

Vài nét về doanh nghiệp

TCM là một trong những doanh nghiệp dệt may tiêu biểu, cụ thể hoạt động chính là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sợi, dệt, đan kim, nhuộm và may mặc. Sản phẩm của công ty chủ yếu phục vụ thị trường xuất khẩu tại Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc.

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu	23.697
Tiềm năng tăng giá	-11%
Tỷ suất cổ tức thuần	1,78%
Tỷ suất sinh lời	-9,13%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Dệt may
Thị giá (30/12/2025)	26.700
Biến động 1 năm	42.972 - 26.700
KLGD bình quân 52T (cp)	1.774.920
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.991
P/E	9.72
P/B	1.24
%NN sở hữu	48,45%

Diễn biến giá



	3T	6T	12T
TCM	-11%	-17,03%	-45,04%
VNIndex	+5,8%	+27,76%	+38,21%

Tỷ lệ sở hữu

E-land	48,17%
Nguyễn Văn Nghĩa	10%
Savimex	3%
Thành Công	2,58%
Lê Quốc Hưng	1,85%
Khác	34,4%

Chuyên viên phân tích

Phạm Mạnh Cường

pmcuong@vcbs.com.vn

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

TIỀM ẨN NHIỀU RỦI RO

ĐÁNH GIÁ:

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với giá mục tiêu **23.697 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 9.65x. Triển vọng của TCM trong ngắn hạn khó có sự đột phá do triển vọng không khả quan từ nhu cầu của các thị trường chủ lực.

CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế năm 2024, DTT và LNST đạt lần lượt 3.810 tỷ đồng (+14,61% yoy) và 278 tỷ đồng (+109% yoy) nhờ tiêu dùng tại một số thị trường lớn như Mỹ, EU hồi phục. Biên lợi nhuận gộp đạt 16,18%, cải thiện 7,87% so với năm 2023.

Với Q3.2025, DTT và LNST đạt lần lượt 902,37 tỷ đồng (-18,3% yoy) và 64 tỷ đồng (-22% yoy). Biên lợi nhuận thu hẹp so với bình quân năm 2024 do đơn hàng giảm, nhà máy chạy chưa hết công suất.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng doanh thu kém khả quan do thuế đối ứng Mỹ sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến tổng cầu may mặc: Bên cạnh đó dự phóng tiêu dùng các thị trường mục tiêu cũng chưa có dấu hiệu thực sự tích cực, tỷ lệ ghi nhận đơn hàng đặt trước cho Q1/2026 cũng thấp hơn mọi năm nên chưa đủ dữ kiện để kỳ vọng một mức tăng trưởng đột biến.

Giá đầu vào dự báo ổn định ở mức thấp nhưng dự kiến không giúp cải thiện biên lợi nhuận: Dưới tác động của thuế đối ứng khiến đơn hàng giảm, nhà máy chạy chưa hết công suất dẫn đến sản lượng sản xuất thấp làm cho chi phí giá thành sản phẩm tăng và lợi nhuận tiếp tục giảm.

Mảng kinh doanh bất động sản chưa đưa vào dự phóng cũng là yếu tố khiến triển vọng doanh thu của TCM không tăng mạnh: TC Tower vẫn chưa có nhiều thông tin cụ thể về tiến độ nên chưa đưa vào mô hình định giá tại thời điểm hiện tại.

Cũng cần lưu ý tác động của rủi ro tiềm ẩn căng thẳng tại eo biển Đài Loan: Tuy nhiên hiện tại thị trường chưa phản ánh tác động nên chưa đưa vào định giá.

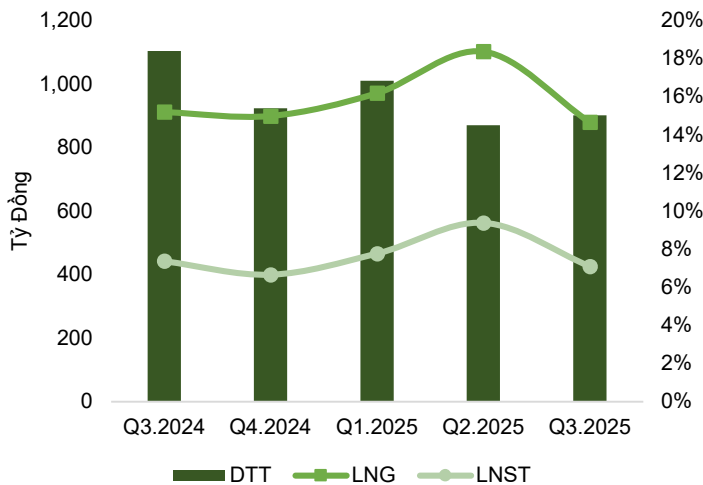
Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng DT	-23,3%	14,6%	-3,5%	-1%
Tăng trưởng LNST	-52,4%	107,8%	-2,4%	-7,2%
Nợ/TTS (%)	39%	42%	38%	37%
TS LN gộp (%)	15%	16,2%	15,9%	14,7%
ROE - TTM (%)	6,61%	12,89%	11,32%	9,66%
EPS - TTM (đồng)	1.573	2.824	2.645	2.456
P/E	11.53x	10.46x	9.55x	9.65x

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2024 và Q3.2025

Tóm tắt biến động kinh doanh công ty mẹ năm Q3.2025 và 11T2025

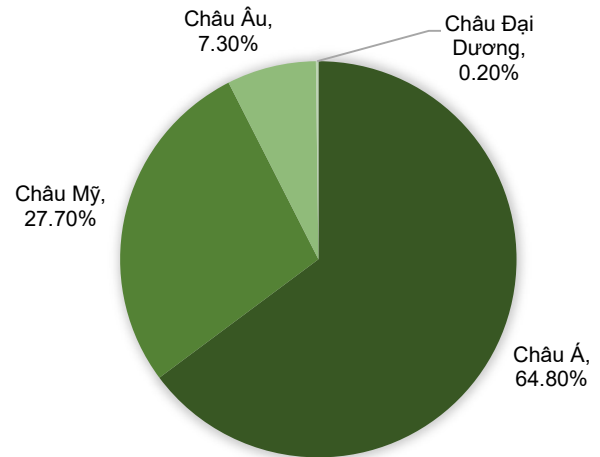
Tiêu chí	Q3.2024	Q3.2025	% YOY	11T2024	11T2025	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	1.087	881	-18,9%	3.472	3.307	-5%	Doanh thu Q3.2025 sụt giảm do cuối quý 3 vẫn là mùa trùng của hàng dệt may thời trang cộng với việc nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chủ lực yếu đi sau giai đoạn front-loading ở các quý trước. 1) Triển vọng sản xuất may mặc kém khả quan cũng kéo theo suy giảm nhu cầu nguyên liệu đầu vào, khiến mảng sợi bị ảnh hưởng. 2) Mảng vải là mảng duy nhất cho thấy dấu hiệu tích cực do các doanh nghiệp trong nước chủ động mua nguyên liệu nội địa để đủ điều kiện xuất khẩu sang các thị trường khác như EU và CPTPP nhờ hiệp định thương mại với mức thuế ưu đãi hơn và để hạn chế những rủi ro về việc bị đánh thuế hàng trung chuyển khi xuất vào thị trường Mỹ.
May	833	626	-24,9%	2.519	2.421	-3,89%	
Vải	181	184	1,85%	546	609	11,54%	
Sợi	87	68	-21,94%	314	244	-22,1%	
LNST	81.49	59.46	-27%	263,2	258	-2%	Đối với Q3.2025, LNST không được cải thiện chủ yếu vẫn do doanh thu thuần kém khả quan so với trước.

