

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG

[Việt Nam / Dệt may]

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

MUA

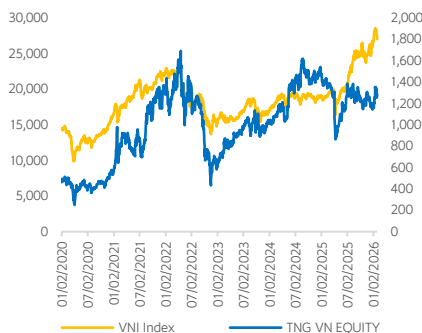
Báo cáo Lần đầu

Giá mục tiêu (12 tháng) **27,600 VND**
Giá hiện tại (06/02/2026) **21,200 VND**
Suất sinh lời (%) **30%**

VNINDEX	1,762
HNXINDEX	256
Vốn hóa (tỷ VND)	2,742
SLCP lưu hành (triệu CP)	129
Tự do giao dịch (triệu CP)	74
52-tuần cao/thấp (VND)	23,900/14,100
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.12
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	26

Cổ đông lớn (%)	Nguyễn Văn Thời	16.8
	Nguyễn Đức Mạnh	8.0

	3T	6T	12T
Biến động giá			
Tuyệt đối (%)	10.4	-0.9	-10.9
So với VN-Index (%)	0.2	-12.1	-49.0



Nguồn: Bloomberg

Trang Phạm

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

Thảo Nguyễn – Chuyên viên

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



Thuận thời tiến bước

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 27,600 đồng

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HOSE: TNG) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu dệt may hàng đầu Việt Nam, chuyên cung cấp sản phẩm may mặc cho các thương hiệu thời trang lớn như Decathlon, Nike, Columbia,... Chúng tôi đánh giá triển vọng trong trung và dài hạn của TNG là tích cực, dựa trên các yếu tố: (1) Năng lực sản xuất vượt trội, đáp ứng trọn bộ tiêu chuẩn ESG của Liên Hợp Quốc; (2) Thị trường chủ chốt EU là động lực duy trì tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận; (3) Cụm Công nghiệp Sơn Cầm 1 có thể đem lại lợi nhuận trong dài hạn nếu giải quyết được các vướng mắc còn hiện hữu. Dựa trên phương pháp DCF, chúng tôi định giá lần đầu cổ phiếu TNG ở mức giá 27,600 đồng, tương ứng với mức upside 30%.

Năng lực sản xuất vượt trội, đáp ứng trọn bộ tiêu chuẩn ESG của Liên Hợp Quốc

TNG hiện sở hữu số lượng nhà máy và chuyền may lớn thứ 3 toàn ngành với 16 nhà máy tập trung tại Thái Nguyên, các tỉnh lân cận (Võ Nhạy, Đại Từ, Sông Công, Phú Bình) và hơn 300 dây chuyền may. Quy mô sản xuất lớn giúp TNG đáp ứng được nhiều loại đơn hàng với những tiêu chuẩn khác nhau và đảm bảo tốc độ giao hàng nhanh chóng. Đồng thời, TNG còn là doanh nghiệp tiên phong đáp ứng đầy đủ 17 tiêu chí ESG của Liên Hợp Quốc. Điều này tạo lợi thế cạnh tranh vượt trội cho TNG so với các đối thủ cạnh tranh khác.

Thị trường chủ chốt EU là động lực duy trì tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

EU là thị trường mang tính chiến lược cao đối với TNG, không chỉ nhờ khả năng tiêu thụ mạnh mẽ mà còn ở mối quan hệ bền chặt với khách hàng chiến lược. Chúng tôi cho rằng thị trường EU sẽ tiếp tục là động lực giúp TNG duy trì đà mở rộng doanh thu dựa trên các yếu tố: (1) Nhu cầu tiêu dùng tại EU được thúc đẩy bởi lạm phát hạ nhiệt, tiêu dùng cá nhân tăng nhẹ và các sự kiện thể thao lớn cùng diễn ra trong năm 2026; (2) Mối quan hệ bền vững hơn một thập kỷ với Decathlon kỳ vọng giúp duy trì lượng đơn hàng tích cực.

Cụm Công nghiệp Sơn Cầm 1 có thể đem lại lợi nhuận trong dài hạn nếu giải quyết được các vướng mắc còn hiện hữu.

Cụm công nghiệp Sơn Cầm 1 là dự án khu công nghiệp tọa lạc tại xã Sơn Cầm, TP Thái Nguyên, do TNG làm chủ đầu tư, với quy mô gần 70.58 ha và thời gian vận hành 50 năm (2020-2070). Dự án có tổng mức đầu tư hơn 1,304 tỷ đồng (tính đến cuối năm 2025) và là một trong những dự án đầu tư trọng điểm của TNG trong 5 năm gần đây. Chúng tôi dự phóng Cụm công nghiệp Sơn Cầm 1 sẽ đem lại cho TNG 1,738 tỷ đồng doanh thu và 305 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong vòng 3 năm kể từ năm 2027. Tuy nhiên, dự án vẫn còn gặp vướng mắc về vấn đề tái định cư do chưa sắp xếp được quỹ đất cho các hộ gia đình phải di dời. Do đó, chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá tại thời điểm hiện tại. Chúng tôi sẽ theo dõi sát sao tiến độ triển khai thực tế và cập nhật vào mô hình định giá trong các báo cáo cập nhật lần tới.

Rủi ro: (1) Rủi ro thanh toán và chi phí lãi vay ăn mòn lợi nhuận do tỷ lệ vay nợ cao; (2) Rủi ro cạnh tranh gay gắt tại thị trường EU; (3) Rủi ro tỷ giá tăng; (4) Rủi ro nhu cầu hàng may mặc tại thị trường Mỹ sụt giảm.

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	7,098	7,656	8,699	9,382	9,849
LN từ HKKD (tỷ VND)	292	401	507	553	596
LNST (tỷ VND)	222	316	392	433	454
EPS (đồng)	2,019	2,693	3,175	3,536	3,701
BPS (đồng)	16,339	15,435	15,546	15,731	16,525
Biên LN HKKD (%)	4.1	5.2	5.8	5.9	6.1
Biên LNST (%)	3.1	4.1	4.5	4.6	4.6
ROE (%)	12.7	16.9	20.1	21.3	20.4
PER (x)	9.9	9.3	5.7	7.8	7.5
PBR(x)	1.2	1.6	1.2	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	6.9	14.5	12.2	10.5	10.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd., or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.



MỤC LỤC

3	Tổng quan doanh nghiệp
5	Quan điểm đầu tư
10	Cập nhật KQKD Q4/2025,2025 & Ước phóng 2026-2030F
11	Định giá và khuyến nghị
15	Rủi ro
16	Phụ lục: Báo cáo tài chính

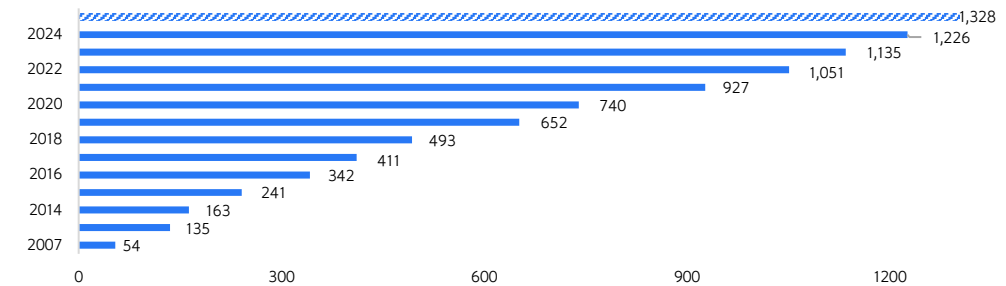


Tổng quan doanh nghiệp

1. Lịch sử hình thành doanh nghiệp

CTCP Đầu tư và Thương mại (HNX: TNG) được thành lập vào năm 1979 với tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái. Năm 2007, công ty niêm yết với mã chứng khoán là TNG trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với vốn điều lệ ban đầu là 54 tỷ VND. Tính đến cuối năm 2025, vốn điều lệ của công ty đã lên gấp khoảng 25 lần, đạt 1,328 tỷ đồng.

Vốn điều lệ của TNG giai đoạn 2020-2025 (Tỷ đồng)

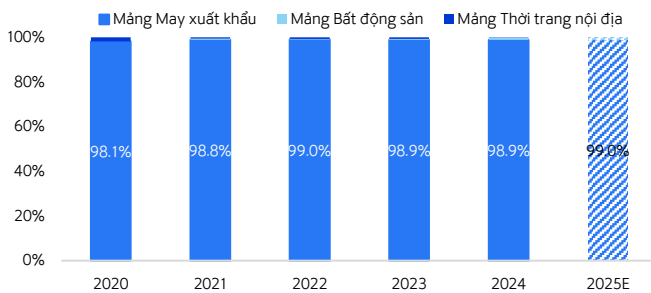


Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

2. Hoạt động kinh doanh

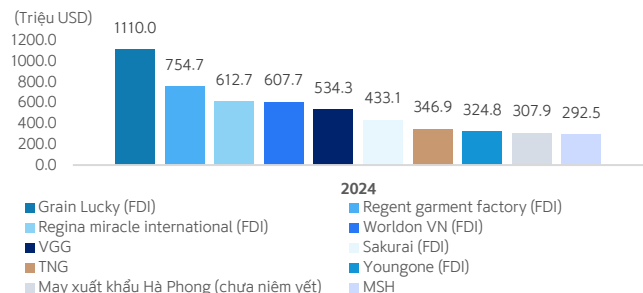
TNG hiện kinh doanh trên các lĩnh vực là may xuất khẩu, bất động sản và thời trang nội địa. Trong đó, May xuất khẩu là mảng kinh doanh cốt lõi của công ty, chiếm khoảng 99% tổng doanh thu năm 2024. Về mảng Bất động sản, TNG tập trung vào bất động sản khu công nghiệp và bất động sản nhà ở với các dự án: Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1,2; TNG Village,... Bên cạnh đó, ở mảng thời trang nội địa, công ty sở hữu thương hiệu thời trang riêng TNG Fashion từ năm 2016, tuy nhiên, doanh thu từ mảng này không đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu của TNG (0.1% tổng doanh thu năm 2024).

Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh của TNG (%)



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

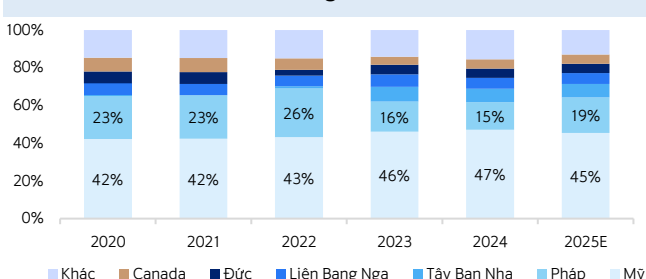
Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu dệt may tại Việt Nam 2024



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

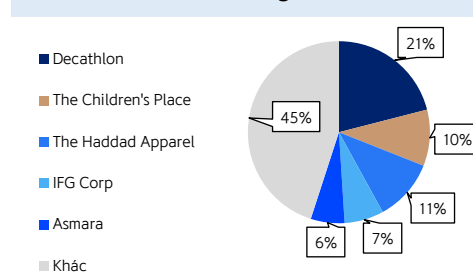
Về mảng may xuất khẩu, TNG là một trong những doanh nghiệp dệt may xuất khẩu hàng đầu Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu lên đến 347 triệu USD, thuộc top 7 doanh nghiệp có giá trị xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất cả nước. Sản phẩm của công ty chủ yếu xuất khẩu sang Mỹ và EU (Pháp, Tây Ban Nha, Đức, Nga) với tỷ trọng lần lượt đạt 45% và 34% trong năm 2024. Trong đó, EU là thị trường mang tính chiến lược cao đối với TNG, không chỉ nhờ khả năng tiêu thụ mạnh mẽ mà còn ở mối quan hệ bền chặt với khách hàng chiến lược Decathlon – Tập đoàn bán lẻ đồ thể thao lớn nhất thế giới. TNG hiện đang nằm trong top 3 nhà cung cấp hàng đầu của Decathlon (Pháp). Doanh thu đến từ khách hàng này chiếm trung bình khoảng 30% tổng doanh thu của TNG giai đoạn 2017-2024. Do vậy, đây là thị trường mang tính chiến lược lâu dài đối với TNG. Bên cạnh đó, tại thị trường Mỹ, The Children's Place, Asmara và Haddad cũng là các khách hàng lớn của TNG, chiếm khoảng 64% doanh thu tại thị trường này năm 2024.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường xuất khẩu của TNG (%)



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

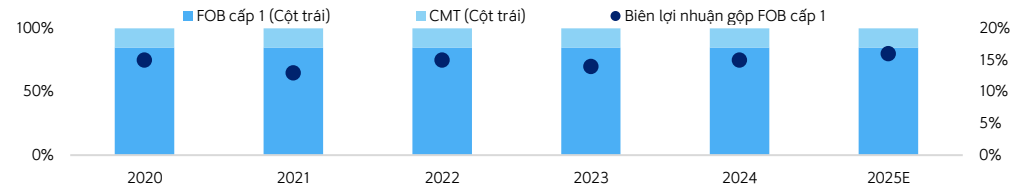
Ước tính cơ cấu khách hàng của TNG năm 11T2025 (%)



Nguồn: TNG, Tổng cục Hải quan Việt Nam, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Sản phẩm xuất khẩu chính của TNG là áo jacket, quần cargo, quần áo thể thao, thời trang trẻ em,... Đây là những mặt hàng yêu cầu kỹ thuật ở mức trung và mang lại biên lợi nhuận khoảng 14-18% (thấp hơn khoảng 2-6 đpt so với phân khúc cao cấp như suits, vest của các doanh nghiệp khác như MSH, HTG,...). Ngoài ra, TNG còn sản xuất bông tấm (nguyên liệu chính cho áo jacket), bao bì giấy, in công nghiệp, nguyên phụ liệu dệt may (cúc, chỉ, khuy áo,...). Tuy nhiên, những sản phẩm này không đem lại doanh thu đáng kể cho TNG.

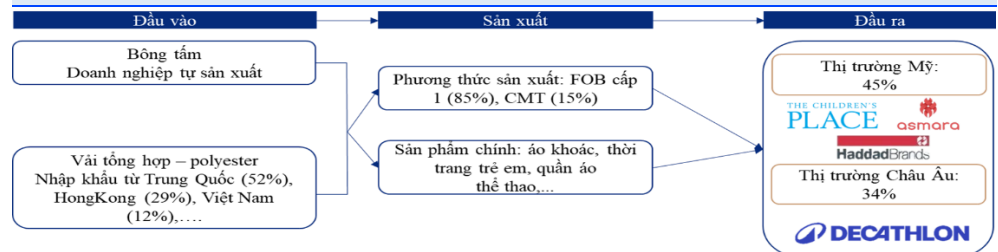
Cơ cấu doanh thu theo phương thức sản xuất của TNG (%)



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

Về phương thức sản xuất, FOB cấp 1 và CMT là hai phương thức được TNG sử dụng với tỷ trọng lần lượt 85% và 15%. Với phương thức FOB cấp 1, TNG sử dụng nguồn vốn ứng trước bằng nợ vay để mua nguyên liệu từ nhà cung cấp do khách hàng chỉ định, sau đó thực hiện quá trình sản xuất từ cắt may, hoàn thiện sản phẩm cho đến giao hàng xuất khẩu. Phương thức này đem lại biên lợi nhuận khoảng 15-20%, cao hơn so với phương thức CMT nhưng cũng khiến TNG phải gia tăng nợ vay để chi trả cho nhu cầu mua nguyên liệu. Với phương thức CMT, TNG chỉ tham gia vào khâu cắt may nên biên lợi nhuận thấp hơn so với FOB cấp 1 (10-15%).

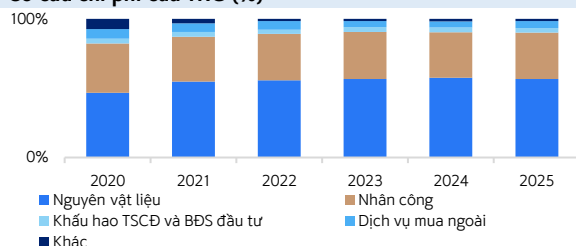
Chuỗi giá trị của TNG



Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

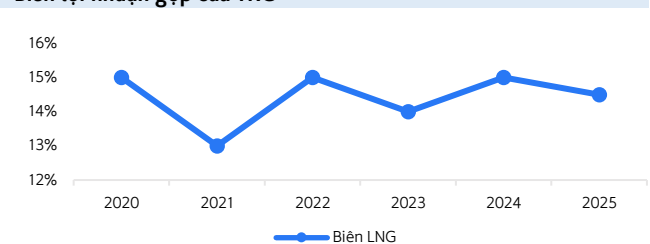
Nguyên vật liệu đầu vào của TNG là bông tấm, vải tổng hợp. Trong đó, bông tấm được TNG tự sản xuất và sử dụng chủ yếu để may áo jacket – sản phẩm xuất khẩu chủ lực sang EU (cho khách hàng lớn Decathlon). Tuy nhiên, chi phí nguyên vật liệu vẫn chiếm khoảng 60% tổng chi phí của TNG do phải nhập khẩu phần lớn vải từ Trung Quốc (52%), HongKong (29%), Việt Nam (12%),... để phục vụ cho sản xuất. Nguyên nhân chủ yếu đến từ: (1) Chưa đủ năng lực, công nghệ để tự sản xuất vải và (2) Các khách hàng ưu chuộng vải nhập khẩu từ Trung Quốc hơn nhờ giá thành rẻ và mẫu mã đa dạng.

Cơ cấu chi phí của TNG (%)



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

Biên lợi nhuận gộp của TNG



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

3. Cơ cấu tổ chức

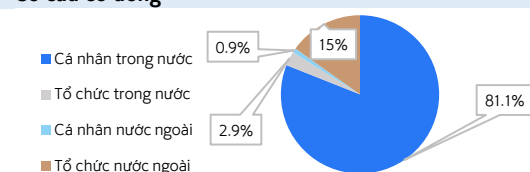
Cơ cấu cổ đông của TNG có sự phân bổ, cụ thể gia đình ông Nguyễn Văn Thời – Chủ tịch HĐQT và con trai Nguyễn Đức Mạnh – TGD nắm gần 25% vốn; đứng sau là Công ty quản lý quỹ Fides với 5.6% tỷ lệ sở hữu.

