



# CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công

[ Việt Nam / Dệt may ]

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

## GIỮ

### Báo Cáo Cập Nhật

**Giá mục tiêu (12 tháng)** VND 28,200  
**Giá hiện tại (06/03/2026)** VND 25,500  
**Suất sinh lời (%)** 10.6%

VNINDEX	1,767
HNXINDEX	254
Vốn hóa (tỷ VND)	2,678
SLCP lưu hành (triệu CP)	112
Tự do giao dịch (triệu CP)	48
52-tuần cao/thấp (VND)	38,136/24,545
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.43
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	40
Cổ đông lớn E-Land Asia Holdings (%)	47.0
Pte., Ltd Singapore Nguyễn Văn Nghĩa	10.0
<b>Biến động giá</b>	<b>3T</b> <b>6T</b> <b>12T</b>
Tuyệt đối (%)	-7.3    -15.3    -31.0
So với VN-Index (%)	-3.4    -17.8    -57.6



Nguồn: Bloomberg

### Trang Phạm – Chuyên viên phân tích

☎ 028 6299 8000  
 ✉ trang.pq@shinhan.com

### Thảo Nguyễn – Chuyên viên phân tích

☎ (84-28) 6299-8004  
 ✉ thao.np@shinhan.com



Please click or scan

## Khó khăn từ thị trường xuất khẩu

### Cập nhật khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 28,200 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. Tổng kết năm 2025, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,644 tỷ VND (-4% YoY), NPAT đạt 272 tỷ VND (-2% YoY), hoàn thành lần lượt 81% và 97% kế hoạch cả năm. Những thách thức đến từ thuế quan trong năm 2025 đã tác động làm suy yếu đơn hàng xuất khẩu và sụt giảm doanh thu của TCM. Bước sang năm 2026, với tình hình nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chủ lực (Hàn Quốc, Mỹ) dự kiến chậm lại do lạm phát, tăng trưởng thu nhập từ thị trường lao động chậm lại và áp lực cạnh tranh từ Trung Quốc, Bangladesh; chúng tôi đánh giá hoạt động xuất khẩu hàng may mặc của TCM dự kiến suy yếu. Tuy nhiên, mảng Vải sẽ giúp hoạt động kinh doanh của TCM không quá tiêu cực khi nhu cầu vải tại thị trường nội địa tiếp tục ổn định nhờ xu hướng nhập khẩu vải trong nước của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của TCM ở mức 28,200 đồng; tương ứng với mức upside 10.6%.

### KQKD 2025: Chưa hoàn thành kế hoạch năm, mảng Vải tích cực nhưng chưa bù đắp được phần sụt giảm của mảng May xuất khẩu

Năm 2025, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,644 tỷ VND (-4% YoY), NPAT đạt 272 tỷ VND (-2% YoY), hoàn thành lần lượt 81% và 97% kế hoạch cả năm. Mặc dù hoạt động kinh doanh 2 quý đầu năm ở mức tích cực nhưng việc chậm lại trong đơn hàng xuất khẩu ở 2 quý cuối năm đã khiến kết quả kinh doanh cả năm của TCM sụt giảm.

Q4/2025, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 858 tỷ đồng (-5% QoQ, -7% YoY) chủ yếu do doanh thu mảng May sụt giảm -20% YoY, đặc biệt tại thị trường Mỹ (-26% YoY). Nguyên nhân sụt giảm tại Mỹ đến từ: (1) TCM chủ động chuyển dịch đơn hàng sang các khu vực ít chịu ảnh hưởng bởi biến động thuế quan như EU, CPTPP; (2) Nhu cầu tại Mỹ sụt giảm sau giai đoạn tích trữ hàng hóa. Mặc dù doanh thu mảng Vải gia tăng +6% YoY nhờ xu hướng nhập khẩu vải nội địa của các doanh nghiệp trong nước nhưng do tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu còn khá nhỏ (20%) nên chưa bù đắp được sự sụt giảm của mảng May, khiến doanh thu giảm so với cùng kỳ.