Hình 1: KQKD của TCM



Nguồn: TCM, VCBS tổng hợp

Hình 2: Thị trường xuất khẩu TCM tháng 11/2025



Nguồn: TCM, VCBS tổng hợp

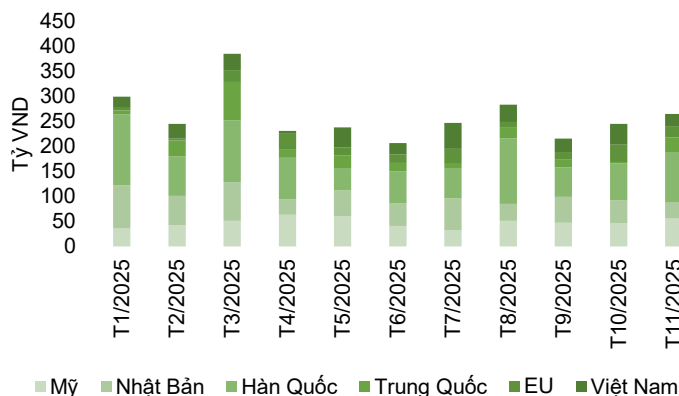
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu TCM sẽ tiếp tục suy yếu sau giai đoạn front-loading

Doanh thu TCM quý 3 giảm mạnh dù tháng 7 là giai đoạn cao điểm front-loading cho thấy nhu cầu tiêu dùng suy yếu tại Mỹ do thuế đối ứng đang gây áp lực lên nhu cầu sản xuất may mặc và giá bán dệt may toàn cầu bởi Mỹ đóng vai trò là thị trường tiêu thụ dệt may hàng đầu thế giới. Thuế đối ứng trung bình 20% vẫn được triển khai vào năm sau, cùng với lạm phát cao và tâm lý tiêu dùng yếu, sẽ tiếp tục tác động tiêu cực đến chi tiêu và chu kỳ dự trữ hàng may mặc. Do đó kỳ vọng đơn hàng tăng chậm và biên lợi nhuận chịu sức ép sẽ kéo dài ít nhất đến nửa đầu 2026 bởi may mặc là hàng tiêu dùng không thiết yếu với độ co giãn của cầu theo thu nhập cao. Khi gánh nặng thuế làm tăng giá vốn nhập khẩu, bào mòn thu nhập khả

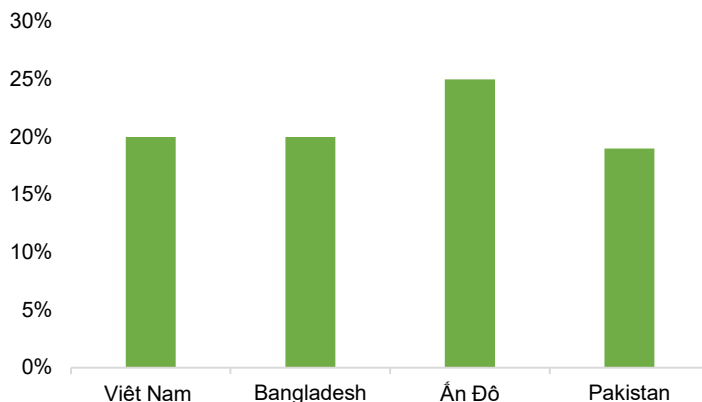
dùng, người tiêu dùng sẽ ưu tiên ngân sách cho các nhu cầu thiết yếu và trì hoãn việc mua sắm quần áo.

Hình 3: Doanh thu ghi nhận tại một số quốc gia của TCM năm 2025



Nguồn: TCM

Hình 4: Thuế đối ứng Mỹ đối với một số quốc gia xuất khẩu dệt may



Nguồn: ReedSmith, VCBS tổng hợp

Triển vọng tiêu dùng các thị trường chính chưa cho thấy tín hiệu tích cực cũng sẽ ảnh hưởng đến tổng cầu may mặc vào năm sau.

Thị trường	Kỳ vọng tăng trưởng tiêu dùng 2026	Thuyết minh
Mỹ	2%	Tăng trưởng giảm so với 2025 do thị trường lao động suy yếu, lạm phát cao, tốc độ tăng lương chậm lại cùng với các chính sách nhập cư thắt chặt. Tác động của cắt giảm lãi suất đến tiêu dùng cũng sẽ có độ trễ nên triển vọng tiêu dùng chưa tích cực.
Hàn Quốc	1,6%	Tăng trưởng ở mức khiêm tốn, được hỗ trợ bởi thu nhập phục hồi và các biện pháp hỗ trợ từ chính phủ. Tuy nhiên, những lực cản như nợ hộ gia đình cao, lạm phát dai dẳng và tăng trưởng thu nhập từ thị trường lao động yếu, cho thấy quá trình phục hồi sẽ chậm và không đồng đều.
Nhật Bản	1,3%	Chính phủ kỳ vọng tiêu dùng sẽ tăng 1,3% trong năm tài khóa tới, tương đương mức tăng dự kiến cho năm tài khóa 2025, nhờ các biện pháp giảm thuế và lạm phát hạ nhiệt hỗ trợ chi tiêu của các hộ gia đình.
Trung Quốc	2%	Giảm so với mức trung bình do khủng hoảng bất động sản kéo dài, lợi nhuận các doanh nghiệp thấp dẫn tới suy giảm nguồn cung việc làm, gia tăng bất ổn kinh tế. Chỉ số giá sản xuất (PPI) liên tục âm cho thấy vấn đề giảm phát chưa được giải quyết triệt để, qua

