5	8.8	9.6
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	445	280	447	483	567
Tăng trưởng (%)	59.9	(37.1)	59.9	8.0	17.5
Biên LN (%)	10.3	8.4	11.7	12.1	12.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chỉ số tài chính

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
EPS (đồng)	2,898	1,211	2,708	2,713	3,447
BPS (đồng)	24,002	21,576	22,177	23,988	25,639
DPS (đồng)	-	-	-	1,000	1,000
PER (x)	12.7	30.4	13.6	13.6	10.7
PBR (x)	1.5	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	7.5	11.9	7.5	6.9	5.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	-	-	-	36.4	28.7
Lãi cổ tức (%)	-	-	-	2.7	2.7
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	10.3	8.4	11.7	12.1	12.7
Biên LN từ HĐKD (%)	8.5	6.5	8.2	8.8	10.0
Biên LNST (%)	6.5	4.0	7.3	7.7	8.7
ROA (%)	8.1	4.1	7.1	6.5	7.3
ROE (%)	14.2	6.7	12.2	11.3	12.2
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	48.5	33.9	33.9	41.7	34.2
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	32.2	37.1	37.1	49.4	55.2
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	10.3	4.0	13.1	9.4	10.2
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	142	145	103	123	132
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	137	147	116	113	103
Số ngày khoản phải thu (ngày)	23	32	42	65	83

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (TCM)**Biến động giá cổ phiếu****Giá mục tiêu (VNĐ)**

Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
02/10/2025 (BC lần đầu)	MUA	37,800	108.6	83.9/154.0

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
♦ MUA: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ♦ GIỮ: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ♦ BÁN: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	♦ TÍCH CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ♦ TRUNG LẬP: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ♦ TIÊU CỰC: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Pham

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: TCM VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward ,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599