

CTCP ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG – HNX: TNG

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 25,500

Upside: +21%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q4/2025: DTT = 2,027 tỷ đồng (+9% yoy), LNST-CĐTS = 112 tỷ đồng (+49.6% yoy) nhờ:**DTT +9% yoy nhờ:**

- Lượng đơn hàng đầy đủ, được lấp đầy từ sớm nhờ (1) tập khách hàng đa dạng và ít phụ thuộc vào thị trường Mỹ hơn so với các doanh nghiệp may mặc khác tại Việt Nam (2) đơn hàng từ một số khách hàng mới phát triển như Walmart, Lidl, Sainsbury, H&M (chi tiết NĐT tham khảo tại các báo cáo trước đó của BSC).

LNST - CĐTS +49.6% yoy nhờ:

- Biên lợi nhuận gộp = 15.1% cải thiện nhẹ 0.3% so với cùng kỳ nhờ (1) tập trung vào các dòng hàng có giá trị gia tăng cao để bù đắp lại cho phần thuế phí chia sẻ với khách hàng (2) một vài đơn hàng có đơn giá thấp được đẩy lên xuất trước trong giai đoạn Q2.2025 và Q3.2025 nhằm tránh thuế phí.
- Tỷ lệ SG&A/DTT = 5.4% tiết giảm 1.3% so với cùng kỳ nhờ (1) ứng dụng công nghệ, tự động hóa vào trong nhiều khâu sản xuất (2) chi phí bán hàng đi ngang do TNG chủ yếu tập trung phục vụ tập khách sẵn có.
- Chi phí lỗ tỷ giá ước tính = 5 tỷ đồng (-85% yoy).

Như vậy, qua KQKD Q4.2025, có thể thấy, ảnh hưởng từ việc chia sẻ thuế phí với khách hàng không quá ảnh hưởng lên lợi nhuận của TNG thông qua việc (1) đa dạng hóa thị trường nhằm giảm sự phụ thuộc vào thị trường Mỹ (ước tính chỉ đóng góp khoảng 30% so với 50% tổng cơ cấu đơn của năm 2024) (2) tiết giảm các chi phí quản lý nhờ ứng dụng công nghệ và tự động hóa vào trong sản xuất, điều này phù hợp với quan điểm của BSC trong những báo cáo trước đó.

Kết thúc năm 2025, **TNG ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 8,698 tỷ đồng (+12% yoy) và 392 tỷ đồng (+24% yoy) hoàn thành lần lượt 105%/114% dự phóng của BSC trong báo cáo gần nhất**, chúng tôi cho rằng mức chênh lệch so với dự phóng của BSC chủ yếu tập trung ở (1) chi phí lỗ tỷ giá của TNG ghi nhận thấp hơn -25.7% so với ước tính của chúng tôi (2) ngoài ra, lượng đơn hàng xuất sang thị trường Nga của TNG cũng ghi nhận cao hơn khoảng 5% so với ước tính.

KQKD	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	7,096	7,736	8,699	9,216
Lợi nhuận gộp	982	1,178	1,268	1,345
LNST-CĐTS	226	316	392	428
EPS	1,763	2,467	3,062	3,197

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/01/2026 – HNX: TNG

Trung tâm phân tích BSC

Trần Lâm Tùng

(Chuyên viên phân tích)

