Shinhan Securities

Dệt may

Tăng cường giải pháp tự chủ chuỗi cung ứng



Trang Phạm
☎ (84-28) 6299-7000
✉ trang.pq@shinhan.com

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

Dệt may – Tăng cường giải pháp tự chủ chuỗi cung ứng

Nội dung

1. Tình hình xuất khẩu Dệt may Việt Nam 1H/2025

Trong 1H/2025, kim ngạch xuất khẩu dệt may ước đạt 18.7 tỷ USD (+13.0% YoY). Đây là mức xuất khẩu cao nhất ghi nhận trong vòng 5 năm qua, vượt qua cả cùng kỳ năm 2022 – giai đoạn tăng trưởng đột biến sau đại dịch Covid-19. Chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng tích cực của ngành đến từ (1) Tình trạng đẩy nhanh nhập khẩu hàng hóa "frontloading" trước sự thay đổi của thuế quan; (2) Nhu cầu mua sắm cho mùa back-to-school đến sớm; (3) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc ngày càng mạnh mẽ.

2. Thuế đối ứng, sự tác động và cơ hội

Dệt may chịu tác động trực tiếp bởi thuế quan Mỹ khi đây là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm tới 45% kim ngạch xuất khẩu toàn ngành.

Chúng tôi đánh giá mức độ tác động của thuế quan Mỹ đến dệt may Việt Nam là không quá tiêu cực khi Việt Nam đang có mức thuế ngang với các đối thủ khác và sở hữu những lợi thế cạnh tranh khó thay thế trong ngắn hạn.

Trong trung và dài hạn, đầu tư đẩy mạnh nội địa hóa và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu là nền tảng để dệt may Việt Nam củng cố vị thế và nâng cao sức cạnh tranh lâu dài trên thị trường quốc tế.

01

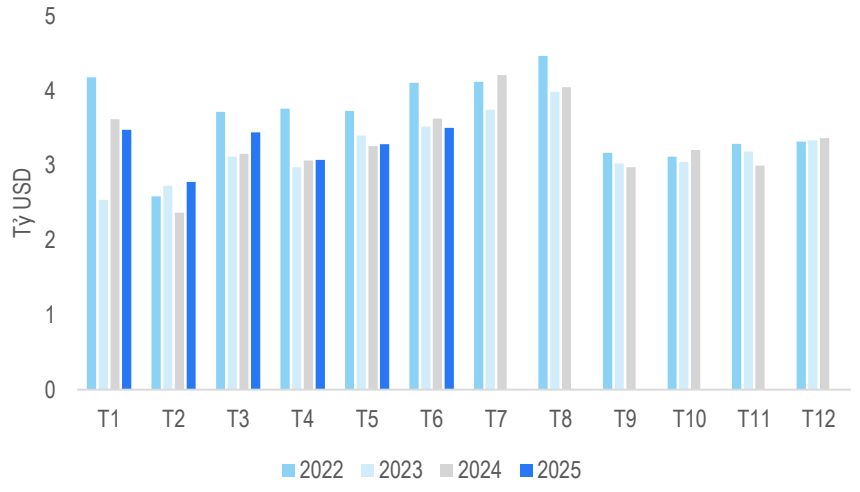
Tình hình xuất khẩu Dệt may Việt Nam 1H/2025

Trong 1H/2025, kim ngạch xuất khẩu dệt may ước đạt 18.7 tỷ USD (+13.0% YoY). Đây là mức xuất khẩu cao nhất ghi nhận trong vòng 5 năm qua, vượt qua cả cùng kỳ năm 2022 – giai đoạn tăng trưởng đột biến sau đại dịch Covid-19. Chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng tích cực của ngành đến từ (1) Tình trạng đẩy nhanh nhập khẩu hàng hóa "frontloading" trước sự thay đổi của thuế quan; (2) Nhu cầu mua sắm cho mùa back-to-school đến sớm; (3) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc ngày càng mạnh mẽ.