Tỷ lệ sở hữu tính đến ngày 03/02/2026



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

Cơ cấu cổ đông



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

Quan điểm đầu tư

1. Năng lực sản xuất vượt trội, đáp ứng trọn bộ tiêu chuẩn ESG của Liên Hợp Quốc

Trong bối cảnh tiêu dùng dệt may toàn cầu dự báo tăng trưởng chậm lại trong năm 2026, các đạo luật về thời trang bền vững ngày càng khắt khe và xu hướng thời trang thay đổi nhanh chóng, các tập đoàn thời trang lớn như Inditex, H&M, Adidas, Decathlon,... có xu hướng chia nhỏ đơn hàng, yêu cầu thời gian giao hàng nhanh chóng (30-45 ngày) và đa dạng hóa danh mục nhập khẩu:

- Các đạo luật về thời trang bền vững, đặc biệt về việc thu hồi hàng may mặc dư thừa tại các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ, EU ngày càng khắt khe.** Điển hình như “Cấm các doanh nghiệp lớn tiêu hủy quần áo, giày dép, phụ kiện chưa bán được” của Quy định thiết kế sinh thái ESPR (EU) ⁽ⁱ⁾ sẽ được áp dụng từ giữa năm 2026. Hay Đạo luật “Thu hồi Dệt may có trách nhiệm” ở California ⁽ⁱⁱ⁾ sẽ xử phạt hàng tồn kho không bán được hoặc lỗi thời bắt đầu từ đầu năm 2026. Trong khi đó, thực trạng số ngày tồn kho trung bình của các công ty thời trang trên thế giới lại đạt mức cao kỷ lục vào năm 2024 (theo Chỉ số thời trang toàn cầu của McKinsey, The State of Fashion 2026). Điều này đòi hỏi các nhà bán lẻ tại Mỹ và EU phải giảm quy mô đơn đặt hàng, yêu cầu thời gian giao hàng nhanh để rút ngắn chu kỳ tồn kho và hạn chế chi phí phát sinh từ các quy định này.
- Đồng thời, xu thế thời trang trên thế giới thay đổi nhanh chóng khiến các thương hiệu thời trang phải đa dạng hóa danh mục nhập khẩu để ứng biến linh hoạt và giảm thiểu rủi ro hàng lỗi thời.** “Chỉ số tập trung sản phẩm may mặc xuất khẩu vào Mỹ” giai đoạn 2022-2024 đã giảm 10.7% từ 3.1 xuống còn 2.8 (trên toàn thế giới) cho thấy nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc tại Mỹ đã phân bổ sang nhiều dòng sản phẩm trong những năm gần đây. Chúng tôi dự phóng chỉ số này sẽ tiếp tục giảm khoảng 8-10% mỗi năm giai đoạn 2026-2030 trong bối cảnh xu hướng nhập khẩu ngày càng phân bổ ở nhiều dòng sản phẩm hơn là tập trung vào một số mặt hàng truyền thống như trước.

Chỉ số tập trung sản phẩm may mặc xuất khẩu vào Mỹ*

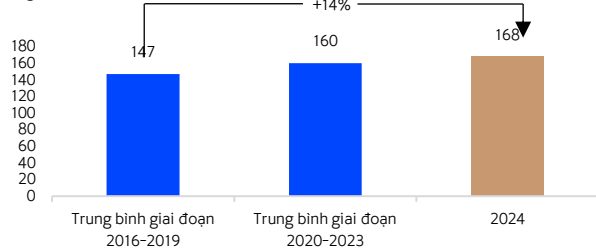
Quốc gia xuất khẩu	2015	2019	2022	2024	Mức độ đa dạng sản phẩm xuất khẩu
Thế giới	3.03	3.06	3.13	2.80	Rất đa dạng, đang được cải thiện
China	2.69	2.44	2.17	2.15	Hết đa dạng, đang được cải thiện
Việt Nam	3.40	3.52	3.24	2.80	Hết đa dạng, đang được cải thiện
Bangladesh	10.72	10.74	8.25	7.60	Tập trung, đang được cải thiện
Cambodia	4.24	4.48	4.87	4.97	Đa dạng
India	4.31	4.16	4.26	3.97	Đa dạng, đang được cải thiện
Mexico	13.18	11.92	10.80	9.08	Vừa phải, đang được cải thiện
CAI 1A-DR	8.82	10.56	13.41	11.54	Tập trung cao, đang được cải thiện
AGOA	5.38	8.46	7.03	6.53	Tập trung, đang được cải thiện

*Chỉ số này được tính toán dựa trên các mã HS code 6 chữ số ở chương 61 và 62

Nguồn: USITC (2025), Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Số ngày tồn kho trung bình chưa bán hết mỗi năm của các công ty thời trang

(Ngày)



Nguồn: Chỉ số thời trang toàn cầu của McKinsey, The State of Fashion 2026, McKinsey

Tình hình trên khiến tiêu chuẩn lựa chọn nhà cung cấp của các nhà bán lẻ tại Mỹ, EU ngày càng được nâng cao. Doanh nghiệp cần quy mô sản xuất đủ lớn, đáp ứng tiêu chuẩn ESG cùng năng lực điều phối linh hoạt, cho phép triển khai đồng thời nhiều dòng sản phẩm với yêu cầu kỹ thuật khác nhau, trong khi vẫn tối ưu hiệu suất vận hành và đảm bảo tiến độ giao hàng. Và TNG chính là một trong số ít các doanh nghiệp may mặc Việt Nam đáp ứng được những tiêu chuẩn khắt khe trên. Cụ thể:

(i) Quy mô sản xuất lớn với số lượng chuyền may và lao động thuộc hàng top đầu của Việt Nam

TNG hiện sở hữu 16 nhà máy tập trung tại Thái Nguyên và các tỉnh lân cận (Võ Nhai, Đại Từ, Sông Công, Phú Bình) với hơn 300 dây chuyền may. Năng lực sở hữu số lượng dây chuyền may thuộc hàng top đầu của Việt Nam giúp TNG đáp ứng được nhiều loại đơn hàng với những tiêu chuẩn khác nhau và đảm bảo tốc độ giao hàng nhanh chóng. Điều này đem lại lợi thế cạnh tranh nhất định cho TNG so với các đối thủ khác.

Thông tin về quy mô và năng lực sản xuất của một số doanh nghiệp dệt may Việt Nam

Công ty	Số lượng nhà máy	Số lượng chuyền may	Số lượng nhân công	Công suất thiết kế (triệu đvsp/năm)
TNG	16	336	20,160	56
MSH	7	205	12,000	102
VGG	20	N/A	31,000	42
VGT	N/A	1,600	60,000	410
TCM	3	163	5,552	35

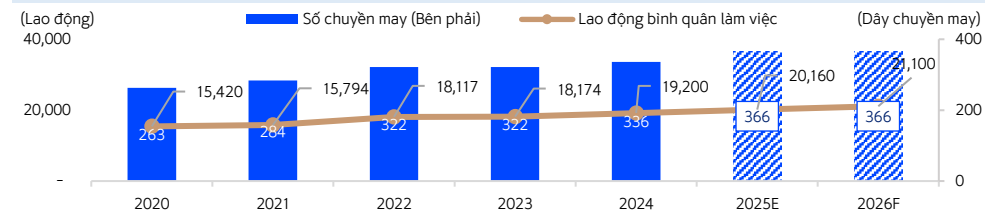
Nguồn: Báo cáo của các công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

⁽ⁱ⁾ Quy định về thiết kế sinh thái cho sản phẩm bền vững (ESPR) tại EU có hiệu lực từ T7/2024 là khung pháp lý nhằm mở rộng yêu cầu bền vững cho hầu hết mọi sản phẩm vật lý bán tại EU, trong đó bao gồm hàng dệt may. Yêu cầu “Cấm tiêu hủy quần áo, giày dép và phụ kiện chưa bán được” bắt đầu có hiệu lực từ giữa năm 2026 là một trong những yêu cầu chính của ESPR. Các công ty dệt may phải công khai thông tin về số lượng sản phẩm bị hủy, lý do và biện pháp xử lý, nhằm tăng minh bạch và thúc đẩy tính bền vững trong ngành, với mục tiêu giảm rác thải dệt may, yêu cầu các doanh nghiệp tái sử dụng, sửa chữa hoặc tái chế thay vì hủy bỏ.

⁽ⁱⁱ⁾ Đạo luật Thu hồi Dệt may có trách nhiệm (EPR) ở California, được thông qua vào T9/2024, là luật đầu tiên ở Mỹ yêu cầu nhà sản xuất dệt may phải lập kế hoạch và tài trợ cho việc thu gom, sửa chữa, tái sử dụng và tái chế hàng dệt may, nhằm giảm thiểu chất thải, áp dụng cho quần áo, giày dép và đồ gia dụng, do CalRecycle giám sát.

TNG đang có kế hoạch tiếp tục gia tăng số lượng lao động trong năm 2026 nhằm mở rộng dây chuyền sản xuất. Công ty chưa có thông báo cụ thể về số lượng lao động dự kiến tuyển thêm. Vì vậy chúng tôi dự phóng số lượng lao động của TNG sẽ đạt khoảng 21,000 người (+2.7% YoY) trong năm 2026, góp phần nâng cao năng lực sản xuất của công ty.

Số lượng chuyền may và số lượng lao động của TNG

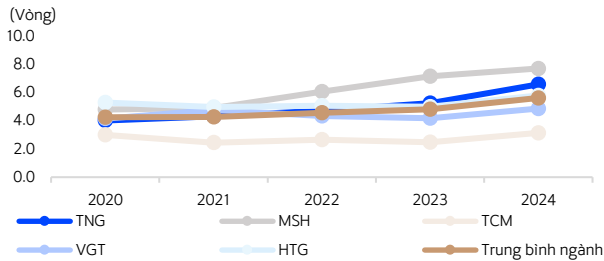


Nguồn: Báo cáo của các công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam tổng hợp

(ii) Tốc độ giao hàng nhanh chóng và được cải thiện qua từng năm nhờ đổi mới công nghệ sản xuất

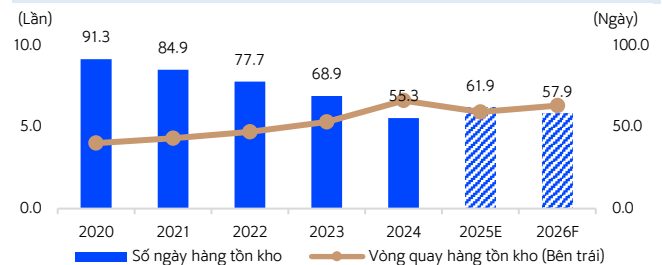
TNG sở hữu tốc độ cung ứng sản phẩm ở mức cao nhờ sớm ứng dụng công nghệ vào trong sản xuất như hệ thống ERP⁽ⁱⁱⁱ⁾ và chuyển đổi số. Trong giai đoạn 2020-2025, vòng quay hàng tồn kho của TNG được cải thiện đáng kể, tăng trưởng từ mức 4.0 lần lên mức 5.9 lần, cao hơn một số doanh nghiệp cùng ngành khác như TCM, HTG, VGT,... Điều này cho thấy thời gian luân chuyển hàng hóa (leadtime) của TNG ngày càng được cải thiện.