tungtl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 20,700

Cổ phiếu LH (Triệu): 134

Vốn hoá (Tỷ VND): 2,791

Thanh khoản 30n (Triệu): 1.624

Sở hữu nước ngoài: 16.96%

Mở tài khoản tại đây



BẢNG PHỤ LỤC TÓM TẮT KQKD TNG Q2.2025

TNG_Tỷ VNĐ	Q4.2024	Q4.2025	% YoY	2024	2025	% YoY
Doanh thu thuần	1,852	2,027	9%	7,736	8,699	12%
Giá vốn hàng bán	(1,576)	(1,719)	9%	(6,559)	(7,442)	13%
Lãi gộp	276	309	12%	1,178	1,257	7%
Thu nhập tài chính	35	28	-20%	128	117	-9%
Chi phí tài chính	(89)	(73)	-18%	(373)	(324)	-13%
Trong đó: Chi phí lãi vay	(55)	(67)	23%	(216)	(270)	25%
Lãi/(lỗ) từ CTLK	-	-		-	-	
Chi phí bán hàng	(22)	(23)	8%	(108)	(102)	-6%
CP QLDN	(104)	(88)	-16%	(421)	(445)	6%
Lãi từ HĐKD	96	153	60%	404	503	25%
Thu nhập khác, ròng	(5)	16	-413%	(15)	23	-253%
LNTT	90	134	49%	389	483	24%
Thuế TNDN	(16)	(23)	44%	(73)	(91)	24%
LNST	75	112	50%	316	392	24%
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-		-	-	
LNST-CDTS	75	112	50%	315	392	24%
Chỉ số						
Biên LNG	14.9%	15.2%	0.3%	15.2%	14.6%	-0.6%
Biên LNR	4.0%	5.5%	1.5%	4.1%	4.5%	0.4%
SG&A/DT	6.8%	5.5%	-1.3%	6.8%	6.3%	-0.6%

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/01/2026 – HNX: TNG

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

25,500

Upside:

+21%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ): 20,700

Cổ phiếu LH (Triệu): 134

Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 2,791

Thanh khoản 30n (Triệu): 1.624

Sở hữu nước ngoài: 16.96%

TRIỂN VỌNG 2026

Trong năm 2026, BSC kỳ vọng TNG có thể sẽ ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận +9% yoy từ mức nền cao được tạo lập sau 2 năm tăng trưởng mạnh 2024/2025 (+40%/+24% yoy), dựa trên quan điểm:

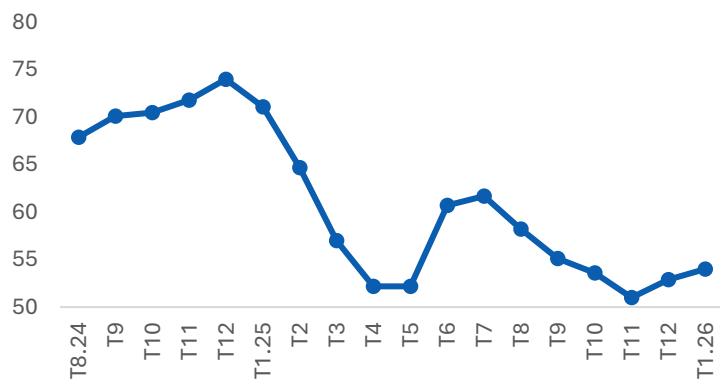
1. Lượng đơn hàng được đảm bảo khi TNG đã cơ bản lấp đầy được lượng đơn hàng cho các nhà máy đến hết 1H.2026 nhờ:

- Mức thuế đối ứng Việt Nam phải chịu tương đương hoặc thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh trực tiếp như Trung Quốc, Ấn Độ, Bangladesh,... (chi tiết NĐT có thể xem tại các báo cáo liên quan đến thuế đối ứng của BSC).
- Mức tồn kho quần áo tại thị trường Mỹ đã có xu hướng giảm trở lại trong những tháng cuối năm 2025 (chi tiết NĐT xem đồ thị bên dưới).
- Tập khách hàng đa dạng ít phụ thuộc vào thị trường Mỹ, ngoài ra, các khách hàng đã phát triển trong 2 năm trước đó như H&M, LIDL, LTAG,... cũng bắt đầu đẩy thêm đơn về cho TNG cùng với lượng đơn được duy trì của các khách hàng cũ như Decathlon, Columbia Sportswear, Sportmaster,...