1. Tình hình xuất khẩu Dệt may Việt Nam 1H/2025

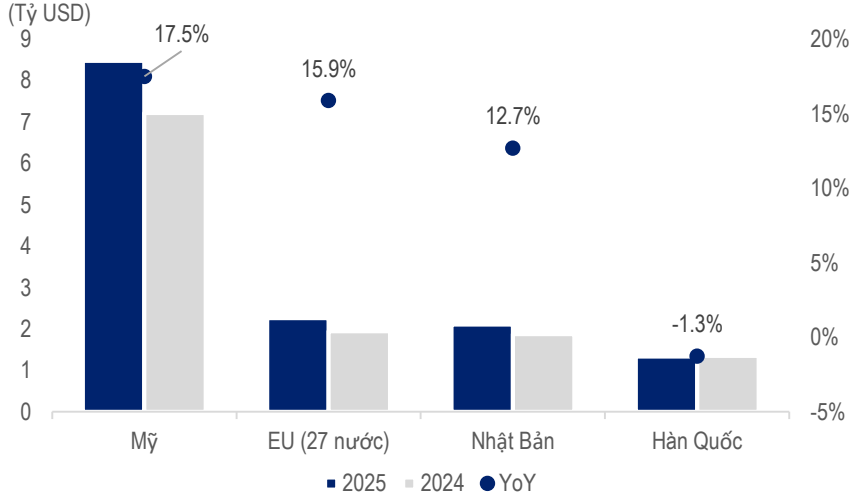
Xuất khẩu dệt may được thúc đẩy mạnh mẽ bởi tình trạng "frontloading"

Xuất khẩu dệt may trong 1H/2025



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu dệt may đến các thị trường chủ lực



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- 1H/2025, kim ngạch xuất khẩu dệt may ước đạt 18.7 tỷ USD (+13.0% YoY). Đây là mức xuất khẩu cao nhất ghi nhận trong vòng 5 năm qua, vượt qua cả cùng kỳ năm 2022 – giai đoạn tăng trưởng đột biến sau đại dịch Covid-19.
- Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất với giá trị xuất khẩu đạt 8.5 tỷ USD (+17.5% YoY), chiếm 45% tổng kim ngạch xuất khẩu. Các thị trường khác cũng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, đặc biệt tại thị trường EU với mức tăng trưởng 15.9%.
- Sự tăng trưởng ấn tượng của thị trường dệt may Việt Nam chủ yếu đến từ: (1) Tình trạng đẩy nhanh nhập khẩu hàng hóa "frontloading" trước sự thay đổi của thuế quan giúp lượng đơn hàng gia tăng đáng kể; (2) Nhu cầu mua sắm cho mùa back-to-school đến sớm; (3) Xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc ngày càng mạnh mẽ; (4) Doanh nghiệp trong nước tiếp tục tận dụng hiệu quả hơn lợi thế của các hiệp định thương mại tự do FTA.

02

Thuế đối ứng, sự tác động và cơ hội

Dệt may chịu tác động trực tiếp bởi thuế quan Mỹ khi đây là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm tới 45% kim ngạch xuất khẩu toàn ngành.

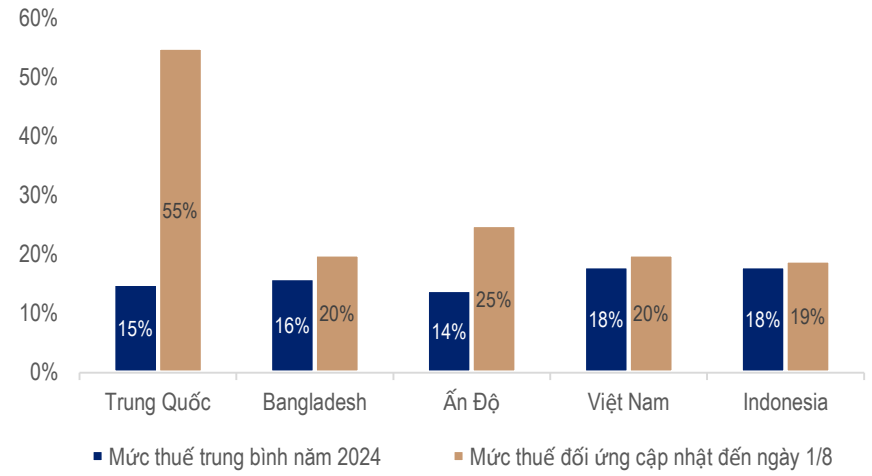
Chúng tôi đánh giá mức độ tác động của thuế quan Mỹ đến dệt may Việt Nam là không quá tiêu cực khi Việt Nam đang có mức thuế ngang với các đối thủ khác và sở hữu những lợi thế cạnh tranh khó thay thế trong ngắn hạn.

Trong trung và dài hạn, đầu tư đẩy mạnh nội địa hóa và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu là nền tảng để dệt may Việt Nam củng cố vị thế và nâng cao sức cạnh tranh lâu dài trên thị trường quốc tế.

