

Chuyên viên phân tích

Vũ Nhật Ánh

anh.vn@shs.com.vn

Khuyến nghị: THEO DÕI

Giá hiện tại (22/05/2026): 18.900 VND

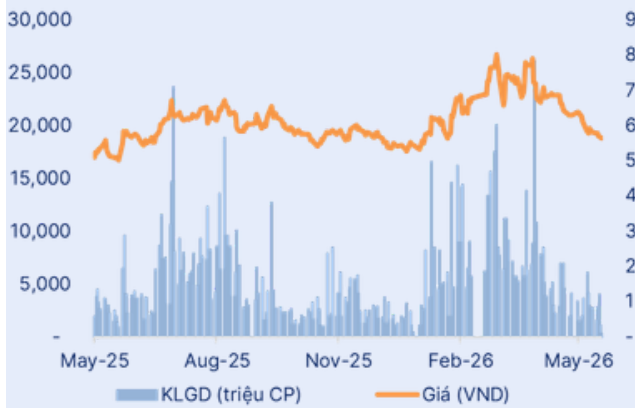
Giá mục tiêu: **22.500 VND**

% tăng/giảm giá: **+19%**

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	2.433
Số lượng CP lưu hành:	134,861,326
KLCP đang niêm yết:	122.601.206
KLGD trung bình 10 phiên (CP):	949.440
Giá thấp 52w:	15.202
Giá cao 52W:	26.170
Sở hữu nhà nước:	0%
Sở hữu NĐT nước ngoài:	22,1%
Free-float:	57,6%

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinProX

	2024	2025	2026F
Tổng tài sản	5.817	6.910	7.353
Vốn chủ	1.892	2.002	2.243
Doanh thu	7.656	8.699	9.444
Lãi sau thuế	315	393	420
ROE	17,4%	20,2%	19,8%
ROA	5,7%	6,2%	5,9%
EPS (VND)	2.568	3.054	3.265
BVPS (VND)	15.436	15.555	17.420

ĐƠN HÀNG ỔN ĐỊNH, CÔNG NGHỆ DẪN ĐẦU TĂNG TRƯỞNG.

Sau khi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TNG bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), SHS đưa ra khuyến nghị **Theo dõi**, mức giá mục tiêu trong vòng 12 tháng tới là 22.500 VND/cổ phiếu, cao hơn 19% so với mức giá đóng cửa ngày 22/05/2026.

- **Tập khách hàng lớn với lịch sử hợp tác lâu dài giúp duy trì doanh thu ổn định.** TNG sở hữu nhiều khách hàng quốc tế lâu năm như Decathlon, TCP, Columbia, Sportmaster, Asmara, H&M..., trong đó Châu Mỹ và Châu Âu tiếp tục là thị trường chủ lực, đóng góp trên 80% doanh thu. Năm 2025, kim ngạch xuất khẩu của TNG đạt 373 triệu USD, tăng 5,58% YoY, cho thấy năng lực duy trì đơn hàng tốt trong bối cảnh ngành nhiều biến động. (*chi tiết*).
- **Chuyển đổi số & tự động hóa là động lực nâng cao hiệu suất dài hạn.** TNG đã đạt chuyển đổi số mức độ 3, đồng thời đầu tư nhiều giải pháp công nghệ như: chuyển treo tự động, xe tự hành AGV... Năm 2025, công ty đầu tư 354 thiết bị tự động hóa mới với tổng giá trị hơn 75 tỷ VND, trong đó, hơn 22% là máy lập trình. (*chi tiết*).
- **Ngành dệt may tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng.** Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung và bất ổn tại Bangladesh tiếp tục thúc đẩy các nhà mua hàng toàn cầu đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Đồng thời, các hiệp định thương mại như EVFTA, CPTPP và RCEP tạo thêm lợi thế cho doanh nghiệp Việt Nam trong việc mở rộng thị trường. (*chi tiết*).
- Doanh thu dự phóng năm 2026F đạt 9.444 tỷ VND (+8,6% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 420 tỷ VND (+6,9% YoY), EPS đạt 3.265 VND/cổ phiếu, tương ứng P/E 6,8x.

RỦI RO

- TNG đối mặt với rủi ro chính từ: **đòn bẩy tài chính cao**, rủi ro đầu tư ngoài ngành, rủi ro thuế quan và quy tắc xuất xứ, rủi ro biến động sức mua ở các thị trường xuất khẩu chính...

1. TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ THƯƠNG MẠI TNG

1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

Năm	Sự kiện
1979	CTCP Đầu tư và Thương mại TNG, tiền thân là Xí nghiệp May Bắc Thái được thành lập với 02 chuyên sản xuất.
2003	Đổi tên thành CTCP May xuất khẩu Thái Nguyên với VDL 10 tỷ đồng.
2007	Đổi tên thành CTCP Đầu tư và Thương mại TNG. Niêm yết trên sàn HNX, mã TNG; Tăng vốn điều lệ lên 54.3 tỷ đồng.
2018	- Mua lại nhà máy may DG, thành lập chi nhánh may TNG Đồng Hỷ - Khởi công xây dựng tòa nhà thương mại TNG Village. - Tăng vốn điều lệ lên 493.4 tỷ đồng.
2024	Kỷ niệm 45 năm thành lập công ty; Tăng VDL lên 1,226.01 tỷ đồng.

1.2. Lĩnh vực kinh doanh

- **May mặc:** Quần áo trẻ em, áo jacket bông, lông vũ, quần áo dán seam, quần soóc, váy, áo nỉ, hàng dệt kim, phụ kiện may mặc, găng tay, lều...
- **Phụ trợ ngành may:** In – thêu công nghiệp, thùng carton, túi PE, sản xuất bông tấm, chần bông.
- **Thiết bị & công nghệ ngành may:** Máy móc thiết bị, phần mềm công nghệ cho ngành may mặc.
- **Bất động sản.**
- **Các ngành nghề khác theo giấy phép kinh doanh.**

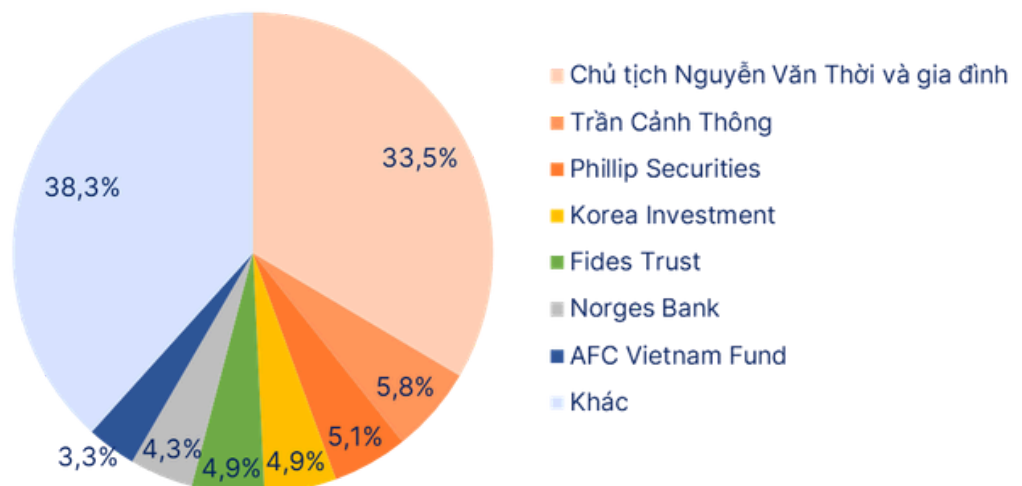
1.3. Cơ cấu sở hữu

Gia đình chủ tịch Nguyễn Văn Thời sở hữu hơn 33% cổ phần của TNG; trong đó chủ tịch HĐQT, ông Nguyễn Văn Thời nắm giữ hơn 24,7 triệu cổ phiếu, tương ứng 19,2% vốn điều lệ.

Nhóm cổ đông nước ngoài nắm giữ hơn 22% cổ phần của công ty, trong đó, nổi bật là Phillip Securities Public Company Limited (5,1%); Korea Investment & Securities Co., Ltd. (4,9%) và Norges Bank (4,3%);

Với số lượng cổ phiếu lưu hành tự do khá cao (57,6%) cùng tỷ lệ sở hữu của khối ngoại ổn định, giúp cổ phiếu TNG có tính thanh khoản tốt và được đánh giá cao trên thị trường.