Vòng quay hàng tồn kho của một số doanh nghiệp dệt may



Nguồn: USITC (2025), Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Số ngày tồn kho của TNG giai đoạn 2020-2026F



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

Chúng tôi dự phóng vòng quay hàng tồn kho của TNG sẽ tăng nhẹ, đạt mức 6.3 vòng trong năm 2026, nhờ: (1) Chu kỳ sản xuất – giao hàng được rút ngắn khi doanh nghiệp duy trì mô hình sản xuất linh hoạt kết hợp ứng dụng công nghệ hiện đại và tuyển thêm lao động lành nghề; (2) Đầu ra được củng cố bởi nhu cầu tại EU ổn định nhờ lạm phát giảm.

(iii) Là doanh nghiệp tiên phong đáp ứng đầy đủ bộ 17 tiêu chí ESG của Liên Hợp Quốc.

TNG là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may Việt Nam chú trọng đầu tư ESG từ sớm. Từ năm 2016, TNG đã tập trung đầu tư vào hệ thống công nghệ cao trong việc xử lý nước và chất thải hay dự án điện tiết kiệm năng lượng (điện mặt trời,...). Nhờ vậy, TNG sớm đáp ứng được các tiêu chuẩn khắt khe về thời trang bền vững, nhà máy xanh của thị trường Châu Âu và bộ 17 tiêu chí ESG của Liên Hợp Quốc.

Hiện tại, TNG sở hữu các nhà máy xanh đạt chuẩn như nhà máy Sông Công, nhà máy Việt Đức. Đồng thời TNG đã hoàn thành thay thế 100% lò hơi đốt than bằng lò hơi BioMass vào cuối năm 2024 và lắp đặt hệ thống điện mặt trời áp mái tại các nhà máy trong năm 2025. Điều này tạo lợi thế cạnh tranh vượt trội cho TNG trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam vẫn còn gặp khó khăn trong việc đáp ứng tiêu chuẩn ESG của thị trường EU. Chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ tạo điều kiện thuận lợi giúp TNG thu hút thêm các khách hàng mới tiềm năng tại các thị trường khó tính như Nhật Bản, EU và Mỹ.

Thông tin các nhà máy của TNG

Nhà máy	Vị trí	Lĩnh vực	Tình trạng
Việt Đức	Cụm Công nghiệp Sơn Cầm 1, Thái Nguyên	May	Đạt chứng nhận công trình xanh LOTUS Bạc
Việt Thái	Cụm Công nghiệp Sơn Cầm 1, Thái Nguyên		Nhà máy xanh
Đại Từ	Đại Từ		Đang hoạt động
Sông Công 1,2,3,4	Sông Công		Đạt chứng nhận công trình xanh LOTUS Bạc
Võ Nhai 1,2	Cụm Công nghiệp Cây Bông, Võ Nhai		Nhà máy xanh
Đồng Hỷ	Thái Nguyên	Nguyên phụ liệu	Đang hoạt động
Phủ Bình 1,2,3,4	Thái Nguyên		Đang hoạt động
Sản xuất bao bì	Sông Công		Sử dụng hệ thống điện mặt trời áp mái
Sản xuất Bông	Sông Công		Sử dụng hệ thống điện mặt trời áp mái

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

⁽ⁱⁱⁱ⁾ **Hệ thống ERP:** Hệ thống kiểm soát năng suất, tiến độ sản xuất giao hàng của từng mã hàng theo từng giờ, từng ngày, cảnh báo kịp thời nếu hàng có nguy cơ trễ hạn giao hàng.

2. Thị trường chủ chốt EU là động lực duy trì tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận

Mặc dù Mỹ và EU đều là hai thị trường xuất khẩu chủ lực của TNG nhưng chúng tôi cho rằng EU sẽ đóng vai trò trụ cột tăng trưởng, giúp TNG duy trì đà mở rộng doanh thu trong năm 2026 dựa trên các yếu tố:

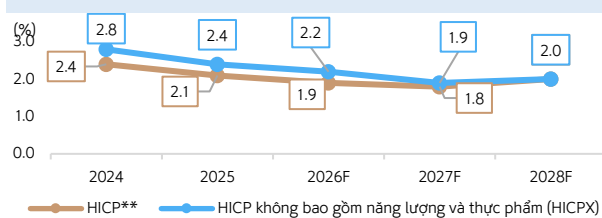
(i) Nhu cầu tiêu dùng tại EU được thúc đẩy bởi lạm phát hạ nhiệt, tiêu dùng cá nhân tăng nhẹ và các sự kiện thể thao lớn cùng diễn ra trong năm 2026

Lạm phát hạ nhiệt và tiêu dùng cá nhân tăng nhẹ:

Theo dự báo của ECB – Ngân hàng Trung ương Châu Âu, lạm phát tại EU, được phản ánh qua Chỉ số Giá tiêu dùng hài hòa không bao gồm nhóm năng lượng và thực phẩm (HICPX) ^(iv) dự kiến sẽ giảm từ mức 2.4% năm 2025 xuống 2.2% vào năm 2026. Nguyên nhân của sự sụt giảm đến từ: (1) Lạm phát dịch vụ (nhà hàng, du lịch, vận tải,...) dự kiến giảm trong bối cảnh thị trường lao động dần ổn định, kéo theo tăng trưởng tiền lương chậm lại và làm giảm áp lực chi phí lao động, (2) Sự tăng giá của đồng Euro giúp giảm chi phí nhập khẩu và kiềm chế sự tăng giá của giá cả hàng hóa tiêu dùng.

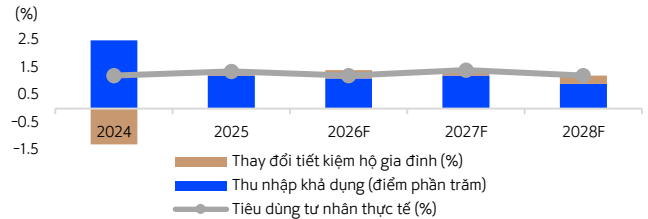
Song song đó, cũng theo ECB, tiêu dùng cá nhân tại EU dự báo tăng trưởng ổn định ở mức 1.2% trong giai đoạn 2026-2028, được hỗ trợ bởi sự gia tăng thu nhập tiền lương và thu nhập ngoài lao động.

ECB dự báo lạm phát ở khu vực EU giảm trong năm 2026



Số liệu lấy từ báo cáo "Macroeconomic projections" của ECB phát hành vào T12/2025
Nguồn: European central bank (ECB), Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Tăng trưởng tiêu dùng tư nhân thực tế (%) và thu nhập khả dụng thực của hộ gia đình tại EU (điểm phần trăm)



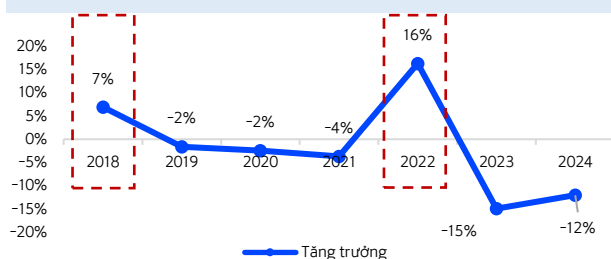
Số liệu lấy từ báo cáo "Macroeconomic projections" của ECB phát hành vào T12/2025
Nguồn: European central bank (ECB), Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi cho rằng lạm phát giảm cùng đã cải thiện của tiêu dùng cá nhân sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho sự cải thiện sức mua đối với nhóm hàng không thiết yếu như may mặc tại thị trường EU. Từ đó, giúp duy trì lượng đơn hàng ổn định cho TNG trong năm 2026.

Ngoài ra, năm 2026 đánh dấu nhiều sự kiện thể thao lớn đồng loạt diễn ra giúp củng cố nhu cầu mặt hàng thể thao tại EU:

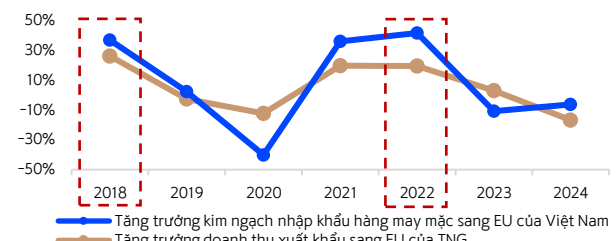
Trong năm 2026, các sự kiện thể thao lớn diễn ra bao gồm: FiFa World Cup (tháng 6,7/2026), Thế Vận hội Mùa đông Milano Cortina (6-22/2/2026), Đại hội thể thao Khối thịnh vượng chung (tháng 7,8/2026),... Trong quá khứ, những năm có các sự kiện thể thao lớn diễn ra, nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc của EU đều ghi nhận sự tăng trưởng từ 7-16% (7% trong năm 2018 và 16% trong năm 2022). Đồng thời, doanh thu xuất khẩu sang EU của TNG và kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc sang EU của Việt Nam cũng tăng trưởng ấn tượng

Tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của EU



Nguồn: Eurostat, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Xuất khẩu dệt may sang EU của TNG và ngành dệt may Việt Nam giai đoạn 2018-2024



Nguồn: TNG, Tổng Cục thống kê GSO, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi cho rằng nhu cầu nhập khẩu mặt hàng thể thao sẽ gia tăng nhằm chuẩn bị cho các sự kiện thể thao sắp tới. Điều này sẽ tạo động lực thúc đẩy các hãng thời trang thể thao lớn tại EU đẩy mạnh cung ứng sản phẩm ra thị trường. Là một trong những nhà cung cấp lớn và lâu năm của các thương hiệu thời trang lớn tại EU, chúng tôi kỳ vọng TNG sẽ tận dụng tốt cơ hội này, gia tăng doanh số bán hàng và mở rộng thị phần tại thị trường chủ lực này.