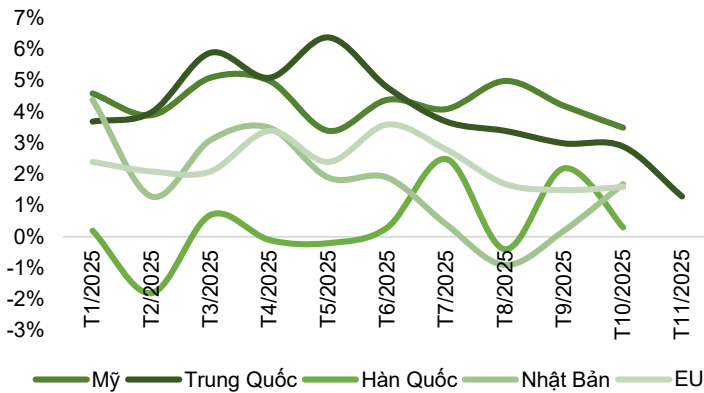
đó người tiêu dùng sẽ có xu hướng trì hoãn mua sắm

Châu Âu

1,4%

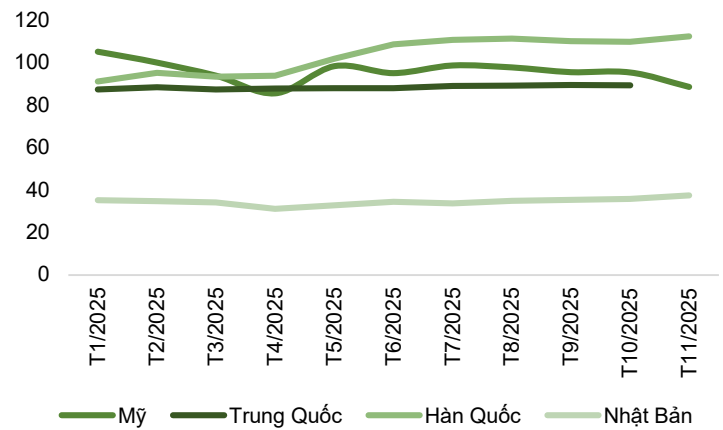
Tăng trưởng nhờ sự gia tăng thu nhập khả dụng thực tế và thị trường lao động bền vững. Tuy nhiên, xung lực tăng trưởng này bị kìm hãm đáng kể do tỷ lệ tiết kiệm hộ gia đình duy trì ở mức cao dai dẳng, xuất phát từ tâm lý phòng vệ trước những bất định kinh tế, và áp lực lãi suất thực vẫn cao hơn mức trung bình.

Hình 5: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ svck của một số quốc gia



Nguồn: Trading Economics

Hình 6: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng



Nguồn: Trading Economics

Màng vải sẽ tiếp tục là yếu tố kháng cự tốt nhất trước biến động

Màng may: Dự báo đơn hàng may mặc của TCM có thể tiếp tục đà giảm ít nhất trong giai đoạn nửa cuối năm 2025 – nửa đầu năm 2026. Khi so sánh thông tin về kế hoạch đơn hàng qua các năm, có thể thấy một xu hướng đi xuống rõ rệt về khả năng thu hút đơn hàng của TCM: Tháng 11/2023 công ty đã tiếp nhận lượng đơn hàng tương ứng khoảng 90% kế hoạch doanh thu cho Quý 1/2024. Tương tự với tháng 11/2024, công ty đã tiếp nhận gần lấp đầy đơn hàng cho Quý 1/2025 và chuẩn bị tiếp nhận đơn hàng cho quý 2/2025. Nhưng hiện tại tháng 11/2025 công ty mới đang tiếp nhận khoảng hơn 60% kế hoạch doanh thu cho đơn hàng Q1/2026. Đây là một dấu hiệu cảnh báo sớm cho thấy nhu cầu vẫn tiếp tục suy yếu sang 2026. Ngoài ra, khi triển vọng tiêu dùng tại các thị trường trọng điểm yếu, các nhãn hàng lớn sẽ có quyền lực đàm phán cao hơn, ép giá nhà máy (TCM) để duy trì biên lợi nhuận của họ trong bối cảnh sức mua yếu. Ví dụ một doanh nghiệp cùng ngành như TNG cũng đang phải giảm 1% giá bán. Như vậy TCM vừa thiếu hụt sản lượng, vừa rất có thể bị ép giá bán (nếu không bị ép thì cũng khó tăng giá), dẫn đến kỳ vọng doanh thu màng may khó có khả năng thoát khỏi đà giảm. Theo đó dự phóng doanh thu màng may giảm 4,4% svck 2025 và giảm tiếp một mức nhẹ hơn khoảng 2-3% vào 2026 do năm 2025 đóng vai trò là một năm chuyển giao đầy biến động, nơi các nhà bán lẻ thực hiện nhiều chiến lược liên quan đến hàng tồn kho để đối phó với các thay đổi đột ngột về thuế quan. Bước sang năm 2026, thị trường dệt may không còn ở trạng thái phản ứng bị động trước các cú sốc, mà chuyển sang trạng thái thích nghi với một cấu trúc chi phí mới. Sau khi lượng tồn kho giá rẻ từ front-loading cạn kiệt, thị trường sẽ dần chấp nhận mặt bằng giá mới, các kế hoạch kinh doanh sẽ trở nên ổn định và ít đột biến hơn so với 2025. Điều này có nghĩa là

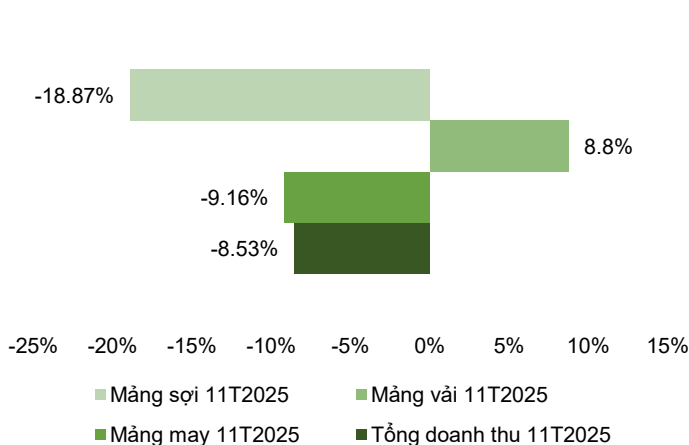
mặc dù sản lượng đầu ra có thể chưa hồi phục ngay lập tức, nhưng rủi ro biến động kỳ vọng sẽ thấp hơn nhiều so với năm trước.