Cơ cấu sở hữu của TNG theo cổ đông



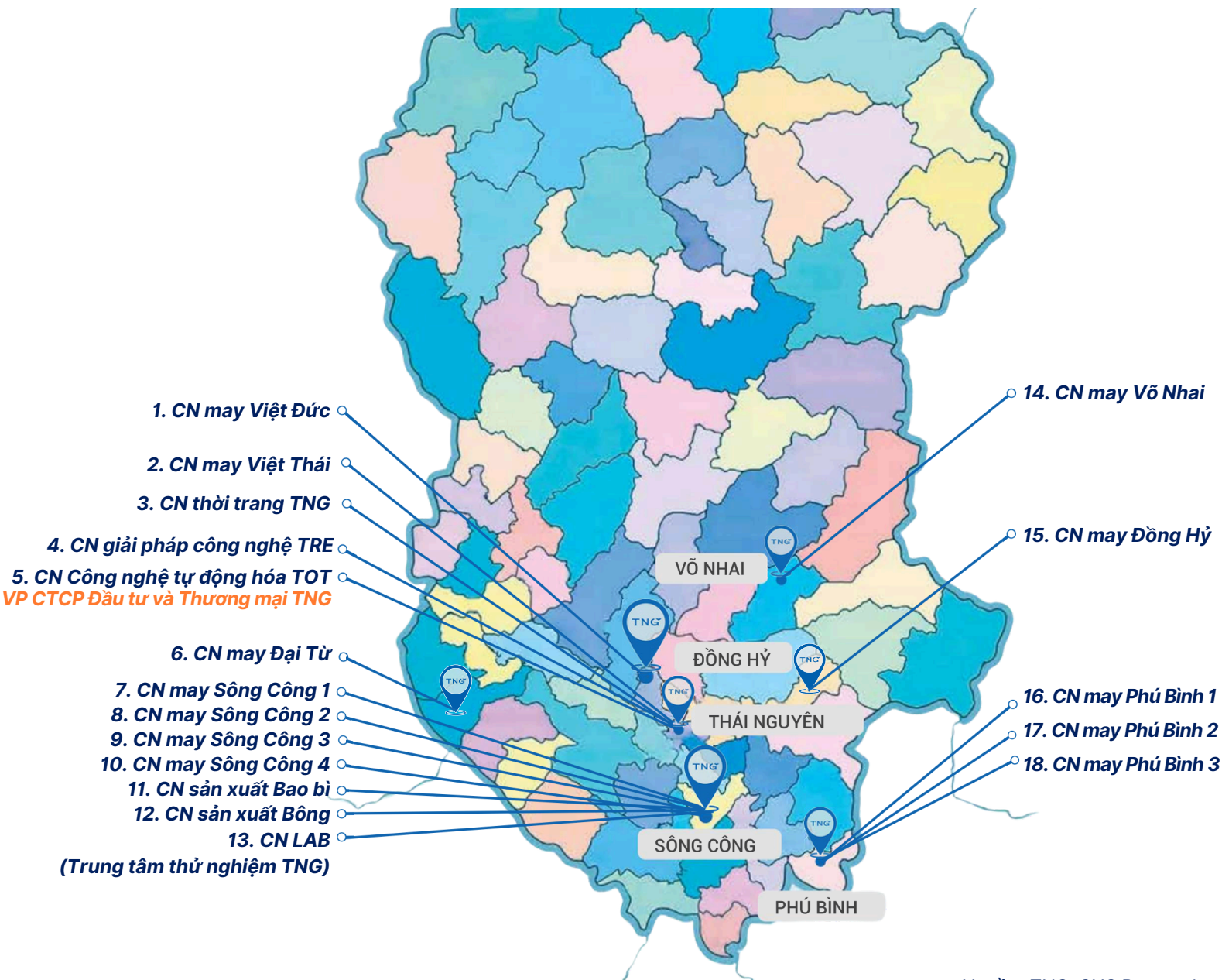
Nguồn: FiinProX, SHS Research

1.4. Cơ cấu tổ chức

Hiện nay, quy mô của TNG gồm 1 trụ sở chính và 18 chi nhánh phụ thuộc (như hình dưới). Công ty không có công ty con và có 03 công ty liên kết:

Công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu (%)	Hoạt động chính
CTCP TNG Land	48,8%	Kinh doanh Bất động sản
CTCP Đầu tư và Xây dựng Bắc Thái	48,0%	Xây lắp điện
Công ty TNHH Golf Yên Bình TNG	49,0%	Kinh doanh sân Golf

Các chi nhánh trực thuộc TNG



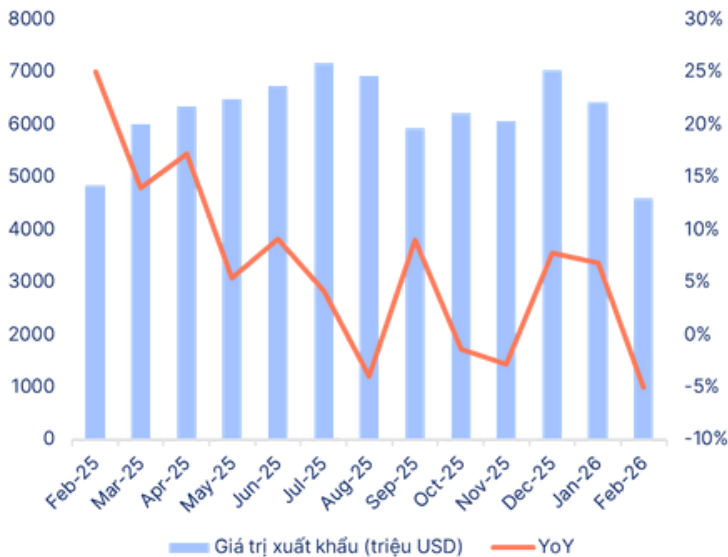
Nguồn: TNG, SHS Research

2. NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

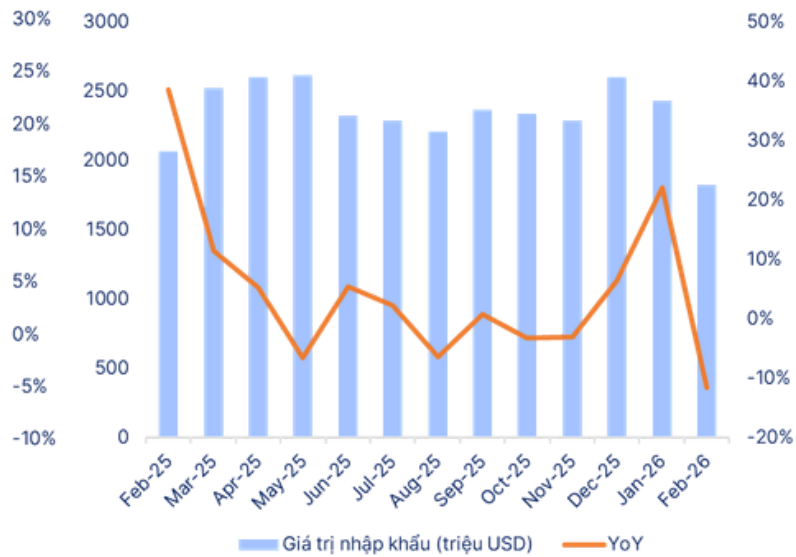
(Quay về trang đầu)

Ngành dệt may Việt Nam là một trong những ngành xuất khẩu chủ lực, đóng góp khoảng 12–16% tổng kim ngạch xuất khẩu cả nước và có mức thâm dụng lao động lớn (toàn ngành sử dụng khoảng 3 triệu lao động, chủ yếu là lao động phổ thông, phần lớn lao động nữ).

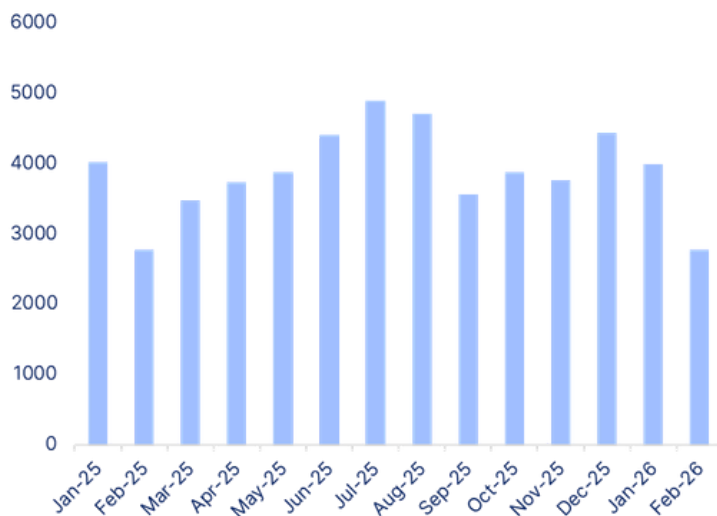
Giá trị xuất khẩu toàn ngành



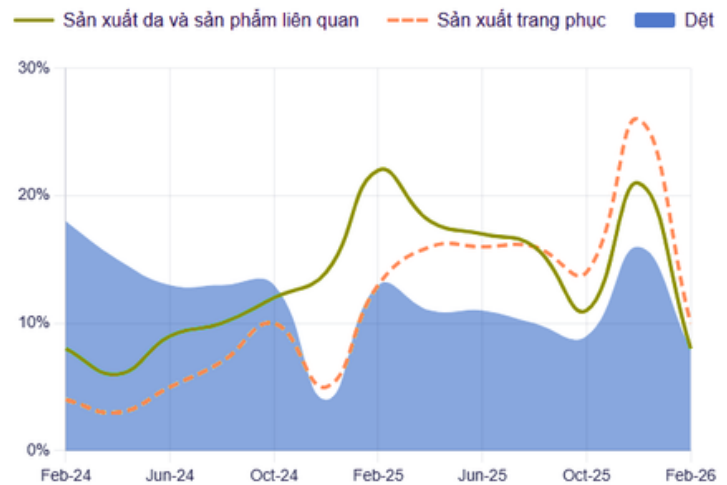
Giá trị nhập khẩu toàn ngành



Cán cân thương mại (triệu USD)



Chỉ số sản xuất CN (IPP)



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, Vietdata, SHS Research

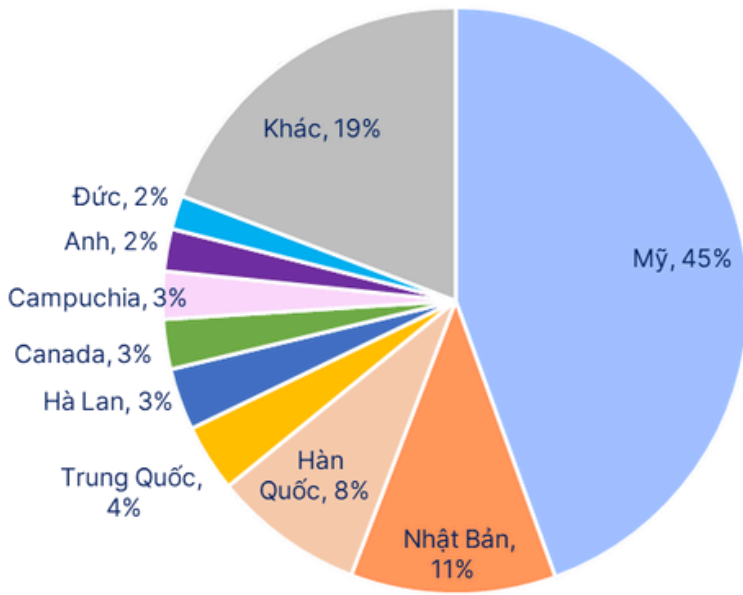
Nhìn chung, trong 2 tháng đầu năm, xuất nhập khẩu toàn ngành vẫn tăng trưởng dương, nhưng đà tăng tiếp tục chậm lại. Giá trị xuất - nhập khẩu đạt lần lượt 11.012 tỷ VND (tăng nhẹ +1,5% YoY) và 4.259 tỷ VND (+4,9% YoY). Trong đó tăng mạnh vào tháng 01 khi toàn ngành chuẩn bị bước vào mùa Tết Nguyên Đán (kim ngạch xuất - nhập khẩu tháng 01 tăng tốt, lần lượt đạt 7% và 22% YoY).