2. Thuế đối ứng, sự tác động và cơ hội

Xuất khẩu dệt may – Đa dạng hóa thị trường nhập khẩu là định hướng chiến lược lâu dài

Mức thuế quan xuất khẩu may mặc sang thị trường Mỹ



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

So sánh các nước xuất khẩu dệt may lớn trên thế giới

Tiêu chí	Việt Nam	Trung Quốc	Bangladesh	Ấn Độ	Indonesia
Chi phí lao động	Trung bình	Cao	Rất thấp	Thấp	Thấp
Sản phẩm thế mạnh	May mặc, sợi, vải denim, áo thể thao	Tất cả các loại dệt may	Áo thun, sơ mi, đồ lót	Áo sơ mi, quần jeans, đồ trẻ em	Đồ thể thao, đồ bơi
Nguồn cung nguyên liệu	Phụ thuộc Trung Quốc	Chủ động	Phụ thuộc Trung Quốc	Chủ động	Phụ thuộc Trung Quốc
Tốc độ giao hàng	Nhanh	Rất nhanh	Chậm	Nhanh	Trung bình
Chất lượng sản phẩm	Trung bình – Cao	Cao	Thấp – Trung bình	Trung bình - Cao	Trung bình
Quy mô sản xuất	Lớn	Rất lớn	Trung bình	Lớn	Trung bình
Hiệp định thương mại	EVFTA, CPTP RCEP, UKVFTA, VJEPA	RCEP	EBA (EU)	ASEAN-India, CPTPP	RCEP
Ước tính đơn giá xuất khẩu dệt may sang Mỹ (bao gồm thuế đối ứng tính đến ngày 1/8)	**3.66 USD/m2**	**4.79 USD/m2**	**3.22 USD/m2**	**3.44 USD/m2**	**3.11 USD/m2**

Nguồn: TCM, Shinhan Securities Vietnam

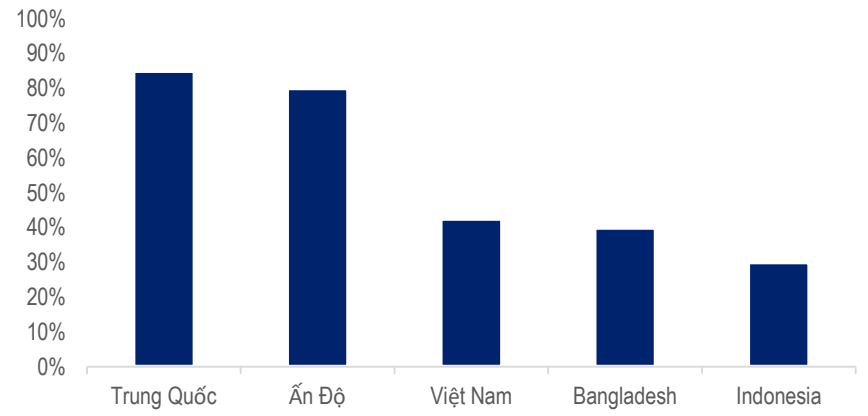
- Tính đến ngày 1/8, Việt Nam chịu mức thuế chung 20%, thấp hơn đáng kể so với các đối thủ như Trung Quốc (55%) và Ấn Độ (25%), ngang bằng với Bangladesh (20%) và cao hơn Indonesia (19%). Chúng tôi đánh giá với mức thuế cạnh tranh hiện tại, dệt may Việt Nam sẽ không chịu ảnh hưởng quá tiêu cực và hoàn toàn đủ khả năng giữ vững thị phần tại Mỹ nhờ :
- Về thuế quan, mức chênh lệch thuế giữa Việt Nam và các quốc gia như Bangladesh, Indonesia là không đáng kể, chỉ từ 0-1%. Do đó, khả năng các nhà cung cấp tại Mỹ dịch chuyển sản xuất ra khỏi Việt Nam vì lý do thuế quan là rất ít. Đồng thời, mức thuế thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc và Ấn Độ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp Việt tăng cường lợi thế về giá bán, từ đó thu hút thêm đơn hàng mới tại Mỹ.
- Bên cạnh đó, Việt Nam đang sở hữu những lợi thế cạnh tranh vượt trội, khó thay thế trong ngắn hạn như (1) Năng lực sản xuất vững mạnh với khả năng cung cấp sản phẩm kỹ thuật cao, mặt hàng đa dạng, quy mô công suất lớn và tốc độ giao hàng nhanh chóng, (2) Hưởng ưu đãi thuế quan tại nhiều thị trường nhờ mạng lưới các hiệp định thương mại tự do rộng mở.

Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp dệt may trong nước sẽ phát huy hiệu quả hơn nữa lợi thế hiện có đồng thời chủ động đầu tư nâng cao năng lực cạnh tranh ở những khía cạnh như nguồn gốc xuất xứ, ESG,… nhằm hướng đến phát triển bền vững trong dài hạn.

