Vài nét về doanh nghiệp

TNG hoạt động chính trong lĩnh vực may công nghiệp xuất khẩu, sản xuất hàng nội địa thương hiệu TNG, ngoài ra có mở rộng sang lĩnh vực bất động sản vào năm 2019. Sản phẩm của TNG được xuất khẩu chủ yếu đến Hoa Kỳ, Pháp, Tây Ban Nha, Liên bang Nga, Đức...

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	23.229
Tiềm năng tăng giá	28,37%
Tỷ suất cổ tức thuần	
Tỷ suất sinh lời	28,37%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Dệt may
Thị giá (04/11/2026)	18.300
Biến động 1 năm	7,62%
KLGD bình quân/ngày	1.151.100
Vốn hóa (Tỷ đồng)	2.330
P/E	4.79
P/B	1.11
%NN sở hữu	26,74%

Diễn biến giá

	1T	6T	12T
TNG	9,04%	-7,86%	7,62%
VNIndex	-2,16%	-8,30%	+5,14%

Tỷ lệ sở hữu

Nguyễn Văn Thời	18,32%
Nguyễn Đức Mạnh	11,49%
Fides Vietnam General Private Investment	5,58%
Trần Cảnh Thông	5,29%
AFC VF Limited	4,53%
Khác	54,79%

Chuyên viên phân tích

Phạm Mạnh Cường
pmcuong@vcbs.com.vn
https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich
Bloomberg: VCBS <GO>

Triển vọng kinh doanh kỳ vọng khả quan

ĐÁNH GIÁ:

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **23.229 đồng/cp**. Triển vọng của TNG kỳ vọng tích cực nhờ tiếp tục hưởng lợi khi Bangladesh gặp khủng hoảng năng lượng, lao động qua đó làm giảm lợi thế cạnh tranh và xuất khẩu thị trường Mỹ ổn định hơn sau khi ký kết hiệp định thương mại đối ứng.

CẬP NHẬT KQKD:

Lũy kế năm 2025, DTT và LNST đạt lần lượt 8.699 tỷ VNĐ (+13,62% svck) và 393 tỷ VNĐ (+24,76% svck) nhờ hưởng lợi từ front-loading và xu hướng dịch chuyển nguồn cung khỏi Trung Quốc.

Với Q3.2026, DTT và LNST đạt lần lượt đạt 3.229 tỷ VNĐ (+22,68% svck) và 151 tỷ VNĐ (+29,05% svck). Doanh thu tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhờ nhu cầu đẩy sớm đơn hàng trước rủi ro thuế quan 301 và thị phần của Việt Nam tại EU cải thiện, qua đó hỗ trợ cho tốc độ tăng trưởng của LNST.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hưởng lợi tại thị trường EU khi các nhãn hàng giảm dần tỷ trọng nhập khẩu từ Bangladesh: Khủng hoảng năng lượng tại Bangladesh tạo ra cơ hội cho các đối thủ xuất khẩu vào EU như Trung Quốc và Việt Nam, bên cạnh đó rủi ro về việc gia hạn tốt nghiệp LDC và mất cơ chế EBA có thể thúc đẩy các nhãn hàng giảm dần tỷ trọng nguồn cung từ Bangladesh trong trung dài hạn.

Hiệp định thương mại giữa Việt Nam và Mỹ đang được kỳ vọng giúp cải thiện tình hình xuất khẩu: Cập nhật đến 15/10/2026 Việt Nam và Hoa Kỳ về cơ bản đã đàm phán xong các nội dung và phía Việt Nam đã gửi văn bản cuối cùng của dự thảo Hiệp định Thương mại đối ứng, công bằng và cân bằng sang phía Hoa Kỳ để tiến tới ký kết chính thức.

Biên gộp dự kiến chưa có sự bứt phá: Do (1) sức mua tại các thị trường xuất khẩu vẫn chịu áp lực và chưa hồi phục đồng đều, khiến các nhãn hàng tiếp tục kiểm soát chặt giá nhập khẩu qua đó ảnh hưởng đơn giá gia công; (2) kỳ vọng tiến triển đàm phán thương mại Việt–Mỹ sẽ cải thiện tính ổn định của môi trường xuất khẩu nhưng hiện lợi thế về chi phí thuế quan của Việt Nam tại thị trường Mỹ cũng đã phần nào nhạt dần so với thời điểm trước đây. Theo đó, khả năng đàm phán về giá của TNG có thể kém đi trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng.

Chỉ tiêu tài chính	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	10,221	11,243	12,142	12,992
Tăng trưởng DT	17.5%	10.0%	8.0%	7.0%
Lợi nhuận sau thuế	425	454	500	555
Tăng trưởng LNST	8.1%	6.8%	10.1%	11.2%
TS LN gộp (%)	13.9%	13.9%	14.0%	14.1%
ROA (%)	5.8%	5.8%	6.0%	6.3%
ROE (%)	19.6%	19.2%	19.2%	19.1%
EPS (đồng)	3,302	3,525	3,881	4,314

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH 2025 và Q3.2026

Tóm tắt biến động kinh doanh công ty 2025 và Q3.2026

Tiêu chí	2024	2025	% YOY	Q3.2025	Q3.2026	%YOY	Nguyên nhân
Doanh thu thuần	7.656	8.699	13,62%	2.632	3.229	22,6%	Doanh thu tăng trưởng mạnh 9 tháng 2026 do: 1) Các khách hàng lớn của TNG đẩy sớm đơn hàng trước lo ngại rủi ro thuế quan 301. 2) Nhu cầu gia tăng từ sự kiện thể thao lớn giai đoạn đầu năm như thế vận hội mùa đông, WorldCup,… 3) Việt Nam tăng trưởng thị phần tại EU do các nhãn hàng giảm cơ cấu tỷ trọng tại Bangladesh.
Biên LNG	15,42%	14,2%	-1,22 đpt	13,66%	14,11%	+0,45 đpt	Biên lợi nhuận quý phục hồi dần nhờ doanh nghiệp đã nhận đơn hàng vụ Thu Đông có biên cao hơn so với đầu năm.
Biên LNST	4,1%	4,5%	+0,4 đpt	4,4%	4,6%	+0,2 đpt	