Ngành vẫn duy trì mức xuất siêu khoảng 6,78 tỷ USD trong hai tháng đầu năm, tương đương cùng kỳ năm trước. Tuy vậy, tỷ lệ nội địa hóa chưa cải thiện, và tiếp tục là nút thắt của ngành, đặc biệt trong bối cảnh địa chính trị biến động và các chính sách, rào cản thương mại từ các quốc gia ngày càng khó dự báo.

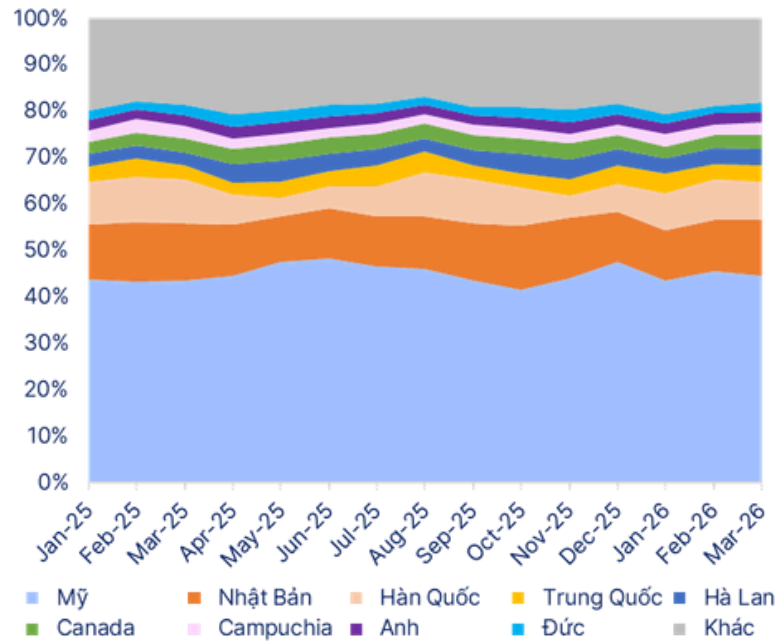
Chỉ số SXCN ngành may mặc +11.6%yoy, da giày +7.4%yoy, dệt sợi +10.5%yoy, các mức tăng này đều thấp hơn cùng kỳ năm trước.

Thị trường Xuất - Nhập khẩu chính của ngành dệt may

Thị trường XK hàng dệt may chính Q1/2026



Thị trường XK hàng dệt may từ 2025

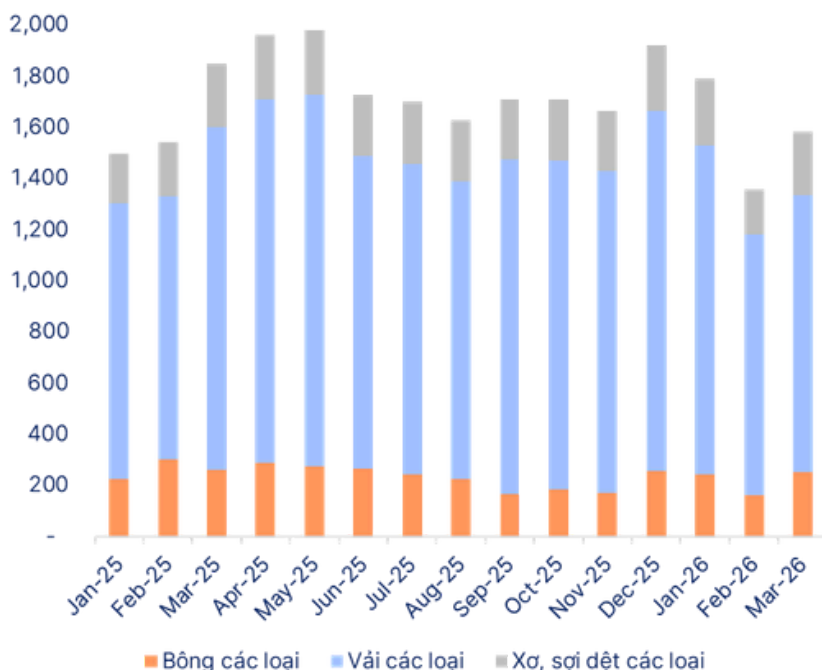


Nguồn: GSO, Vietdata, SHS Research

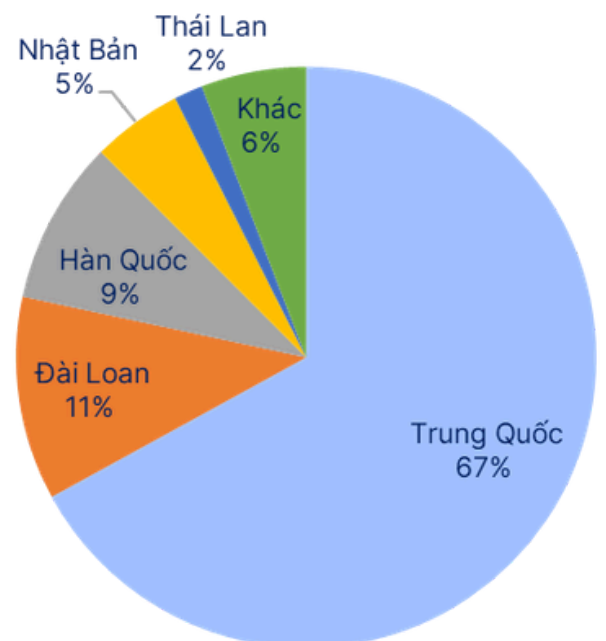
Sản phẩm dệt may Việt Nam hiện đã có mặt tại 138 thị trường trên thế giới, giữ vững vị thế trong Top 3 cường quốc xuất khẩu. Mỹ tiếp tục là thị trường chủ lực với kim ngạch 3 tháng đầu năm ước đạt hơn 3.928 triệu USD, +3,5% YoY, chiếm 45% tổng kim ngạch. EU, Trung Quốc, Anh và Australia tăng hai chữ số (10–13%YoY) và thiết lập mức cao mới; ngược lại, Nhật Bản, Hàn Quốc và Canada suy yếu. Nga tiếp tục giảm mạnh sau giai đoạn tăng nóng năm 2024.

Thị trường nội địa bắt đầu có tín hiệu tích cực, khi doanh thu bán lẻ đạt 50,2 nghìn tỷ VND (+10.4%YoY) nhờ nhu cầu cao trong dịp Tết. Bên cạnh những bất định trong chính sách tại các thị trường chủ lực, đặc biệt là Mỹ, XK hàng may mặc dự kiến tiếp tục chịu áp lực khi rủi ro đơn hàng và chi phí gia tăng do: (i) Xung đột Trung Đông làm gián đoạn logistics, (ii) Quy định của EU về cấm tiêu hủy hàng tồn kho chưa bán từ 19/07/2026.

Giá trị NK ngành dệt may theo mặt hàng (triệu USD)



Thị trường NK hàng dệt may chính Q1/2026



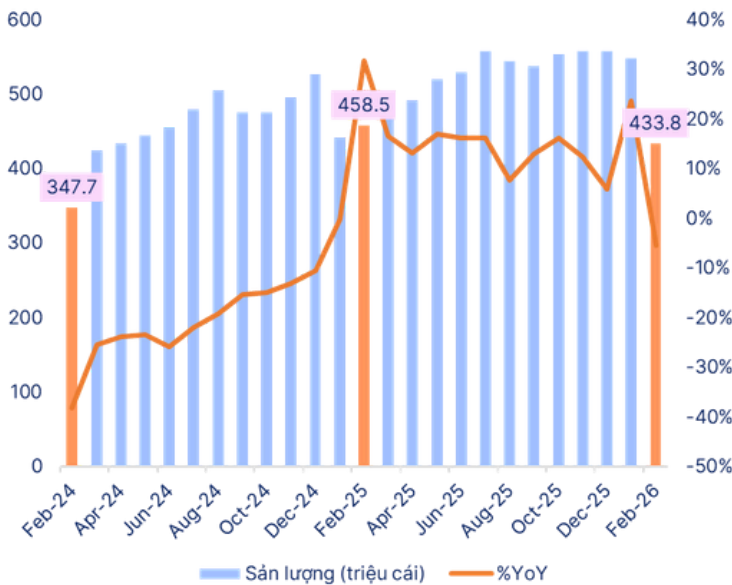
Nguồn: Tổng cục Hải Quan, SHS Research

Theo mặt hàng, Việt Nam phụ thuộc lớn vào vải (chiếm khoảng 49% giá trị NK toàn ngành trong 2 tháng đầu năm), do ngành dệt và các ngành nguyên liệu sơ cấp trong nước phát triển chậm, phần lớn doanh nghiệp chỉ tham gia gia công trong chuỗi giá trị toàn cầu, với nguồn nguyên liệu do các thương hiệu quốc tế chỉ định, chủ yếu từ Trung Quốc.

