

Báo cáo phân tích lần đầu

TNG · Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại TNG

Sàn HNX · Niêm yết 2007

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Chúng tôi đánh giá **TNG** là doanh nghiệp dệt may tư nhân hàng đầu miền Bắc với lợi thế tệp khách hàng lớn tại **Mỹ, EU** (Decathlon ~30% doanh thu, Columbia, H&M, The North Face), giúp lấp đầy công suất **đến tháng 10–11/2026** nhờ quy mô sản xuất lớn (367 dây chuyền, 18.872 lao động). Bất chấp áp lực thuế, KQKD 2025 lập kỷ lục với doanh thu **8.699 tỷ đồng (+13,6%)** và LNST **393 tỷ đồng (+24,9%)**. Đà tăng trưởng tiếp diễn khi doanh thu 5 tháng đầu năm 2026 đạt **3.815 tỷ đồng (+23,0% YoY)**. Rủi ro lớn nhất là đòn bẩy tài chính cao (nợ vay ròng ~1,7x VCSH cuối Q1/2026), song được kỳ vọng giảm dần sau khi tất toán 300 tỷ đồng trái phiếu vào tháng 5/2026. Ở mức **P/E ~5,9x** (TTM, EPS ~3.185đ) — thấp hơn đáng kể bình quân lịch sử ~7,5x, định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn rủi ro. Nếu tiến trình giảm nợ và đàm phán thuế Mỹ sau 24/07/2026 diễn ra thuận lợi, cổ phiếu TNG có **địa điểm được tái định giá tích cực**.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Tầm nhìn doanh thu được đảm bảo**
Tệp đối tác truyền thống (Decathlon ~30% doanh thu, Columbia ~8%, Asmara, Haddad) và các khách hàng mới (H&M, The North Face, LIDL, Walmart) giúp **lấp đầy công suất đến tháng 10–11/2026**. Hình thức FOB (trên 80% doanh thu) tạo sự chủ động về nguyên liệu và tối ưu biên lợi nhuận.
- Tự động hóa & chuyển dịch sản phẩm**
TNG dẫn đầu về mức độ tự động hóa (**58 chuyên treo tự động**, robot AGV, hệ thống ERP nội bộ). Chiến lược tập trung vào sản phẩm kỹ thuật cao (áo lông vũ, ép seam) tạo rào cản ngành vững chắc, củng cố mục tiêu **doanh thu 1 tỷ USD vào năm 2031**.
- Hưởng lợi từ dịch chuyển chuỗi cung ứng**
TNG nắm bắt tốt dòng đơn hàng rời khỏi Trung Quốc và Bangladesh nhờ đáp ứng nghiêm ngặt chuẩn **ESG** (nhà máy LEED/LOTUS, lò hơi sinh khối) — điều kiện tiên quyết để tiếp cận các thương hiệu cấp 1 như Nike, Adidas.
- Định giá chiết khấu so với lịch sử**
Với **P/E ~5,9x** — thấp hơn lịch sử (~7,5x) và ngành (~6x) dù ROE dẫn đầu (~20%), định giá cổ phiếu có dư địa cải thiện nếu lộ trình giảm nợ và đàm phán thuế Mỹ (sau 24/07/2026) thuận lợi. Ngoài ra, cổ tức tiền mặt **20% (2025)** tiếp tục củng cố biên an toàn.

RỦI RO CHÍNH

- Đòn bẩy tài chính cao nhất ngành**
Dư nợ cuối Q1/2026 lên tới **4.271 tỷ đồng** (nợ vay ròng ~1,7x vốn chủ sở hữu) — mức đòn bẩy cao nhất nhóm dệt may niêm yết, khiến lợi nhuận nhạy cảm hơn với chi phí vốn. Điểm sáng là áp lực này đang hạ nhiệt khi doanh nghiệp vừa tất toán đúng hạn 300 tỷ đồng trái phiếu TNG122017 vào tháng 5/2026.
- Chính sách thương mại Mỹ**
Mỹ đóng góp **~42% tổng doanh thu**. Rủi ro rào cản thương mại hiện hữu với mức thuế tạm tính 10% (có nguy cơ nâng lên 15% sau ngày 24/07/2026) và cuộc điều tra theo Mục 301 khởi động từ tháng 3/2026.
- Quy tắc xuất xứ**
Khoảng **60% vải đầu vào** phải nhập khẩu theo chỉ định (hơn một nửa từ Trung Quốc). Việc này hạn chế khả năng tận dụng trọn vẹn ưu đãi thuế quan từ EVFTA/CPTPP và tiềm ẩn rủi ro bị xếp vào nhóm hàng trung chuyển khi xuất vào Mỹ.
- Áp lực biên lợi nhuận & công nợ**
Biên lợi nhuận gộp Q1/2026 thu hẹp còn **12,1%** do chi phí nhân công và nguyên liệu (vải polyester) tăng 15–20%. Ngoài ra, cần lưu ý rủi ro trích lập công nợ từ các đối tác khó khăn tài chính (tiền lệ The Children's Place) và rủi ro phân tán vốn khi đầu tư ngoài ngành vào TNG Land.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

Vốn hóa	2.407 tỷ đ
SLCP lưu hành	128,7 tr CP
52T cao/thấp	26.170 / 16.650
P/E · P/B	5,9x / 1,2x

CƠ CẤU SỞ HỮU

Nguyễn Văn Thời (sáng lập)	19,2%
Nguyễn Đức Mạnh (Chủ tịch)	12,0%
Sở hữu nước ngoài (giữa 2026)	22,2%
Số cổ đông	12.896

THÔNG TIN TỔ CHỨC

Ngành	Dệt may
Vốn điều lệ	1.287 tỷ đ
Số nhân viên	18.872
Trụ sở	TP. Thái Nguyên

1. Hồ sơ doanh nghiệp

1.1. Hồ sơ & mô hình hoạt động

Doanh nghiệp may mặc xuất khẩu tư nhân hàng đầu miền Bắc.

TNG (tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái, 1979) là doanh nghiệp may mặc xuất khẩu có lịch sử gần 50 năm, trụ sở tại TP. Thái Nguyên. Công ty cổ phần hóa năm 2003, niêm yết HNX từ năm 2007 với vốn điều lệ hiện tại 1.287 tỷ đồng. Hoạt động cốt lõi là **gia công may mặc xuất khẩu (~99% doanh thu)** với sản phẩm chủ lực là áo khoác, quần dài và quần áo trẻ em — sản lượng trên 50 triệu sản phẩm/năm, xuất khẩu tới **50 quốc gia và vùng lãnh thổ** — dẫn đầu là châu Mỹ (~49% doanh thu 2025, riêng Hoa Kỳ 42,4% kim ngạch xuất khẩu) và châu Âu (~43%).

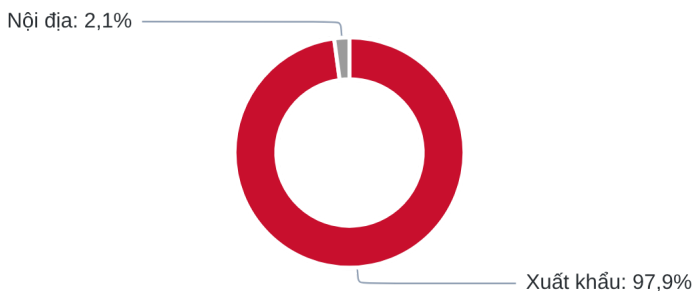
<p>DÂY CHUYỀN SẢN XUẤT</p> <p>367</p> <p>lớn nhất nhóm niêm yết</p>	<p>LAO ĐỘNG</p> <p>18.872</p> <p>người · 18 chi nhánh (31/12/2025)</p>	<p>DOANH THU 2025</p> <p>8.699</p> <p>tỷ đồng · +13,6% svck</p>	<p>KHÁCH HÀNG LỚN NHẤT</p> <p>~30%</p> <p>doanh thu từ Decathlon (EU)</p>
---	--	---	---

Mô hình sản xuất: TNG gia công theo phương thức **FOB cấp 1 (trên 80% doanh thu)** — tự nhập nguyên liệu theo chỉ định của khách hàng rồi sản xuất trọn gói, và **CMT** — nhận nguyên liệu từ khách. FOB có đơn giá và biên gộp tốt hơn CMT, nhưng đòi hỏi nguồn vốn lưu động lớn để nhập nguyên phụ liệu phục vụ sản xuất (đúng với mục đích vay "bổ sung vốn lưu động" ghi trong thuyết minh BCTC kiểm toán). Ngoài may mặc, TNG còn cho thuê hạ tầng Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 (70 ha) và đầu tư bất động sản qua công ty liên kết TNG Land (48,8%).

Cơ cấu doanh thu phản ánh đậm nét định hướng xuất khẩu: năm 2025, **xuất khẩu đóng góp 97,9% doanh thu** (8.512 tỷ đồng) trong khi nội địa chỉ 2,1% (186 tỷ đồng) — TNG gần như đặt trọn quy mô vào thị trường quốc tế, đổi lại là đơn hàng lớn và biên độ tăng trưởng gắn với thương mại toàn cầu. Phân theo khu vực, **châu Mỹ chiếm 49,0% và châu Âu 43,0%** — hai trụ cột tương đối cân bằng giúp giảm rủi ro tập trung; phần còn lại thuộc châu Á (7,6%).