NPAT đạt 47 tỷ đồng (-27% QoQ, -24% YoY). Tuy giá vốn hàng bán vẫn duy trì ở mức ổn định, giảm 8% YoY theo đà giảm của doanh thu nhưng chi phí SG&A tăng 21% YoY do ảnh hưởng của chi phí logistic cao đã tác động tiêu cực tới lợi nhuận của TCM trong Q4/2025.

### Triển vọng năm 2026: Dự kiến đối mặt với không ít khó khăn

Mặc dù sở hữu lợi thế chuỗi sản xuất khép kín nhưng TCM dự kiến sẽ chịu áp lực cạnh tranh không nhỏ trong năm 2026:

- Thị trường chủ lực Hàn Quốc gặp khó khăn: (1) Tăng trưởng tiêu dùng dự kiến ở mức khiêm tốn 1.6% (Theo KDI – Viện nghiên cứu chính sách kinh tế hàng đầu Hàn Quốc) trong bối cảnh thu nhập từ thị trường lao động yếu và áp lực lạm phát vẫn hiện hữu; (2) Làn sóng hàng giá rẻ từ Trung Quốc gia tăng, đặc biệt ở phân khúc trung cấp sẽ tạo áp lực đáng kể lên đơn hàng của TCM.
- Xuất khẩu sang Mỹ gặp thách thức: (1) Sản phẩm của TCM thuộc phân khúc hàng trung cấp – mặt hàng mà Bangladesh có lợi thế hơn khi sở hữu ưu đãi về thuế suất xuất khẩu 0% và chi phí nhân công rẻ. Điều này sẽ gây khó khăn cho khả năng cạnh tranh của TCM; (2) Nhu cầu hàng may mặc tại Mỹ dự kiến tăng trưởng chậm lại.
- Các thị trường tiềm năng khác như Canada, Anh vẫn đang chiếm tỷ trọng khá nhỏ, chưa thể bù đắp cho nhu cầu dự kiến suy yếu tại các thị trường chủ lực.

Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của TCM lần lượt -19% và -35% so với báo cáo trước đó do: (1) Tính đến tháng 2/2026, đơn hàng xuất khẩu của TCM suy yếu so với các năm trước. Cụ thể: (i) Đơn hàng Q1 đã lấp đầy trong khi Q2 mới tiếp nhận khoảng 58% kế hoạch, thấp hơn mức 70-80% của cùng kỳ năm 2024-2025; (ii) Kết quả kinh doanh đến tháng 1 âm đạm khi doanh thu tăng +5% YoY, đạt 365 tỷ đồng nhưng NPAT giảm -13% YoY, đạt 22 tỷ đồng; (2) Rủi ro chi phí logistic tăng và thời gian giao hàng kéo dài do ảnh hưởng bởi giá dầu leo thang trong bối cảnh xung đột chiến tranh giữa Mỹ – Iran – Israel và (3) Những khó khăn trong năm 2026 mà công ty dự kiến phải đối mặt.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro nhu cầu sụt giảm; (2) Rủi ro tỷ giá tăng; (3) Rủi ro khách hàng lớn Eland hoạt động kém hiệu quả.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>3,325</b>	<b>3,810</b>	<b>3,644</b>	<b>3,635</b>	<b>3,795</b>
LN từ HĐKD (tỷ VND)	216	313	309	283	280
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ VND)</b>	<b>134</b>	<b>278</b>	<b>272</b>	<b>253</b>	<b>255</b>
EPS (đồng)	1,211	2,548	2,161	2,244	2,256
BPS (đồng)	21,708	22,303	21,842	21,788	21,016
Biên LN HĐKD (%)	6.5	8.2	8.5	7.8	7.4
Biên LNST (%)	4.0	7.3	7.5	7.0	6.7
<b>ROE (%)</b>	<b>6.7</b>	<b>13.0</b>	<b>11.5</b>	<b>10.3</b>	<b>10.6</b>
PER (x)	23.3	11.1	13.0	12.6	12.5
PBR(x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA (x)	10.3	6.4	6.9	7.0	6.9

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.