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khủng hoảng lao động, năng lượng tại Bangladesh tạo ra cơ hội cho các đối thủ xuất khẩu vào EU như Trung Quốc và Việt Nam

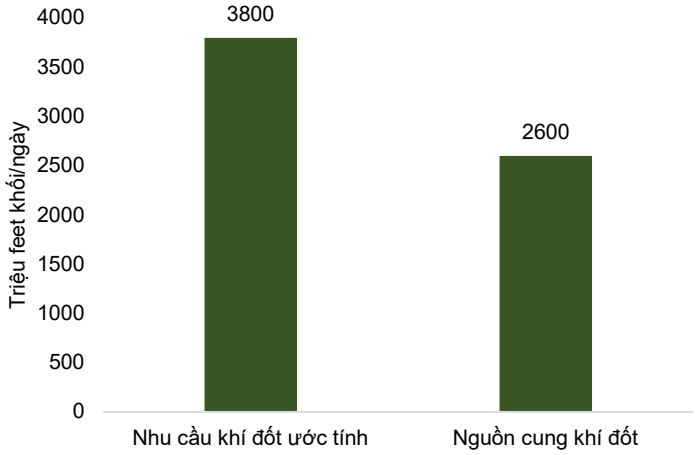
Ngành may mặc Bangladesh đang chịu áp lực cạnh tranh từ sự kết hợp của nhiều yếu tố: Rủi ro suy giảm lợi thế thuế quan sau khi tốt nghiệp LDC và gián đoạn sản xuất do thiếu hụt năng lượng, biểu tình, chi phí vận hành tăng... Chúng tôi tổng hợp các yếu tố như sau:

Biểu tình đòi tăng lương đang gây gián đoạn sản xuất dệt may Bangladesh: Làn sóng biểu tình yêu cầu tăng lương tối thiểu từ 12.500 lên 30.000 taka/tháng (+140%) đã khiến hơn 400 nhà máy phải đóng cửa tính đến ngày 2/11/2026, ảnh hưởng đến gần 1 triệu lao động (theo BGMEA). Mặc dù một số nhà máy đã hoạt động trở lại, nguy cơ gián đoạn sản xuất vẫn hiện hữu khi yêu cầu tăng lương chưa được giải quyết. Hiện Chính phủ Bangladesh đã thành lập hội đồng tiền lương ngày 1/11 để xem xét điều chỉnh mức lương tối thiểu với cơ cấu lương mới, hạn dự kiến là 1/12/2026.

Khủng hoảng năng lượng làm giảm năng lực cạnh tranh của nước này. Tình trạng thiếu hụt khí đốt và điện kéo dài đang ảnh hưởng trực tiếp đến năng lực sản xuất, tiến độ giao hàng và biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may Bangladesh.

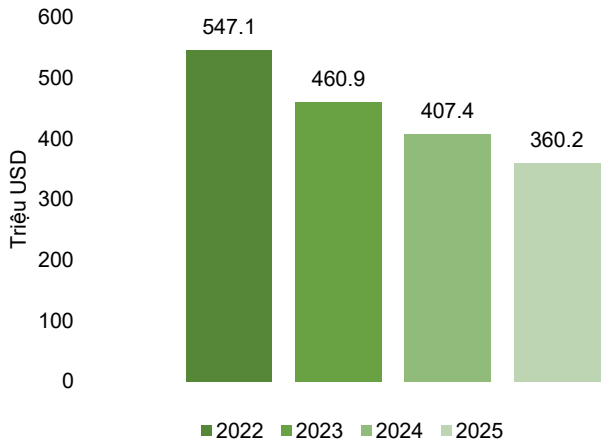
- Thiếu hụt khí đốt nghiêm trọng: Kết hợp số liệu ước tính từ Cơ quan Năng lượng và Tài nguyên Khoáng sản Bangladesh và Petrobola (10/2026), Bangladesh được ước tính thiếu hụt khoảng 1.200 MMCFD, tương đương 31,6% nhu cầu khí đốt hằng ngày.
- Đơn hàng và tiến độ giao hàng bị ảnh hưởng: Theo khảo sát của BKMEA (T8–9/2026), 55% nhà máy dệt kim được khảo sát ghi nhận đơn hàng bị hủy/cắt giảm, 78% gián đoạn sản xuất và 87% chậm giao hàng.
- Công suất sản xuất suy giảm: Theo BGMEA (4/2026), thiếu hụt điện, khí đốt và nhiên liệu dự phòng khiến công suất các nhà máy may mặc giảm 25–30%, gây gián đoạn sản xuất.

Hình 1: Ước tính nguồn cung và nhu cầu khí đốt của Bangladesh



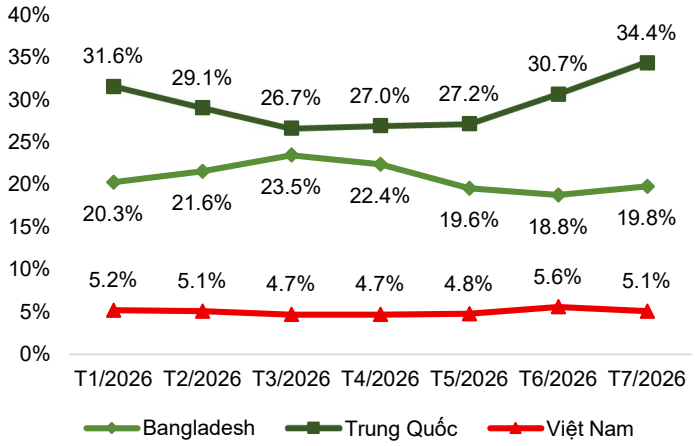
Nguồn: Petrobangla, Fibre2fashion, VCBS tổng hợp

Hình 2: Vốn FDI ròng vào ngành dệt may Bangladesh trong giai đoạn 2022–2025.