Cơ cấu doanh thu theo loại hình 2025

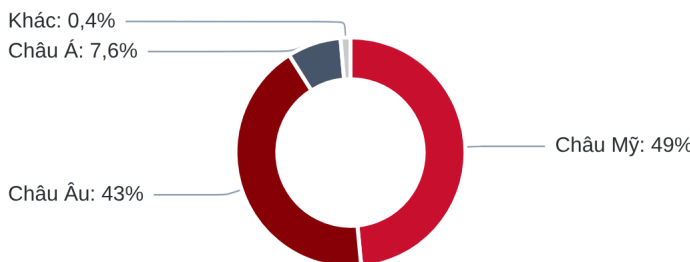
(% doanh thu)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo khu vực 2025

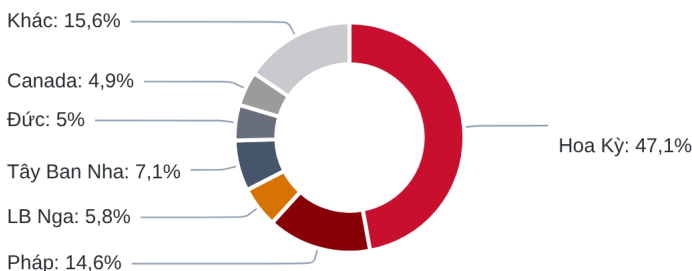
(% doanh thu)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Thị trường xuất khẩu 2024

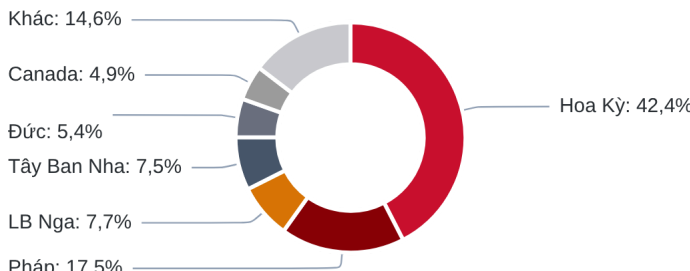
(% kim ngạch · top 6 thị trường, còn lại gộp vào Khác)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Thị trường xuất khẩu 2025

(% kim ngạch · top 6 thị trường, còn lại gộp vào Khác)

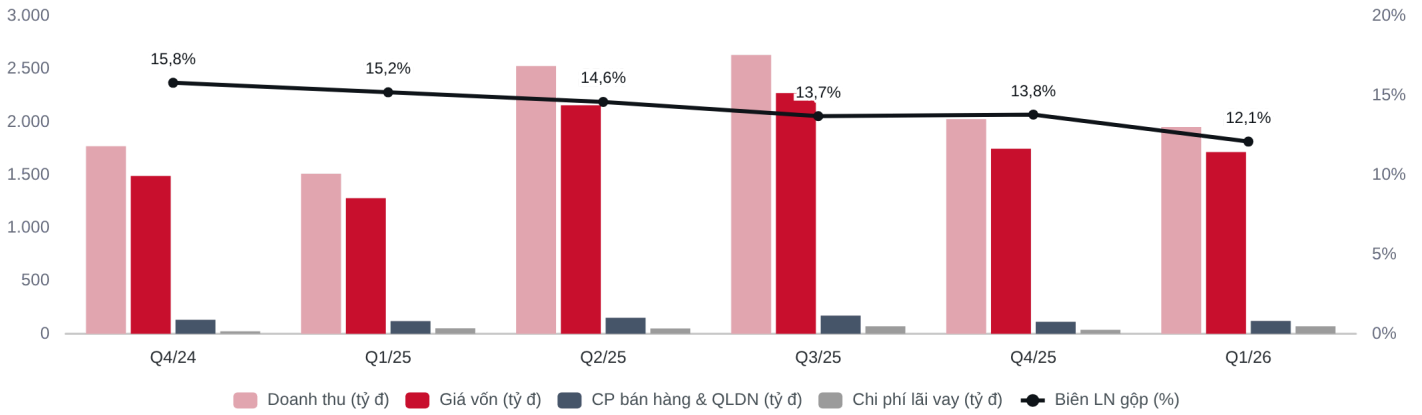


Nguồn: TCBS tổng hợp

Đi sâu vào từng thị trường, cơ cấu 2025 cho thấy nỗ lực **đa dạng hóa rõ rệt**: tỷ trọng Hoa Kỳ giảm từ 47,1% (2024) về **42,4%**, trong khi Pháp — thị trường gắn với khách hàng chiến lược Decathlon — tăng từ 14,6% lên **17,5%** và Liên bang Nga vươn lên 7,7% (từ 5,8%). Mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ giảm dần là tầm đệm quan trọng trước các kịch bản thuế quan, dù Mỹ vẫn là thị trường quyết định biên độ tăng trưởng.

Doanh thu, chi phí & biên lợi nhuận gộp theo quý

(tỷ đồng · % · 6 quý gần nhất)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Nhìn theo quý, **doanh thu giữ xu hướng đi lên rõ rệt**: từ 1.771 tỷ đồng (Q4/2024) lên vùng đỉnh 2.528–2.633 tỷ đồng ở quý 2–3/2025 — mùa cao điểm giao hàng — và đạt 1.952 tỷ đồng trong Q1/2026 (+29,2% svck, mức quý 1 cao nhất 5 năm). Tuy nhiên, **giá vốn bám sát và tăng nhanh hơn doanh thu** (+34,0% svck trong Q1/2026 so với +29,2% của doanh thu), khiến **biên lợi nhuận gộp thu hẹp rõ rệt trong 6 quý gần đây** từ 15,8% (Q4/2024) về 12,1% (Q1/2026): tốc độ tăng chi phí đầu vào (lương công nhân, vải polyester) đang vượt khả năng chuyển vào đơn giá bán. Điểm sáng là **chi phí bán hàng & QLDN được kiểm soát tốt**: dao động hẹp 114–172 tỷ đồng/quý và tỷ lệ trên doanh thu giảm từ 8,0% về 6,3%. Ngược lại, **chi phí lãi vay biến động mạnh nhất** — từ 23 lên 71 tỷ đồng/quý theo chu kỳ vay vốn lưu động nhập nguyên liệu; riêng Q1/2026 đạt 71 tỷ đồng, gấp ~3 lần Q4/2024, phản ánh dư nợ tăng khi đơn hàng tập trung vào nửa đầu năm. Xét cả năm 2025, nguyên vật liệu chiếm ~55% chi phí sản xuất, nhân công ~35%; giá vốn tương đương ~86% doanh thu — mức thâm dụng đặc trưng của mô hình FOB.

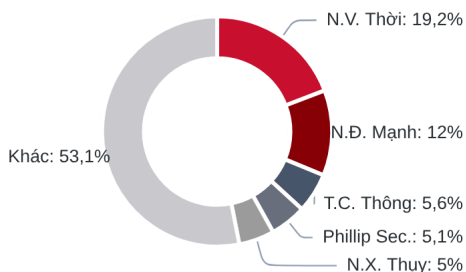
1.2. Lịch sử hình thành

- 1979 Thành lập Xí nghiệp May Bắc Thái**
 Doanh nghiệp nhà nước chuyên sản xuất quần áo trẻ em và đồ bảo hộ lao động, với sự viện trợ của CHDC Đức.
- 2003 Cổ phần hóa**
 Chuyển thành Công ty Cổ phần May Xuất khẩu Thái Nguyên, chuẩn bị niêm yết.
- 2007 Niêm yết HNX**
 Đổi tên thành CTCP Đầu tư và Thương mại TNG, cổ phiếu giao dịch trên sàn HNX.
- 2006–2018 Mở rộng hệ thống nhà máy**
 Lần lượt xây dựng các nhà máy Sông Công (2006), Phú Bình (2010), Đại Từ (2013) và mua lại nhà máy Đồng Hỷ (2018).
- 2019–2021 Mở rộng sang bất động sản**
 Triển khai chung cư TNG Village (2019) và Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 quy mô 70 ha (2021).
- 2023–2024 Tự động hóa & tái cấu trúc**
 Thành lập chi nhánh tự động hóa TOT (2023); thoái vốn TNG Land xuống 48,8% — tập trung nguồn lực cho may mặc cốt lõi.
- 04/2026 Chuyển giao thể hệ lãnh đạo**
 Ông Nguyễn Đức Mạnh tiếp quản vị trí Chủ tịch HĐQT từ nhà sáng lập Nguyễn Văn Thời tại ĐHĐCĐ ngày 19/04/2026.

1.3. Cơ cấu sở hữu

Cơ cấu sở hữu

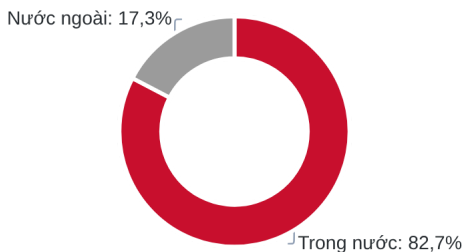
(% vốn điều lệ)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Cổ đông theo khu vực

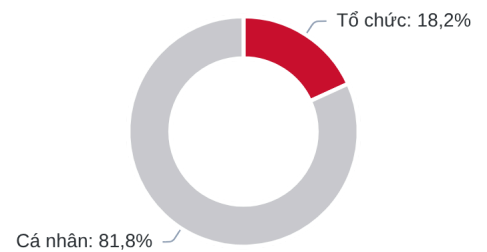
(% số cổ phiếu · chốt 26/01/2026)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Tổ chức / cá nhân

(% số cổ phiếu · chốt 26/01/2026)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông tương đối phân tán: gia đình sáng lập và ban lãnh đạo nắm ~37% (ông Nguyễn Văn Thời 19,2%, ông Nguyễn Đức Mạnh 12,0%, ông Trần Cảnh Thông 5,6%), nhà đầu tư nước ngoài sở hữu ~22,2% (giữa 2026) — tỷ lệ free-float cao giúp thanh khoản cổ phiếu thuộc nhóm tốt trên HNX.