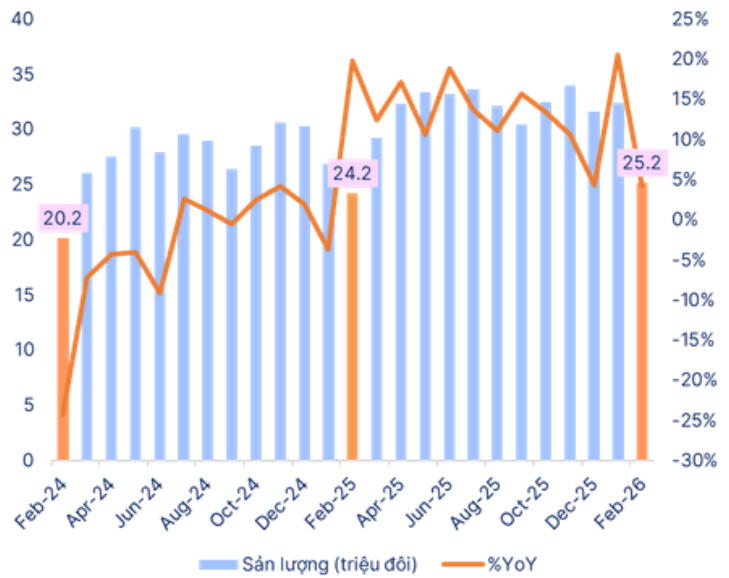
Trung Quốc chiếm 67% tổng giá trị NK vải trong Q1/2025, đạt 3.392 triệu USD. Sau đó lần lượt là Đài Loan (11% - 384,4 triệu USD), Hàn Quốc (9% - 310 triệu USD) và Nhật Bản (5% - 171 triệu USD). Sự phụ thuộc cao vào Trung Quốc có thể khiến ngành gặp khó khăn trong việc đáp ứng quy tắc xuất xứ của các FTA như EVFTA, CPTPP và làm gia tăng rủi ro bị áp thuế đối với hàng hóa bị coi là “trung chuyển” tại thị trường Mỹ.

Sản xuất

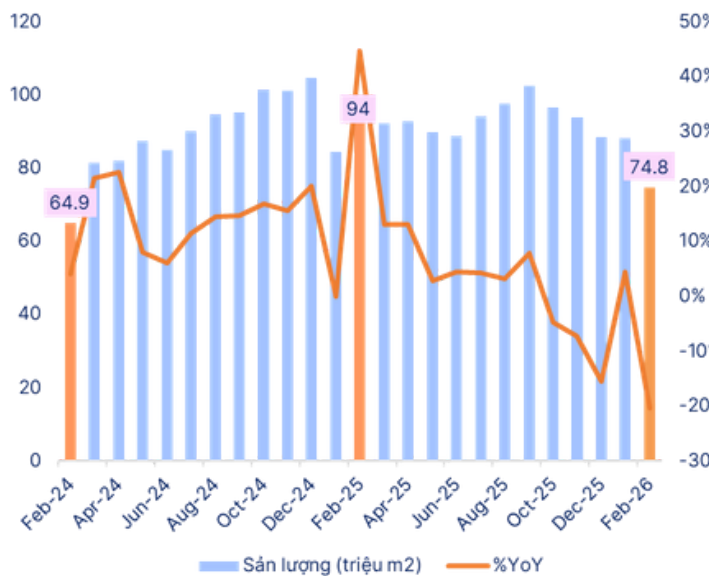
Sản lượng sản xuất quần áo



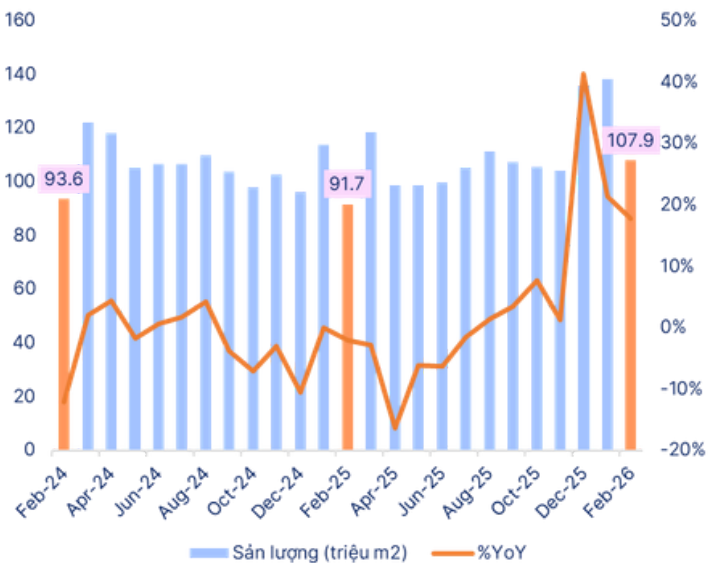
Sản lượng sản xuất giày, dép da



Sản lượng sản xuất vải sợi tự nhiên



Sản lượng sản xuất vải sợi tổng hợp



Nguồn: GSO, Vietdata, SHS Research

Sản xuất tăng mạnh trong tháng 01/2026 để phục vụ nhu cầu khu vực trong mùa Tết Nguyên Đán, và có xu hướng giảm nhẹ vào tháng 02/2026, giai đoạn thấp điểm mùa vụ. Tính chung 2 tháng đầu năm, sản lượng sản xuất quần áo đạt 992,6 triệu cái, +10,1% YoY; sản lượng sản xuất giày, dép da đạt 53,5 triệu đôi, +4,8% YoY; sản lượng sản xuất vải tự nhiên đạt 170,7 triệu m2, giảm nhẹ -4,2% YoY. Sản lượng sản xuất vải sợi tổng hợp đạt 227,9 triệu m2, +11% YoY.

Triển vọng ngành dệt may 2026

(Quay về trang đầu).

Triển vọng ngành dệt may Việt Nam năm 2026 nhìn chung tích cực nhưng thận trọng. Theo VITAS, mục tiêu kim ngạch xuất khẩu toàn ngành khoảng 49–50 tỷ USD trong năm 2026, tăng khoảng 8% so với năm 2025. Trong quý I/2026, xuất khẩu dệt may đạt hơn 10,6 tỷ USD, tăng khoảng 2,9% YoY, phản ánh xu hướng tăng trưởng có nhưng chưa thực sự bùng nổ. Động lực chính của ngành đến từ ba yếu tố:

(i) Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển đơn hàng trong chuỗi cung ứng:

- Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung tiếp tục thúc đẩy các người mua toàn cầu đa dạng hóa chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc.
- Bất ổn của đối thủ cạnh tranh - Bangladesh giúp Việt Nam đón nhận một phần đơn hàng dịch chuyển từ quốc gia này do Bangladesh hiện đang đối mặt với bất ổn chính trị kéo dài và tình trạng thiếu hụt năng lượng (khí đốt, điện...) nghiêm trọng.

(ii) Tận dụng lợi thế từ các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA):

- Năm 2026 đánh dấu năm thứ 6 thực thi EVFTA, khi EU xóa bỏ gần như toàn bộ thuế quan đối với hàng dệt may Việt Nam.
- Các thị trường thuộc khối CPTPP và RCEP (như Nhật Bản với ưu đãi thuế quan lên đến 50% dựa trên tỷ lệ C/O) sẽ là "bệ đỡ" quan trọng giúp doanh nghiệp đa dạng hóa thị trường, giảm bớt sự phụ thuộc vào Mỹ (hiện chiếm 45% tỷ trọng).

(iii) Chuyển dịch lên chuỗi giá trị cao: tỷ trọng FOB và ODM gia tăng

- Ngành dệt may Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục dịch chuyển từ gia công CMT sang FOB/ODM, tham gia sâu hơn vào khâu nguyên liệu, thiết kế và quản trị đơn hàng. Các đơn hàng lẻ, yêu cầu kỹ thuật cao từ Mỹ, Nhật Bản và EU dự kiến tăng, giúp cải thiện biên lợi nhuận và nâng vị thế của doanh nghiệp Việt trong chuỗi giá trị.

Các thách thức chính:

Sự suy yếu của nhu cầu tiêu dùng toàn cầu:

- Địa chính trị bất ổn khiến người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu.
- Theo Nielsen, quần áo nằm trong top 3 danh mục bị cắt giảm chi tiêu nhiều nhất trên toàn cầu trong 2026.
- Nhu cầu tại Mỹ dự báo sẽ suy yếu trong nửa đầu 2026 do giá bán lẻ tăng (hệ quả của thuế quan) và tâm lý lo ngại về thị trường lao động.

Rủi ro từ mác "Hàng trung chuyển" và quy tắc xuất xứ:

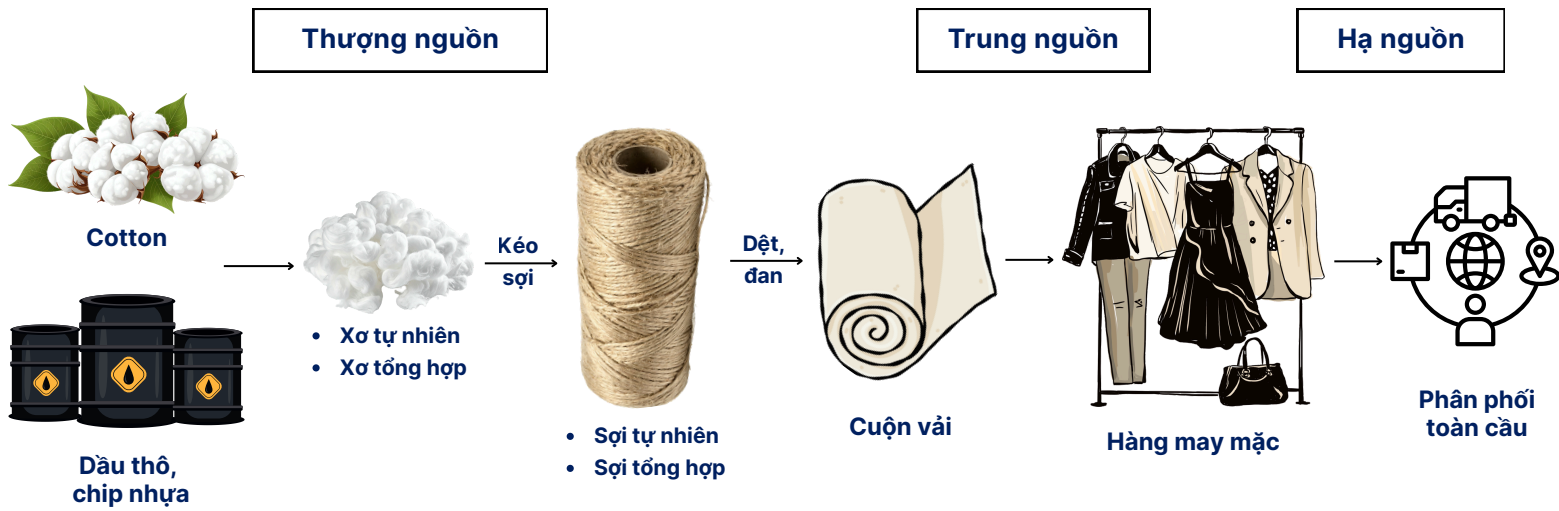
- Đây là thách thức lớn nhất khi Việt Nam vẫn nhập khẩu hơn 70% nguyên phụ liệu (NPL) từ Trung Quốc.
- Hiện tỷ lệ nội địa hóa của Việt Nam chỉ đạt khoảng 36%, thấp hơn mục tiêu 50% vào năm 2030, khiến việc đáp ứng quy tắc "từ sợi trở đi" của các FTA trở nên khó khăn. Việc Mỹ áp mức thuế 40% đối với hàng hóa bị coi là trung chuyển (không đáp ứng đủ tỷ lệ nội địa hóa) sẽ gây áp lực lớn lên các doanh nghiệp Việt Nam.