Mảng vải: Sự dịch chuyển nhu cầu sang nguồn vải nội địa đang tạo ra lợi thế cạnh tranh chiến lược cho TCM trong bối cảnh các doanh nghiệp may mặc nội địa nỗ lực tái cấu trúc chuỗi cung ứng nhằm tối ưu hóa quy tắc xuất xứ từ các hiệp định EVFTA, CPTPP và thích ứng với các quy định siết chặt về nguồn gốc hàng hóa từ thị trường Mỹ. Ngoài ra logic vận hành ở đây cũng rất thực tế: khi không thể xuất khẩu thành phẩm may mặc, doanh nghiệp sẽ tiếp tục chuyển hướng sang bán nguyên liệu thô (vải) cho các đơn vị gia công khác để duy trì dòng tiền và tối ưu hóa công suất nhà máy dệt nhuộm. Số liệu doanh thu mảng vải 11T/2025 tăng trưởng 11,5% svck cũng khẳng định năng lực của TCM trong việc thâm nhập vào chuỗi cung ứng của các đối thủ cạnh tranh dù thị trường hạ nguồn đang khó khăn. Theo số liệu từ Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), năng lực sản xuất vải trong nước hiện mới chỉ đáp ứng được khoảng 25-30% nhu cầu cho thấy sự mất cân bằng cung - cầu khá lớn. Với vị thế là một trong số ít doanh nghiệp sở hữu chuỗi sản xuất khép kín, kết hợp cùng việc mở rộng quy mô sau khi mua lại nhà máy SY Vina — nâng tổng công suất lên 15 triệu mét vải dệt thoi, 31,5 triệu mét vải dệt nhuộm và 8.000 tấn vải dệt kim — TCM sở hữu dư địa lớn để chiếm lĩnh thị phần nội địa. Dựa vào đó, doanh thu mảng vải của TCM được dự báo tăng trưởng 12% trong năm 2025 và kỳ vọng duy trì đà tăng 10-15% vào năm 2026.

Mảng sợi: Khi nhu cầu may mặc thành phẩm yếu, các nhà máy dệt (khách hàng của mảng sợi) sẽ hạn chế tích trữ nguyên vật liệu. Doanh thu sợi 11T2025 sụt giảm cùng với mảng may cho thấy các đối tác đang ở giai đoạn cầm chừng nhập hàng. Nếu không có sự bứt phá từ nhu cầu tiêu dùng cuối cùng, mảng sợi sẽ là mảng đầu tiên và chịu ảnh hưởng nặng nề của quá trình suy thoái. Kỳ vọng mảng sợi sẽ thu hẹp đà giảm (dự báo -13% đến -18% svck vào năm sau so với mức giảm 22% của năm 2025) dựa trên các cơ sở sau:

- Sự ổn định của giá bán nguyên liệu đầu vào: Sau giai đoạn giảm giá mạnh giá bông thế giới đang dần tìm thấy điểm cân bằng ở vùng đáy.
- Thị trường bớt biến động mạnh do dần chấp nhận trạng thái thị trường mới.

Hình 7: Tăng trưởng doanh thu svck của TCM



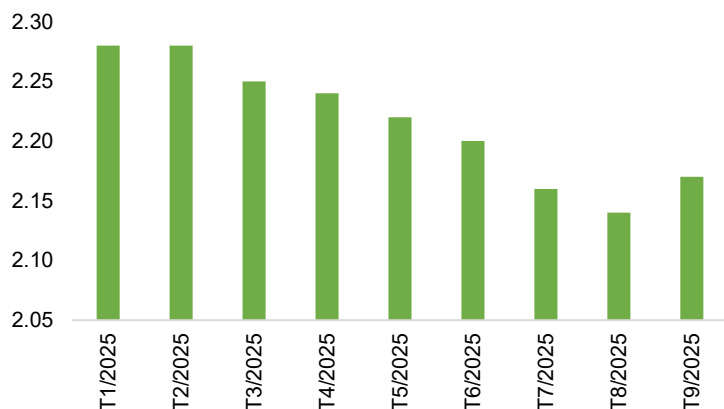
Nguồn: TCM

Hình 8: Tình trạng tồn kho ngành may mặc tại Mỹ



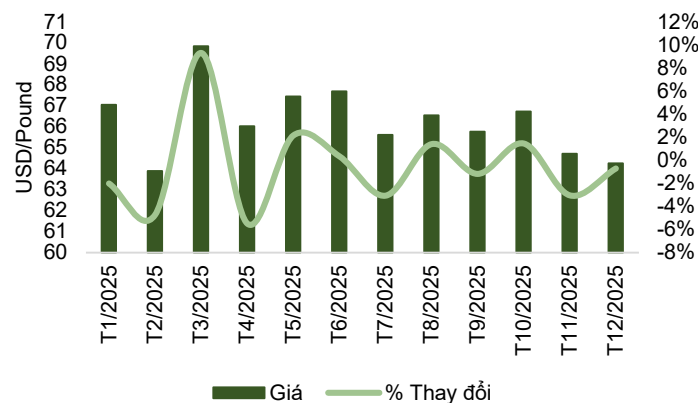
Nguồn: Fred

Hình 9: Tỷ lệ tồn kho / doanh thu của ngành bán lẻ quần áo và phụ kiện tại Mỹ



Nguồn: Fred

Hình 10: Hợp đồng Tương lai Cotton Hoa Kỳ loại 2 - 3/26 (CTH6)



Nguồn: Investing

TCM với công nghệ xanh sẽ tạo động lực tăng trưởng tại các thị trường như EU

Chiến lược R&D tập trung vào danh mục sản phẩm xanh của không chỉ đơn thuần đáp ứng các tiêu chuẩn ESG ngày càng khắt khe của thị trường EU, mà còn đóng vai trò then chốt trong việc giải quyết bài toán quy tắc xuất xứ của các hiệp định thương mại như EVFTA và CPTPP. Khác biệt hoàn toàn với các đối thủ thuần gia công phải phụ thuộc vào nguồn vải nhập khẩu (thường không đáp ứng tiêu chí xuất xứ hoặc tiêu chuẩn sinh thái), khả năng tự chủ sản xuất vải xanh giúp TCM mang lại lợi thế cạnh tranh kép: vừa vượt qua rào cản kỹ thuật về môi trường (CBAM, ESPR), vừa tận dụng thuế suất ưu đãi 0%.