Thông tin giao dịch cổ phiếu TNG năm 2025

Chỉ tiêu	Giá trị
Giá đóng cửa cao nhất	22.780 đ (03/01/2025)
Giá đóng cửa thấp nhất	13.300 đ (09/04/2025)
KLGD bình quân/ngày	1.242.120 CP
Tổng khối lượng khớp lệnh cả năm	306,8 triệu CP
Số lượng cổ phiếu lưu hành	128.731.266 CP
Vốn hóa tại 31/12/2025	2.343 tỷ đ

Theo danh sách cổ đông chốt ngày 26/01/2026, TNG có **12.896 cổ đông**; 10 cổ đông lớn nắm **39,55%** (trong đó các tổ chức ngoại lớn như Norges Bank ~5,1% và Phillip Securities ~5,1%), **hoàn toàn không có sở hữu Nhà nước**. Nhà đầu tư nước ngoài nắm 17,34% — gần như toàn bộ là tổ chức (16,55%) — và tiếp tục nâng lên ~22,2% đến giữa 2026. Biên độ giá năm 2025 ở mức rộng (13.300–22.780 đồng): đáy ngày 09/04/2025 trùng thời điểm Mỹ công bố thuế đối ứng — minh họa rõ độ nhạy của cổ phiếu với biến số thuế quan.

1.4. Lịch sử trả cổ tức

TNG ghi nhận lịch sử chi trả cổ tức đều đặn ở mức **16–20%/mệnh giá** xuyên suốt một thập kỷ qua, đi kèm sự chuyển dịch cơ cấu phân phối chiến lược. Giai đoạn 2015–2018, doanh nghiệp chi trả **100% bằng cổ phiếu** (20%/năm) nhằm tích lũy nguồn vốn (retained earnings) tài trợ cho kế hoạch mở rộng nhà máy; đến giai đoạn 2019–2023 áp dụng chính sách hỗn hợp (8% tiền mặt và 8% cổ phiếu). Đáng chú ý, từ năm 2024, TNG đã chuyển dịch hoàn toàn sang hình thức **cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 20%/năm** (cổ tức năm 2025 được giải ngân qua 4 đợt, mỗi đợt 5% và hoàn tất vào tháng 5/2026). Chính sách này mang lại **tỷ suất cổ tức (dividend yield) xấp xỉ 11%** theo thị giá, định vị TNG vào nhóm có tỷ suất sinh lời hấp dẫn bậc nhất trên thị trường niêm yết. Bước ngoặt phân phối này phản ánh vị thế dòng tiền hoạt động dồi dào sau khi doanh nghiệp hoàn tất chu kỳ đầu tư công suất lớn (CAPEX), đồng thời giải quyết triệt để rủi ro pha loãng tỷ lệ sở hữu đã kéo dài trong nhiều năm trước đó.

Lịch sử trả cổ tức theo năm

Năm	Tiền mặt	Cổ phiếu	Tổng (% mệnh giá)
2015	–	20%	20%
2016	–	20%	20%
2017	–	20%	20%
2018	–	20%	20%
2019	8%	8%	16%
2020	8%	8%	16%
2021	8%	8%	16%
2022	8%	8%	16%
2023	8%	8%	16%
2024	20%	–	20%
2025	20%	–	20%

Nguồn: TCBS tổng hợp. Năm 2025 gồm 4 đợt tiền mặt 5%, hoàn tất 06/05/2026.

1.5. Ban lãnh đạo

Họ tên	Chức vụ	Năm sinh	Thâm niên	Trình độ chuyên môn
Nguyễn Đức Mạnh	Chủ tịch HĐQT (từ 04/2026)	1983	25 năm	MBA ĐH Hawaii · Cử nhân CNTT (Hoa Kỳ)
Nguyễn Văn Thời	Phó Chủ tịch HĐQT · Nhà sáng lập	1958	32 năm	Kỹ sư cơ điện mô · Cử nhân kinh tế
Trần Minh Hiếu	Tổng Giám đốc (từ 04/2025)	1979	19 năm	MBA QTKD quốc tế (ĐH Nam Columbia, Hoa Kỳ)
Đoàn Thị Thu	TV HĐQT điều hành kiêm Phó TGD	1972	31 năm	Thạc sĩ QTKD · Kỹ sư may
Nguyễn Hoàng Giang	TV HĐQT độc lập · Chủ tịch UB Kiểm toán	1986	5 năm	Thạc sĩ QTKD · Kỹ sư máy tính (ĐH Nebraska)
Hà Thị Tuyết	TV HĐQT độc lập · UB Kiểm toán	1984	1 năm	Cử nhân Luật
Lưu Đức Huy	Phó Tổng Giám đốc	–	–	Chuyên trách sản xuất
Nguyễn Thị Phương	Phó Tổng Giám đốc	–	–	Chuyên trách CNTT
Lê Xuân Vĩ	Phó Tổng Giám đốc	–	–	Chuyên trách vận hành
Trần Thị Thu Hà	Kế toán trưởng	1973	27 năm	Cử nhân Kế toán

Nguồn: TCBS tổng hợp

Điểm nhấn quản trị năm 2026 là cuộc **chuyển giao thế hệ**: ông Nguyễn Đức Mạnh — MBA Đại học Hawaii, cử nhân CNTT tại Mỹ, 25 năm gắn bó với công ty — chính thức kế nhiệm cha là nhà sáng lập Nguyễn Văn Thời tại ĐHCĐ 19/04/2026; trước đó một năm, vị trí Tổng Giám đốc cũng được trao cho ông Trần Minh Hiếu (MBA Hoa Kỳ). Bộ máy quản trị theo thông lệ tốt **G20/OECD**: HĐQT 7 thành viên với trên 20% là thành viên độc lập, Ủy ban Kiểm toán trực thuộc và **5 tiểu ban chuyên trách** (Kiểm toán; Nhân sự – Thù lao; Chính sách phát triển; Phát triển bền vững; Quan hệ cổ đông). Khác với phần lớn doanh nghiệp cùng ngành, ban lãnh đạo sở hữu tỷ lệ cổ phần lớn (~31% riêng hai cha con Chủ tịch) gắn kết lợi ích với cổ đông; đội ngũ điều hành có thâm niên bình quân 19–32 năm, kết hợp thế hệ kế cận du học Mỹ am hiểu công nghệ — nền tảng cho chiến lược số hóa và tự động hóa toàn diện.

2. Phân tích ngành dệt may

2.1. Chuỗi giá trị & động lực cạnh tranh

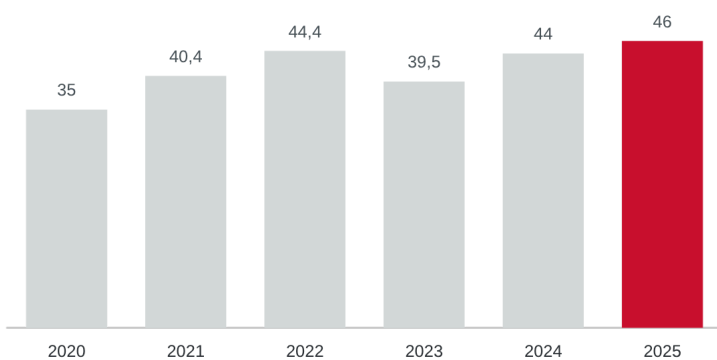
Việt Nam giữ vị thế top đầu xuất khẩu may mặc toàn cầu, nhưng lợi thế nhân công giá rẻ đang mỏng dần.

Việt Nam là một trong ba nước xuất khẩu may mặc lớn nhất thế giới, trong đó Mỹ chiếm ~47% kim ngạch, theo sau là EU, Nhật Bản và Hàn Quốc. Phần lớn doanh nghiệp trong nước tham gia chuỗi giá trị ở khâu đơn giản: **CMT (~35%) và FOB cấp 1 (~55%)** với biên gộp 10–20%, thấp hơn đáng kể các phương thức ODM/OBM (20–30%+) vốn đòi hỏi năng lực thiết kế và thương hiệu riêng.

Hai điểm nghẽn cạnh tranh lớn nhất của ngành: **(i) chi phí nhân công tăng nhanh** — lương tối thiểu tăng bình quân ~12%/năm từ 2009, đưa mức lương công nhân may Việt Nam lên gấp ~3 lần Bangladesh và ~2 lần Ấn Độ; **(ii) phụ thuộc vải nhập khẩu** — nguồn cung nội địa mới đáp ứng ~25% nhu cầu, ~92% vải nhập có xuất xứ Đông Á (riêng Trung Quốc 65%), khiến nhiều đơn hàng không đáp ứng quy tắc xuất xứ "từ vải trở đi" của EVFTA/CPTPP.