Áp lực "Xanh hóa" và chi phí đầu vào tăng cao:

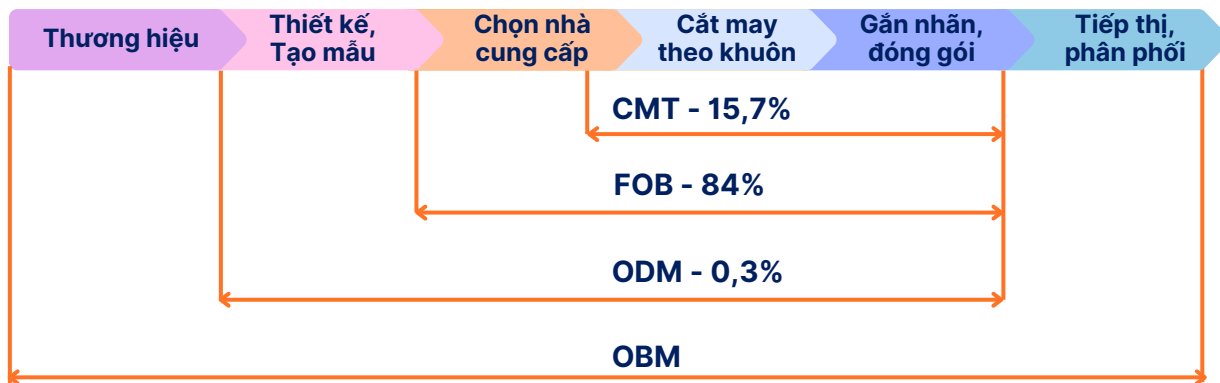
- Các thị trường như EU đang thắt chặt tiêu chuẩn về kinh tế tuần hoàn và trách nhiệm mở rộng của nhà sản xuất (EPR), yêu cầu doanh nghiệp phải có chuỗi thu mua và tái chế.
- Chi phí đầu tư nhà máy xanh (tiêu chuẩn LEED) tăng thêm từ 5–15%, cộng với chi phí nhân công tại Việt Nam đang cao hơn so với Bangladesh và Ấn Độ, sẽ trực tiếp bào mòn biên lợi nhuận của doanh nghiệp nếu không tối ưu hóa sản xuất.

3. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị ngành dệt may



Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của TNG



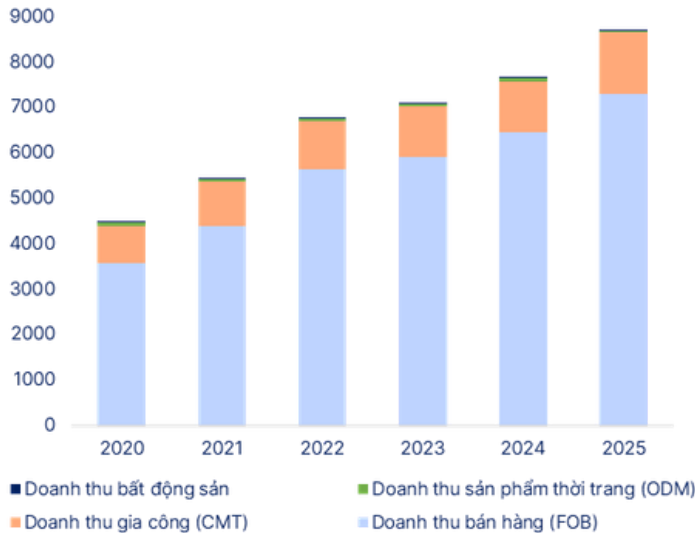
Nguồn: TNG, SHS Research

TNG chủ yếu hoạt động trong phân khúc FOB cấp I (84%) và CMT (15,7%), ngoài ra doanh nghiệp đang dần chuyển dịch sang phương thức ODM (0,3%) với biên lợi nhuận cao hơn.

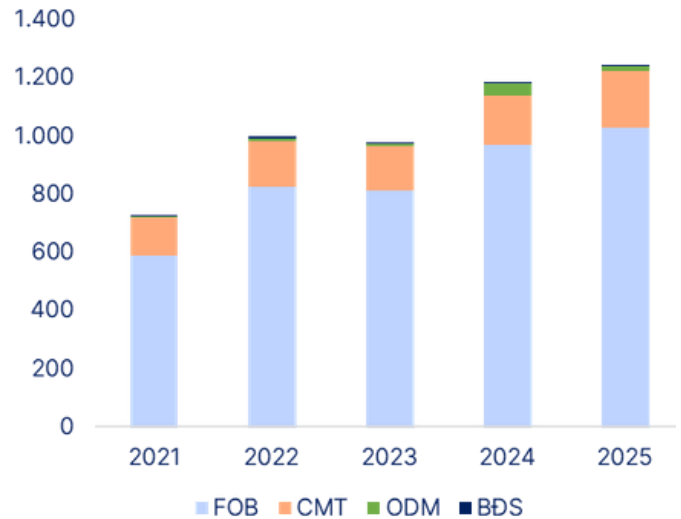
Trong đó:

- **CMT (Cut, Make, Trim)** - mô hình phổ biến nhất tại Việt Nam hiện nay (chiếm khoảng 65% tổng đơn hàng). Khách hàng (buyer) chủ động toàn bộ: nguyên liệu, mẫu thiết kế, quy trình...; doanh nghiệp chỉ tiến hành gia công: cắt, may, hoàn thiện... Các đơn hàng được thanh toán theo đơn giá gia công/sản phẩm nên **biên lợi nhuận ròng khá thấp, khoảng 3 - 5%**.
- **FOB (Free On Board)**, chiếm khoảng 25% đơn hàng Việt Nam) - Doanh nghiệp tự thu mua nguyên phụ liệu theo mẫu và thông số kỹ thuật khách hàng cung cấp, sau đó sản xuất và giao hàng tại cảng. Hai biến thể: **FOB cấp I** (khách hàng chỉ định nhà cung cấp vải) và **FOB cấp II** (doanh nghiệp tự chọn nhà cung cấp). FOB II có giá trị cao hơn vì doanh nghiệp kiểm soát được chuỗi cung ứng đầu vào. Phần lớn doanh nghiệp đầu ngành Việt Nam hiện nay là doanh nghiệp FOB: TNG, Vinatex, May 10, Garmex Sài Gòn, Sông Hồng...
- **ODM (Original Design Manufacturing, khoảng 9% đơn hàng)** - Doanh nghiệp tự thiết kế mẫu mã (hoặc theo xu hướng từ khách hàng), tự chọn nguyên liệu, sản xuất và bàn giao sản phẩm hoàn chỉnh; khách hàng chỉ dán thương hiệu riêng. Do đó cần năng lực R&D, đội ngũ thiết kế, thư viện vật liệu và khả năng đọc xu hướng thời trang toàn cầu. Đây là bước đệm quan trọng trước khi tự xây dựng thương hiệu (OBM).

Cơ cấu doanh thu TNG 2020 - 2025



Lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh chính



Nguồn: TNG, SHS Research

TNG đang chuyển dịch mạnh mẽ từ gia công thuần túy (CMT) sang các phân khúc có giá trị gia tăng cao hơn như FOB và ODM. Hiện tại, hình thức FOB chiếm 84% tổng doanh thu của TNG.

Nguyên liệu đầu vào là chi phí sản xuất chủ yếu, chiếm trên 50% chi phí sản xuất của công ty. Trong đó chiếm tỷ trọng cao nhất là **vải** (khoảng 70% chi phí nguyên vật liệu); **bông tấm** (18% chi phí nguyên vật liệu) và các nguyên phụ liệu như chỉ, cúc áo và đồ đóng gói... (chiếm tỷ trọng nhỏ, khoảng 12% chi phí nguyên vật liệu).

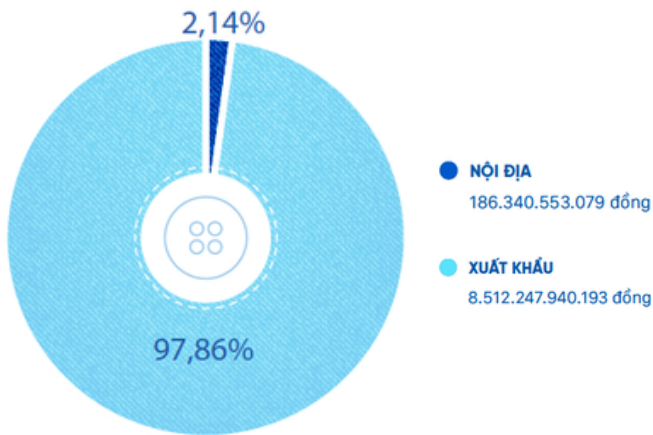
- Khoảng 60% **vải** TNG sử dụng là nhập khẩu theo chỉ định của khách hàng với nguồn cung chủ yếu từ Trung Quốc (50%), Việt Nam (40%), Đài Loan, Hong Kong... (10%).
- Về **bông tấm**, TNG có thể tự chủ hoàn toàn được nguồn cung bông tấm qua 03 dây chuyền sản xuất bông (chi nhánh sản xuất bông Sông Công). Tổng công suất hiện nay đạt khoảng 60.000 yard/ngày, đủ đáp ứng nhu cầu của TNG. Ngoài ra TNG còn có **02 dây chuyền sản xuất bông xé** và 01 dây chuyền sản xuất bông hạt, sản lượng bông thừa ra còn được TNG bán cho một số đối tác (nhà máy Decathlon ở Ấn Độ...).