3. Triển vọng nhóm ngành xuất nhập khẩu Việt Nam

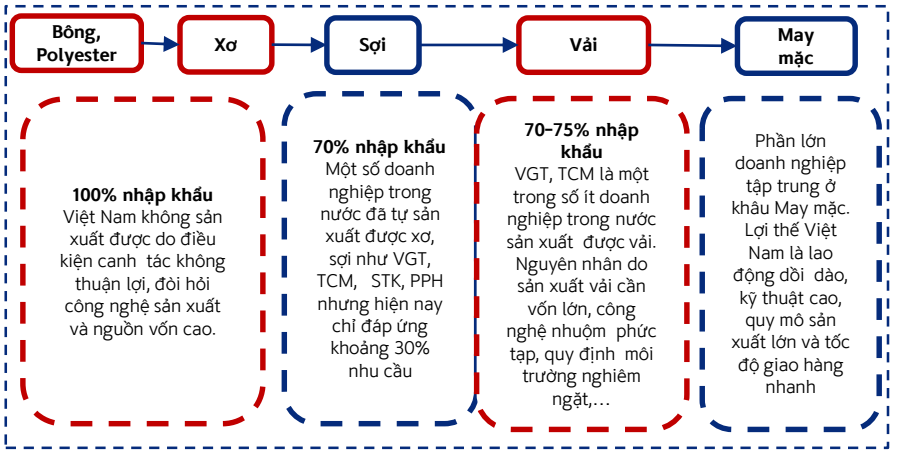
Xuất khẩu dệt may – Nội địa hóa là nền tảng giúp nâng cao sức cạnh tranh lâu dài

Tỷ lệ nội địa hóa ngành dệt may của một số quốc gia xuất khẩu lớn trên thế giới (%)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam ước tính

Chuỗi cung ứng ngành Dệt may Việt Nam



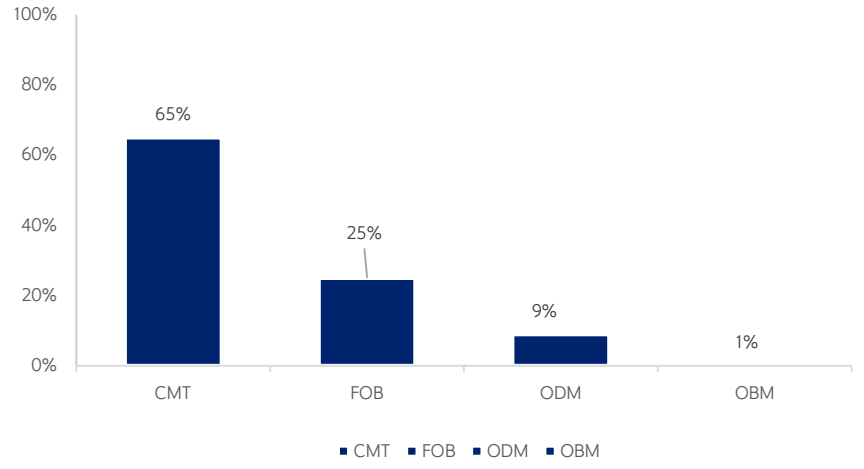
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam ước tính

- Tỷ lệ nội địa hóa ngành dệt may tại Việt Nam chỉ đạt khoảng 40-45%, thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc (80-90%) và Ấn Độ (75-85%). Trong đó, phần lớn nguyên phụ liệu vẫn phải nhập khẩu và vải sản xuất vải trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 25% nhu cầu (theo Vitas).
- Trong khi đó, các chính sách thương mại toàn cầu ngày càng siết chặt, với quy tắc xuất xứ trở thành yếu tố then chốt trong chuỗi giá trị dệt may. Hiệp định thương mại USMCA (Mỹ-Mexico-Canada – có hiệu lực từ năm 2020) quy định hàng dệt may xuất khẩu vào Mỹ phải đạt tỷ lệ giá trị gia tăng nội địa từ 35-45% mới được hưởng ưu đãi thuế. Hiệp định thương mại EVFTA và CPTPP áp dụng yêu cầu khắt khe, đòi hỏi sản phẩm từ các nước xuất khẩu sang EU, CPTPP phải có nguồn gốc xuất xứ từ sợi/vải trở đi mới đủ điều kiện hưởng thuế suất 0%.
- Trước tình hình trên, chúng tôi cho rằng đẩy mạnh nội địa hóa, minh bạch hóa trong quy trình sản xuất sẽ giúp doanh nghiệp Việt đáp ứng các nguyên tắc xuất xứ, hạn chế rủi ro chịu mức thuế cao từ Mỹ và hưởng thuế suất ưu đãi từ các hiệp định thương mại tự do của EU, Nhật Bản.
- Bên cạnh đó, chiến lược phát triển ngành dệt may Việt Nam tầm nhìn đến năm 2030 cũng đã đề ra mục tiêu nâng tỷ lệ nội địa hóa đạt 51-55% nhu cầu cho giai đoạn 2021-2025 và 56-60% nhu cầu cho giai đoạn 2026-2030. Chúng tôi kỳ vọng lộ trình này sẽ tạo động lực giúp hình thành chuỗi liên kết sản xuất bền vững giữa các doanh nghiệp sợi-dệt-may trong nước và nâng cao sức cạnh tranh lâu dài của Việt Nam trên thị trường toàn cầu.