Tổng giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam

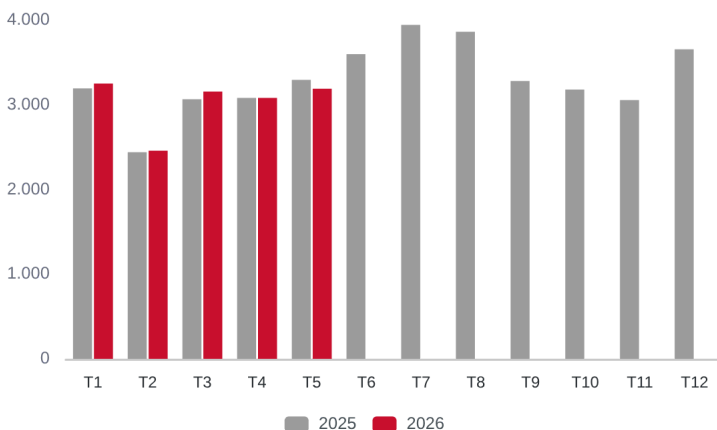
(tỷ USD · toàn ngành, gồm sơ sọi)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Xuất khẩu hàng dệt, may theo tháng

(triệu USD · 2025 vs 2026)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Về quy mô, xuất khẩu dệt may Việt Nam lập kỷ lục ~46 tỷ USD năm 2025 (+5,8% svck), giữ vững vị thế top 3 thế giới sau Trung Quốc và Bangladesh; toàn ngành đặt mục tiêu ~50 tỷ USD cho năm 2026. Đà tăng chững lại trong năm 2026: theo Cục Hải quan, kim ngạch hàng dệt, may 5 tháng đầu năm đạt 15,13 tỷ USD (+0,4% svck), trong đó quý 1 còn tăng +1,9% nhờ các nhà nhập khẩu Mỹ đẩy nhanh nhận hàng trong giai đoạn hoãn thuế đối ứng, nhưng tháng 4 đi ngang và tháng 5 giảm 3,2% svck khi hiệu ứng front-loading hạ nhiệt — biến số cần theo dõi cho nửa cuối năm.

Xét cạnh tranh quốc tế, Việt Nam tiếp tục mở rộng thị phần tại các thị trường may mặc trọng điểm trong khi Trung Quốc thu hẹp: thị phần hàng may mặc Việt Nam tại Mỹ tăng lên 21,1% năm 2025 (2024: 18,9%) — vượt qua Trung Quốc, tại Nhật Bản lên 18,7% (2024: 17,9%); riêng Hàn Quốc giảm nhẹ về 27% (2024: 29,2%) khi hàng Trung Quốc chuyển hướng sang thị trường này để bù đắp thị phần mất tại Mỹ. So với các đối thủ trực tiếp, Việt Nam có vị thế tương đối thuận lợi: Ấn Độ đối mặt mức thuế cao (tới 50% liên quan vấn đề dầu Nga, kể cả khi hạ về 25% thì lợi thế dệt may vẫn bị xói mòn) cùng rủi ro địa chính trị của một thành viên BRICS; Bangladesh tuy nâng thị phần tại Mỹ lên 8,2% cuối năm 2025 nhưng bị cản trở bởi bất ổn chính trị trong nước. Mạng lưới FTA rộng (EVFTA, CPTPP) cũng là khác biệt mà Bangladesh hay Pakistan chưa có.

Về cơ chế tác động của thuế quan trong năm 2026, các chỉ số giá hàng hóa cho thấy thuế đối ứng đang dần được chuyển sang người tiêu dùng Mỹ; mặt bằng giá cao hơn cộng với niềm tin tiêu dùng còn yếu (chỉ số niềm tin tiêu dùng Mỹ tháng 12/2025 ở mức 52,9 — đã cải thiện nhưng vẫn thấp) dự kiến làm giảm tiêu thụ hàng dệt may tại Mỹ trong nửa đầu 2026, lý giải vì sao đà xuất khẩu chững lại sau khi hiệu ứng front-loading hạ nhiệt.

Tác động phân hóa theo thị trường: tại Hàn Quốc, hàng Trung Quốc giá rẻ dịch chuyển sang tạo áp lực cạnh tranh lên hàng Việt; ngược lại Nhật Bản — nơi quan hệ Trung – Nhật ở mức thấp — mở ra dư địa tăng thị phần cho hàng Việt Nam. Thuế theo ngành cụ thể chủ yếu nhắm vào các lĩnh vực công nghệ cao, thâm dụng vốn (bán dẫn, luyện kim, đóng tàu) chứ không trực tiếp vào dệt may thâm dụng lao động, song tác động tích lũy lên mặt bằng giá chung và tổng cầu tại Mỹ vẫn đáng kể.

Bối cảnh 2026 mang tính hai mặt: chính sách thuế quan Mỹ (thuế tạm 10% trong 150 ngày từ 24/02/2026, có thể lên 15% sau 24/07) khiến nhà bán lẻ Mỹ **đẩy nhanh nhận hàng, tích trữ tồn kho** trong nửa đầu năm; trong khi thuế suất với hàng Việt Nam đã trở về mặt bằng chung với Ấn Độ, Bangladesh — hạn chế rủi ro dịch chuyển đơn hàng và củng cố xu hướng nhân hàng tinh gọn nhà cung cấp, ưu tiên doanh nghiệp **quy mô lớn, tuân thủ ESG, giao hàng nhanh** — đúng nhóm lợi thế của TNG.

2.2. Vị thế cạnh tranh của TNG

Trong nhóm dệt may niêm yết, TNG nổi bật về **quy mô và tốc độ tăng trưởng**: 367 dây chuyền sản xuất — vượt xa May Sông Hồng (MSH) và Dệt may Thành Công (TCM); doanh thu tăng bình quân ~11%/năm giai đoạn 2019–2024, cao hơn hẳn mức ~2%/năm của toàn ngành. Quy mô lớn giúp TNG xử lý đồng thời nhiều đơn hàng nhỏ, mẫu mã đa dạng với thời gian giao 30–45 ngày. Kết quả kinh doanh 2025 (+13,6% doanh thu) còn được tiếp sức bởi yếu tố chu kỳ: khách hàng Mỹ — chiếm **42,4% cơ cấu doanh thu xuất khẩu** của TNG — đẩy mạnh đặt và nhận hàng sớm (**front-loading**) trong giai đoạn Mỹ hoãn áp thuế đối ứng, giúp các nhà máy chạy kín công suất từ giữa năm.

Điểm yếu tương đối là **biên lợi nhuận**: sản phẩm thuộc phân khúc trung cấp nên biên gộp ~14% thấp hơn MSH ~7 điểm phần trăm (MSH 21,2% năm 2025) và thấp hơn TCM ~2 điểm (TCM tự chủ vải, FOB cấp 2). Bù lại, ROE ~20% của TNG thuộc nhóm dẫn đầu nhờ vòng quay tài sản nhanh và đòn bẩy tài chính; **vòng quay tiền mặt ngắn, thuộc nhóm tốt nhất ngành**, phản ánh kỷ luật quản trị vốn lưu động tốt.

<p>DÂY CHUYỀN SX</p> <p>367</p> <p>Lớn nhất nhóm dệt may niêm yết</p>	<p>TĂNG TRƯỞNG DT 2019–24</p> <p>~11%</p> <p>/năm · ngành ~2%/năm</p>	<p>VÒNG QUAY TIỀN MẶT</p> <p>Ngắn</p> <p>thuộc nhóm tốt nhất ngành</p>
---	---	--

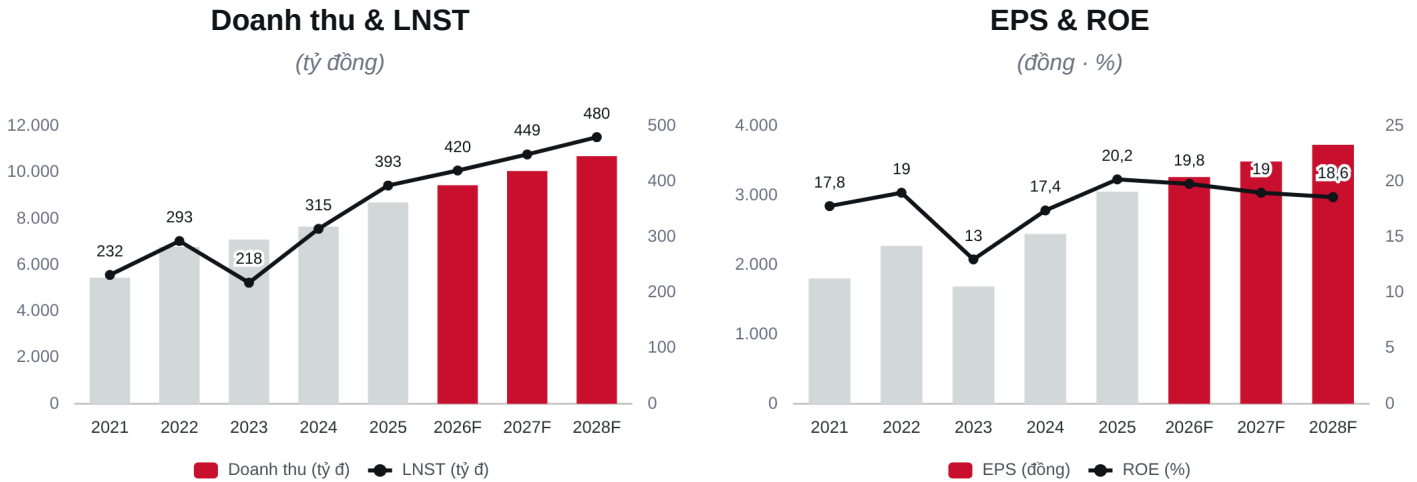
Về nền tảng vận hành, TNG có 12 nhà máy may (trong tổng 18 chi nhánh trực thuộc) với tổng 367 chuyền may; trong đó **Sông Công 3 là nhà máy lớn nhất** (42 chuyền, ~2.400 lao động, ~1.500 tỷ đồng doanh thu) và dành tới **~90% sản lượng cho Decathlon** — riêng khách hàng này đóng góp **khoảng 30% doanh thu toàn công ty**, vừa là quan hệ đối tác sâu vừa hàm ý mức độ tập trung cao. Năng lực cạnh tranh được củng cố bằng đầu tư công nghệ liên tục: truy xuất sản xuất thời gian thực qua QR (từ 2022), máy móc thế hệ mới giúp tăng **30–40% năng suất** và chi ~10 tỷ đồng/năm cho R&D. Định hướng nhất quán của ban lãnh đạo là tăng trưởng dựa trên hiệu suất thay vì cạnh tranh giá, kết hợp dịch chuyển dần lên ODM để cải thiện biên lợi nhuận.