^(iv) **Chỉ số HICPX** – Chỉ số Giá tiêu dùng hài hòa không bao gồm các ngành biến động mạnh như năng lượng và thực phẩm; phản ánh lạm phát cốt lõi, gần với hành vi tiêu dùng thực sự của hộ gia đình.

**** Chỉ số HICP (Harmonised Index of Consumer Prices)** – Chỉ số giá tiêu dùng, là thước đo lạm phát chuẩn hóa được sử dụng ở Liên minh Châu Âu (EU) để so sánh lạm phát giữa các quốc gia thành viên một cách nhất quán.

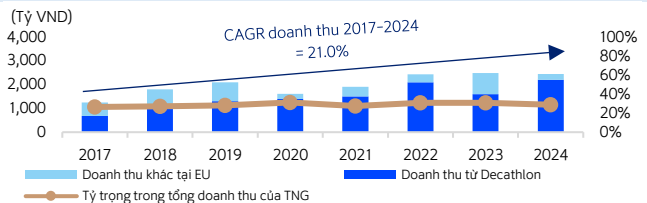
(ii) Mối quan hệ bền vững hơn một thập kỷ với Decathlon kỳ vọng giúp duy trì lượng đơn hàng tích cực

Decathlon là tập đoàn bán lẻ đồ thể thao hàng đầu thế giới, có trụ sở tại Pháp và có gần 1,800 cửa hàng tại 79 quốc gia và vùng lãnh thổ. TNG trở thành một trong những nhà cung cấp các sản phẩm thời trang như áo jacket, quần áo leo núi,... của Decathlon tại Việt Nam từ năm 2015. Kể từ đó, doanh thu từ Decathlon của TNG ghi nhận tăng trưởng ấn tượng, đạt mức CAGR=21.0% (2017-2024). Trung bình Decathlon đóng góp hơn 80% doanh thu tại thị trường Châu Âu của TNG và khoảng 30% tổng doanh thu toàn công ty giai đoạn 2017-2024.

Thực tế, kể từ khi Decathlon trở thành đối tác chiến lược, tổng doanh thu của TNG tăng trưởng ở mức CAGR=16.3% (2015-2025). Đây là minh chứng cho thấy sự đóng góp đáng kể của khách hàng này trong cơ cấu doanh thu của TNG.

Doanh thu và lợi nhuận của TNG giai đoạn 2015-2025

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

Doanh thu từ khách hàng Decathlon của TNG

Nguồn: TNG, FPTIS, Chứng khoán Shinhan tổng hợp

Mặc dù phải đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt từ Trung Quốc, chúng tôi cho rằng TNG vẫn giữ được vị thế cạnh tranh và nhận được lượng đơn hàng ổn định từ Decathlon nhờ:

- Hưởng mức thuế xuất khẩu cạnh tranh sang các thị trường khác:** (1) Thuế đối ứng tại Mỹ của Việt Nam thấp hơn Trung Quốc, (2) Sở hữu nhiều ưu đãi thuế xuất khẩu tại các thị trường khác nhờ Hiệp định Thương mại tự do.

So sánh thuế đối ứng Mỹ áp lên Việt Nam và Trung Quốc tính đến ngày 24/11/2025

Quốc gia	Mức thuế	Tình trạng	Ghi chú
Trung Quốc	Thuế Section 301: 7.5%	Đã áp từ 14/2/2020	Section 301 là một điều khoản trong Luật Thương mại Hoa Kỳ năm 1974 cho phép Chính phủ Mỹ điều tra và áp biện pháp trả đũa thương mại, như tăng thuế nhập khẩu, đối với các quốc gia có chính sách thương mại bị coi là không công bằng, phân biệt đối xử hoặc gây hại cho doanh nghiệp Mỹ.
	Thuế trả đũa khác: 10-15%	Đã áp dụng	Mỹ đánh lên một số hàng hóa có nguồn gốc từ Mỹ khi nhập ngược lại từ Trung Quốc, ví dụ như gỗ, khoáng sản,...
	Thuế "Fentanyl": 20%	Đã áp từ 4/2/2025	Gói thuế trừng phạt liên quan đến cuộc chiến chống ma túy fentanyl, áp dụng lên nhiều mặt hàng Trung Quốc, bao gồm hàng may mặc như áo len,...
	Bãi bỏ miễn thuế "de minimis": Không còn ngưỡng miễn thuế dưới 800 USD	Hiệu lực từ 2/5/2025	Trước đây, đơn hàng nhỏ dưới 800 USD từ Trung Quốc vào Mỹ được miễn thuế. Từ năm 2025 không còn miễn nữa -> Ảnh hưởng mạnh lên các nền tảng mua sắm trực tuyến như Shein, Temu, Tiktok Shop.
	Thuế đối ứng chính: 34%	Có hiệu lực từ 24/11/2025	
Việt Nam	20% (có nguy cơ lên 40% nếu bị coi là hàng trung chuyển)		

Nguồn: Báo cáo IR Q3/2025 của STK, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

- Vị thế nằm trong Top 3 nhà cung cấp** toàn cầu của Decathlon từ T10/2024.
- Sở hữu Trung tâm phát triển sản phẩm (DC)** đầu tiên trong ngành Dệt may toàn cầu được Decathlon công nhận về mặt kỹ thuật giúp nâng cao năng lực cạnh tranh.
- Năng lực sản xuất quy mô lớn**, chất lượng cao và nhà máy đáp ứng các tiêu chuẩn bền vững.
- Mối quan hệ bền vững** hơn một thập kỷ (2015-nay)

Mối quan hệ khăng khít với khách hàng chiến lược sẽ giúp TNG đảm bảo đầu ra ổn định, mở rộng quy mô sản xuất và tạo nền tảng cho tăng trưởng doanh thu trong dài hạn.

3. Cụm Công nghiệp Sơn Cẩm 1 có thể đem lại lợi nhuận trong dài hạn nếu giải quyết được các vướng mắc còn hiện hữu

Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 là dự án khu công nghiệp tọa lạc tại xã Sơn Cẩm, TP Thái Nguyên, do TNG làm chủ đầu tư, với quy mô gần 70.58 ha và thời gian vận hành 50 năm (2020-2070). Dự án có tổng mức đầu tư hơn 1,304 tỷ đồng (tính đến cuối năm 2025) và là một trong những dự án đầu tư trọng điểm của TNG trong 5 năm gần đây, bên cạnh TNG Village – dự án BDS nhà ở (đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ 99% trong năm 2024).

Quỹ đất tại CCN Sơn Cẩm 1 được phân bổ cho nhiều nhu cầu khác nhau:

- 21.17 ha (chiếm khoảng 30% tổng quy mô quỹ đất): Sử dụng cho mục đích xây dựng hạ tầng và dịch vụ.
- 49.40 ha (chiếm khoảng 70% tổng quy mô quỹ đất): Quỹ đất thương phẩm được sử dụng cho mục đích thuê nhà xưởng, mặt bằng có hạ tầng cơ bản.

Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 được thực hiện theo Quyết định số 1936/QĐ-UBND chấp nhận chủ trương đầu tư vào T6/2018 của Ủy ban nhân dân tỉnh Thái Nguyên.



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

Vị trí địa lý chiến lược nằm trên trục giao thông chính kết nối với các vùng kinh tế và các tỉnh phía Bắc, thuận lợi cho việc vận chuyển hàng hóa và giao thương với những vùng lân cận.



Nguồn: Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Chúng tôi dự phóng Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 sẽ đem lại cho TNG 1,738 tỷ đồng doanh thu và 305 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong vòng 3 năm kể từ năm 2027, dựa trên các yếu tố:

- **Vị trí địa lý thuận lợi:** CCN Sơn Cẩm 1 tọa lạc ngay điểm trung chuyển giữa trung du miền núi phía Bắc, vùng kinh tế trọng điểm Bắc Bộ và cửa khẩu Việt - Trung. Điều này thuận lợi cho việc vận chuyển hàng hóa đi các tỉnh lân cận và giao thương với Trung Quốc, giúp tối ưu chi phí logistic và mở rộng dư địa tiêu thụ.
- **Nhu cầu thuê đất cụm công nghiệp ngày càng gia tăng tại Thái Nguyên trong khi nguồn cung còn hạn chế.** Cụ thể, nhiều cơ sở sản xuất trong khu dân cư phải di dời vào khu/cụm công nghiệp do gây ô nhiễm môi trường nghiêm trọng và không phù hợp với quy hoạch. Trong khi đó, số lượng các cụm công nghiệp sẵn sàng đi vào hoạt động chưa thể đáp ứng được hết nhu cầu hiện tại.

Về tiến độ thực hiện:

Tính đến T1/2026, dự án vẫn còn gặp vướng mắc về vấn đề tái định cư do chưa sắp xếp được quỹ đất cho các hộ gia đình phải di dời. CCN Sơn Cẩm 1 có 150 hộ phải di dời chỗ ở nhưng tính đến thời điểm hiện tại chỉ di dời được hơn 50% số hộ, các hộ còn lại đã nhận tiền bồi thường nhưng chưa bàn giao mặt bằng. Điều này khiến tiến độ cho thuê của dự án bị chậm trễ và chưa thể đem lại doanh thu cho TNG trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá tại thời điểm hiện tại. Chúng tôi sẽ theo dõi tiến độ triển khai thực tế và cập nhật vào mô hình định giá trong các báo cáo cập nhật lần tới.