## Cập nhật KQKD Q4/2025 & 2025

Khoản mục	Q4/2024	Q4/2025	2024	2025	Chú thích
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	<b>925</b>	<b>858</b>	<b>3,810</b>	<b>3,644</b>	<p>Trải qua một năm 2025 đầy thách thức, TCM ghi nhận doanh thu thuần giảm nhẹ -4% YoY. Trong khi mảng may và sợi chứng kiến sự sụt giảm -7% YoY và -16% YoY do đơn hàng xuất khẩu suy yếu thì mảng vải ghi nhận tín hiệu tích cực khi tăng +9% YoY nhờ nhu cầu nhập khẩu vải trong nước gia tăng.</p> <p>Trong Q4/2025, mảng May xuất khẩu ghi nhận sụt giảm mạnh, đặc biệt tại thị trường Mỹ (-26% YoY) do (1) TCM chủ động nhận các đơn hàng xuất khẩu sang những khu vực ít chịu ảnh hưởng bởi biến động thuế quan như EU, CPTPP; (2) Nhu cầu tại Mỹ sụt giảm sau giai đoạn tích trữ hàng hóa giá rẻ. Doanh thu từ thị trường Hàn Quốc giảm nhẹ -5% YoY do nhu cầu dệt may chịu tác động bởi lạm phát dai dẳng, thu nhập tiêu dùng của người dân sụt giảm và cạnh tranh từ hàng giá rẻ Trung Quốc.</p> <p>Bên cạnh đó, doanh thu nội địa đến từ mảng Vải tăng trưởng ổn định nhờ xu hướng nhập khẩu vải nội địa của các doanh nghiệp trong nước. Do tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu của mảng Vải (20%) còn khá nhỏ so với mảng May xuất khẩu (hơn 60%) nên vẫn chưa bù đắp được sự sụt giảm, khiến doanh thu của TCM ghi nhận giảm so với cùng kỳ.</p>
Tăng trưởng (%YoY)		-7		-4	
Mảng may (tỷ VND)	684	567	2,819	2,628	
Tăng trưởng (%YoY)		-20		-7	
Mảng vải (tỷ VND)	148	157	609	662	
Tăng trưởng (%YoY)		6		9	
Mảng sợi (tỷ VND)	83	89	343	287	
Tăng trưởng (%YoY)		7		-16	
Mảng Chăm sóc sức khỏe (tỷ VND)	10	45	39	67	
Tăng trưởng (%YoY)		350		72	
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ VND)</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>617</b>	<b>593</b>	<p>Biên lợi nhuận gộp Q4/2025 của TCM duy trì ổn định mặc dù có sự sụt giảm doanh thu. Điều này thể hiện khả năng kiểm soát chi phí sản xuất của TCM, đảm bảo đạt được mức biên lợi nhuận khả quan.</p>
Tăng trưởng (%YoY)		-2		-4	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	
Mảng may (%)			16	16	
Mảng vải (%)			16	16	
Mảng sợi (%)			15	16	
Mảng Chăm sóc sức khỏe (%)			30	35	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	78	58	350	339	<p>Lợi nhuận sau thuế năm 2025 của TCM sụt giảm tương ứng với tốc độ sụt giảm của doanh thu. Đặc biệt trong Q4 ghi nhận sụt giảm đáng kể -25% YoY do chi phí SG&amp;A tăng +25% YoY. Nguyên nhân chi phí SG&amp;A tăng đến từ ảnh hưởng của chi phí logistic cao trong những tháng cuối năm.</p>
Tăng trưởng (%YoY)		-26		-3	
<b>NPAT (tỷ VND)</b>	<b>62</b>	<b>47</b>	<b>278</b>	<b>272</b>	
Tăng trưởng (%YoY)		-24		-2	

**Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2026**

Khoản mục	2025	2026F trước điều chỉnh	2026F sau điều chỉnh	Chênh lệch trước và sau điều chỉnh (%)	Chú thích
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	<b>3,644</b>	<b>4,477</b>	<b>3,635</b>	<b>-19</b>	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu của TCM giảm -19% so với dự phóng trước đó do (1) Kết quả kinh doanh Q4/2025 không được khởi sắc như mong đợi; (2) Các áp lực về cầu tiêu dùng tăng trưởng chậm và cạnh tranh giá tại thị trường chủ lực Hàn Quốc, Mỹ sẽ tiếp tục gây sức ép lên đơn hàng xuất khẩu của TCM.
Tăng trưởng (%YoY)		22	-0		
Mãng may (tỷ VND)	2,628	2,771	2,250	-23	
Tăng trưởng (%YoY)	-7	5	-14		
Mãng vải (tỷ VND)	662	1,034	838	-19	
Tăng trưởng (%YoY)	9	56	26		
Mãng sợi (tỷ VND)	287	564	459	-19	
Tăng trưởng (%YoY)	-16	97	60		
Mãng Chăm sóc sức khỏe (tỷ VND)	67	108	88	-19	Chúng tôi điều chỉnh lợi nhuận gộp giảm -29% so với dự phóng trước đó tương ứng với mức giảm của doanh thu. Việc đơn hàng dự kiến suy yếu khiến các nhà máy chưa thể hoạt động hết công suất. Điều này dẫn đến lượng sản xuất thấp, làm cho chi phí giá thành sản phẩm tăng và tác động làm giảm lợi nhuận gộp của TCM.
Tăng trưởng (%YoY)	72	61	31		
<b>Lợi nhuận gộp (tỷ VND)</b>	<b>593</b>	<b>833</b>	<b>593</b>	<b>-29</b>	
Tăng trưởng (%YoY)	<b>-4</b>	40	0		
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>16</b>		
Mãng may (tỷ VND)	16	16	16		
Mãng vải (tỷ VND)	16	19	19		
Mãng sợi (tỷ VND)	16	15	15		
Mãng Chăm sóc sức khỏe (tỷ VND)	35	17	17		
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	339	470	317	-33	
Tăng trưởng (%YoY)	-3	39	-6		
<b>NPAT (tỷ VND)</b>	<b>272</b>	<b>388</b>	<b>253</b>	<b>-35</b>	
Tăng trưởng (%YoY)	-2	43	-7		

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Định giá và Khuyến nghị

### Cập nhật với khuyến nghị GIỮ, giá mục tiêu 28,200 đồng

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá TCM. Chúng tôi khuyến nghị GIỮ và giá mục tiêu đạt 28,200 đồng tương ứng với mức tăng 10.6%.

#### Phương pháp định giá

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

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
FCFF	100%	28,189
Giá mục tiêu		28,189
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>		<b>28,200</b>
Giá hiện tại		25,500
<b>Tỷ suất sinh lời (%)</b>		<b>10.6%</b>

#### Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	0.31
Beta	0.8
Lãi suất phi rủi ro	4.3%
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	253.5	254.8	262.4	278.8	291.5
+ Lãi vay sau thuế	30.5	47.4	51.9	43.2	34.9
+ Khấu hao	139.2	145.3	156.6	169.1	180.5
- Thay đổi vốn lưu động	-265.0	-270.0	22.9	-100.8	-79.2
- Vốn đầu tư	198.3	284.1	263.3	316.4	287.9
<b>Dòng tiền tự do (FCFF)</b>	<b>489.9</b>	<b>433.4</b>	<b>184.7</b>	<b>275.5</b>	<b>298.2</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,410.0				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,470.1				
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>2,880.1</b>				
- Nợ	909.0				
+ Tiền và tương đương tiền	1,190.0				
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,161.1</b>				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.1				
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>28,189</b>				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