Nguồn: TCBS tổng hợp

3. Tình hình kinh doanh & tài chính

3.1. Kết quả kinh doanh giai đoạn 2021–2025

Bốn năm liên tiếp lập đỉnh doanh thu; lợi nhuận 2025 cao nhất lịch sử hoạt động.



Nguồn: TCBS tổng hợp

Nguồn: TCBS tổng hợp

Sau khi lợi nhuận tạo đáy năm **2023** (LNST 218 tỷ đồng, -25,7% svck do sức mua toàn cầu suy yếu), TNG phục hồi nhanh chóng: LNST đạt **315 tỷ đồng (2024, +44,7%)** rồi lập kỷ lục **393 tỷ đồng (2025, +24,9%)** trên nền doanh thu 8.699 tỷ đồng (+13,6%) — năm thứ tư liên tiếp doanh thu lập đỉnh. ROE cải thiện từ 13,0% (2023) lên **20,2% (2025)**, EPS đạt 3.053 đồng.

Đáng chú ý, tăng trưởng đến từ **sản lượng và hiệu suất** nhiều hơn là giá: biên gộp 2025 giảm nhẹ về 14,2% (từ 15,4%) do chi phí nhân công tăng, nhưng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu được tiết giảm và quy mô đơn hàng lớn giúp hấp thụ chi phí cố định. Cụ thể, chi phí đầu vào năm 2025 tăng 5–10% (riêng polyester +15–20%) và lương công nhân tăng ~20%, song cơ chế FOB cho phép chuyển phần lớn chi phí logistics sang khách hàng, giúp biên gộp chỉ giảm nhẹ. Đợt lũ lụt tháng 10/2025 tại Thái Nguyên gây gián đoạn sản xuất cục bộ, song công ty vẫn hoàn thành vượt kế hoạch lợi nhuận cả năm.

Diễn biến giá cổ phiếu TNG & các sự kiện trọng yếu

(nghìn đồng · giá điều chỉnh · 2021–2026)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Nhìn lại cả giai đoạn, kết quả kinh doanh và giá cổ phiếu TNG chịu tác động của một chuỗi **sự kiện trọng yếu**. Năm 2021–2022, làn sóng dịch chuyển đơn hàng khỏi Trung Quốc hậu COVID giúp lợi nhuận tăng tốc (+51% năm 2021, +26% năm 2022), song cổ phiếu vẫn rơi sâu theo nhịp điều chỉnh chung của thị trường cuối 2022 (P/B chạm đáy 0,7x). Năm 2023, sức mua tại Mỹ và EU suy yếu buộc TNG giảm đơn giá để chia sẻ với khách hàng — LNST giảm 25,7%; rủi ro công nợ nổi lên khi The Children's Place (~11% doanh thu) thua lỗ kéo dài, âm vốn chủ sở hữu, dù khoản phải thu sau đó được thu hồi toàn bộ. Năm 2024 ghi nhận sự phục hồi mạnh (**+44,7% LNST**) nhờ đơn hàng Olympic Paris từ Decathlon (+41% doanh thu với khách hàng này) và dòng đơn dịch chuyển. Sang 2025, hai biến cố liên tiếp kiểm chứng sức chống chịu: Mỹ công bố **thuế đối ứng** đầu tháng 4 đẩy giá cổ phiếu về đáy 13.300 đồng (09/04/2025), và đợt **lũ lịch sử tháng 10/2025** tại Thái Nguyên gây gián đoạn sản xuất cục bộ — song công ty vẫn khép lại năm với lợi nhuận kỷ lục, khoản bồi thường bảo hiểm được ghi nhận đầu 2026.

3.2. Kết quả kinh doanh 2026

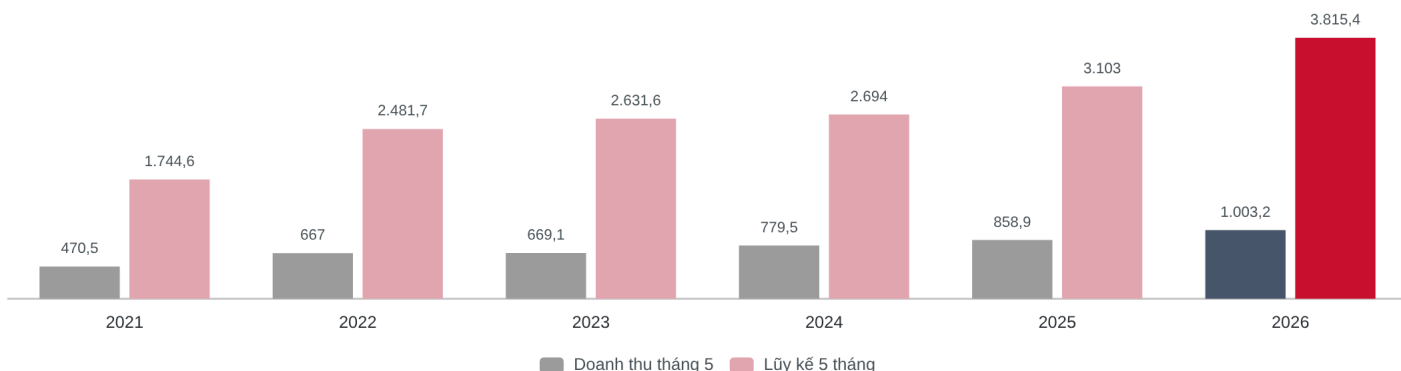
Đơn hàng kín công suất kéo dài đà tăng trưởng sang 2026; doanh thu 5 tháng tăng 23% so cùng kỳ.

3.2.1. Cập nhật kết quả kinh doanh 5T/2026

<p>DT THÁNG 5/2026</p> <p>1.003</p> <p>tỷ đ · +16,8% svck · lần đầu vượt 1.000 tỷ/tháng</p>	<p>LŨY KẾ 5 THÁNG</p> <p>3.815</p> <p>tỷ đ · +23,0% svck · cao nhất 6 năm</p>	<p>HOÀN THÀNH KH NĂM</p> <p>40,2%</p> <p>kế hoạch 9.500 tỷ đồng</p>	<p>CHI TRẢ NỢT THÁNG 5</p> <p>380</p> <p>tỷ đ · cổ tức + gốc/lãi trái phiếu</p>
---	---	---	---

Doanh thu tháng 5 & lũy kế 5 tháng qua các năm

(tỷ đồng · 2021–2026 · cột 2026 tô đậm = số thực hiện mới nhất)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Đà kinh doanh **tăng tốc rõ rệt sau Q1**: doanh thu tháng 5/2026 đạt **1.003 tỷ đồng (+16,8% svck)** — cột mốc lịch sử lần đầu vượt 1.000 tỷ đồng/tháng; lũy kế 5 tháng đạt **3.815 tỷ đồng (+23,0%)**, mức tăng mạnh nhất 6 năm và hoàn thành 40,2% kế hoạch năm. Tốc độ này đang **vượt đáng kể** dự phóng cả năm theo kịch bản cơ sở (+8,1%) — mở dư địa điều chỉnh tăng dự phóng; tuy vậy cần lưu ý một phần sản lượng được tập trung vào nửa đầu năm do khách hàng Mỹ đẩy nhanh nhận hàng trước thời hạn điều chỉnh thuế 24/07, nên tăng trưởng nửa cuối năm có thể chậm lại tương ứng.

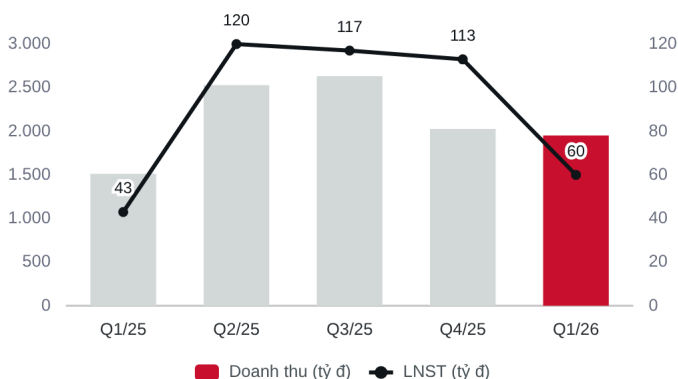
Về nghĩa vụ tài chính, trong tháng 5 công ty chi trả tổng cộng **380,2 tỷ đồng** cho nhà đầu tư: **tất toán đúng hạn trái phiếu TNG122017** (300 tỷ đồng gốc + 7,3 tỷ lãi kỳ cuối, lãi suất 10%/năm, 72 trái chủ), hoàn tất đợt 4 cổ tức năm 2025 (64,4 tỷ đồng cho 10.780 cổ đông) và thanh toán ~8,5 tỷ đồng lãi kỳ 6 gói TNG124027. Sau tất toán, dư nợ trái phiếu chỉ còn gói **TNG124027 (400 tỷ đồng, lãi thả nổi kỳ 7 ở 9,4%/năm)** — tín hiệu thực chất đầu tiên của lộ trình giảm đòn bẩy và hạ chi phí vốn.