Cập nhật KQKD Q4/2025 & 2025

Khoản mục	Q4/2024	Q4/2025	2024	2025	Chú thích
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,852	2,027	7,656	8,699	Trải qua một năm 2025 đầy biến động với thuế đối ứng Mỹ, TNG vẫn đạt được sự tăng trưởng doanh thu (14% YoY) nhờ: (1) Lượng đơn hàng ổn định từ khách hàng chiến lược như Decathlon; (2) Đẩy mạnh khai thác dòng hàng khó, phức tạp; (3) Mở rộng tệp khách hàng mới như Walmart, Lidl, H&M tại thị trường Mỹ. Trong đó, Q4/2025 ghi nhận mức tăng trưởng 9% YoY chủ yếu nhờ xuất khẩu sang các thị trường mới.
Tăng trưởng (%YoY)		94		13.6	
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	276	309	1,182	1,268	
Tăng trưởng (%YoY)		11.9		7.3	Lợi nhuận gộp năm 2025 tăng 7% YoY nhờ lượng đơn hàng cải thiện và quản lý chi phí sản xuất hiệu quả. Biên lợi nhuận gộp giảm 0.8 đpt YoY chủ yếu là do phải chia sẻ một phần chi phí với khách hàng trong giai đoạn thuế đối ứng tăng cao.
Biên lợi nhuận gộp (%)	14.9	15.2	15.4	14.6	
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	90	134	390	484	LNST Q4/2025 tăng mạnh gần 50% YoY nhờ (1) Tiết giảm chi phí tài chính khi chuyển đổi vốn vay sang VND, (2) Chi phí SG&A được tối ưu hóa nhờ ứng dụng tự động hóa vào trong sản xuất và vận hành.
Tăng trưởng (%YoY)		49		24	
LNST của CĐ cty mẹ (tỷ VND)	75	112	315	392	
Tăng trưởng (%YoY)		49		24	

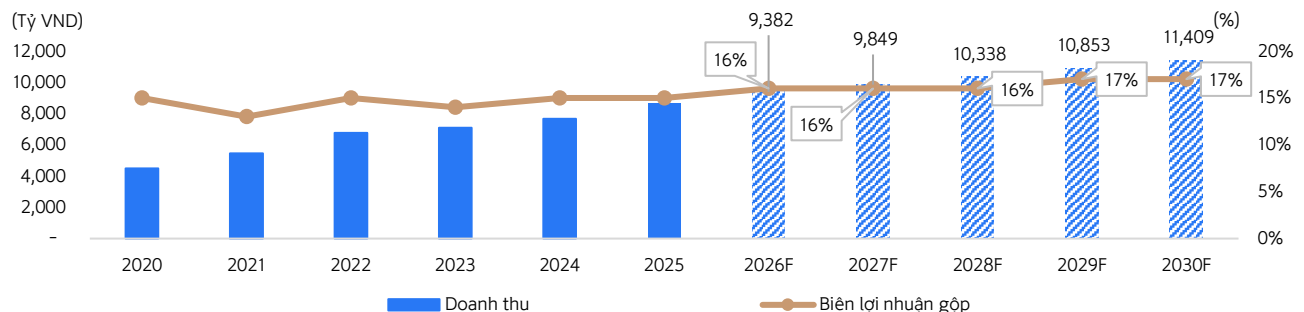
Dự phóng kết quả kinh doanh 2026-2030F

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của TNG tăng trưởng ở mức CAGR 5.0% trong giai đoạn 2026-2030F nhờ:

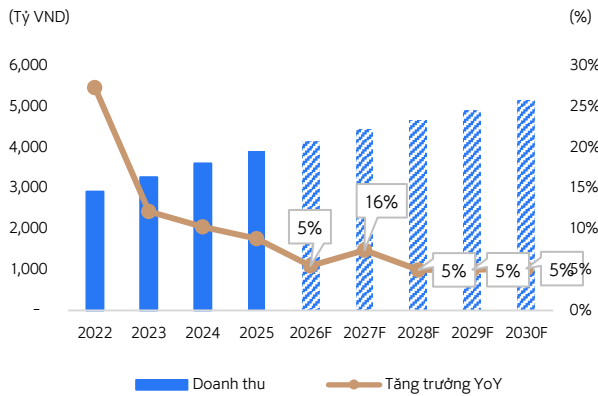
- **Mảng FOB:** Doanh thu mảng FOB dự kiến tăng trưởng ở mức CAGR 5.0% (2026-2030F) chủ yếu nhờ: (1) Đơn hàng ổn định từ thị trường Châu Âu với khách hàng chiến lược là Decathlon; (2) Nhu cầu tại thị trường Mỹ phục hồi khi nền kinh tế ổn định trở lại; (3) Mở rộng xuất khẩu sang các thị trường ngách như Nga, Mexico,... và (4) Các sự kiện thời trang lớn thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng hàng thể thao.
- **Mảng CMT:** Doanh thu mảng CMT ước tính duy trì tăng trưởng ở mức CAGR 5.0% (2026-2030F) được củng cố bởi xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc.
- **Mảng Bất động sản và dịch vụ:** Trong trường hợp vướng mắc vấn đề tái định cư được giải quyết một cách nhanh chóng, Cụm công nghiệp Sơn Cẩm 1 dự kiến mang lại cho TNG 1,738 tỷ đồng doanh thu và 305 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong vòng 3 năm kể từ năm 2027.

Bên cạnh đó, với định hướng đẩy mạnh xuất khẩu các mặt hàng có giá trị gia tăng cao và giá nguyên vật liệu đầu vào dự kiến duy trì ổn định cùng với chiến lược quản lý chi phí sản xuất hiệu quả, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của TNG sẽ được cải thiện, dao động trong khoảng 16-17% trong vòng 5 năm tới.

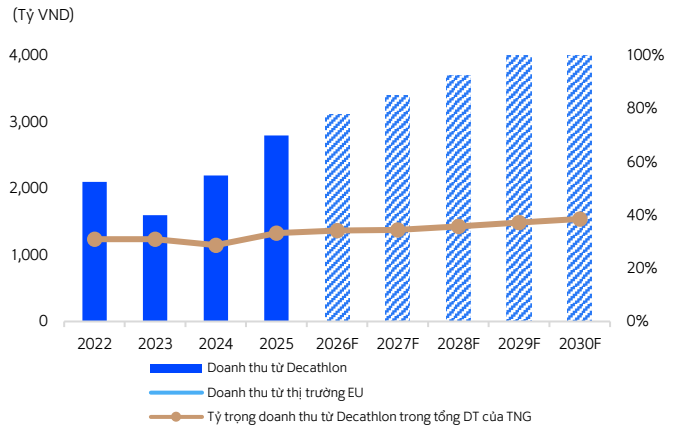
Dự phóng Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của TNG



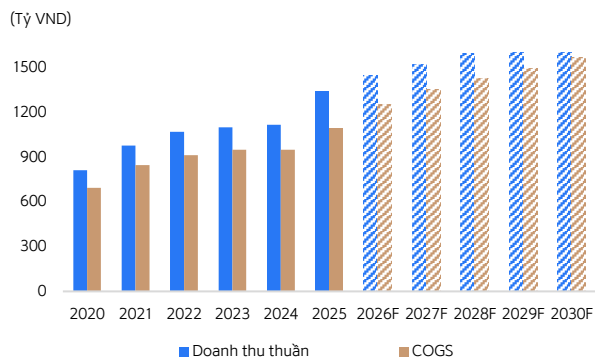
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Dự phóng doanh thu từ thị trường Mỹ của TNG

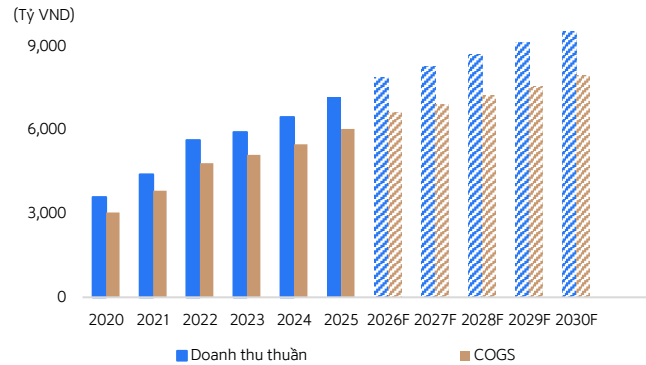
Nguồn: Báo cáo công ty, Chứng khoán Shinhan Việt Nam

Dự phóng doanh thu từ Decathlon và thị trường EU của TNG

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

Dự phóng Doanh thu thuần & COGS mảng CMT

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

Dự phóng Doanh thu thuần và COGS mảng FOB

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

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 27,600 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) với khuyến nghị mua và giá mục tiêu đạt 27,600 đồng tương ứng với mức tăng 30%. Đối với tầm nhìn đầu tư, TNG có thể được cân nhắc với những ưu điểm sau:

- Năng lực sản xuất vượt trội, đáp ứng trọn bộ tiêu chuẩn ESG của Liên Hợp Quốc
- Thị trường chủ chốt EU là động lực tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận
- Cụm Công nghiệp Sơn Cẩm 1 có thể đem lại lợi nhuận trong dài hạn nếu giải quyết được các vướng mắc còn hiện hữu

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền (FCFF) để định giá CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG).