Hình 7: Nhóm sản phẩm xanh của TCM

Nhóm sản phẩm	Sản phẩm đại diện	Giải quyết vấn đề
Tái chế	Sợi Recycle Ocean (Polyester tái chế từ chai nhựa), Sợi Eco Melange (pha trộn giữa bông, polyester tái chế và sợi làm mát).	Rác thải nhựa, Kinh tế tuần hoàn.
Gốc sinh học	Sợi BioDegradable Corn (Sợi tổng hợp gốc Ngô), Vải Cleanwood & Eco Wood (Vải viscose có nguồn gốc từ bột gỗ và cây trồng)	Phát thải Carbon (CBAM), Phá rừng (EUDR).
Công nghệ sạch	Bông Natural Brown (Giống bông có màu nâu tự nhiên từ khi thu hoạch), Công nghệ Melanism (tạo hiệu ứng màu loang ngay trong quá trình nhuộm vải thay vì phải nhuộm xơ từ đầu tốn kém năng lượng hơn).	Hóa chất độc hại, An toàn sức khỏe.

Nguồn: TCM, VCBS tổng hợp

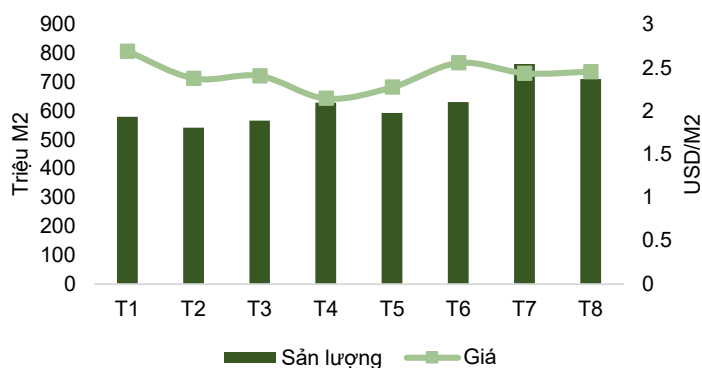
Giá nguyên vật liệu đầu vào có thể ổn định ở mức thấp nhưng kỳ vọng không giúp biên gộp cải thiện

Giá bông, xơ, sợi dệt nhập khẩu chưa dấu hiệu tăng trở lại từ tháng 4 năm 2025 bởi cả hai phía cung cầu:

- 1) Chủ yếu do tổng cầu hạ nguồn may mặc suy yếu ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu sản xuất, nhập hàng và giá nguyên vật liệu. Dự báo tiêu thụ bông toàn cầu giảm nhẹ 50.000 kiện xuống còn 118,9 triệu theo Hiệp hội Bông Sợi Việt Nam.
- 2) Giá sợi tổng hợp (Polyester) duy trì ở mức thấp nhờ sự hạ nhiệt của nguyên liệu đầu nguồn là dầu thô và tình trạng dư cung PTA và MEG tại Trung Quốc. Sự suy yếu trong nhu cầu năng lượng và sản xuất công nghiệp tại Trung Quốc đã kìm hãm đà tăng của giá dầu, qua đó kéo giảm giá thành của các dẫn xuất hóa dầu trung gian như PTA và MEG - hai thành phần chính cấu thành nên giá sợi Polyester. Tình trạng dư thừa công suất cũng là một thách thức lặp lại trong ngành hóa dầu của Trung Quốc. Nhiều năm đầu tư ồ ạt cùng chính sách công nghiệp thúc đẩy tăng trưởng đã tạo ra lượng dư thừa lớn ở các sản phẩm chủ lực, gây áp lực lên biên lợi nhuận.
- 3) Thị trường dư cung: Tồn kho bông cuối kỳ vụ 2025/26 dự kiến tăng 2,8 triệu kiện (lên 75,9 triệu kiện) theo Hiệp hội Bông Sợi Việt Nam. Đây là mức tồn kho cao nhất kể từ thời điểm COVID-19 (vụ 2019/20).

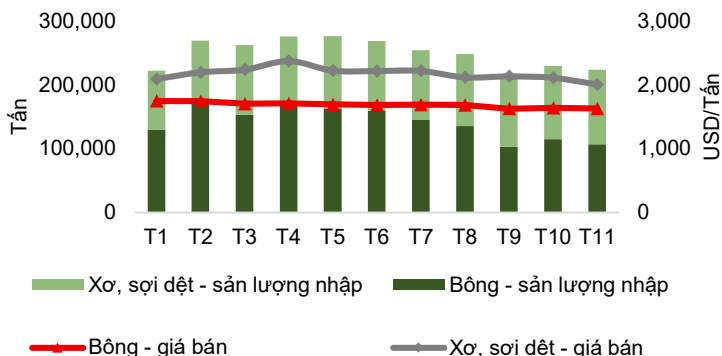
Tuy vậy biên lợi nhuận gộp Q3/2025 ghi nhận sự suy yếu về mức 14,7%, thấp hơn so với bình quân 16,0% của năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu đến từ tình trạng thiếu hụt đơn hàng khiến tỷ lệ lấp đầy công suất ở mức thấp, và trực tiếp đẩy giá thành đơn vị tăng cao. Dự báo biên lợi nhuận gộp Q4/2025 sẽ duy trì ở mức thấp tương đương do triển vọng thị trường kém khả quan và hệ quả từ việc áp đặt thuế đối ứng bất đầu từ tháng 08/2025. Theo đó dự phóng biên lợi nhuận gộp cả năm 2025 đạt khoảng 15,9% và giảm xuống mức 14,4% – 14,9% trong năm 2026. Điểm khác biệt trọng yếu giữa hai năm tài chính này nằm ở nghĩa vụ thuế: Trong khi năm 2025 được hỗ trợ bởi kết quả tích cực từ hai quý đầu năm (giai đoạn chưa bị áp thuế), thì năm 2026 sẽ phải chịu áp lực thuế xuyên suốt. Trong bối cảnh triển vọng doanh thu chưa có dấu hiệu đột phá, biên lợi nhuận khó có khả năng cải thiện trừ khi doanh nghiệp đẩy nhanh lộ trình chuyển đổi cơ cấu sang các đơn hàng có giá trị gia tăng cao (ODM). Vì vậy, việc áp dụng mức biên gộp của giai đoạn cuối năm 2025 làm cơ sở dự báo cho năm 2026 là một giả định thận trọng và hợp lý; phản ánh kịch bản lợi thế từ chi phí nguyên liệu đầu vào thấp chỉ đủ để bù đắp một phần gánh nặng thuế và áp lực chi phí cố định từ việc vận hành dưới công suất tối ưu.