3.2.2. Kết quả kinh doanh Q1/2026

Doanh thu quý 1 cao nhất 5 năm; biên gộp chịu áp lực chi phí, lợi nhuận được hỗ trợ bởi bồi thường bảo hiểm.

Doanh thu & LNST theo quý

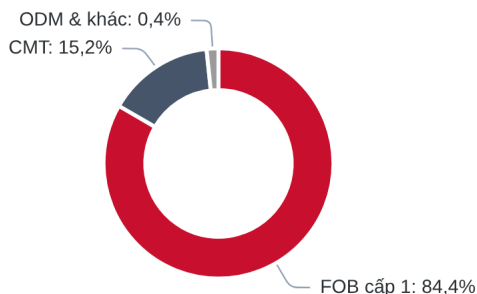
(tỷ đồng)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo phương thức

(% doanh thu 2026F)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Khoản mục (tỷ đ)	Q1/2026	Q1/2025	%svck
Doanh thu thuần	1.952	1.511	+29,2
Giá vốn hàng bán	1.716	1.281	+34,0
Lợi nhuận gộp	236	230	+2,7
Biên lợi nhuận gộp (%)	12,1	15,2	-3,1 đpt
Chi phí BH & QLDN	122	120	+1,7
Lợi nhuận khác (bồi thường bảo hiểm)	~25	—	—
LNST cổ đông công ty mẹ	60,3	43,3	+39,3

Nguồn: TCBS tổng hợp

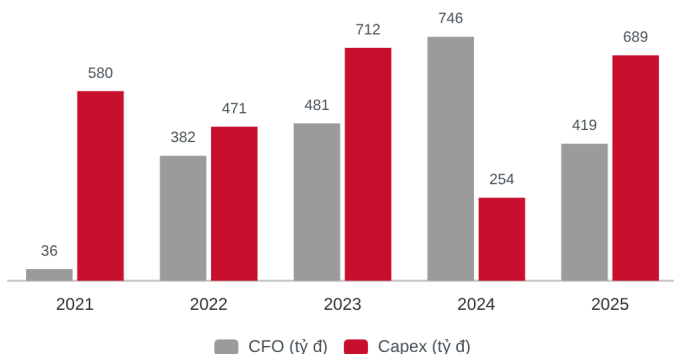
Doanh thu Q1/2026 đạt **1.952 tỷ đồng (+29,2% svck)** — mức quý 1 cao nhất trong 5 năm — nhờ đơn hàng lấp kín và khách hàng Mỹ đẩy nhanh nhận hàng trước thời hạn điều chỉnh thuế. Tuy nhiên, **biên gộp thu hẹp từ 15,2% về 12,1%**: công ty tăng lương và tuyển mới ~1.700 lao động phục vụ tiến độ sản xuất, trong khi giá vải polyester tăng 15–20% theo đà giá dầu; cơ cấu đơn hàng đầu năm cũng nghiêng về sản phẩm đơn giản, biên thấp.

Lợi nhuận ròng vẫn tăng **+39,3% lên 60,3 tỷ đồng** nhờ hai yếu tố: tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm mạnh từ 8,0% về 6,3%, và khoản lợi nhuận khác ~25 tỷ đồng — chủ yếu là tiền bồi thường bảo hiểm máy móc thiết bị sau đợt lũ tháng 10/2025. Loại trừ khoản bất thường này, lợi nhuận cốt lõi tăng trưởng khiêm tốn hơn — điểm cần theo dõi trong các quý tới khi biên gộp phục hồi dần theo cơ cấu đơn hàng.

3.3. Dòng tiền & cấu trúc vốn

CFO vs. Capex

(tỷ đồng)

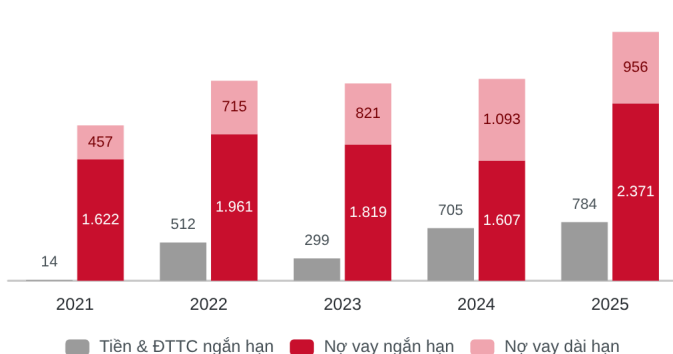


■ CFO (tỷ đ) ■ Capex (tỷ đ)

Nguồn: TCBS tổng hợp

Tiền & ĐTTC ngắn hạn vs. Nợ vay

(tỷ đồng)



■ Tiền & ĐTTC ngắn hạn ■ Nợ vay ngắn hạn ■ Nợ vay dài hạn

Nguồn: TCBS tổng hợp

Cấu trúc vốn là điểm khác biệt lớn nhất của TNG so với mặt bằng ngành: **nợ vay 3.327 tỷ đồng cuối 2025** (nợ vay ròng ~127% vốn chủ sở hữu) và tăng lên ~4.271 tỷ đồng cuối Q1/2026 (nợ vay ròng ~1,7x VCSH) theo chu kỳ nhập nguyên liệu — cao nhất nhóm dệt may niêm yết. Dòng tiền kinh doanh dương đều đặn (419 tỷ đồng năm 2025) nhưng phần lớn được tái đầu tư: capex 689 tỷ đồng cho tự động hóa và mở rộng nhà máy. Hệ số thanh toán hiện hành ~0,9x — thấp hơn MSH/TCM (~1,7–1,8x) — khiến công ty nhạy cảm với chi phí vốn; bù lại lịch sử trả nợ tốt và vòng quay tiền ngắn giúp duy trì khả năng tiếp cận tín dụng. Diễn biến mới đáng chú ý: ngày 18/05/2026 công ty **tất toán đúng hạn 300 tỷ đồng trái phiếu TNG122017** (lãi suất 10%/năm), chỉ còn gói TNG124027 (400 tỷ đồng, 9,4%/năm) lưu hành — giảm dần tỷ trọng nguồn vốn chi phí cao.

Bảng chỉ số tài chính chọn lọc 2024–2028F

Chỉ tiêu	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đ)	7.656	8.699	9.407	10.174	11.003
Tăng trưởng DT %	+7,9	+13,6	+8,1	+8,1	+8,1
Biên LN gộp %	15,4	14,2	14,2	14,2	14,2
LNST (tỷ đ)	315	393	429	422	471
EPS (đồng)	2.445	3.053	3.333	3.277	3.659
ROE %	17,4	20,2	20,7	19,0	19,8
Nợ vay ròng/VCSH (x)	1,05	1,27	~1,3	~1,2	~1,1

Số liệu 2024A–2025A theo TCBS tổng hợp; 2026F–2028F là dự phóng tham chiếu do TCBS tổng hợp, cập nhật 10/06/2026.

4. Triển vọng, rủi ro & dự phóng

4.1. Triển vọng

Đơn hàng đã kín đến cuối 2026; ba trụ cột tự động hóa – sản phẩm kỹ thuật cao – ESG dẫn dắt trung hạn.

Đơn hàng đảm bảo tăng trưởng 2026: các nhà máy đã kín đơn hàng đến **tháng 10–11/2026** nhờ tệp khách hàng lâu năm và dòng đơn mới từ H&M, The North Face, LIDL, Walmart, LTAG. Quan hệ với Decathlon được nâng cấp về chất khi tập đoàn này đưa TNG vào **nhóm 3 nhà cung cấp toàn cầu** và chuyển trung tâm phát triển sản phẩm từ Vũ Hán về chi nhánh Sông Công — mở đường cho các đơn hàng ODM biên cao và tăng chi phí chuyển đổi nhà cung cấp. Chính sách thuế Mỹ 10% trong 150 ngày (đến 24/07/2026) tiếp tục kích thích nhà bán lẻ Mỹ đẩy nhanh đặt hàng trong nửa đầu năm.

Ba trụ cột chiến lược từ 2026: (i) **tự động hóa & chuyển đổi số** — chuyển treo tự động đạt 58 chuyền đã vận hành tại các nhà máy (năng suất +15–20% với công nhân mới), robot AGV tự chế tạo, tích hợp AI/Big Data vào ERP tự phát triển; (ii) **chuyển dịch sản phẩm kỹ thuật cao** — áo khoác lông vũ, công nghệ ép seam chống nước, tạo rào cản kỹ thuật và bảo vệ biên lợi nhuận; (iii) **ESG** — nhà máy chuẩn LEED/LOTUS Silver, thay toàn bộ lò hơi than bằng sinh khối — điều kiện tiên quyết để tiếp cận các thương hiệu như Nike, Adidas. Về công suất, dự án **nhà máy Đại Từ 2 (400 tỷ đồng)** dự kiến khởi công cuối 2026, vận hành từ nửa cuối 2027; CCN Sơn Cẩm 1 nâng giá thuê đất lên 130 USD/m² từ 01/03/2026, theo ước tính tổng hợp, dự án có thể đem về ~290 tỷ đồng lợi nhuận lũy kế trong ba năm sau khi hoàn tất mặt bằng.