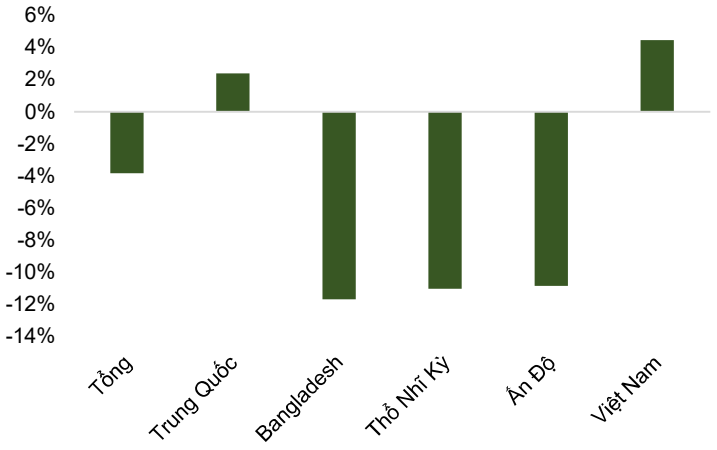
Nguồn: Bangladesh Bank FDI Survey, VCBS tổng hợp

Hình 3: Thị phần dệt may của một số quốc gia tại thị trường EU



Nguồn: Eurostat, Vinatex, VCBS tổng hợp

Hình 4: So sánh tăng trưởng giá trị nhập khẩu lũy kế 8 tháng từ các nguồn cung lớn ở thị trường EU



Nguồn: Eurostat, TextileWorld, VCBS tổng hợp

Trong dài hạn, xu hướng dịch chuyển dần đơn hàng của Bangladesh tại thị trường EU kỳ vọng tiếp tục tác động tích cực đến xuất khẩu của Việt Nam

Bangladesh dự kiến sẽ tốt nghiệp LDC trong tháng 11 năm nay, theo đó không còn được hưởng ưu đãi theo cơ chế EBA kể từ năm thứ 4 sau tốt nghiệp. Trong khi đó, các nỗ lực đàm phán và ký kết FTA mới vẫn đang ở giai đoạn đầu, khiến triển vọng thương mại hậu LDC còn nhiều bất định. Trong dài hạn, yếu tố này có thể thúc đẩy các thương hiệu quốc tế đa dạng hóa nguồn cung, từng bước dịch chuyển đơn hàng sang Việt Nam và các quốc gia cạnh tranh khác.

Tình hình bạo loạn tại Pháp có thể không ảnh hưởng quá lớn

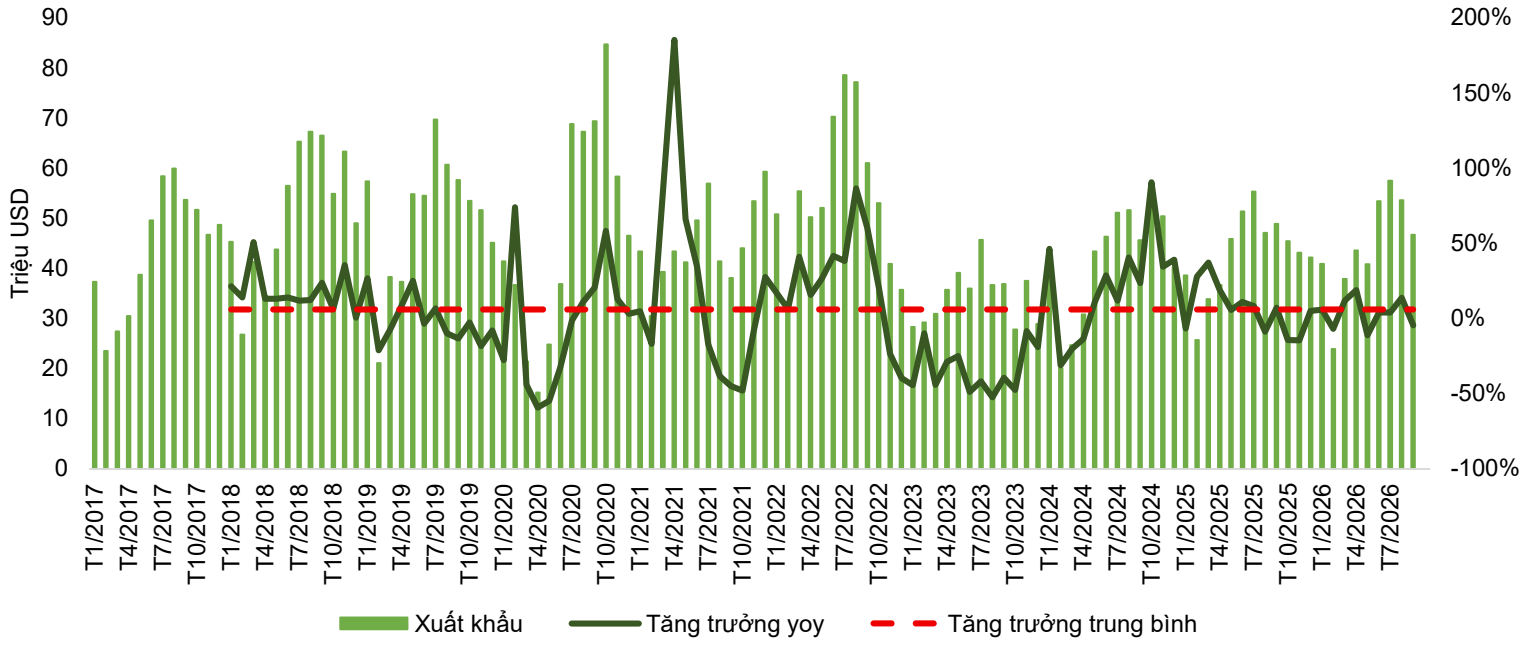
Xét tình hình xuất khẩu dệt may của Việt Nam sang Pháp tại các đợt biểu tình phong trào Áo vàng T11/2018 – T1/2019, bạo loạn T6 - T7/2023, biểu tình T9 - T10/2025 có tính chất tương đương bạo loạn đang diễn ra tại Pháp như sau:

Bảng 1: Tình hình tăng trưởng xuất khẩu dệt may sang Pháp qua các sự kiện biểu tình tại nước này