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND)
FCFF	100%	27,642
Giá mục tiêu		27,642
Giá mục tiêu làm tròn		27,600
Giá hiện tại		21,200
Tỷ suất sinh lời (%)		30%

Phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) – FCFF

Biến	Giá trị
D/E	1.3
Beta	0.9
Lãi suất phi rủi ro	4.3%
Chi phí sử dụng vốn	11%
Chi phí nợ	9%
WACC	10%

Mô hình định giá FCFF của TNG

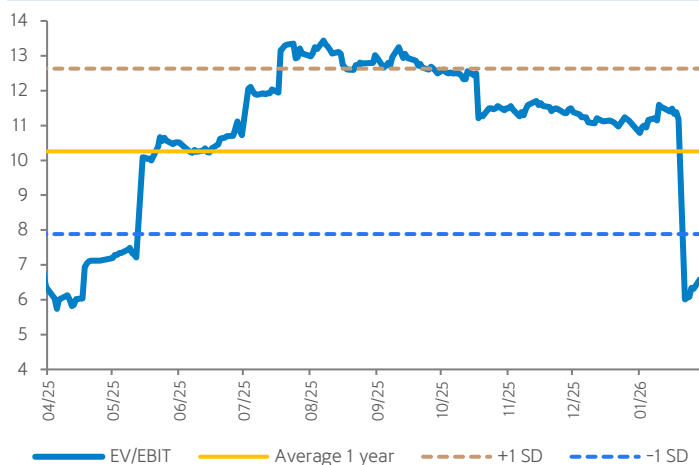
Đơn vị: tỷ VND	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN ròng	433.5	453.7	456.7	464.9	469.6
+ Lãi vay sau thuế	307.4	357.0	418.1	440.9	580.6
+ Khấu hao	281.8	295.0	312.9	325.4	341.4
- Thay đổi vốn lưu động	9.8	30.2	89.5	38.7	155.8
- Vốn đầu tư	395.0	350.0	350.0	350.0	350.0
Dòng tiền tự do (FCFF)	617.9	725.5	748.2	842.5	885.8
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	2,793.2				
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,139.1				
Giá trị doanh nghiệp	5,932.3				
- Nợ	3,327.0				
+ Tiền và tương đương tiền	783.6				
Giá trị vốn chủ sở hữu	3,389.0				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.1				
Giá mục tiêu (đồng)	27,642				

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

P/E

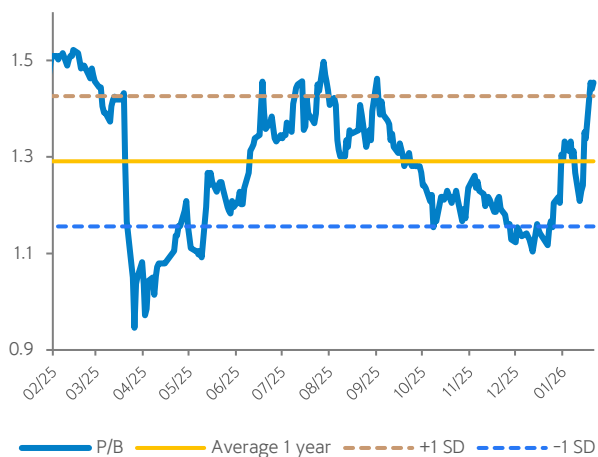


EV/EBIT



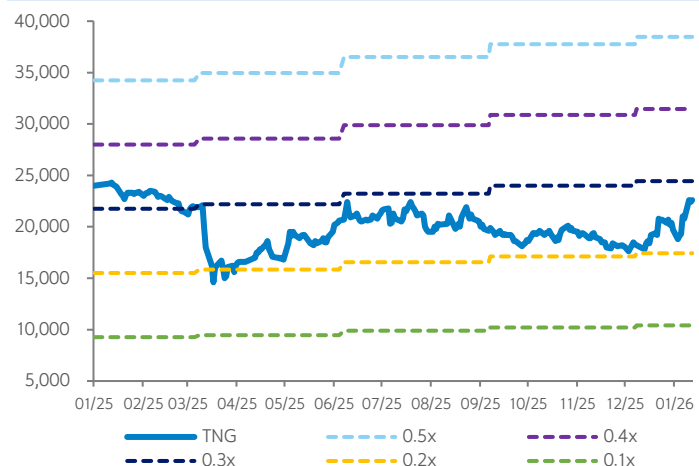
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

P/B

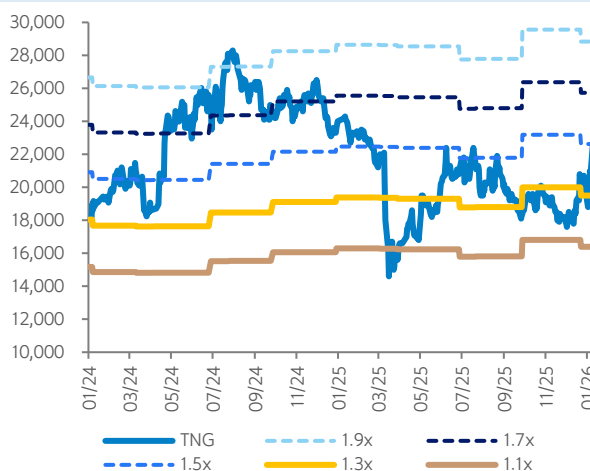


Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá với các mức P/S

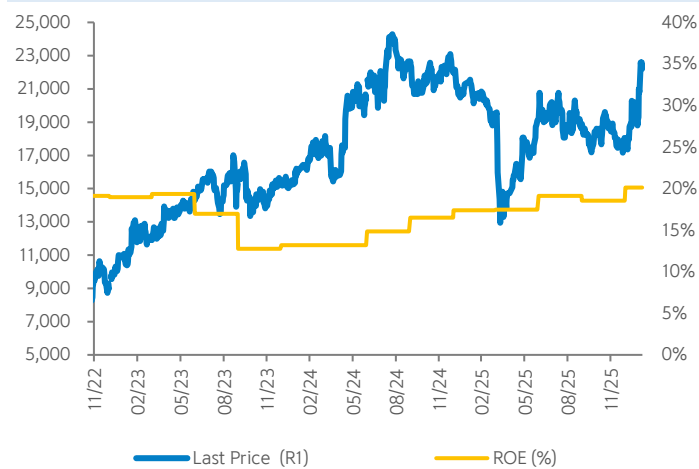


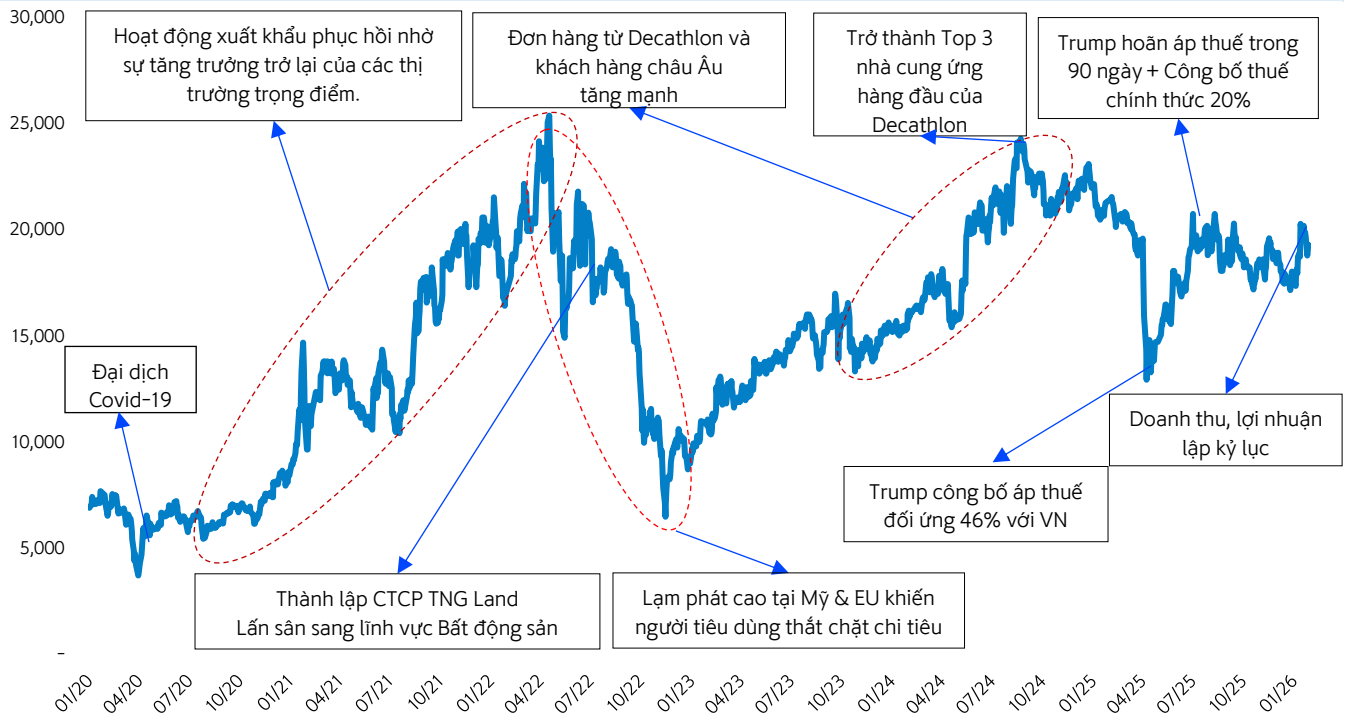
Giá với các mức P/B



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

Giá cổ phiếu TNG tương quan với ROE



Những sự kiện quan trọng của TNG

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

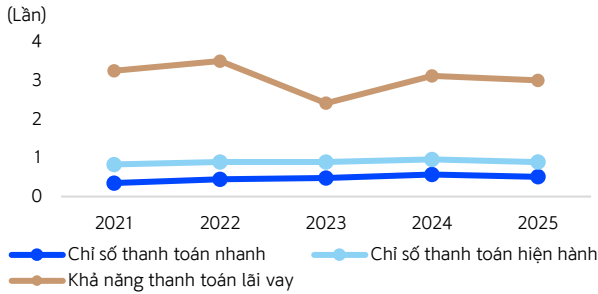
Rủi ro

Rủi ro thanh toán và chi phí lãi vay ăn mòn lợi nhuận do tỷ lệ vay nợ cao

TNG chủ yếu vay nợ ngắn hạn để tài trợ mua nguyên vật liệu và vay dài hạn để đầu tư dự án Cụm công nghiệp Sơn Cầm. Điều này khiến khoản nợ doanh nghiệp ngày càng cao. Bên cạnh đó, chỉ số thanh toán của TNG vẫn đang ở mức nhỏ hơn 1 và thấp hơn so với trung bình ngành.