2. Đối với triển vọng biên lợi nhuận gộp, trên quan điểm thận trọng BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp = 14.6% đi ngang so với cùng kỳ năm 2025 do:

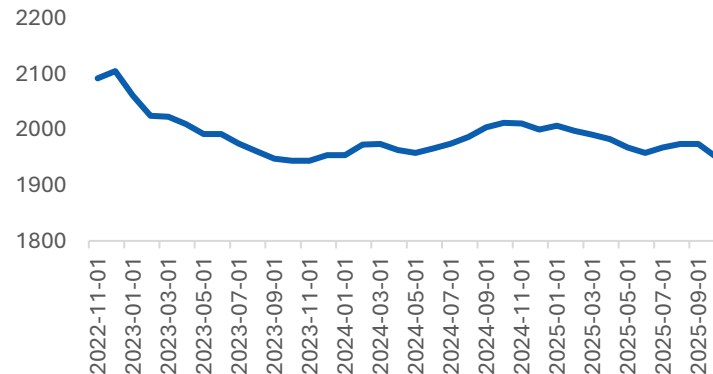
- Chia sẻ 1 – 2% thuế phí tăng thêm với khách hàng tại thị trường Mỹ (khoảng 25% - 30% tổng đơn hàng của TNG), lưu ý trong 1H.2025, TNG chưa phải chia sẻ phần thuế tăng thêm với khách hàng.
- Tuy nhiên, phần thuế tăng thêm sẽ được bù đắp lại khi TNG định hướng chỉ tập trung vào các mặt hàng có giá trị gia tăng cao và năng suất lao động được gia tăng khi doanh nghiệp ứng dụng công nghệ và tự động hóa vào trong sản xuất.

Hình: Tâm lý của người tiêu dùng cải thiện nhẹ trong T1.2026



Nguồn: TradingEconomics

Hình: Tồn kho quần áo Mỹ giảm trở lại trong Q4.2025



Nguồn: Fred

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/01/2026 – HNX: TNG

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

25,500

Upside:

+21%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND): 20,700

Cổ phiếu LH (Triệu): 134

Vốn hoá (Tỷ VND): 2,791

Thanh khoản 30n (Triệu): 1.624

Sở hữu nước ngoài: 16.96%

DỰ PHÓNG CỦA BSC

Ở Năm 2026, BSC dự phóng TNG sẽ ghi nhận DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 9,216 tỷ đồng (+6% yoy) và 428 tỷ đồng (+9% yoy), tương đương EPS FW 2026 = 3,197 VNĐ/CP, PE FW 2026 = 6.5 lần dựa trên các giả định sau:

1. **Kim ngạch xuất khẩu FOB +7% yoy** nhờ lượng đơn hàng duy trì của các tập khách hàng cũ (Decathlon, Sportmaster, Columbia Sportswear,...), và tăng thêm tại các khách hàng mới phát triển (H&M, LIDL, LTAG,...). **Đơn hàng CMT +1% yoy** do TNG tập trung và để dành công suất phục vụ các đơn hàng FOB giá trị gia tăng cao.
2. **Biên lợi nhuận gộp = 14.6%** đi ngang so với cùng kỳ (chi tiết về giả định NĐT xem tại phần trước đó).
3. **Tỷ lệ SG&A/DTT = 6.4%** tương đương so với cùng kỳ.

	Đơn vị	2022	2023	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	6,772	7,096	7,736	8,699	9,216
Giá vốn hàng bán		(5,773)	(6,114)	(6,559)	(7,430)	(7,871)
Lợi nhuận gộp		999	982	1,178	1,268	1,345
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>		<i>14.8%</i>	<i>13.8%</i>	<i>15.2%</i>	<i>14.6%</i>	<i>14.6%</i>
Chi phí bán hàng		(78)	(102)	(108)	(102)	(108)
Biên chi phí bán hàng		1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%
Chi phí quản lý		(368)	(352)	(421)	(454)	(481)
Biên chi phí quản lý		5.4%	5.0%	5.4%	5.2%	5.2%
Doanh thu tài chính		100	101	102	103	104
Chi phí tài chính		(302)	(325)	(373)	(322)	(329)
Chi phí lãi vay		(160)	(251)	(216)	(241)	(244)
Lợi nhuận trước thuế		359	279	389	484	530
Lợi nhuận sau thuế		293	226	316	392	428
LNST - CĐTS		293	226	316	392	428
EPS		2,289	1,763	2,467	3,062	3,347

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/01/2026 – HNX: TNG

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

25,500

Upside:

+21%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ): 20,700

Cổ phiếu LH (Triệu): 134

Vốn hoá (Tỷ VNĐ): 2,791

Thanh khoản 30n (Triệu): 1.624

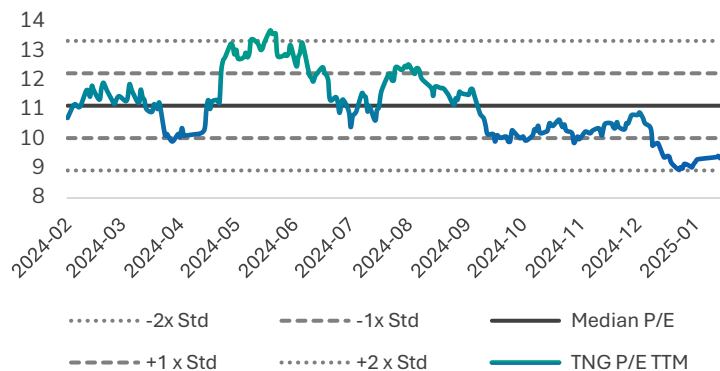
Sở hữu nước ngoài: 16.96%

KHUYẾN NGHỊ CỦA BSC

Ở thời điểm hiện tại, BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với TNG với giá mục tiêu = **25,500 VNĐ/CP** (+21% so với giá ngày 21/01/2026, +19% so với giá mục tiêu cũ) dựa trên quan điểm sau:

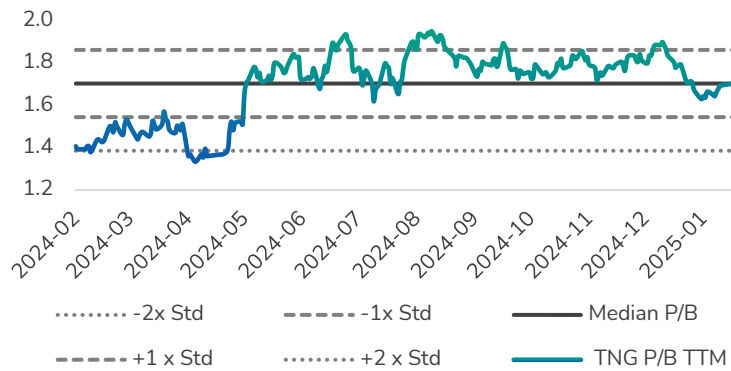
- BSC cho rằng TNG đang được giao dịch ở mức giá hấp dẫn PE FW 2026 = 6.5 lần** so với (1) trung bình 5 năm = 8.5 lần và trung bình ngành may mặc = 9 lần và (2) triển vọng đơn hàng 2026 được đảm bảo và vượt trội hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành khác nhờ chủ động đa dạng hóa tập khách hàng giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ và trong bối cảnh tình hình thuế quan đã có hiệu lực, các nhãn hàng tại Mỹ vẫn chưa đưa ra yêu cầu đặc biệt nào khi đặt hàng và mức độ đặt hàng vẫn duy trì ổn định.
- Trên quan điểm thận trọng, BSC sử dụng mức P/E mục tiêu = 8 lần chiết khấu 10% so với trung bình 5 năm và tương đương so với báo cáo trước đó nhằm phản ánh tốc độ tăng trưởng chậm lại trong 2026 khi biên lợi nhuận khó cải thiện do phải chia sẻ thuế phí với khách hàng.
- Sự thay đổi giá mục tiêu chủ yếu đến từ thay đổi năm định giá cơ sở từ 2025 sang 2026.

Hình 1: Định giá P/E
Lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Hình 2: Định giá P/B
Lần



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

BÁO CÁO CẬP NHẬT

21/01/2026 – HNX: TNG

KHUYẾN NGHỊ:

MUA

Giá mục tiêu:

25,500

Upside:

+21%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VNĐ):	20,700
Cổ phiếu LH (Triệu):	134
Vốn hoá (Tỷ VNĐ):	2,791
Thanh khoản 30n (Triệu):	1.624
Sở hữu nước ngoài:	16.96%

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyễn Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Vĩ mô – Thị Trường
Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC
Ngành – Doanh nghiệp
Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích
Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Bất Động Sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp
Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích
Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích
Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích
Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp
Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích
Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích
Huytnt@bsc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