Sự kiện	Sau 3 tháng	Sau 6 tháng	Thời gian bắt đầu phục hồi tăng trưởng dương	Diễn giải
Áo vàng (T11-2018)	-5,57%	+2,8%	Sau 3 tháng	Xuất khẩu giảm mạnh trong hai tháng đầu sau cao điểm biểu tình, trước khi phục hồi từ T4/2019. Tuy nhiên, tăng trưởng 6 tháng vẫn thấp hơn trung bình lịch sử 3,31 điểm %. Sự suy yếu của tiêu dùng hàng may mặc tại Pháp trong năm 2018 cũng góp phần ảnh hưởng đến nhu cầu nhập khẩu.
Bạo loạn (T6-2023)	-46,97%	-29,35%	Sau 6 tháng	Xuất khẩu tiếp tục giảm sâu sau bạo loạn. Tuy nhiên, mức suy giảm chủ yếu diễn ra trong bối cảnh chu kỳ xả tồn kho toàn cầu và nhu cầu dệt may tại EU suy yếu từ cuối năm 2022. Xuất khẩu đã giảm 35,99% trong 6 tháng trước sự kiện, do đó khó quy kết mức giảm cho bạo loạn.
Biểu tình T9-2025	-2,32%	+2,71%	Sau 2 tháng	Xuất khẩu giảm tốc trong những tháng đầu sau biểu tình, sau đó cải thiện từ cuối năm 2025. Tuy nhiên, tăng trưởng 6 tháng vẫn thấp hơn trung bình 3,40 điểm %.

Nhận định: Đợt bất ổn xã hội tại Pháp tháng 10/2026 có nhiều điểm tương đồng với phong trào Áo vàng năm 2018–2019 về nguyên nhân và quy mô biểu tình. Theo tiền lệ năm 2018, tăng trưởng xuất khẩu Việt Nam sang Pháp các tháng sau biểu tình ghi nhận suy giảm tốc độ tăng trưởng và bắt đầu tăng trưởng dương trở lại sau 3 tháng. Tuy nhiên tính đến thời điểm hiện tại doanh nghiệp đã ký đơn hàng đến hết Q1/2027, một số nhà máy cũng ghi nhận đơn đến T6/2027 do đó nếu biểu tình chỉ diễn ra trong ngắn hạn thì ảnh hưởng đến TNG sẽ không quá lớn.

Hình 5: Tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang Pháp hàng tháng



Nguồn: Tổng cục hải quan, VBCS tổng hợp

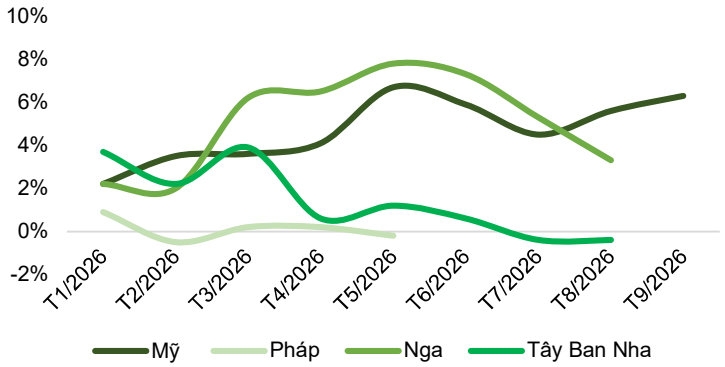
Mỹ tiếp tục là đối tác tăng trưởng tốt nhất của Việt Nam.

Trong 9T2025, thị trường Mỹ ghi nhận tăng trưởng bán lẻ 6,3% svck. Doanh thu từ Mỹ chiếm 42% trong cơ cấu xuất khẩu của TNG trong 2025.

Việt Nam và Mỹ đang tiến gần tới thỏa thuận hiệp định thương mại đối ứng

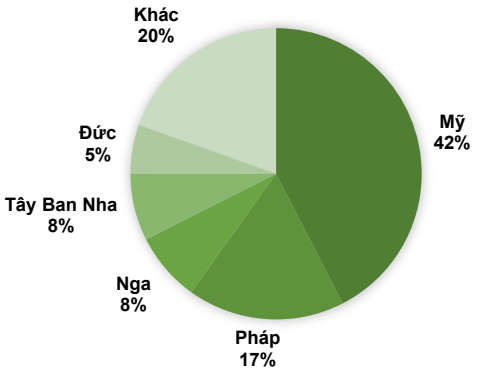
Cập nhật đến 15/10/2026 Việt Nam và Hoa Kỳ về cơ bản đã đàm phán xong các nội dung và phía Việt Nam đã gửi văn bản cuối cùng của dự thảo Hiệp định Thương mại đối ứng, công bằng và cân bằng sang phía Hoa Kỳ để tiến tới ký kết chính thức. Tuy chưa có cụ thể về nội dung đàm phán, thời gian ký kết song động thái này kỳ vọng sẽ cải thiện triển vọng xuất khẩu sang Hoa Kỳ - thị trường dệt may lớn của Việt Nam.

Hình 7: Tăng trưởng bán lẻ svck tại một số thị trường



Nguồn: Trading Economics, VBCS tổng hợp

Hình 8: Cơ cấu thị trường xuất khẩu năm 2025



Nguồn: TNG, VBCS tổng hợp

Triển vọng kinh doanh kỳ vọng tiếp tục tích cực

Chúng tôi dự báo năm 2026 doanh nghiệp sẽ ghi nhận doanh thu khoảng tương đương mức tăng trưởng 17,5% svck với những điểm chính trên thị trường xuất khẩu chính như sau:

- EU - Cơ hội tới khi đối thủ Bangladesh thất thế.
- Mỹ - Hưởng lợi từ nhu cầu đẩy sớm đơn hàng trước lo ngại rủi ro thuế đối ứng 301.

Bước sang năm 2027, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu TNG sẽ đối mặt với một số thách thức, bao gồm (1) hiệu ứng đẩy sớm đơn hàng trong năm 2026 không còn, trong khi lợi thế chênh lệch thuế quan so với các quốc gia khác như Trung Quốc thu hẹp, làm suy yếu phần nào động lực chuyển dịch đơn hàng; (2) quy định cấm tiêu hủy hàng dệt may tồn kho của EU có thể thúc đẩy các nhãn hàng kiểm soát chặt chẽ lượng hàng nhập khẩu, qua đó hạn chế tốc độ tăng trưởng đơn hàng trong năm 2027.

Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu TNG tăng trưởng khoảng 10% trong năm 2027, nhờ ba động lực chính: (1) Thị trường EU: Tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng khỏi Bangladesh khi quốc gia này đối mặt với bất ổn lao động và gián đoạn sản xuất; (2) Đa dạng hóa thị trường và khách hàng: TNG đang tích cực mở rộng xuất khẩu sang Canada (có đối tác lớn như Haddad), đồng thời ghi nhận sự gia tăng đơn hàng từ khách hàng mới như MGF (Victoria's Secret), qua đó cho thấy khả năng đa dạng hóa nguồn đơn hàng và giảm thiểu rủi ro tập trung; (3) Thị trường Mỹ: Sức mua bán lẻ duy trì khả quan hơn kỳ vọng, trong khi triển vọng ổn định chính sách

thương mại sau khi thỏa thuận thuế quan đối ứng được ký kết có thể hỗ trợ hoạt động xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ.

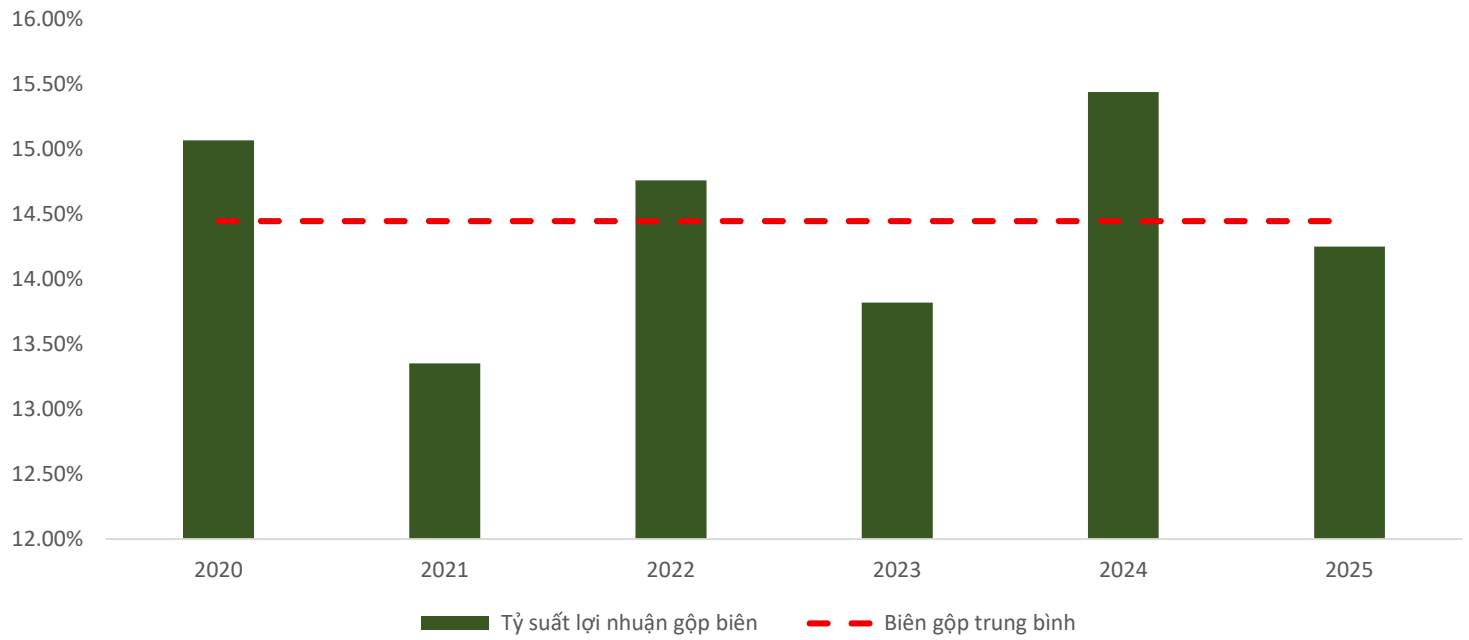
Biên gộp doanh nghiệp dự kiến tiếp tục dao động quanh vùng biên trung bình dài hạn

Qua dữ liệu, chúng tôi nhận thấy biên lợi nhuận của TNG chịu ảnh hưởng nhiều từ sức mua từ các thị trường và biến động tồn kho của các nhà nhập khẩu. Cụ thể:

- Năm 2022, mặc dù chi phí đầu vào tăng mạnh như giá bông đạt đỉnh dài hạn, nhu cầu tiêu thụ dệt may mạnh sau COVID giúp TNG đẩy được các đơn hàng giá trị cao và chuyển giao chi phí gia tăng sang khách hàng, qua đó cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp.
- Năm 2023, chu kỳ xả hàng tồn kho toàn cầu khiến nhu cầu suy yếu, buộc TNG phải giảm giá, chấp nhận các đơn hàng biên thấp, nhân thêm đơn CMT nhằm duy trì công suất khiến biên lợi nhuận suy giảm.
- Giai đoạn 2024-2025, khi tồn kho tại các thị trường xuất khẩu dần bình thường hóa và nhu cầu phục hồi, biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chất lượng đơn hàng tốt hơn.

Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp Q4/2026 và Q1/2027 sẽ chịu áp lực giảm nhẹ và dần phục hồi về ngưỡng trung bình trong nửa cuối năm sau, do (1) sức mua toàn cầu vẫn chịu áp lực và chưa hồi phục đồng đều, khiến các nhãn hàng tiếp tục kiểm soát chặt giá nhập khẩu qua đó ảnh hưởng đến đơn giá gia công; (2) hiện lợi thế về chi phí thuế quan của Việt Nam tại thị trường Mỹ cũng đã phần nào nhạt dần so với thời điểm trước đây. Theo đó, khả năng đàm phán về giá của TNG có thể kém đi trong bối cảnh chi phí đầu vào tăng. Tuy nhiên, mức giảm sẽ được hỗ trợ nhờ TNG đã đầu tư đẩy mạnh tự động hóa sản xuất thời gian qua (dây chuyền treo, xe tự hành,…), giúp cải thiện năng suất và chi phí sản xuất.