**P/E**



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

**EV/EBITDA**



**P/B**

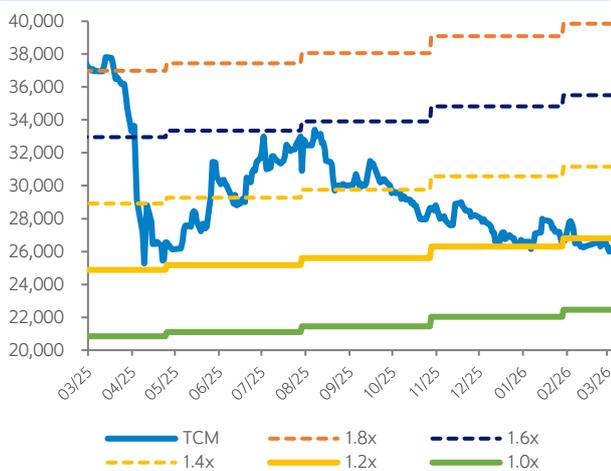


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Giá với các mức P/S**



**Giá với các mức P/B**

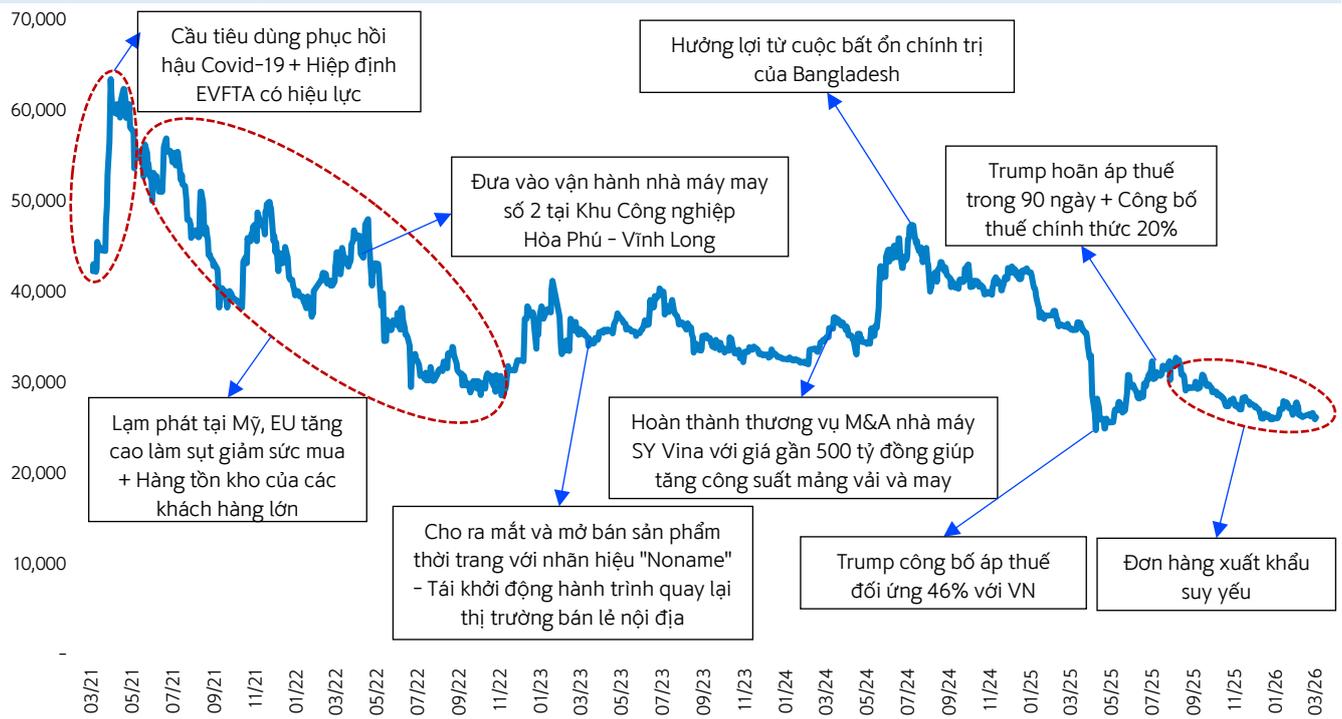


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

**Giá cổ phiếu TCM tương quan với ROE**



**Những sự kiện quan trọng của TCM**



Nguồn: Bloomberg Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## 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.