2. Thuế đối ứng, sự tác động và cơ hội

Xuất khẩu dệt may – Quy định mới về XNK tại chỗ mở ra cơ hội tăng cường nội địa hóa

Tỷ trọng sử dụng phương thức sản xuất của doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

So sánh sự khác nhau giữa Nghị định 18/2021/NĐ-CP và Quy định mới về Xuất Nhập Khẩu tại chỗ Luật 90/2025/QH15 từ 01/07/2025

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

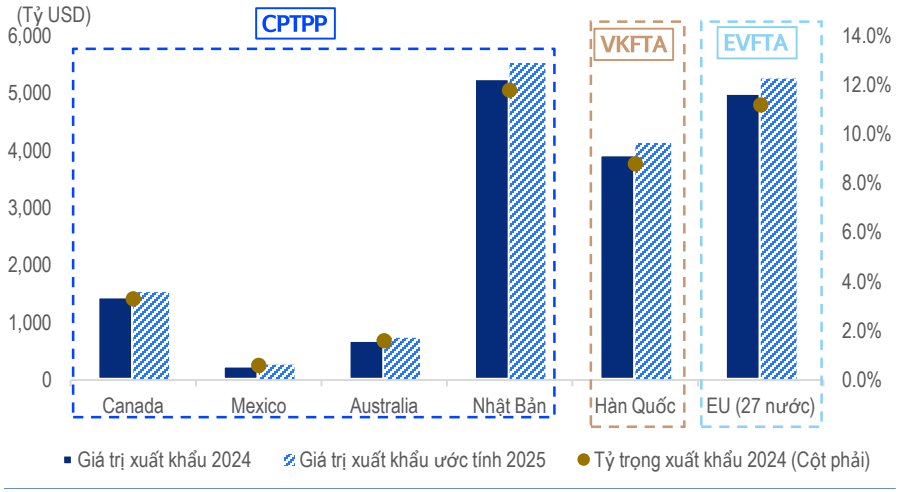
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

- Hiện nay, ngành dệt may Việt Nam vẫn chủ yếu dựa vào phương thức gia công (CMT), tỷ lệ doanh nghiệp tham gia vào các mô hình có giá trị gia tăng cao hơn như FOB, ODM, OBM còn khá khiêm tốn. Nguyên nhân chính là do năng lực sản xuất nguyên vật liệu trong nước còn hạn chế cùng với chính sách thuế nhập khẩu tại chỗ chưa thực sự thuận lợi để thúc đẩy các doanh nghiệp đầu tư sâu hơn vào chuỗi giá trị.
- Đơn cử, Nghị định 18/2021/NĐ-CP chỉ ưu tiên miễn thuế cho hàng nhập khẩu tại chỗ phục vụ gia công xuất khẩu (CMT) trong khi loại hình sản xuất xuất khẩu như FOB, ODM, OBM không được hưởng chính sách tương tự. Điều này làm cho việc nhập khẩu nguyên vật liệu tại chỗ để sản xuất hàng xuất khẩu gặp nhiều khó khăn và hạn chế sự phát triển của chuỗi cung ứng nội địa.
- Tuy nhiên, từ 1/7/2025, Luật 90/2025/QH15 quy định mới về xuất nhập khẩu tại chỗ chính thức được áp dụng, mở rộng ưu đãi thuế suất GTGT 0% cho các loại hình sản xuất xuất khẩu như FOB, ODM, OBM. Chúng tôi kỳ vọng sự thay đổi mới này sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp gia tăng sử dụng nguyên liệu trong nước để phục vụ sản xuất xuất khẩu, chuyển đổi mạnh mẽ sang các mô hình có giá trị gia tăng cao hơn. Từ đó góp phần phát triển ngành sản xuất phụ trợ và hoàn thiện chuỗi liên kết từ khâu sợi, dệt nhuộm và cắt may.