Hình 9: Tình hình biên gộp của TNG qua các năm

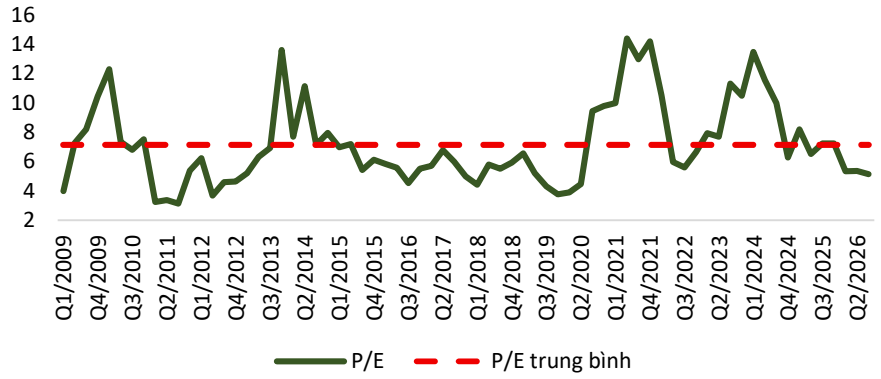


Nguồn: TNG, VBCS tổng hợp

TNG đang ở mức định giá hấp dẫn

TNG đang giao dịch ở mức P/E thấp hơn đáng kể so với mức trung bình lịch sử 7,14 lần. Trong bối cảnh hoạt động kinh doanh tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, mức định giá hiện tại được đánh giá là hấp dẫn, mở ra cơ hội giải ngân khi thị giá chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Hình 10: Tình hình P/E của TNG



Nguồn: FiinPro, VCBS tổng hợp

Hoàn nhập chi phí thuế quan

Phán quyết của Tòa án Tối cao Mỹ ngày 20/02/2026 mở ra cơ hội hoàn trả các khoản thuế IEEPA đã nộp, qua đó tạo cơ sở để TNG đàm phán thu hồi phần chi phí thuế từng chia sẻ với khách hàng Mỹ. Đến cuối tháng 10/2026, TNG cho biết đã đạt kết quả đàm phán khoảng 500.000 USD (tương đương 13 tỷ đồng) và tiếp tục thương lượng với các đối tác còn lại. Chúng tôi kỳ vọng khoản hoàn nhập có thể được ghi nhận trong Q4/2026–2027, tạo dư địa cải thiện lợi nhuận, song chưa đưa vào dự báo do giá trị và thời điểm ghi nhận chưa được xác nhận chính thức.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2025	2026	% 25/26	2027	% 26/27	Nguyên nhân
Doanh thu	8.699	10.264	18,02%	11.242	+10%	Doanh thu cả năm tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tốt tuy có thể phần nào chậm lại vào quý 4 do TNG cũng đã chủ động đẩy sớm đơn xuất khẩu trong giai đoạn trước của năm. Doanh thu năm tới dự kiến đà tăng sẽ phần nào giảm tốc do (1) Không còn nhu cầu đẩy sớm đơn hàng và giảm lợi thế thuế quan tại Mỹ, (2) EU đang siết chặt các quy định liên quan đến tồn kho dệt may, bảo vệ môi trường.
Biên lợi nhuận gộp	14,25%	13,93%	-0,32 đpt	13,9%	-0,03 đpt	Dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2026 của TNG ở mức 13,93%, phản ánh biên lợi nhuận dần phục hồi từ đầu năm sau khi ký các đơn hàng Thu Đông biên cao hơn. Dự kiến biên lợi nhuận năm sau sẽ đi ngang ở mức 13,9% do các chi phí vẫn ở mặt bằng cao, sức mua chưa cải thiện đồng đều khiến biên lợi nhuận khó chuyển giao hoàn toàn chi phí.
Lợi nhuận gộp	1.239	1.423	+14,6%	1.562	+8,9%	
Biên lợi nhuận sau thuế	4,51%	4,2%	-0,31 đpt	4.1%	-0,1 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	393	425	+8,12%	453	+4,55%	

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **23.229 đồng/cp** dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và so sánh P/E với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 14.34 % theo CAPM (Rf = 4.37%, Risk premium = 8.35%, beta = 1.2)

Chi phí vay = 7.5%/năm

WACC = 9.64%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	785,422	824,082	897,405	959,175	1,035,268
Thuế	(148,382)	(155,686)	(169,538)	(181,207)	(195,583)
Khấu hao	308,824	335,980	359,539	388,510	414,259
Đầu tư TSCĐ	(548,568)	(497,377)	(578,453)	(541,466)	(539,098)
Thay đổi VLĐ	(117,744)	(46,683)	(54,465)	(159,158)	(77,888)
FCFF	**279,552**	**460,317**	**454,489**	**465,853**	**636,958**
NPV giai đoạn 2026-2030F					**1.859.006**
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn (g = 0.5%)					**4.839.417**
Giá trị VCSH					**3.685.676**
Số lượng CPLH					**128.731.266**
Định giá					**28.641**

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
EPS dự phóng 2026	3.302

P/E áp dụng (trung bình)	5.4
Định giá	**17.828**

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Căng thẳng xung đột phức tạp hơn dự báo khiến nhu cầu may mặc toàn cầu suy giảm.

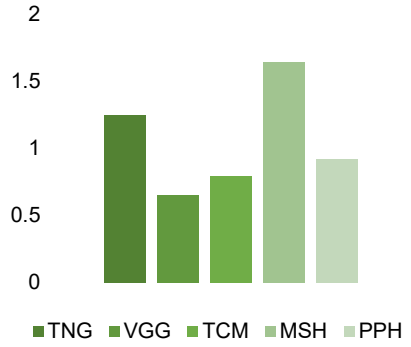
- Lãi vay tăng mạnh hơn dự kiến làm ảnh hưởng chi phí lãi vay

- Biểu tình tại Pháp kéo dài gây ảnh hưởng đến tình trạng tiêu dùng

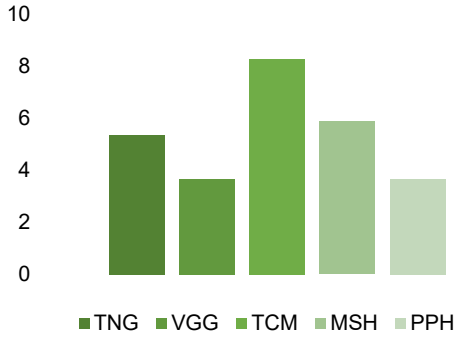
- Chi phí nguyên phụ liệu tăng mạnh so với dự báo tiếp tục gây sức ép lên sức mua và khả năng chấp nhận chi phí của khách hàng.

ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI

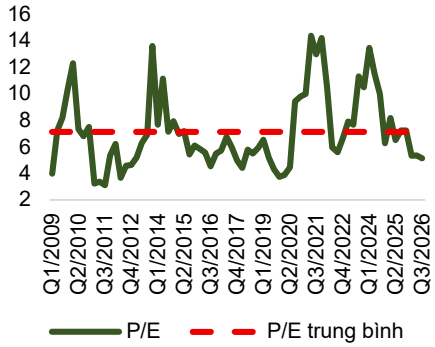
P/B ngành



P/E ngành

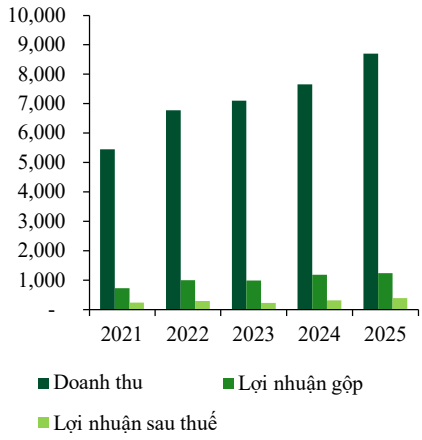


Lịch sử P/E của TNG

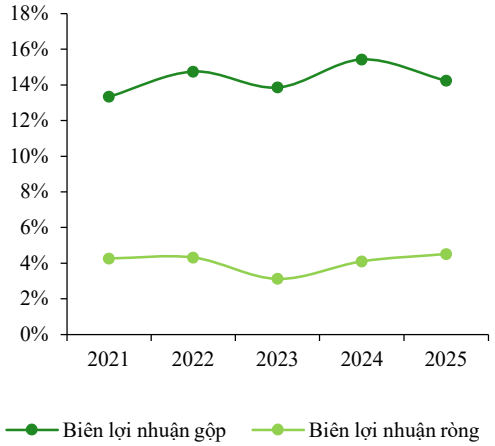


KẾT QUẢ KINH DOANH

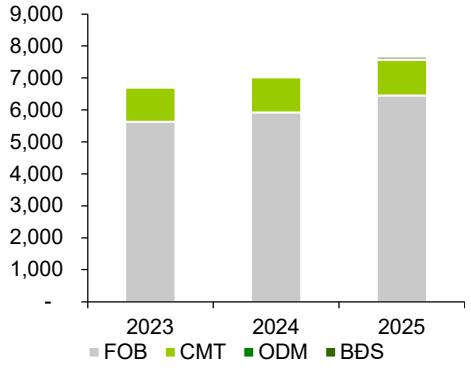
Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận

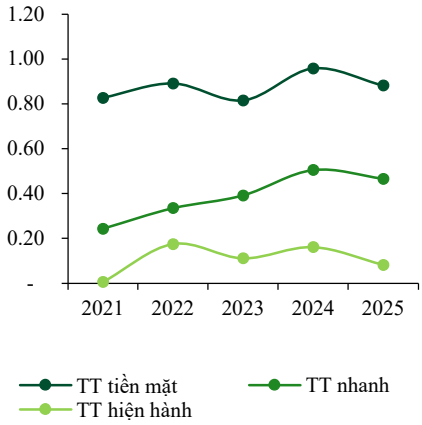


Tỷ trọng doanh thu

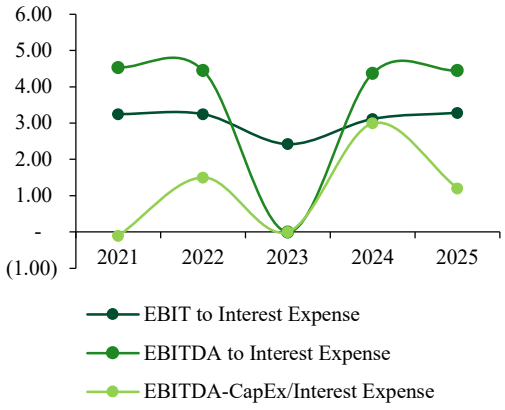


SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

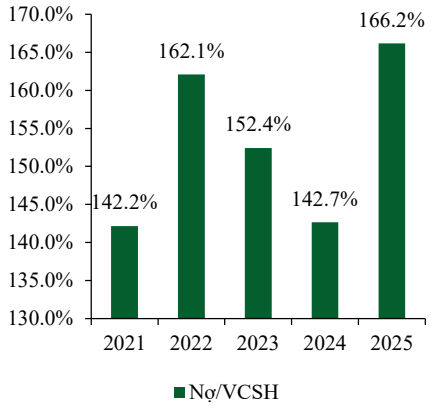
Khả năng thanh toán



Thanh toán lãi vay



Nợ/VCSH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	8,698,588	10,220,841	11,242,926	12,142,360	12,992,325
- Giá vốn hàng bán	7,459,391	8,797,078	9,691,402	10,442,429	11,173,399
Lợi nhuận gộp	1,239,198	1,423,763	1,551,524	1,699,930	1,818,925
- Chi phí bán hàng	101,302	122,650	146,158	169,993	181,893
- Chi phí quản lí DN	457,890	521,263	595,875	655,687	701,586
Lợi nhuận HĐKD	680,006	779,850	809,491	874,250	935,447
- (Lỗ) / lại tỷ giá	-45,128	-53,026	-58,328	-62,995	-67,404
- Lợi nhuận khác	28,326	47,454	43,737	39,839	43,677
EBIT	696,808	785,422	824,082	897,405	959,175
- Chi phí lãi vay	212,153	261,418	276,243	282,249	288,615
LNTT	484,656	524,003	547,839	615,156	670,559
- Thuế TNDN	91,561	98,995	103,498	116,215	126,682
LNST	393,095	425,009	444,342	498,941	543,877
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LNST CĐ CT Mẹ	393,095	425,009	444,342	498,941	543,877
EPS (đ)	3,179	3,302	3,452	3,876	4,225
EBITDA	1,094,245	1,160,062	1,256,944	1,347,685	1,449,527
Tăng trưởng	**2025**	**2026**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Doanh thu	13.6%	17.5%	10.0%	8.0%	7.0%
LN HĐKD	5.1%	14.7%	3.8%	8.0%	7.0%
LN Hợp nhất	24.9%	8.1%	4.5%	12.3%	9.0%
LNST	24.9%	8.1%	4.5%	12.3%	9.0%
EBIT	21.2%	12.7%	4.9%	8.9%	6.9%
EPS	60.2%	3.9%	4.5%	12.3%	9.0%
Tổng tài sản	18.8%	6.0%	6.9%	6.6%	5.2%
Nợ vay	23.2%	9.5%	2.2%	2.2%	2.3%
VCSH	5.8%	8.4%	8.6%	10.2%	11.0%
Khả năng sinh lời	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Tỷ suất LNG	14.2%	13.9%	13.8%	14.0%	14.0%
Tỷ suất LNST	4.5%	4.2%	4.0%	4.1%	4.2%
ROE DuPont	20.2%	20.4%	19.6%	20.1%	19.8%
ROA DuPont	6.2%	6.0%	5.9%	6.2%	6.3%
Tỷ suất EBIT	8.0%	7.7%	7.3%	7.4%	7.4%
LNTT / LNST	81.1%	81.1%	81.1%	81.1%	81.1%
LNTT / EBIT	69.6%	66.7%	66.5%	68.5%	69.9%
Vòng quay TTS	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
Đòn bẩy tài chính	3.3	3.4	3.3	3.3	3.1
ROIC	7.9%	7.6%	7.5%	8.0%	8.3%
Hiệu quả hoạt động	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
Số ngày tồn kho	35.2	35.3	33.6	33.9	34.0
Số ngày phải thu	61.7	60.8	58.8	59.4	59.6
Số ngày phải trả	40.1	36.1	35.1	36.2	36.3
Luân chuyển tiền	56.7	60.0	57.3	57.1	57.4
COGS/Hàng tồn kho	5.9	6.0	6.2	6.1	6.1
An toàn tài chính	**2025**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2029F**
TT hiện hành	0.88	0.90	0.92	0.93	0.92
TT nhanh	0.47	0.47	0.48	0.48	0.47
TT tiền mặt	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10
Nợ / Tài sản	0.48	0.50	0.48	0.46	0.44
Nợ / Vốn sử dụng	0.62	0.63	0.61	0.59	0.57
Nợ / Vốn CSH	1.66	1.68	1.58	1.46	1.35
Khả năng TT lãi vay	3.28	3.00	2.98	3.18	3.32

Cân đối kế toán	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tài sản					
+ Tiền	314,638	369,700	406,670	439,204	469,948
+ ĐTTC ngắn hạn	474,371	474,371	474,371	474,371	474,371
+ Phải thu	990,940	985,148	1,083,663	1,170,356	1,252,281
+ Hàng tồn kho	1,445,531	1,485,934	1,636,996	1,763,853	1,887,323
+ Khác	142,852	167,851	184,636	199,407	213,366
Tài sản ngắn hạn	3,368,332	3,483,004	3,786,336	4,047,191	4,297,289
+ Tài sản dài hạn	4,935,300	5,483,867	5,981,244	6,559,697	7,101,163
+ Khấu hao lũy kế	1,744,610	2,053,434	2,389,414	2,748,952	3,137,462
+ Tài sản dài hạn	3,190,689	3,430,433	3,591,830	3,810,744	3,963,701
+ ĐTTC dài hạn	0	0	0	0	0
+ Khác	350,505	411,843	453,027	489,269	523,518
Tài sản dài hạn	3,541,194	3,842,276	4,044,857	4,300,014	4,487,219
Tổng Tài sản	**6,909,526**	**7,325,280**	**7,831,194**	**8,347,205**	**8,784,508**
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	862,125	876,825	988,829	1,084,451	1,138,027
+ Vay ngắn hạn	2,371,044	2,487,654	2,517,500	2,584,231	2,803,570
+ Khác	584,619	511,785	619,459	697,695	704,314
Nợ ngắn hạn	**3,817,787**	**3,876,264**	**4,125,789**	**4,366,377**	**4,645,911**
+ Vay dài hạn	956,342	1,156,110	1,205,213	1,219,701	1,088,909
+ Phải trả dài hạn	133,005	120,368	140,775	160,232	162,378
Nợ dài hạn	1,089,347	1,276,478	1,345,987	1,379,932	1,251,286
Tổng nợ	**4,907,134**	**5,152,742**	**5,471,776**	**5,746,309**	**5,897,197**
+ Vốn điều lệ	1,287,313	1,287,313	1,287,313	1,287,313	1,287,313
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	40,989	40,989	40,989	40,989	40,989
+ LN giữ lại	674,091	841,637	1,028,516	1,269,995	1,556,409
+ Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2,002,392	2,169,938	2,356,818	2,598,296	2,884,711
Tổng nguồn vốn	**6,909,526**	**7,322,680**	**7,828,594**	**8,344,605**	**8,781,908**

Lưu chuyển tiền	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Tiền đầu năm	**444,563**	**314,638**	**369,700**	**406,670**	**439,204**
LNST	**393,095**	**425,009**	**444,342**	**498,941**	**543,877**
+ Khấu hao lũy kế	249,928	308,824	335,980	359,539	388,510
+ Điều chỉnh	70,415	-73,976	-20,777	-16,785	-32,103
+ Thay đổi VLĐ	-280,798	-117,744	-46,683	-54,465	-159,158
Tiền từ HĐKD	**432,640**	**542,113**	**712,861**	**787,230**	**741,126**
+ Thanh lý TSCĐ	2,478	0	0	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-689,415	-548,568	-497,377	-578,453	-541,466
+ Đầu tư ròng	#N/A N/A	0	0	0	0
+ Khác	-206,557	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	**-893,494**	**-548,568**	**-497,377**	**-578,453**	**-541,466**
+ Cổ tức đã trả	-272,808	-257,463	-257,463	-257,463	-257,463
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	7,809,338	116,610	29,846	66,731	219,339
+ Nợ dài hạn	-7,203,728	199,769	49,102	14,488	-130,792
+ Khác	727	0	0	0	0
Tiền từ HĐTC	**333,530**	**58,917**	**-178,514**	**-176,243**	**-168,916**
Lưu chuyển tiền	-127,324	52,462	36,970	32,534	30,744
Tiền cuối năm	**317,238**	**369,700**	**406,670**	**439,204**	**469,948**

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>