Hình 7: Sản lượng và giá quần áo Việt Nam xuất khẩu vào Mỹ 2025



Nguồn: OTEXA, VCBS ước tính

Hình 8: Sản lượng và giá nhập khẩu nguyên vật liệu trung bình theo tháng 2025



Nguồn: TCHQ, VCBS ước tính

Dự án BĐS của TCM chưa cho vào định giá vì thận trọng

TC Tower là dự án phức hợp căn hộ trung-cao cấp và thương mại dịch vụ tại Quận Tân Phú, TP.HCM, do công ty con sở hữu 100% bởi TCM làm chủ đầu tư. Dự án có quy mô 598 căn hộ và 12 penthouse trên tổng diện tích sàn hơn 39.224 m². Với tổng vốn đầu tư dự kiến 1.732 tỷ đồng (chiếm 42% tổng tài sản của TCM tại ngày 30/06/2025), dự án được triển khai thông qua hợp tác chiến lược với CTCP DBFS (thuộc Đất Xanh Group) với lộ trình hoàn thiện đến năm 2028. Trong điều kiện thuận lợi, dự án kỳ vọng đóng góp 2.800 tỷ đồng doanh thu và 1.100 tỷ đồng lợi nhuận cho TCM. Do hiện tại chưa có nhiều thông tin cụ thể về tiến độ dự án; do đó các giá trị này hiện chưa được ghi nhận vào mô hình định giá cổ phiếu TCM để đảm bảo tính thận trọng.

Rủi ro tiềm ẩn từ căng thẳng eo biển Đài Loan tới chuỗi cung ứng của TCM.

Ngày 24/11/2025, Trung Quốc chính thức đưa tranh chấp với Nhật Bản liên quan đến phát ngôn của Thủ tướng Sanae Takaichi về Đài Loan lên Liên Hợp Quốc. Việc Nhật Bản và Trung Quốc xung đột đã đẩy căng thẳng địa chính trị eo biển Đài Loan lên mức cao mới. Lý do eo biển này quan trọng bởi khoảng 50% số lượng tàu container toàn cầu và khoảng 88% tàu lớn nhất thế giới đi qua eo biển này theo Bloomberg. Đây là tuyến đường độc đạo kết nối các nền kinh tế công nghiệp hàng đầu (Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, Đài Loan) với thị trường tiêu thụ phương Tây và nguồn nguyên liệu Đông Nam Á/Trung Đông. Eo biển Đài Loan quan trọng với hệ thống chuỗi cung ứng của TCM bởi hầu hết hoạt động xuất nhập khẩu ngành dệt may thường thực hiện bằng đường thủy và 14,17% hoạt động giao thương của Việt Nam thông qua eo biển này theo CSIS. Ngoài ra, trong kịch bản xung đột leo thang, phạm vi ảnh hưởng có thể mở rộng xuống phía Nam tới eo biển Luzon (nằm giữa Đài Loan và Philippines) bởi vùng này có ý nghĩa quân sự quan trọng. Đối với mô hình kinh doanh của TCM, biến số này cấu thành một rủi ro hệ thống cần được giám sát vì những lý do sau:

Hình 9: Chuỗi giá trị ngành dệt may



Nguồn: TCM, VCBS tổng hợp

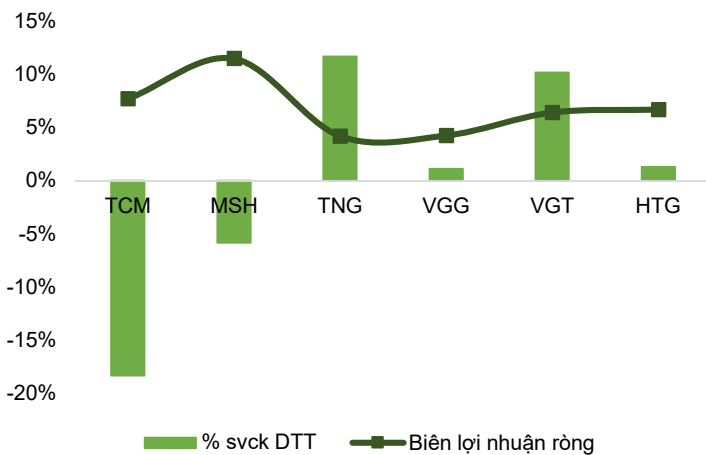
Trong đó TCM thường nhập bông chủ yếu từ Mỹ, Brazil, Tây Phi và xơ tổng hợp - polyester từ Thái Lan, Indonesia, Đài Loan phục vụ cho sản xuất sợi. Phần nhập từ Mỹ, Đài Loan có thể gặp các rủi ro logistic trực tiếp bởi một phần tàu chở hàng từ Mỹ sẽ đi qua Luzon để vào vùng Biển Đông còn Đài Loan là trung tâm của xung đột. Dù một số tuyến đường khác không đi qua hai eo biển này, TCM vẫn bị ảnh hưởng gián tiếp qua hai cơ chế chính: Khi hai eo biển bị phong tỏa, các hãng tàu lớn sẽ phải tái cấu trúc toàn bộ đội tàu, thay đổi lộ trình đi đường vòng dài hơn dẫn đến sự sụt giảm năng lực cung ứng trên toàn hệ thống. Điều này sẽ đẩy giá cước mặt bằng chung của các tuyến đường biển lên cao. Ngoài ra, các tổ chức bảo hiểm hàng hải quốc tế thường phân loại rủi ro dựa trên phạm vi địa lý rộng, thay vì chỉ giới hạn tại các tọa độ xung đột cụ thể. Khi khu vực Đông Bắc Á trở nên bất ổn, lưu vực Biển Đông và một phần Tây Thái Bình Dương có thể bị xếp vào nhóm vùng rủi ro cao. Điều này dẫn đến việc áp dụng phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh đối với mọi lô hàng vận chuyển trong khu vực. Hệ quả là giá nhập khẩu bông, xơ, sợi, thuốc nhuộm vải của TCM từ các nguồn được coi là an toàn vẫn có thể bị đội lên đáng kể, do chi phí bảo hiểm gia tăng.