2. Thuế đối ứng, sự tác động và cơ hội

Xuất khẩu dệt may – Khai thác thêm các thị trường mới nhờ ưu đãi hiệp định FTA

Một số thị trường xuất khẩu tiềm năng



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Các Hiệp định thương mại tự do của một số nước xuất khẩu dệt may lớn trên thế giới

Quốc gia	Hiệp định Thương mại	Mức thuế nhập khẩu ở EU	Mức thuế nhập khẩu ở Nhật Bản	Mức thuế nhập khẩu ở Hàn Quốc	Mức thuế nhập khẩu ở Canada
Việt Nam	**EVFTA, CPTPP, RCEP, VJEPA, VKFTA, UKVFTA,…**	**0% – 5% (EVFTA)**	**0% (VJEPA)**	**0% (VKFTA)**	**0% (CPTPP)**
Trung Quốc	RCEP	12%	3.1%	0% (CKFTA)	18%
Bangladesh	EBA, GSP	0% (EBA)	0% (GSP/IEJPA)	0% (GSP – LDC)	16%
Indonesia	RCEP, CPTPP	9.6%	0% (RCEP)	0% (AKFTA – ASEAN-Korea FTA)	0% (CPTPP)
Ấn Độ	CEPA, GSP, India–UK FTA	0%	0% (CEPA)	0% (CEPA)	16%-18%

Nguồn: TCM, Shinhan Securities Vietnam

Trước sự biến động của chính sách thuế quan Mỹ, chúng tôi kỳ vọng ngành dệt may Việt Nam sẽ khai thác hiệu quả hơn nữa các FTA hiện có để giảm sự phụ thuộc vào thị trường chủ lực Mỹ và chuyển hướng xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như Nhật Bản, Hàn Quốc, EU, Canada,… Các hiệp định thương mại như EVFTA (EU), VKFTA (Hàn Quốc), VJEPA (Nhật Bản) sẽ mang lại lợi thế cạnh tranh đáng kể cho hàng dệt may Việt Nam nhờ hưởng mức thuế suất 0%.

Chúng tôi đánh giá khu vực CPTPP là một trong những thị trường tiềm năng lớn của ngành dệt may Việt Nam với mức thuế nhập khẩu 0%, trong khi các đối thủ cạnh tranh như Trung Quốc, Bangladesh và Ấn Độ vẫn phải đối mặt với mức thuế quan cao.

03 Cơ hội đầu tư cổ phiếu Dệt may

2. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Dệt may

Bảng tổng hợp công ty Dệt may niêm yết có vốn hóa vừa và lớn

Thông tin chung				Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính			Dự phóng kết quả kinh doanh		Định giá 25F	
No.	Mã	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (*) (VND)	Upside (%)	GPM TTM (%)	ROA TTM (%)	ROE TTM (%)	Lợi nhuận.2025 (tỷ VND)	T.Trg lợi nhuận 2025 (% YoY)	P/E (x)	P/B (x)
1	MSH	Dệt may	4,214	37,450	44,675	19.3	18.5	12.2	28.9	450	2.0	9.6	1.8
2	TCM	Dệt may	3,529	31,500	48,400	53.7	16.1	7.6	13.3	336	20.9	10.9	1.3
3	TNG	Dệt may	2,587	21,100	24,000	13.7	14.8	5.8	18.6	341	8.6	8.3	1.6
4	STK	Dệt may	2,387	24,700	26,211	6.1	19.0	2.5	5.6	113	841	7.9	1.3
	Tổng									7,415	33.4		

(*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

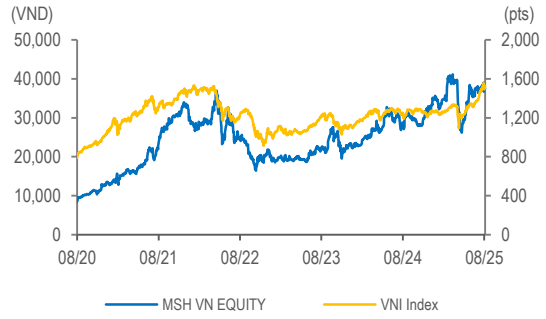
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 15/08/2025

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 44,675**
Giá hiện tại (15/08/2025)	VND 37,450
Suất sinh lời (%)	19%
VNINDEX	1,630
P/E thị trường (x)	13.3
Vốn hóa (tỷ VND)	4,214
SLCP đang lưu hành (triệu)	113
SLCP tự do giao dịch (triệu)	55
52 tuần cao/thấp (VND)	41,867 / 25,167
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.51
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	19
Beta (12T)	1.0
Cổ đông lớn (%) Bùi Đức Thịnh	23.9
Cổ đông lớn (%) CP Chứng khoán FPT	12.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	11.7	-1.8	15.1
Tg đối với VN-Index (%)	-12.4	-29.5	-18.1



Đón sóng hồi phục

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH) là một trong những doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc xuất khẩu và chăn ga gối đệm hàng đầu Việt Nam. Với kim ngạch xuất khẩu gần 300 triệu USD/năm, MSH hiện đang nằm trong top 10 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất Việt Nam. Mỹ là thị trường xuất khẩu chủ lực của MSH, chiếm khoảng 80% doanh thu xuất khẩu với khách hàng chính là các hãng thời trang lớn như Columbia Sportwear, Haddad Brands, G-III,.. Bên cạnh đó, MSH còn sở hữu tiềm lực lớn về năng lực sản xuất với 102 triệu sản phẩm/năm (chưa bao gồm nhà máy Xuân Trường II).