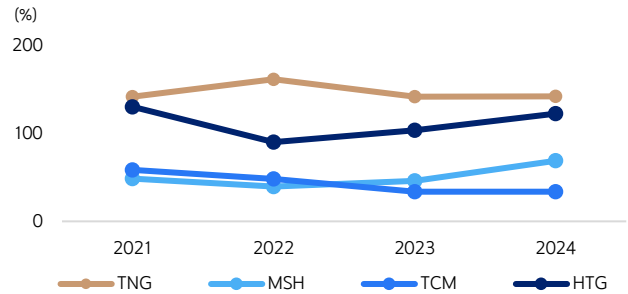
Khả năng thanh toán ở mức thấp làm đẩy lên rủi ro mất thanh khoản nếu khách hàng trả chậm/phá sản. Đồng thời việc sử dụng đòn bẩy cao khiến lợi nhuận ròng của TNG sụt giảm.

Chỉ số thanh toán của TNG 2020-2025



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

Tỷ lệ nợ vay trên Vốn chủ sở hữu của một số công ty trong ngành



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

Rủi ro cạnh tranh gay gắt tại thị trường EU

Thị trường EU đang dần trở nên khắt khe hơn từ khi hàng may mặc Trung Quốc bị áp mức thuế cao tại thị trường Mỹ. Các đơn hàng giá rẻ, đa dạng, tốc độ và quy mô sản xuất lớn của Trung Quốc khiến các doanh nghiệp dệt may Việt Nam nói chung và TNG nói riêng gặp khó khăn trong thời gian tới.

Rủi ro tỷ giá tăng

Tỷ giá tăng khiến TNG ghi nhận lỗ từ chênh lệch tỷ giá cao, ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng của doanh nghiệp.

Rủi ro nhu cầu hàng may mặc tại thị trường Mỹ sụt giảm

Trong bối cảnh nền kinh tế Mỹ được dự báo tăng trưởng chậm trong năm 2026, người dân sẽ có xu hướng thắt chặt chi tiêu, chú trọng các mặt hàng thiết yếu và giảm chi tiêu cho mặt hàng không thiết yếu như dệt may. Do vậy, trong trường hợp nhu cầu sụt giảm, đơn hàng xuất sang Mỹ của TNG sẽ bị ảnh hưởng và tác động tiêu cực đến doanh thu, lợi nhuận của TNG.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tổng tài sản	5,230	5,817	6,927	7,490	7,903
Tài sản ngắn hạn	2,260	2,638	3,386	3,812	4,177
Tiền và tương đương tiền	284	445	317	534	700
Đầu tư TC ngắn hạn	15	260	467	476	485
Các khoản phải thu	775	740	1,030	1,109	1,157
Hàng tồn kho	1,039	1,074	1,446	1,552	1,669
Tài sản khác	147	118	126	142	166
Tài sản dài hạn	2,971	3,179	3,541	3,678	3,726
Tài sản cố định	2,185	2,117	2,716	2,837	2,872
Chi phí xây dựng dở dang	282	459	174	176	176
Đầu tư TC dài hạn	-	140	140	140	140
Tài sản khác	503	463	510	526	539
Tổng nợ	3,376	3,924	4,925	5,304	5,445
Nợ ngắn hạn	2,545	2,751	3,818	4,090	4,278
Khoản phải trả	477	777	862	888	915
Người mua trả tiền trước	9	7	4	46	35
Vay và nợ thuê tài chính	1,819	1,607	2,371	2,490	2,614
Khác	240	360	582	667	714
Nợ dài hạn	830	1,173	1,107	1,213	1,168
Vay và nợ thuê tài chính	821	1,093	818	1,083	1,077
Khác	9	80	289	131	91
Vốn chủ sở hữu	1,855	1,892	2,001	2,186	2,458
Vốn góp chủ sở hữu	1,135	1,226	1,287	1,390	1,502
Thặng dư vốn	41	41	41	41	41
Lợi nhuận giữ lại	173	222	270	352	512
Vốn khác	373	403	403	403	403
Lợi ích CB không kiểm soát	133	-	-	-	-
*Tổng nợ	2,641	2,700	3,189	3,573	3,691
*Nợ ròng (tiền)	2,357	2,255	2,872	3,038	2,991

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tiền từ HĐKD	481	746	(259)	554	486
Lợi nhuận trước thuế	271	390	484	542	567
Khấu hao TSCĐ	221	235	282	282	295
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(0)	4	4	4	4
Thay đổi vốn lưu động	(163)	(103)	(310)	(10)	(30)
Thay đổi khác	151	220	(719)	(263)	(350)
Tiền từ HĐ đầu tư	(725)	(494)	(91)	(395)	(350)
Thay đổi tài sản cố định	(712)	(254)	(79)	(395)	(350)
Thay đổi tài sản đầu tư	2	4	(205)	-	-
Thay đổi khác	(15)	(244)	193	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	15	(90)	222	58	30
Thay đổi vốn cổ phần	84	-	61	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	19	52	434	267	255
Cổ tức, lợi nhuận trả cho CSH	(87)	(143)	(273)	(209)	(225)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(229)	162	(128)	217	166
Tổng tiền đầu năm	512	283	445	317	534
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	283	445	317	534	700

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2023	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	7,098	7,656	8,699	9,382	9,849
Tăng trưởng (%)	5	8	14	8	5
Giá vốn hàng bán	(6,114)	(6,474)	(7,430)	(7,908)	(8,259)
Lợi nhuận gộp	984	1,182	1,268	1,474	1,589
Biên lợi nhuận gộp (%)	14	15	15	16	16
Chi phí BH & QLDN	692	781	761	921	993
LN từ HĐKD	292	401	507	553	596
Tăng trưởng (%)	(22)	37	27	9	8
Biên LN từ HĐKD (%)	4	5	6	6	6
LN khác	(18)	(10)	(23)	12	29
Thu nhập tài chính	94	125	117	130	155
Chi phí tài chính	(326)	(371)	(322)	(354)	(485)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(192)	(184)	(241)	(256)	(297)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	214	236	182	236	360
LNTT	274	390	484	542	567
Thuế TNDN	(52)	(76)	(92)	(108)	(113)
LNST	222	316	392	433	454
Tăng trưởng (%)	(24)	42	24	11	5
Biên lợi nhuận ròng (%)	3	4	5	5	5
LNST cổ đông công ty mẹ	218	316	392	433	454
Lợi ích CBTS	2	-	-	-	-
LN trước thuế và lãi vay	82	206	243	286	270
Tăng trưởng (%)	(59)	152	18	18	(6)
Biên LN (%)	1	3	3	3	3
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	303	441	524	568	565
Tăng trưởng (%)	(23)	46	19	8	-
Biên LN (%)	4	6	6	6	6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

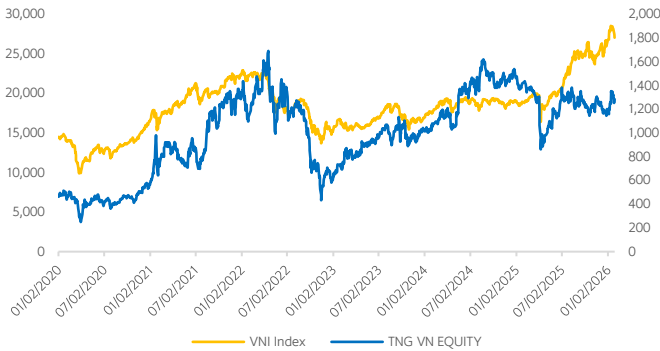
Chỉ số tài chính

Năm	2023	2024	2025	2026F	2027F
EPS (đồng)	2,019	2,693	3,175	3,536	3,701
BPS (đồng)	16,339	15,435	15,546	15,731	16,525
DPS (đồng)	800	2,000	1,500	1,500	1,500
PER (x)	9.9	9.3	5.7	7.8	7.5
PBR (x)	1.2	1.6	1.2	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	6.9	14.5	12.2	10.5	10.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	0.4	0.7	0.5	0.4	0.4
Lãi cổ tức (%)	3.9	9.7	7.3	7.3	7.3
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	4.3	5.8	6.0	6.0	5.7
Biên LN từ HĐKD (%)	4.1	5.2	5.8	5.9	6.1
Biên LNST (%)	3.1	4.1	4.5	4.6	4.6
ROA (%)	4.2	5.7	6.2	6.0	5.9
ROE (%)	12.7	16.9	20.1	21.3	20.4
Khả năng tài chính					
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	142	143	159	172	156
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	0.4	1.1	1.0	1.1	0.9
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	69	59	62	70	73
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	69	59	62	69	71
Số ngày khoản phải thu (ngày)	30	33	36	42	42

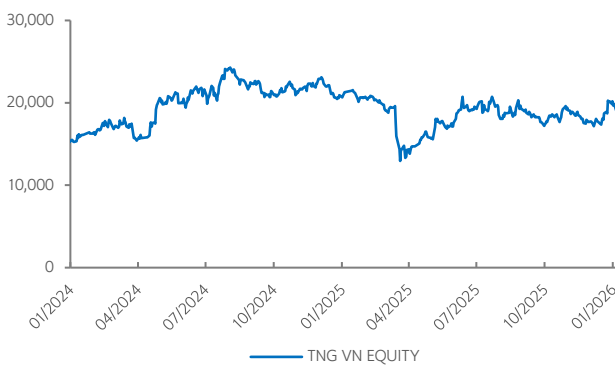
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG)

Biến động giá cổ phiếu



Giá mục tiêu (VNĐ)



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VNĐ)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/Min
09/02/2026 (BC lần đầu)	MUA	27,600	145.3	115.5/195.7

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

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu

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

Ngành

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

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- ♦ The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Trang Pham

Important Disclosures & Disclaimers

- ♦ As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: TNG VN
- ♦ Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- ♦ Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- ♦ All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- ♦ This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- ♦ This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- ♦ Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- ♦ United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- ♦ All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

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

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

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

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

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

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

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