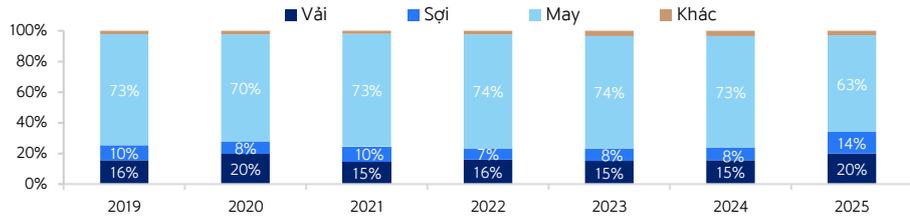
#### Quy mô và công suất các nhà máy của TCM

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, Nhị 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.

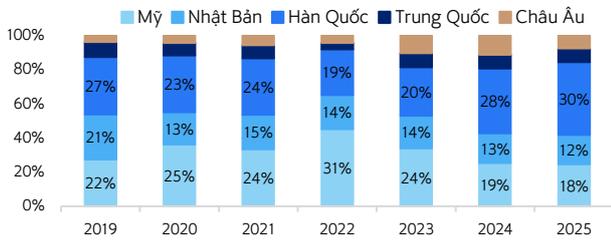
**Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh của TCM (%)**



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

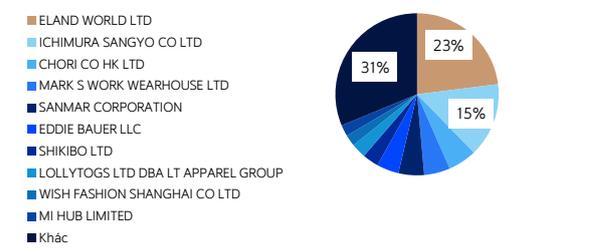
Về cơ cấu doanh thu theo thị trường, xuất khẩu chiếm khoảng 89.3% doanh thu năm 2024 của công ty; nội địa chiếm 10.7% doanh thu. Châu Á là thị trường chủ lực của TCM, chiếm khoảng 47.1% doanh thu xuất khẩu, trong đó, Hàn Quốc, Nhật Bản là hai thị trường tiêu thụ trọng điểm. Khách hàng lớn nhất của TCM 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 (%)**

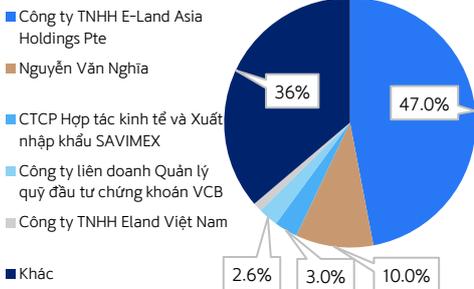


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

**3. Cơ cấu tổ chức**

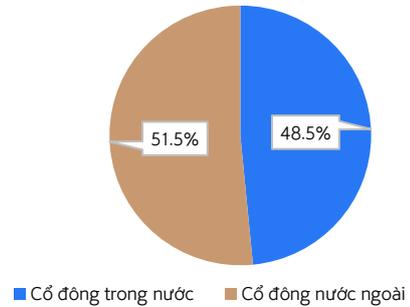
Tập đoàn E-land - cổ đông lớn nhất đồng thời là một trong những khách hàng cốt lõi của TCM. Thông qua hai công ty con là Công ty TNHH E-Land Aia Holdings Singapore (47.0%) và Công ty TNHH E-Land Việt Nam (1.2%), tập đoàn nắm giữ gần 50% cổ phần của TCM.

**Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 06/03/2026**



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

**Cơ cấu cổ đông**



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

## Phụ lục: Báo cáo tài chính

## Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3,279</b>	<b>3,896</b>	<b>4,171</b>	<b>4,219</b>	<b>4,309</b>
Tài sản ngắn hạn	2,131	2,690	2,811	2,942	3,073
Tiền và tương đương tiền	435	563	814	1,043	1,184
Đầu tư TC ngắn hạn	313	533	376	387	426
Các khoản phải thu	329	556	511	517	481
Hàng tồn kho	1,028	1,003	987	934	926
Tài sản khác	26	35	123	61	55
Tài sản dài hạn	1,149	1,205	1,360	1,277	1,236
Đầu tư cố định	961	1,025	988	971	1,015
Chi phí xây dựng dở dang	41	66	63	88	98
Đầu tư TC dài hạn	5	5	2	2	2
Tài sản khác	142	110	307	216	120
<b>Tổng nợ</b>	<b>1,268</b>	<b>1,623</b>	<b>1,714</b>	<b>1,765</b>	<b>1,942</b>
Nợ ngắn hạn	1,173	1,518	1,503	1,542	1,710
Khoản phải trả	386	642	556	492	527
Người mua trả tiền trước	47	49	69	53	53
Vay và nợ thuê tài chính	632	712	743	783	915
Khác	108	116	134	214	214
Nợ dài hạn	95	105	211	223	232
Vay và nợ thuê tài chính	48	60	166	175	183
Khác	47	45	45	48	49
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2,010</b>	<b>2,272</b>	<b>2,447</b>	<b>2,454</b>	<b>2,367</b>
Vốn góp chủ sở hữu	927	1,020	1,121	1,121	1,121
Thặng dư vốn	23	23	23	23	23
Lợi nhuận giữ lại	688	921	1,012	1,002	915
Vốn khác	363	297	279	297	297
Lợi ích CĐ không kiểm soát	10	11	11	11	11
*Tổng nợ	680	771	910	958	1,098
*Nợ ròng (tiền)	246	208	95	(85)	(86)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>414</b>	<b>392</b>	<b>235</b>	<b>173</b>	<b>168</b>
Lợi nhuận ròng	188	351	339	317	319
Khấu hao TSCĐ	129	122	119	139	145
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(18)	(39)	(37)	(18)	(26)
Thay đổi vốn lưu động	83	(71)	(222)	(265)	(270)
Thay đổi khác	32	29	36	-	-
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(63)</b>	<b>(352)</b>	<b>(25)</b>	<b>(230)</b>	<b>(242)</b>
Thay đổi tài sản cố định	(22)	(196)	199	198	284
Thay đổi tài sản đầu tư	(41)	(156)	(225)	(428)	(526)
Thay đổi khác	-	-	-	-	-
<b>Tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>(339)</b>	<b>88</b>	<b>42</b>	<b>285</b>	<b>215</b>
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	101	-	-
Tiền đi vay/trả nợ	(281)	88	(7)	337	267
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(58)	-	(52)	(52)	(52)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>	<b>13</b>	<b>128</b>	<b>252</b>	<b>229</b>	<b>141</b>
Tổng tiền đầu năm	422	435	563	814	1,043
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	(1)	-	-
Tổng tiền cuối năm	435	563	814	1,043	1,184