Luận điểm đầu tư:

- Trong bối cảnh thuế quan xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam (20%), thấp hơn Trung Quốc (55%), Ấn Độ (25%) và không chênh lệch quá nhiều so với các đối thủ như Bangladesh (20%), Indonesia (19%), chúng tôi đánh giá MSH sẽ không bị ảnh hưởng quá tiêu cực và vẫn có cơ hội tiếp tục duy trì vị thế nhờ: (1) Chuỗi cung ứng ổn định, quy mô sản xuất lớn và sản phẩm chất lượng cao, chi phí sản xuất cạnh tranh do ứng dụng công nghệ cao, (2) Mối quan hệ hợp tác lâu dài với các khách hàng lớn và (3) Xu hướng chuyển dịch chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc giúp gia tăng lượng đơn đặt hàng.
- Nhà máy Xuân Trường II kỳ vọng đi vào hoạt động từ năm 2025, lấp đầy công suất sau 2 năm. Qua đó kỳ vọng thu về 1,500 tỷ đồng doanh thu (+30% doanh thu, +31% công suất so với năm 2024).
- Nhà máy liên doanh tại Ai Cập dự kiến hoạt động với hơn 800 lao động và 15 dây chuyền may vào cuối năm 2025. Dự kiến đến năm 2027, quy mô sản xuất sẽ tăng lên với 45 dây chuyền may và hơn 2000 lao động.
- Cơ cấu tài chính lành mạnh với chính sách chi trả cổ tức đều đặn.

Triển vọng năm 2025:

Trong 1H2025, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,502 tỷ đồng (+19% YoY), lợi nhuận trước thuế đạt 499 tỷ đồng, (+80% YoY), hoàn thành lần lượt 45% và 55% kế hoạch cả năm. Doanh thu, lợi nhuận của MSH tăng trưởng tích cực nhờ tình trạng front-loading trước khi hết 90 ngày hoãn thuế đã tạo động lực cho các nhà nhập khẩu đẩy nhanh đặt hàng, giúp gia tăng số lượng đơn hàng trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của MSH lần lượt đạt 5,574 tỷ đồng (+6% YoY) và 450 tỷ đồng (+2% YoY) nhờ (1) Đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc ngày càng tăng, (2) Năng suất sản xuất được cải thiện và (3) Tập trung vào mặt hàng có giá trị gia tăng cao.

Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may của Mỹ sụt giảm; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào; (3) Rủi ro giá bán giảm, (4) Rủi ro tỷ giá tăng và (5) Rủi ro khách hàng phá sản.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**5,521**	**4,542**	**5,280**	**5,574**	**6,338**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	359	187	441	442	647
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**338**	**245**	**440**	**450**	**643**
EPS (VND)	4,998	3,260	5,465	3,999	5,716
BPS (VND)	21,452	21,948	23,908	21,963	25,715
OPM (%)	6.5	4.1	8.4	7.9	10.2
NPM (%)	6.1	5.4	8.3	8.1	10.2
ROE (%)	**19.6**	**13.6**	**21.4**	**20.2**	**22.8**
PER (x)	5.7	11.1	9.5	14.3	10.0
PBR (x)	1.4	1.5	1.9	2.6	2.2
EV/EBITDA (x)	4.7	6.7	6.5	8.0	5.8

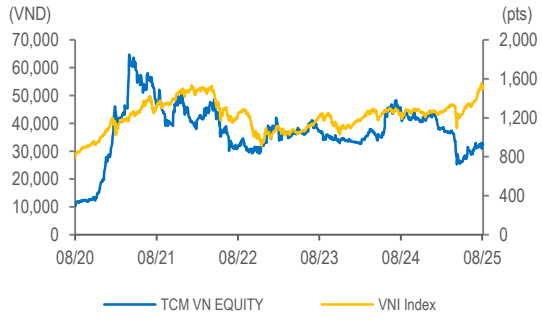
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM)

DỆT MAY THÀNH CÔNG

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 48,400**
Giá hiện tại (15/08/2025)	VND 31,500
Suất sinh lời (%)	53%
VNINDEX	1,630
P/E thị trường (x)	13.3
Vốn hóa (tỷ VND)	3,529
SLCP đang lưu hành (triệu)	112
SLCP tự do giao dịch (triệu)	48
52 tuần cao/thấp (VND)	45,045/24,545
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.31
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	72
Beta (12T)	0.8
Cổ đông lớn (%)	E-Land Asia Holdings Pte.,Ltd Singapore 47,0
	Nguyễn Văn Nghĩa 10,0