Bên cạnh đầu vào, với khoảng 60-70% doanh thu đến từ khu vực Châu Á, bao gồm các đối tác trọng điểm như Hàn Quốc, Nhật Bản và Trung Quốc, TCM cũng sẽ phải đối mặt với các rủi ro địa chính trị tương tự. Cấu trúc đầu ra như vậy cho thấy doanh nghiệp không có nhiều dư địa phòng thủ trước các biến động tại vùng biển Đông Bắc Á. Do đó nếu xảy ra sự leo thang căng thẳng tại eo biển Đài Loan (tương tự kịch bản Biển Đen 2022, Biển Đỏ 2024), thời gian vận chuyển và tổng chi phí logistic sẽ tăng mạnh ngay lập tức do ảnh hưởng của phí nhiên liệu (đi đường vòng), vận hành, bảo hiểm chiến tranh,... Thời điểm hiện tại dòng chảy logistic vẫn thông suốt và giá cước chưa phản ánh phụ phí rủi ro chiến tranh nên xác định đây là rủi ro tiềm tàng, chưa được phản ánh vào định giá hiện tại.

Kết luận

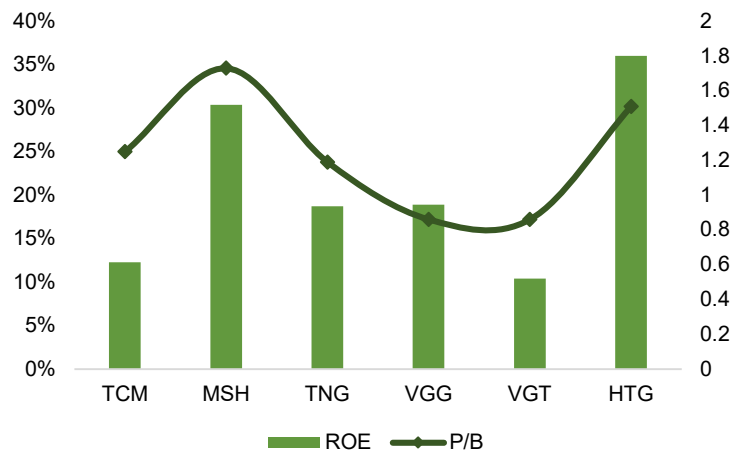
Triển vọng của TCM trong ngắn hạn khó có sự đột phá do triển vọng không khả quan từ nhu cầu của các thị trường chủ lực. Trong Q3/25, hầu hết các doanh nghiệp dệt may niêm yết đều ghi nhận LNST tăng svck, được hưởng lợi từ đợt đặt hàng sớm (front-loading) trong tháng 7. Trái lại, TCM kém tích cực hơn, với doanh thu và lợi nhuận giảm lần lượt 21,9% và 18,3% svck. Dù sở hữu chuỗi giá trị khép kín từ sợi đến may mặc, TCM vẫn chưa chuyển hóa được lợi thế này thành biên lợi nhuận vượt trội hay tăng trưởng đơn hàng cao hơn trong bối cảnh biến động thuế quan. Tuy TCM có điểm sáng từ mảng vải nhờ hưởng lợi quy tắc xuất xứ EVFTA/CPTPP và chiến lược sản phẩm xanh, nhưng quy mô của mảng này chưa đủ lớn để bù đắp sự sụt giảm sâu của mảng may mặc cốt lõi. Với bối cảnh cầu thị trường yếu kéo dài đến 2026, TCM sẽ gặp khó khăn trong việc tạo ra sự bùng nổ về doanh thu. Do đó, duy trì quan điểm trung lập, nhà đầu tư nên kiên nhẫn quan sát cho đến khi có tín hiệu phục hồi rõ ràng về đơn hàng may mặc từ thị trường Mỹ và Châu Á mới nên cân nhắc giải ngân.

Hình 10: Tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận ròng một số doanh nghiệp dệt may Q3/2025



Nguồn: FiinPro, VCBS ước tính

Hình 11: ROE và P/B một số doanh nghiệp dệt may trong Q3/2025



Nguồn: FiinPro, VCBS ước tính

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2024	2025	% 24/25	2026	% 25/26	Nguyên nhân
Dệt may			-3,5%		-1%	

Doanh thu mảng may	-4,4%	-3%	Số liệu thực tế 11 tháng năm 2025 đã xác nhận sự suy yếu trên diện rộng khi tổng doanh thu sụt giảm 5% so với cùng kỳ, trong đó mảng cốt lõi là may mặc giảm 3,89% và mảng sợi giảm 22,1%. Với tính chất mùa vụ của TCM không ghi nhận sự đột biến vào tháng cuối năm (dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất), dự phóng doanh thu cả năm 2025 sẽ dừng ở mức khoảng 3.678 tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng âm 3,5%.
Doanh thu mảng vải	11,5%	13%	
Doanh thu mảng sợi	-22%	-15%	
Bước sang năm 2026, dự báo TCM sẽ ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu âm nhẹ khoảng 1% (đạt ~3.641 tỷ đồng). Động lực thực chất hơn đến từ mảng vải (chiếm trung bình 18% tỷ trọng) với kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng 13% nhờ xu hướng các đối tác gia tăng tỷ lệ nội địa hóa vải để hưởng ưu đãi thuế quan.			
Bất động sản			
Doanh thu (tỷ đồng)			Chưa ghi nhận
Biên lợi nhuận gộp	15,9%	14,7%	Tiếp tục chịu ảnh hưởng của việc đơn hàng giảm

Theo đó chúng tôi dự báo DTT và LNST của TCM trong năm 2025 lần lượt đạt **3.678** (-3,5% svck), **272** (-2,1% svck) và **3.641** (-1% svck), **253** (-7,2% svck) trong 2026.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **23.697 đồng/cp**, tương đương với P/E mục tiêu đạt 9.65x dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 60/40.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 11,4 % theo CAPM ($R_f = 4,15\%$, Risk premium = 8,35%, beta = 0.87)

Chi phí vay = 4,33%/năm

WACC = 9,63%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
CFO	365	452	376	309	331
Chi phí lãi vay sau thuế	27	28	28	27	27
Đầu tư TSCĐ	(125)	(125)	(125)	(125)	(125)
FCFF	267	355	278	210	233
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 2%)					2.529
Giá trị VCSH 2026					3.216
Số lượng CPLH					112.038.755
Định giá 2026					28.705

Thông số tính toán: P/E

(chi tiết trong phụ lục 1 đính kèm)

Định giá bằng phương pháp so sánh P/E

Biến số	Hệ số áp dụng
LNST dự phóng 2026 (tỷ đồng)	250
P/E áp dụng (trung bình ngành)	7.25
Số lượng CPLH (tr.cp)	112