<p>ĐƠN HÀNG CHỐT ĐẾN</p> <p>T11/26</p> <p>kín công suất cả năm</p>	<p>NHÀ MÁY ĐẠI TỪ 2</p> <p>400</p> <p>tỷ đ · vận hành 2H2027</p>	<p>CHUYỀN TREO TỰ ĐỘNG</p> <p>58</p> <p>chuyền · +15–20% năng suất</p>	<p>MỤC TIÊU DOANH THU 2031</p> <p>1 tỷ</p> <p>USD · gấp ~2,8 lần 2025</p>
--	--	--	---

<p>Xúc tác ngắn – trung hạn</p> <p>Đà doanh thu 5 tháng +23% svck (40,2% kế hoạch năm) mở khả năng vượt kế hoạch và điều chỉnh tăng dự phóng; đàm phán thuế quan Mỹ thuận lợi sau 24/07/2026; biên gộp phục hồi khi cơ cấu đơn hàng chuyển về sản phẩm kỹ thuật cao nửa cuối năm; ghi nhận doanh thu cho thuê Sơn Cẩm 1 giá mới.</p>

<p>Xúc tác dài hạn</p> <p>Thâm nhập chuỗi cung ứng Nike/Adidas; nâng tỷ trọng ODM qua trung tâm phát triển sản phẩm Decathlon; nhà máy Đại Từ 2 bổ sung công suất từ 2027; lộ trình doanh thu 1 tỷ USD năm 2031 cùng đà giảm dần đòn bẩy.</p>
--

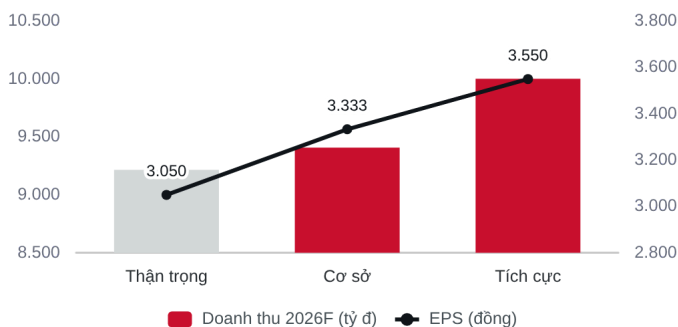
4.2. Rủi ro

Rủi ro	Diễn giải
Đòn bẩy tài chính cao nhất ngành	Nợ vay ~4.271 tỷ đồng cuối Q1/2026 (nợ vay ròng ~1,7x VCSH) — mức đòn bẩy cao nhất trong nhóm dệt may niêm yết, chủ yếu do nhu cầu vốn lưu động lớn để nhập nguyên phụ liệu phục vụ sản xuất (mục đích vay ghi trong thuyết minh BCTC kiểm toán là "bổ sung vốn lưu động"). Quy mô nợ vay lớn khiến lợi nhuận nhạy cảm hơn với biến động chi phí vốn và làm mỏng bộ đệm thanh khoản; áp lực đang giảm dần sau khi tất toán đúng hạn 300 tỷ đồng trái phiếu TNG122017 vào tháng 5/2026.
Thuế quan Mỹ & Mục 301	Mỹ chiếm ~42% doanh thu; thuế tạm 10% có thể lên 15% sau 24/07/2026 kèm tái thương lượng giá; cuộc điều tra Mục 301 từ tháng 3/2026 tiềm ẩn rào cản mới.
Tập trung khách hàng Decathlon	Nhà máy lớn nhất Sông Công 3 dành ~90% sản lượng cho Decathlon, tương đương ~30% doanh thu toàn công ty — rủi ro lớn nếu nhu cầu của khách hàng này biến động.
Quy tắc xuất xứ & nguyên liệu nhập	~60% vải nhập khẩu theo chỉ định, một nửa từ Trung Quốc — khó hưởng trọn ưu đãi EVFTA/CPTPP, rủi ro bị xem là hàng trung chuyển khi xuất sang Mỹ; chi phí polyester biến động theo giá dầu.
Công nợ khách hàng & đầu tư ngoài ngành	Rủi ro phải thu từ khách hàng gặp khó khăn tài chính (tiền lệ The Children's Place âm vốn chủ); mảng bất động sản qua TNG Land (48,8%) và Bắc Thái (48%) có thể phân tán nguồn lực quản trị.

4.3. Dự phóng

Doanh thu 3 kịch bản 2026F & EPS

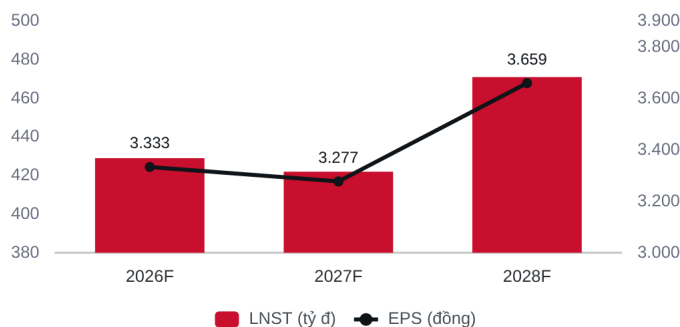
(tỷ đồng · đồng)



Nguồn: TCBS tổng hợp

LNST & EPS kịch bản cơ sở

(tỷ đồng · đồng)



Nguồn: TCBS tổng hợp

Theo kịch bản cơ sở (đơn hàng kín đến hết năm, thuế quan Mỹ giữ mặt bằng 10–15%), doanh thu 2026F đạt ~9.407 tỷ đồng (+8,1%), LNST ~429 tỷ đồng và EPS ~3.333 đồng — sát kế hoạch ĐHĐCĐ (doanh thu 9.500 tỷ, LNST 450 tỷ). Kịch bản thận trọng (thuế Mỹ nâng lên 15% sau 24/07, sức mua yếu) đưa doanh thu về ~9.220 tỷ đồng (+5,9%) và EPS ~3.050 đồng; kịch bản tích cực (~10.000 tỷ đồng, EPS ~3.550 đồng) dựa trên dòng đơn dịch chuyển mạnh hơn về Việt Nam. Mức +8,1% cả năm của kịch bản cơ sở đã hàm ý nửa cuối năm chững lại đáng kể so với +23% của 5 tháng đầu năm (front-loading hạ nhiệt); nếu H2 không giảm tốc như giả định, dự phóng có dư địa điều chỉnh tăng.

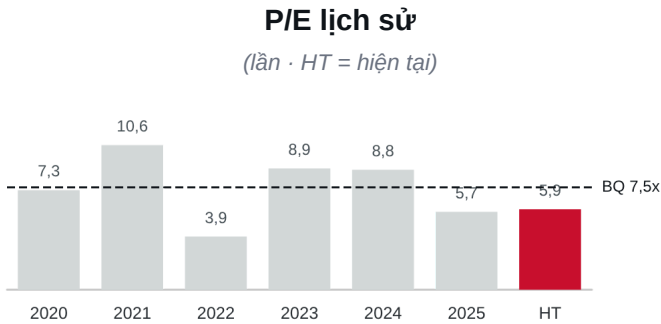
Chỉ tiêu	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đ)	9.407	10.174	11.003
LNST (tỷ đ)	429	422	471
EPS (đồng)	3.333	3.277	3.659
BVPS (đồng)	16.663	17.859	19.122
ROE %	20,7	19,0	19,8

Dự phóng theo mô hình TCBS (TC Analysis); BVPS trên giả định cổ tức tiền mặt ~1.500–2.000đ/CP/năm.

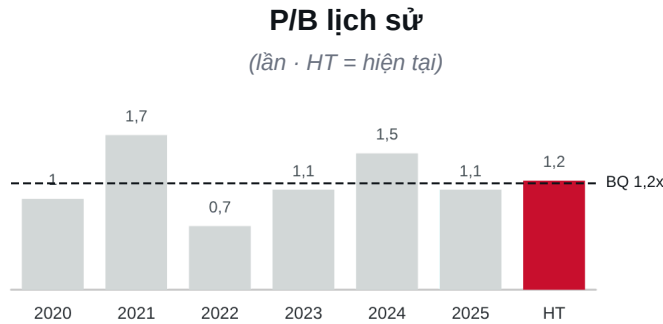
5. Định giá tham chiếu

5.1. P/B & P/E lịch sử

Định giá hiện tại thấp hơn đáng kể bình quân lịch sử dù lợi nhuận đang ở vùng đỉnh.



Nguồn: TCBS tổng hợp



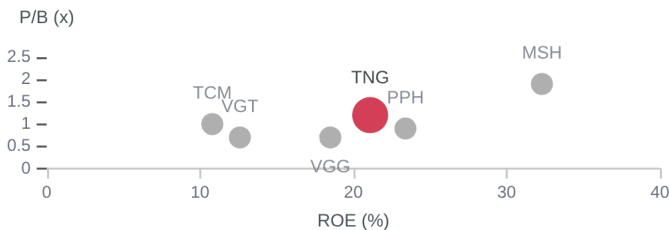
Nguồn: TCBS tổng hợp

Cổ phiếu TNG hiện giao dịch tại **P/E trượt ~5,9x** (TTM, trên EPS ~3.185đ) — thấp hơn ~22% so với bình quân lịch sử 2020–2025 (~7,5x); **P/B ~1,2x** ngang vùng bình quân dài hạn. Trên lợi nhuận dự phóng, P/E 2026F chỉ còn ~5,7–6,1x — vùng định giá từng xuất hiện ở các giai đoạn thị trường bi quan về thuế quan, trong khi đơn hàng thực tế đã được chốt kín gần hết năm. Thị giá đã chiết khấu ~28% từ đỉnh 52 tuần (26.170đ) sau nhịp điều chỉnh đầu 2026.