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	11.1	-16.2	-25.8
Tg đối với VN-Index (%)	-13.1	-43.9	-59.0



Hưởng lợi trực tiếp từ Hiệp định thương mại tự do CPTPP

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HOSE: TCM) là một trong những doanh nghiệp dệt may hàng đầu Việt Nam với chuỗi sản xuất khép kín từ sợi-dệt/đan-nhuộm-may-phân phối. Mức độ liên kết các khâu trong chuỗi giá trị ở mức cao giúp TCM tự chủ được nguồn cung sợi và vải, tốc độ cung ứng sản phẩm ở mức cao và hưởng lợi trực tiếp từ các ưu đãi của hai Hiệp định thương mại tự do CPTPP và EVFTA. Thị trường Châu Á (Hàn Quốc, Nhật Bản) là thị trường chủ lực chiếm tỷ trọng lên tới hơn 40% doanh thu xuất khẩu của TCM. Với công suất thiết kế lên đến 35 triệu sản phẩm/năm, TCM nằm trong top những doanh nghiệp có năng lực sản xuất hàng dệt may lớn nhất Việt Nam.

Luận điểm đầu tư

- Cơ cấu thị trường xuất khẩu đa dạng: 28% doanh thu xuất khẩu của TCM đến từ Hàn Quốc, 13% từ Nhật Bản, 8% từ thị trường EU trong khi xuất khẩu sang Mỹ chiếm 18%. Điều này giúp TCM khai thác triệt để các ưu đãi thuế quan tại đa dạng thị trường xuất khẩu mà Việt Nam đã ký kết Hiệp định thương mại tự do. Từ đó mang lại sự gia tăng về doanh thu và mở rộng biên lợi nhuận cho công ty.
- Là một trong số ít các doanh nghiệp tại Việt Nam sản xuất được vải, TCM hưởng lợi trực tiếp khi xuất khẩu hàng dệt may sang các thị trường thuộc khối CPTPP như Canada, Mexico. Đồng thời chúng tôi cho rằng nhu cầu vải sản xuất tại Việt Nam sẽ tăng do quy định về xuất xứ hàng dệt may ngày càng chặt chẽ. Điều này sẽ tạo mở ra cơ hội giúp TCM đẩy mạnh cung ứng vải ra thị trường, góp phần gia tăng doanh thu cho công ty.
- Dự án bất động sản TC Tower dự kiến được cấp giấy phép xây dựng vào đầu năm 2026, mở bán trong năm 2027. Qua đó thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong trung và dài hạn. Dự án được kỳ vọng đem lại 2,813 tỷ đồng doanh thu và 1,106 tỷ đồng lợi nhuận cho TCM.

Triển vọng năm 2025: Trong 1H2025, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,884 tỷ đồng (+6% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 161 tỷ đồng (+19% YoY), hoàn thành lần lượt 42% và 58% mục tiêu cả năm. Đây là kết quả đặc biệt tích cực khi đánh dấu mức lợi nhuận bán niên cao nhất từ trước đến nay của TCM. Động lực thúc đẩy KQKD đến từ việc đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, chi phí sản xuất được tối ưu và nhu cầu vải trong nước cải thiện. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của TCM 2025 lần lượt đạt 4,428 tỷ đồng (+16% YoY) và 336 tỷ đồng (+21% YoY) nhờ (1) Mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước thuộc CPTPP, (2) Biên lợi nhuận cải thiện nhờ chi phí nguyên vật liệu giảm, (3) Nhu cầu vải trong nước cải thiện và (4) Dự án TC Tower mang lại triển vọng tăng trưởng doanh thu trong trung, dài hạn.

Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu sụt giảm; (2) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào; (3) Rủi ro giá bán giảm; (4) Rủi ro tỷ giá tăng

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**4,337**	**3,325**	**3,810**	**4,428**	**4,976**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	346	185	339	401	418
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**281**	**134**	**278**	**336**	**330**
EPS (VND)	2,898	1,211	2,708	3,187	3,216
BPS (VND)	24,002	21,576	22,177	14,164	14,486
OPM (%)	8.0	5.6	8.9	9.1	8.4
NPM (%)	6.5	4.0	7.3	7.6	6.6
ROE (%)	**12.9**	**5.6**	**12.2**	**14.0**	**12.4**
PER (x)	14.7	25.9	16.9	10.9	10.8
PBR (x)	2.2	1.9	2.2	2.4	2.4
EV/EBITDA (x)	9.6	11.3	10.3	9.4	9.6

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

Công bố quan trọng

Cổ phiếu

- **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lí nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiên và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền ⓒ 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

Mạng lưới Shinhan Investment

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

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

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

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

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

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

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


Shinhan
Securities