Nhờ việc sở hữu chuỗi cung ứng khép kín: hoạt động tập trung tại Thái Nguyên với 18 chi nhánh, 367 chuyền may, 18.872 lao động, cùng các nhà máy phụ trợ sản xuất bao bì, cúc, khóa, chần bông, in thêu... và một văn phòng đại diện ở New York **giúp TNG giảm phụ thuộc vào nguồn cung bên ngoài và đáp ứng được các đơn hàng với tiến độ nhanh, hiệu quả nhất.** Năng lực sản xuất hàng năm khoảng 12 triệu áo khoác và 9 triệu quần chino, **năm 2025, sản lượng tiêu thụ TNG đạt 61,6 triệu sản phẩm, +5% YoY**, tương ứng với 3,1 triệu sản phẩm.

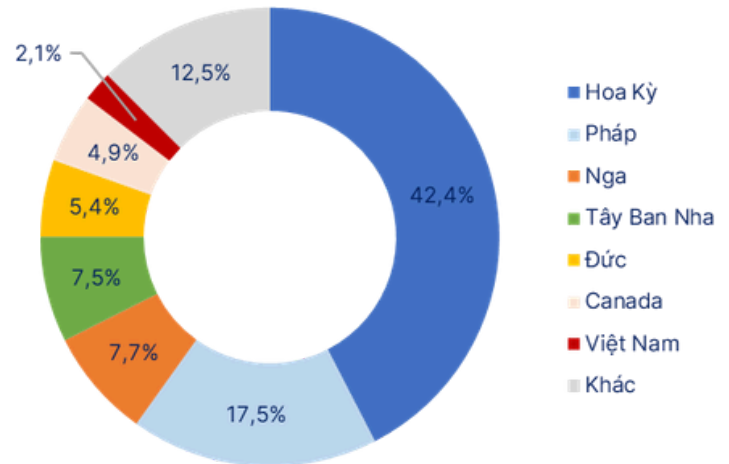
Nhà máy TNG Việt Thái - KCN Sơn Cầm



Cơ cấu doanh thu của TNG theo loại hình



Cơ cấu doanh thu của TNG theo khu vực 2025



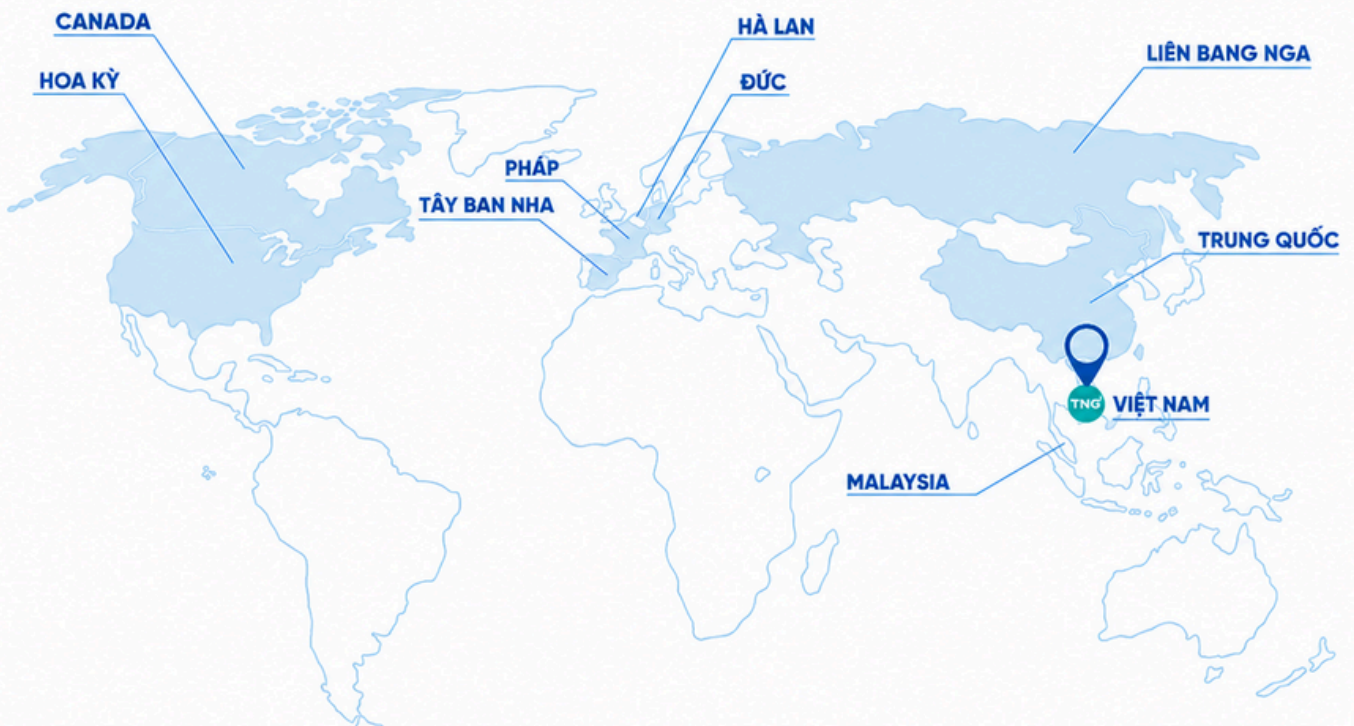
Nguồn: TNG, SHS Research

Mỹ tiếp tục là thị trường chủ lực khi đóng góp trên 42% doanh thu. Bên cạnh đó, các thị trường EU và Canada cũng duy trì sự ổn định nhờ mối quan hệ hợp tác chiến lược với các khách hàng là nhà bán lẻ thương hiệu lớn, hợp tác lâu dài như **Decathlon, Columbia TCP, H&M, The Children’s Place, Carhartt...** giúp TNG ổn định hơn lượng đơn hàng dài hạn.

Bên cạnh đó, TNG tiếp tục mở rộng tệp khách hàng với các đối tác mới như **Meijer, Land’s End (O5), Victoria’s Secret (MGF)...** đồng thời phát triển thêm các dòng hàng mới như Free People, MEC (Asmara), Adidas denim và Tumi (Centric). Việc hợp tác với các thương hiệu lớn không chỉ góp phần nâng cao vị thế và uy tín của TNG, mà còn tạo điều kiện để Công ty tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị toàn cầu.

Năm 2025, kim ngạch xuất khẩu TNG đạt 373 triệu USD, tăng 5,58% YoY, trong khi đó, kim ngạch nhập khẩu giảm 4,19% YoY, phản ánh xu hướng tích cực trong việc chủ động hơn về nguồn nguyên phụ liệu, tối ưu chuỗi cung ứng và kiểm soát hiệu quả chi phí đầu vào.

TNG đã xuất khẩu trên 50 Quốc gia và vùng lãnh thổ, top 10 thị trường xuất khẩu 2025



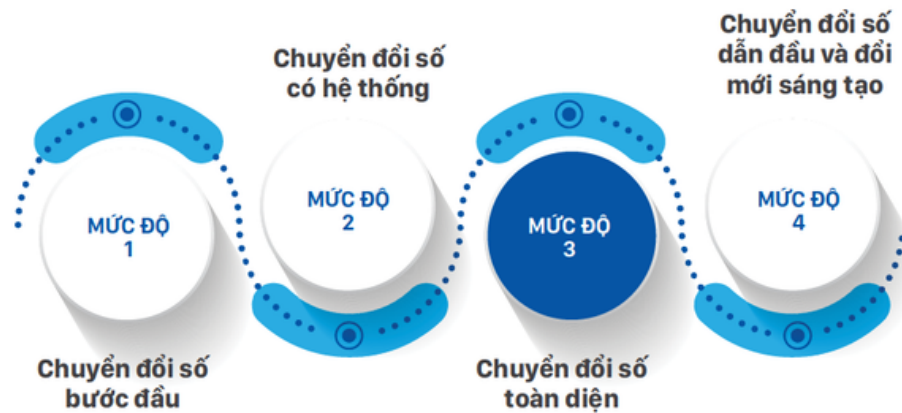
Nguồn: TNG, SHS Research

4. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

(Quay về trang đầu)

TNG thực hiện chuyển đổi sâu rộng về công nghệ

TNG ĐẠT CHUYỂN ĐỔI SỐ MỨC ĐỘ 3 - CHUYỂN ĐỔI SỐ TOÀN DIỆN



Trong bối cảnh chuyển đổi số trở thành động lực cốt lõi của tăng trưởng kinh tế và năng lực cạnh tranh quốc gia, **TNG thành lập chi nhánh tự động hóa TOT** năm 2023 nhằm nghiên cứu, thiết kế, **lập trình và triển khai** các giải pháp **tự động hóa cho ngành may**. TOT đã tự thiết kế, sản xuất và chuyển giao nhiều thiết bị như: máy đính mác Ultrasonic tự động (1.200 sản phẩm/giờ, 1 lao động vận hành 4 máy); máy dán tem, thẻ bài tự động (720 - 1.000 sản phẩm/ giờ, tăng 50% NSLĐ); **xe tự hành AGV**, robot boxing...

Năm 2025, TNG được Bộ Thông tin và Truyền thông **đánh giá đạt mức 3 – chuyển đổi số toàn diện trong mọi quy trình sản xuất và quản lý**, khẳng định vị thế tiên phong của TNG trong ngành, đồng thời giúp doanh nghiệp có được nhiều cải tiến: tối ưu hóa quy trình sản xuất, nâng cao hiệu quả quản lý, cải thiện chất lượng sản phẩm, dịch vụ... giúp tối ưu mọi nhu cầu của khách hàng.