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

## Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,325</b>	<b>3,810</b>	<b>3,644</b>	<b>3,635</b>	<b>3,795</b>
Tăng trưởng (%)	(23)	15	(4)	0	4
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>(2,826)</b>	<b>(3,194)</b>	<b>(3,052)</b>	<b>(3,041)</b>	<b>(3,174)</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>499</b>	<b>617</b>	<b>593</b>	<b>593</b>	<b>621</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.0	16.2	16.3	16.3	16.4
<b>Chi phí BH &amp; QLDN</b>	<b>(283)</b>	<b>(304)</b>	<b>(284)</b>	<b>(310)</b>	<b>(341)</b>
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>216</b>	<b>313</b>	<b>309</b>	<b>283</b>	<b>280</b>
Tăng trưởng (%)	(41.7)	45.0	(1.3)	(8.2)	(1.0)
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	8.2	8.5	7.8	7.4
<b>LN khác</b>	<b>(27)</b>	<b>38</b>	<b>30</b>	<b>34</b>	<b>38</b>
Thu nhập tài chính	82	92	92	94	99
Chi phí tài chính	(113)	(65)	(61)	(64)	(67)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(38)	(25)	(41)	(44)	(46)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	4	11	0	3	6
<b>LNTT</b>	<b>189</b>	<b>351</b>	<b>339</b>	<b>317</b>	<b>319</b>
Thuế TNDN	(55)	(72)	(66)	(63)	(64)
<b>LNST</b>	<b>134</b>	<b>278</b>	<b>272</b>	<b>253</b>	<b>255</b>
Tăng trưởng (%)	(52.5)	108.5	(2.1)	(6.9)	0.5
Biên LNST (%)	4.0	7.3	7.5	7.0	6.7
LNST cổ đông công ty mẹ	132	276	269	251	253
Lợi ích CĐTS	2	2	2	2	2
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>151</b>	<b>326</b>	<b>297</b>	<b>273</b>	<b>273</b>
Tăng trưởng (%)	(52.8)	116.3	(8.7)	(8.0)	(0.2)
Biên LN (%)	4.5	8.5	8.2	7.5	7.2
<b>LN trước thuế, lãi vay và khấu hao</b>	<b>280</b>	<b>448</b>	<b>416</b>	<b>412</b>	<b>418</b>
Tăng trưởng (%)	(37.2)	60.1	(7.0)	(0.9)	1.4
Biên LN (%)	8.4	11.7	11.4	11.3	11.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

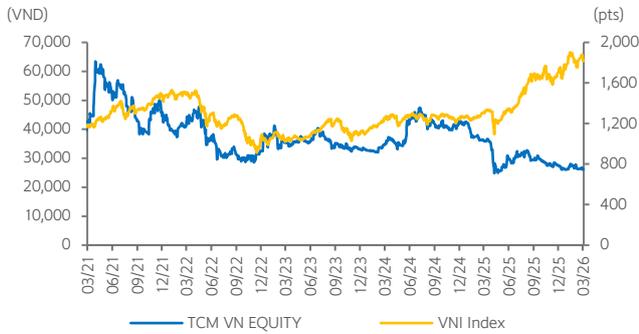
## Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	1,211	2,548	2,161	2,244	2,256
BPS (đồng)	21,708	22,303	21,842	21,788	21,016
DPS (đồng)	620	-	460	460	460
PER (x)	23.3	11.1	13.0	12.6	12.5
PBR (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA (x)	10.3	6.4	6.9	7.0	6.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.5	-	0.2	0.2	0.2
Lãi cổ tức (%)	2.4	-	1.9	1.9	1.9
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Biên EBITDA (%)	8.4	11.7	11.4	11.3	11.0
Biên LN từ HĐKD (%)	6.5	8.2	8.5	7.8	7.4
Biên LNST (%)	4.0	7.3	7.5	7.0	6.7
ROA (%)	3.9	7.8	6.7	6.0	6.0
ROE (%)	6.7	13.0	11.5	10.3	10.6
<b>Khả năng tài chính</b>					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	34	34	37	39	46
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	4.0	13.1	7.2	6.3	6.0
<b>Hiệu quả hoạt động (%)</b>					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	145	103	164	104	96
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	147	116	119	115	107
Số ngày khoản phải thu (ngày)	32	42	52	52	48

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 (VND)**



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
02/10/2025 (BC lần đầu)	MUA	37,800	108.6	83.9/154.0
10/03/2026 (BC cập nhật)	GIỮ	28,200	89.9	73.9/114.9

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

**Shinhan Securities Vietnam**

**Cổ phiếu**

- ♦ **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%

**Ngành**

- ♦ **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, Yongsongpo-gu,  
Seoul, Korea 150-712  
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702  
Fax : (82-2) 6671-7573

### 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

### 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

### 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

### Shanghai

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

### 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

### 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