5.2. So sánh ngành & giá trị tham chiếu

P/B vs. ROE — nhóm dệt may niềm yết

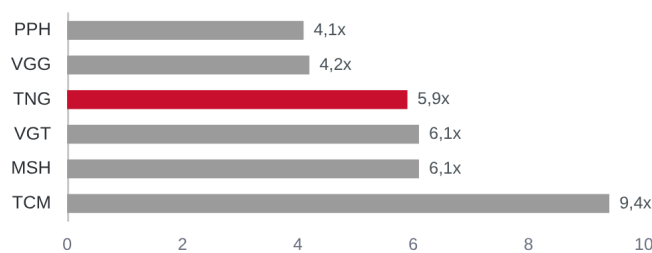
(P/B (x) · ROE (%))



Nguồn: TCBS tổng hợp

P/E so sánh ngành

(lần)



Nguồn: TCBS tổng hợp

So với nhóm cùng ngành, TNG có **ROE (~21%) cao thứ hai** sau MSH (~32%) nhưng P/E (5,9x) chỉ ngang nhóm doanh nghiệp tăng trưởng thấp (VGT, VGG) — phản ánh phần chiết khấu thị trường dành cho đòn bẩy tài chính cao và độ nhạy thuế quan. Nếu rủi ro thuế hạ nhiệt sau tháng 7/2026 và đòn bẩy giảm dần theo lộ trình, dư địa thu hẹp chiết khấu so với MSH (P/E ~6,1x nhưng nền vốn an toàn hơn) là động lực định giá lại chính.

Khoảng giá trị tham chiếu (không phải khuyến nghị/giá mục tiêu)

Phương pháp tham chiếu	Cơ sở	Hệ số	Giá trị tham chiếu (đ/CP)
P/E — trung vị ngành hiện tại	EPS 2026F 3.333đ	6,0x	20.000
P/B — bình quân lịch sử	BVPS 2026F 16.663đ	1,2x	20.000
P/E — bình quân lịch sử TNG	EPS 2026F 3.333đ	7,5x	25.000

Nguồn: TCBS tổng hợp

Tổng hợp các bộ số tham chiếu, khoảng **giá trị tham chiếu** của TNG vào khoảng **20.000–25.000 đồng/CP**, trọng tâm quanh **20.000 đồng/CP**. Mức thị giá hiện tại (~18.700đ) nằm dưới cận dưới của vùng tham chiếu, hàm ý thị trường đang định giá kịch bản thuế quan kém thuận lợi. Đây chỉ là thông tin định giá tham chiếu phục vụ phân tích, **không cấu thành khuyến nghị mua/bán hay giá mục tiêu**; biến số quyết định cần theo dõi là chính sách thuế Mỹ sau 24/07/2026 và quỹ đạo giảm đòn bẩy của doanh nghiệp.

6. Phụ lục — Báo cáo tài chính

6.1. Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: tỷ đồng · Trình bày đầy đủ theo báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán · Nguồn: BCTC kiểm toán hợp nhất TNG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	7.095	7.656	8.699
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	7.095	7.656	8.699
Giá vốn hàng bán	(6.115)	(6.474)	(7.459)
Lợi nhuận gộp	980	1.182	1.239
Doanh thu hoạt động tài chính	99	125	111
Chi phí tài chính	(326)	(371)	(316)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(192)	(184)	(212)
Chi phí bán hàng	(101)	(111)	(101)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(360)	(424)	(458)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	292	401	475
Thu nhập khác	3	2	23
Chi phí khác	(24)	(12)	(13)
Lợi nhuận khác	(21)	(10)	10
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	271	390	485
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(52)	(76)	(92)
Trong đó: Thuế TNDN hiện thời	(54)	(76)	(92)
Thuế TNDN hoãn lại	2	1	1
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	219	315	393
Lợi ích của cổ đông không kiểm soát	2	–	–
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	218	315	393
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.690	2.445	3.053

6.2. Bảng cân đối kế toán

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025
A. Tài sản ngắn hạn	2.260	2.638	3.368
Tiền và các khoản tương đương tiền	284	445	317
Đầu tư tài chính ngắn hạn	15	260	467
Các khoản phải thu ngắn hạn	775	740	1.013
Phải thu ngắn hạn của khách hàng	697	691	996
Trả trước cho người bán ngắn hạn	1	3	2
Phải thu ngắn hạn khác	78	51	20
Hàng tồn kho	1.039	1.074	1.446
Tài sản ngắn hạn khác	147	118	126
B. Tài sản dài hạn	2.971	3.179	3.541
Phải thu dài hạn	11	11	11
Tài sản cố định	2.185	2.117	2.716
Bất động sản đầu tư	325	300	304
Tài sản dở dang dài hạn	282	459	174
Đầu tư tài chính dài hạn	–	140	140
Tài sản dài hạn khác	168	152	196
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	5.230	5.817	6.910
C. Nợ phải trả	3.376	3.924	4.907
Nợ ngắn hạn	2.545	2.751	3.818
Phải trả người bán ngắn hạn	477	777	862
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	9	7	4
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	25	34	65
Phải trả người lao động	81	257	419
Chi phí phải trả ngắn hạn	55	21	23
Phải trả ngắn hạn khác	22	16	18
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1.819	1.607	2.371
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	53	29	49
Nợ dài hạn	830	1.173	1.089
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	821	1.093	956
D. Vốn chủ sở hữu	1.855	1.892	2.002
Vốn góp của chủ sở hữu	1.135	1.226	1.287
Thặng dư vốn cổ phần	41	41	41
Quỹ đầu tư phát triển	271	291	291
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	173	222	271
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	5.230	5.817	6.910

Nguồn: BCTC kiểm toán hợp nhất TNG

6.3. Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024	2025
Lợi nhuận trước thuế	271	390	485
Khấu hao tài sản cố định	221	235	250
Các khoản dự phòng	(11)	8	35
Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện	(30)	28	13
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	0	4	(21)
Chi phí lãi vay	192	184	212
Lợi nhuận trước thay đổi vốn lưu động	643	849	974
Tăng/giảm các khoản phải thu	(107)	26	(269)
Tăng/giảm hàng tồn kho	255	(165)	(405)
Tăng/giảm các khoản phải trả	(11)	327	476
Tăng/giảm chi phí trả trước	(49)	(22)	(39)
Tiền lãi vay đã trả	(192)	(182)	(212)
Thuế thu nhập doanh nghiệp đã trả	(48)	(68)	(62)
Tiền chi khác cho hoạt động kinh doanh	(11)	(21)	(44)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	481	746	419
Tiền chi mua sắm tài sản cố định và TSDH	(712)	(254)	(689)
Tiền thu thanh lý tài sản cố định	2	4	2
Tiền cho vay, mua công cụ nợ	(15)	(245)	(207)
Tiền thu hồi đầu tư vào đơn vị khác	–	0	–
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức	–	0	13
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(725)	(494)	(880)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, vốn góp	84	–	–
Tiền thu từ đi vay	5.842	6.983	7.809
Tiền trả nợ gốc vay	(5.823)	(6.931)	(7.204)
Cổ tức, lợi nhuận đã trả	(87)	(143)	(273)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	15	(91)	333
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(229)	161	(128)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	512	283	445
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	–	–	1
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	284	445	317

Nguồn: BCTC kiểm toán hợp nhất TNG

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Miễn trừ trách nhiệm:

Toàn bộ thông tin sử dụng trong báo cáo được lấy từ những nguồn mà TCBS đánh giá là có cơ sở tin cậy tại thời điểm phát hành. Tuy vậy, TCBS không đưa ra bất kỳ cam kết hay bảo đảm nào, dù rõ ràng hay ngầm hiểu, về tính chính xác, tính trung thực, tính đầy đủ hay tính cập nhật của các thông tin nêu trên. Người đọc được khuyến nghị tự thực hiện kiểm chứng và đánh giá độc lập trước khi tin cậy hoặc sử dụng các thông tin này.

Các thông tin, nhận định và quan điểm trình bày trong báo cáo phản ánh đánh giá của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. TCBS không có nghĩa vụ cập nhật, sửa đổi, bổ sung báo cáo hoặc thông báo cho người đọc khi có bất kỳ thông tin hay nhận định nào thay đổi sau thời điểm phát hành. Nội dung báo cáo nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo không cấu thành tư vấn đầu tư, không phải là đề nghị bán cũng không phải lời mời chào mua đối với bất kỳ chứng khoán nào. Người đọc cần cân nhắc mức độ phù hợp của các nhận định trong báo cáo với nhu cầu và mục tiêu đầu tư cá nhân của mình, đồng thời nên tham vấn ý kiến của các chuyên gia tư vấn chuyên nghiệp (bao gồm tư vấn thuế khi cần thiết) và chủ động thu thập đầy đủ thông tin liên quan trước khi đưa ra quyết định đầu tư. Giá và giá trị của các chứng khoán hay doanh nghiệp được đề cập, cũng như thu nhập phát sinh từ đó, có thể biến động do điều kiện thị trường, quy định về thuế và nhiều yếu tố khác. Hiệu quả đầu tư trong quá khứ không phải là chỉ báo cho kết quả trong tương lai và rủi ro mất vốn vẫn luôn hiện hữu.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS cùng các bên có liên quan sẽ không chịu trách nhiệm pháp lý dưới bất cứ hình thức nào đối với những tổn thất hay thiệt hại phát sinh từ hoặc liên quan đến việc sử dụng hay dựa vào các thông tin và quan điểm trình bày trong báo cáo.

Báo cáo này thuộc quyền sở hữu của TCBS và chỉ được phát hành riêng cho người đọc cụ thể được TCBS xác định trong thông báo, thư điện tử hoặc thư gửi kèm. Mọi hình thức tiết lộ, sao chép, trích dẫn, chuyển nhượng hay phân phối lại toàn bộ hoặc một phần nội dung báo cáo đều phải có chấp thuận trước bằng văn bản của TCBS.