Các sản phẩm cải tiến nổi bật

(i) Hệ thống chuyền treo tự động

Chuyền treo tự động



Chuyền treo tự động là **hệ thống cơ điện tử tích hợp chip định vị**, cho phép vận chuyển bán thành phẩm giữa các công đoạn mà không cần thao tác tay, đồng thời **ghi nhận và hiển thị tiến độ sản xuất theo thời gian thực trên màn hình trung tâm**. Khi từng công nhân tự nhập dữ liệu đầu ra vào hệ thống, tổ trưởng có thể lập tức xác định điểm ùn tắc và điều phối lại nhân lực - thay thế hoàn toàn phương pháp giám sát thủ công truyền thống.

Hiệu quả triển khai: Tính đến cuối năm 2025, TNG đã vận hành **58 chuyền treo tại 7 chi nhánh chủ lực** gồm Việt Đức, Việt Thái, Sông Công 3, Phú Bình 3, Đại Từ, Đồng Hỷ và TNG Fashion, với tổng vốn đầu tư **35,3 tỷ VND** (bình quân 600–700 triệu đồng/chuyên). Hệ thống hiện chiếm 50% tổng số chuyền toàn công ty, với lộ trình mở rộng để đạt hiệu quả tối ưu trong thời gian tới.

Về mặt định lượng, chuyền treo giúp **tăng năng suất lao động 15–20% đối với công nhân mới** và 7% với công nhân có kinh nghiệm. Ở cấp độ xưởng, công suất tổng thể cải thiện 4% - 8% nhờ tối ưu hóa dòng chảy bán thành phẩm và giảm thiểu thời gian chờ giữa các công đoạn.

Xe tự hành AGV chở hàng



Xe tự hành AGV kéo hàng



Chuyển treo tự động



Nguồn: TNG, SHS Research

(ii) Xe tự hành AGV - TOT

TNG nghiên cứu và sản xuất xe tự hành AGV giúp **tự động hóa hoàn toàn quy trình nhận và cấp hàng, tối ưu hóa luồng vận chuyển nội bộ**. Ngoài ra TNG còn thương mại hóa thành công, cung cấp sản phẩm cho nhiều doanh nghiệp khác trên thị trường.

Năm 2025, TNG sử dụng 30 xe tự hành AGV phục vụ trong nội bộ nhà máy và vận hành thương mại 21 xe, +162,5% YoY so với mức 8 xe của năm 2024.

Danh mục AGV gồm ba dòng sản phẩm phục vụ từng công đoạn vận chuyển trong nhà máy, với thông số nền: tải trọng 200 kg, tốc độ 0,7 m/s, cảm biến Lidar + Bumper + dừng khẩn cấp.

Dòng xe	Chức năng chính	Pin / Thời gian hoạt động
AGV chở hàng	Bán thành phẩm từ chuyền cắt → chuyền may → kho	100Ah / 6–8 giờ
AGV kéo hàng	Kéo thùng nguyên phụ liệu, thành phẩm cuối chuyền	100Ah / 6–8 giờ
AGV kéo rơ-moóc	Tải nặng, tích hợp Wi-Fi/MES/WMS	100Ah / 10 giờ

Hệ thống AGV giúp **giảm 50% chi phí vận chuyển nội bộ**, có thể vận hành song song với người lao động mà không cần rào chắn vật lý. Với công nghệ dẫn đường thông minh Slam hiện tại, dự kiến sắp tới công ty tiếp tục nâng cấp sang AGV hoạt động không cần đường ray, cho phép TNG vận hành nhà máy ngày một linh hoạt.

(iii) Hệ thống máy lập trình may tự động

Máy lập trình may tự động **tích hợp phần mềm điều khiển số**, thực hiện đa dạng kiểu may: may theo đường thẳng, đường cong, các sản phẩm chông lóp theo chương trình lập sẵn, không phụ thuộc tay nghề thủ công.

Quy trình: Khách hàng giao yêu cầu kỹ thuật → phòng công nghệ phân tích kết cấu sản phẩm → lập trình phân bố chi tiết về các máy và nhân công.

Hiệu quả đầu tư: 1 công nhân vận hành song song 2–3 máy. Ở mức đầu tư khoảng **hơn 100 triệu VND/máy**, mỗi thiết bị thay thế trực tiếp một vị trí lao động thủ công mà không cần quá nhiều yêu cầu về tay nghề với công nhân vận hành.

Định hướng: TNG hướng tới mô hình "chuyền may hai tầng" - **khу lập trình xử lý tối đa các công đoạn được tiêu chuẩn hóa**, chuyền thủ công chỉ thực hiện các đường may phức tạp mà máy chưa thể đáp ứng. Phạm vi thủ công thu hẹp dần theo từng thế hệ thiết bị.

(iv) Một số cải tiến khác: máy trải vải tự động, máy cắt vải tự động, máy in bán tự động, hệ thống quản lý kho thông minh, hệ thống thêu tự động... được **TNG tiếp tục đẩy mạnh nghiên cứu, phát triển và đầu tư công nghệ**.

Việc chuyển đổi toàn diện trong mọi quy trình sản xuất và quản lý giúp TNG tiến gần hơn đến mô hình **Nhà máy thông minh (Smart Factory)**.

Ưu điểm

- **Tiết kiệm chi phí, linh hoạt trong sản xuất và vận hành.**
- **Tối ưu hóa quy trình & nâng cao năng suất lao động:** Tự động hóa giúp giảm thời gian chờ giữa các công đoạn, tăng hiệu quả phối hợp và cải thiện năng suất toàn chuyền.
- **Cải thiện độ chính xác, đồng đều và chất lượng sản phẩm.**
- **Tăng khả năng đáp ứng đơn hàng nhanh và yêu cầu kỹ thuật cao.**
- **Tạo lợi thế cạnh tranh dài hạn:** Việc tự phát triển công nghệ giúp TNG khác biệt so với các doanh nghiệp may truyền thống. Điều này đặc biệt quan trọng khi khách hàng quốc tế ngày càng ưu tiên các nhà cung cấp có năng lực sản xuất hiện đại, minh bạch và linh hoạt.

Hạn chế

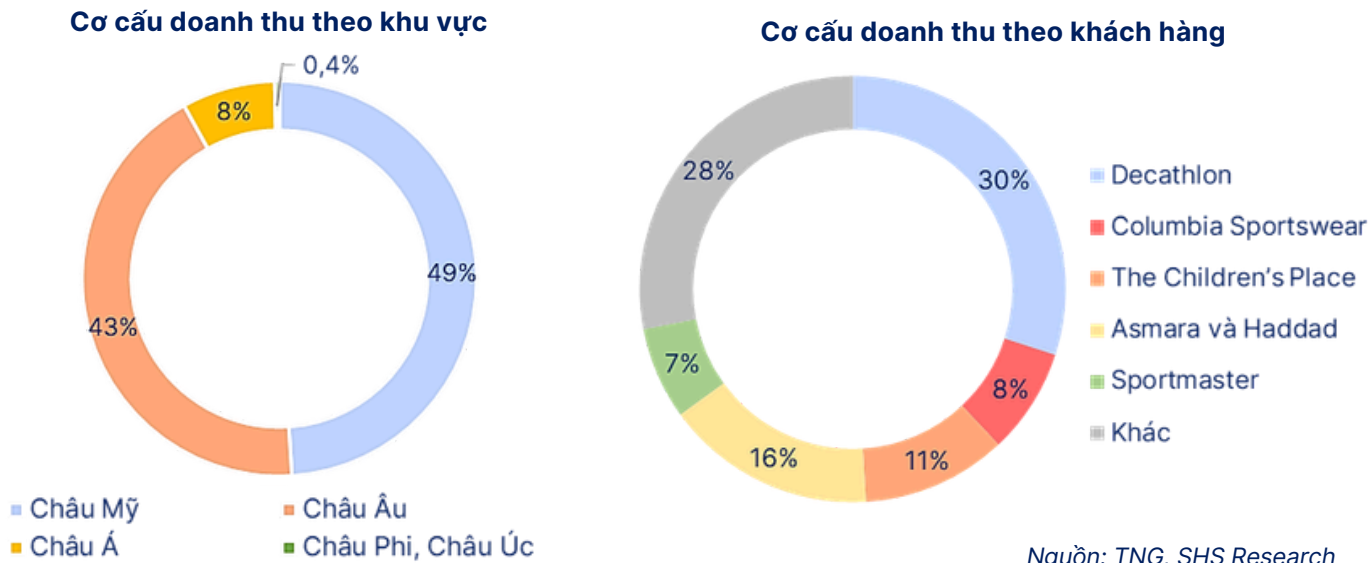
- **Chi phí đầu tư ban đầu lớn:** hệ thống tự động hóa đòi hỏi vốn đầu tư cao, tạo áp lực lên dòng tiền và thời gian hoàn vốn.
- **Hệ thống chưa hoàn toàn tự động,** một số khâu cốt lõi như nhập liệu, lập kế hoạch sản xuất hay cảnh báo điểm nghẽn vẫn chưa được tự động hóa đầy đủ, cho thấy dư địa hoàn thiện còn lớn.
- **Việc theo dõi bán thành phẩm trong quá trình di chuyển chưa đồng bộ,** làm giảm khả năng kiểm soát toàn bộ chuỗi sản xuất.
- **Rủi ro duy trì lợi thế công nghệ:** Khi tự động hóa ngày càng trở thành xu hướng chung của ngành, TNG cần liên tục nâng cấp hệ thống để duy trì vị thế tiên phong của mình.

Mô hình nhà máy thông minh



(Quay về trang đầu).