Định giá 2026

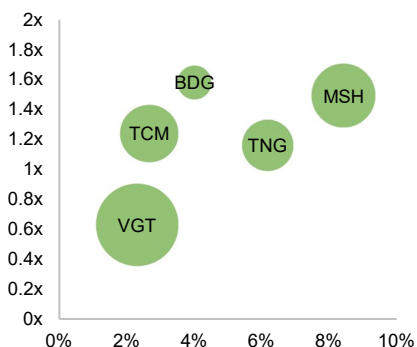
16.185

RỦI RO ĐẦU TƯ

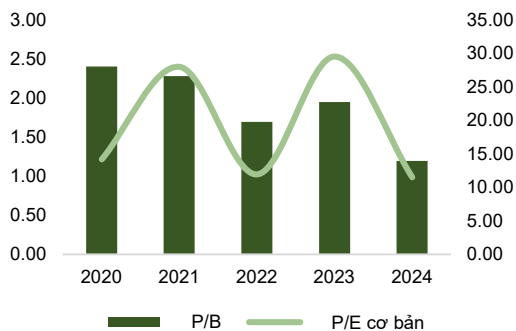
- Căng thẳng thương mại phức tạp hơn dự báo khiến nhu cầu may mặc toàn cầu suy giảm.
- Cạnh tranh của thị trường Trung Quốc vào các thị trường ngoài Mỹ mạnh hơn khiến số lượng và giá trị đơn hàng của TCM giảm mạnh hơn kỳ vọng.
- Chi phí nguyên phụ liệu tăng mạnh so với dự báo.
- Căng thẳng eo biển Đài Loan leo thang.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

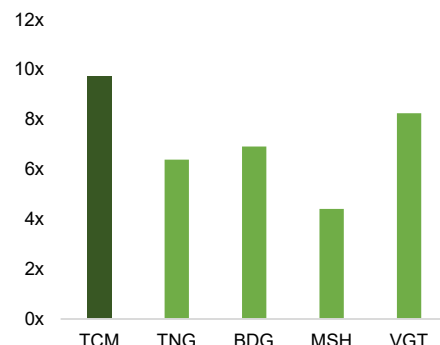
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá

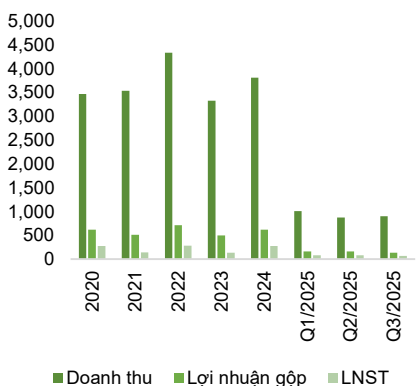


P/E ngành

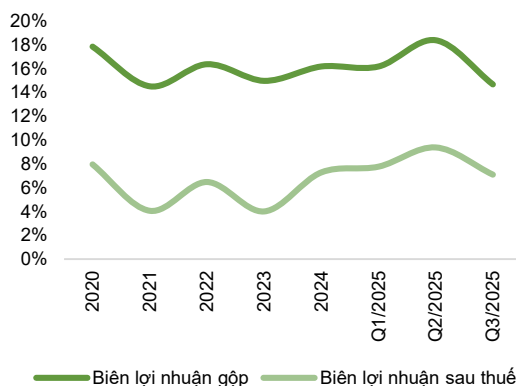


KẾT QUẢ KINH DOANH

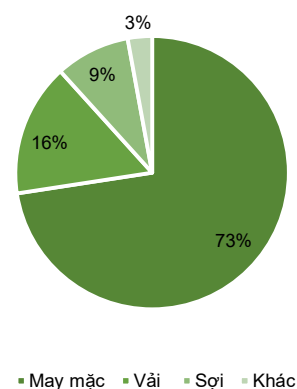
Doanh thu và biên lợi nhuận



Biên lợi nhuận

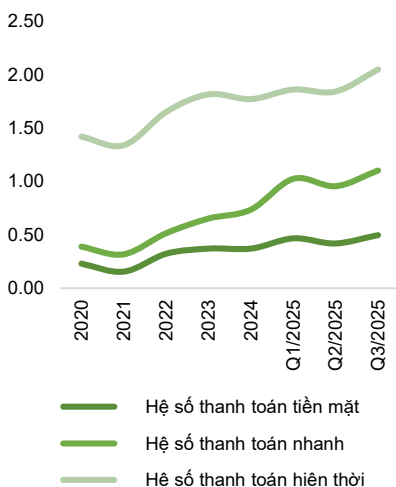


Cơ cấu doanh thu 2024

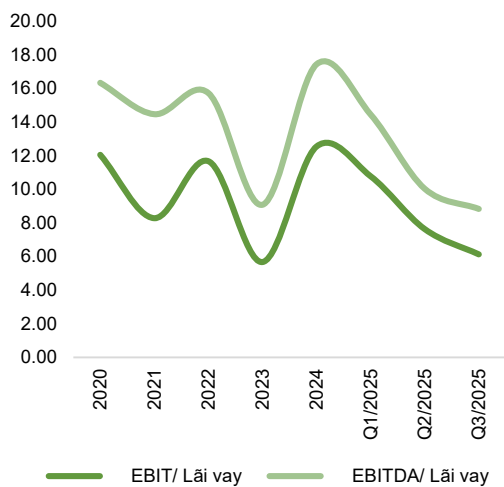


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

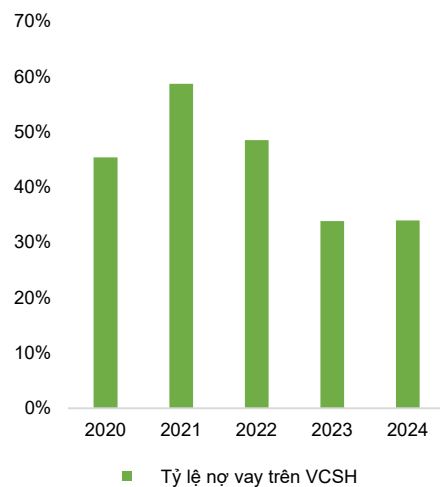
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Tỷ lệ nợ vay trên VCSH



ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA

Trưởng phòng PT Ngành – Doanh nghiệp

ldquang@vcbs.com.vn

Phạm Mạnh Cường

Chuyên viên Phân tích

pmcuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>