TNG có tập khách hàng lớn với lịch sử hợp tác lâu dài giúp đem lại nguồn doanh thu ổn định



Decathlon là khách hàng chiến lược lớn nhất, đóng góp khoảng **30% doanh thu** của TNG, và chiếm **hơn 80% doanh thu xuất khẩu của TNG sang thị trường EU**. Decathlon là **tập đoàn bán lẻ đồ thể thao lớn nhất thế giới có trụ sở tại Pháp**, thành lập năm 1976. Công ty vận hành mô hình tích hợp từ thiết kế, sản xuất đến phân phối, sở hữu nhiều thương hiệu thể thao nội bộ và hiện diện tại hơn 70 quốc gia với khoảng 1.700 cửa hàng toàn cầu.

Quan hệ hợp tác giữa hai bên đã kéo dài hơn một thập kỷ và liên tục được mở rộng. Doanh thu từ Decathlon ghi nhận tốc độ tăng trưởng mạnh, với CAGR ước khoảng 13%/năm trong giai đoạn 2019–2025. Năm 2024, Decathlon đã chuyển trung tâm phát triển sản phẩm từ Vũ Hán về đặt tại chi nhánh Sông Công 3. Đây là động thái có ý nghĩa chiến lược lớn, thay vì chỉ đặt hàng sản xuất, Decathlon bắt đầu tích hợp một phần khâu phát triển sản phẩm vào hệ sinh thái của TNG. Trung tâm này hiện đã tham gia phát triển 25 mã sản phẩm, giúp **TNG từ đơn vị gia công đơn thuần sang đối tác tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị**.

Việc tích hợp vận hành giữa TNG và Decathlon ngày càng sâu làm **gia tăng chi phí chuyển đổi nhà cung cấp**. Khi Decathlon đầu tư nguồn lực đáng kể vào phát triển sản phẩm, quy trình kiểm định ESG, hệ thống tuân thủ nội bộ cũng như kết nối trực tiếp quy trình vận hành với TNG, chi phí thay đổi nhà cung cấp sẽ cao hơn đáng kể. Điều này giúp **giảm rủi ro dịch chuyển đơn hàng ngắn hạn**.

The Children's Place (TCP): khách hàng truyền thống với lượng đơn hàng ổn định. TCP là thương hiệu **bán lẻ thời trang trẻ em hàng đầu tại Mỹ**, thành lập năm 1969, chuyên kinh doanh quần áo, phụ kiện và sản phẩm dành cho trẻ sơ sinh đến thiếu niên, với thị trường trọng tâm là Bắc Mỹ. Là một trong những khách hàng lâu năm của TNG, TCP duy trì lượng đơn hàng tương đối ổn định với tốc độ tăng trưởng đơn hàng bình quân khoảng 5%/năm.

Hiện nay, TCP đang gặp khó khăn tài chính do cạnh tranh từ thời trang nhanh khiến hiệu quả kinh doanh suy giảm, **dẫn đến âm vốn chủ sở hữu từ Q1/2024**. Rủi ro chính nằm ở khả năng thanh toán, khi điều này có thể ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền và chi phí dự phòng của TNG. Dù khoản phải thu 376 tỷ đồng tại Q2/2024 đã được thu hồi đầy đủ, sức khỏe tài chính của TCP vẫn là yếu tố cần tiếp tục theo dõi.

Columbia, Sportmaster, Asmara, Haddad, Costco, Walmart, Nike, Adidas...: động lực tăng trưởng mới.

Columbia Sportswear là thương hiệu thời trang và thiết bị ngoài trời hàng đầu của Mỹ, nổi tiếng với các sản phẩm thể thao và dã ngoại, công ty sở hữu nhiều thương hiệu như Columbia, SOREL, Mountain Hardwear và prAna, với mạng lưới phân phối toàn cầu. Hiện Columbia đóng góp khoảng 8% doanh thu của TNG (năm 2025) với động lực tăng trưởng đến từ việc Việt Nam hiện là trung tâm sản xuất lớn nhất trong chuỗi cung ứng của Columbia, chiếm khoảng 40% tổng năng lực sản xuất may mặc, cao hơn đáng kể so với Bangladesh hay Indonesia. Tại Việt Nam, Columbia vốn là khách hàng lớn của May Sông Hồng (MSH, chiếm trên 25% doanh thu).

Asmara International là tập đoàn hoạt động trong lĩnh vực thiết kế, tìm nguồn cung ứng và phân phối hàng may mặc toàn cầu, có mạng lưới hiện diện tại hơn 13 quốc gia trải dài ở châu Á, châu Âu, Trung Đông và châu Phi. Công ty giải pháp chuỗi cung ứng trọn gói cho nhiều thương hiệu thời trang quốc tế, từ phát triển sản phẩm, quản lý sản xuất đến logistics và phân phối. TNG tiến hành hợp tác với Asmara từ 2021 và ghi nhận doanh thu tăng trưởng khá tích cực, trung bình 9%/năm giai đoạn 2021 - 2025.

Haddad Brands là tập đoàn sở hữu giấy phép sản xuất và phân phối hàng thời trang trẻ em cho nhiều thương hiệu lớn như Nike Kids, Levi's Kids và Converse Kids. Haddad hợp tác với TNG từ 2020 và là khách hàng lớn, lâu năm của TNG tại thị trường Mỹ.

Sportmaster - tập đoàn bán lẻ đồ thể thao lớn tại Nga và khu vực Đông Âu, chuyên phân phối quần áo, giày dép, thiết bị và phụ kiện thể thao. Hiện Sportmaster đóng góp khoảng 7% doanh thu và có thể tăng tỷ trọng khi TNG thêm chi nhánh tại Nga. Việc hợp tác với Sportmaster giúp TNG đa dạng hóa thị trường đồng thời giảm thiểu rủi ro quá phụ thuộc vào Mỹ và EU.

Ngoài ra, **TNG còn tiến hành gia công** cho nhiều tập đoàn thời trang lớn trên thế giới: Walmart, Adidas, Nike, Costco, Zara, H&M, GAP, Mango, G-III Apparel (Calvin Klein, Tommy Hilfiger)....



Xu hướng dịch chuyển sản xuất ra khỏi Trung Quốc

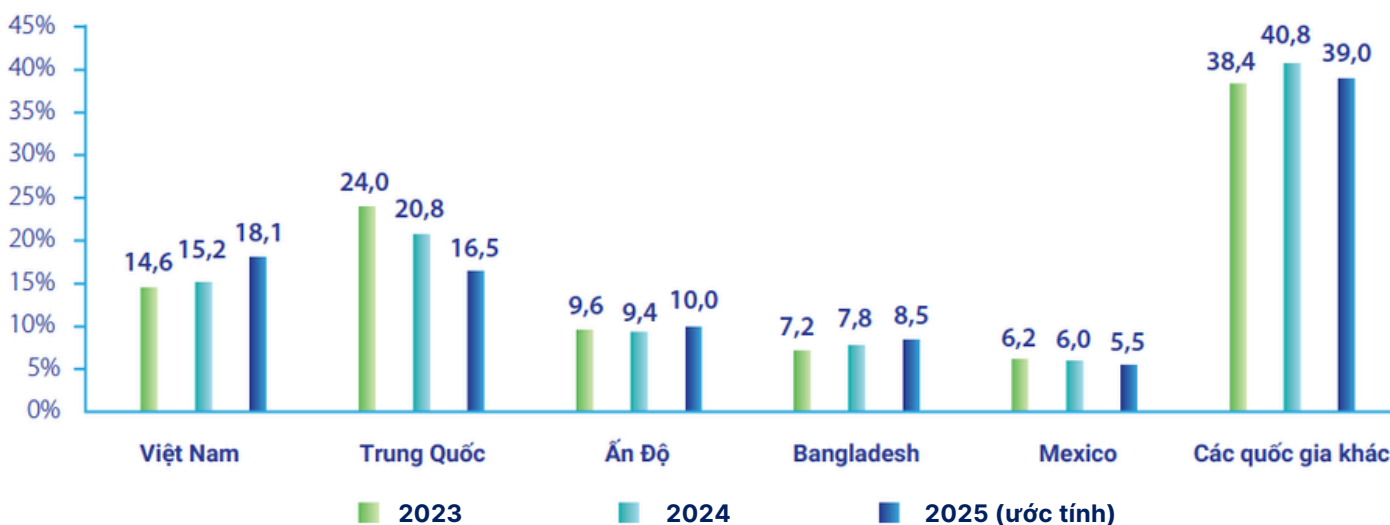
(*Quay về trang đầu*).

Ngành dệt may Việt Nam trải qua năm 2025 đầy biến động dưới sức ép thuế quan.

Hoạt động xuất - nhập khẩu phản ánh rõ nét sự **dịch chuyển của chuỗi cung ứng** theo hướng **bền vững** và tính toán rủi ro địa chính trị. Về xuất khẩu, Trung Quốc vẫn duy trì vị thế dẫn đầu với kim ngạch dệt may (bao gồm nguyên liệu) **chiếm hơn 43% thị phần thế giới**, dù mảng may mặc thành phẩm có xu hướng sụt giảm tại các thị trường khó tính như Mỹ và EU.

Bangladesh và Việt Nam tiếp tục là “hai ngôi sao sáng” dẫn đầu nhóm các nước đang phát triển, trong đó Việt Nam đã cán mốc xuất khẩu ấn tượng **46 tỷ USD** (tăng 5,6% YoY), khẳng định năng lực sản xuất các mặt hàng có giá trị gia tăng cao và quy trình xanh hóa với thị trường tiêu thụ lớn nhất tại Mỹ, Liên minh Châu Âu (EU) và Nhật Bản...

Thị phần hàng dệt may nhập khẩu vào Mỹ theo quốc gia giai đoạn 2023 - 2025 (%)



Nguồn: TNG, SHS Research

Triển vọng: quy mô thị trường dệt may toàn cầu ước tính đạt 2.123,72 tỷ USD vào năm 2025 và dự kiến sẽ tăng từ 2.281,51 tỷ USD năm 2026 lên khoảng **4.016,50 tỷ USD vào năm 2034**, với **tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 7,35% từ năm 2025 đến năm 2034** (Precedence Research), mức tăng mạnh nhất đến từ thị trường Châu Á Thái Bình Dương.

Rủi ro: **Section 301 &** quan điểm “**hàng trung chuyển**” (transshipment)

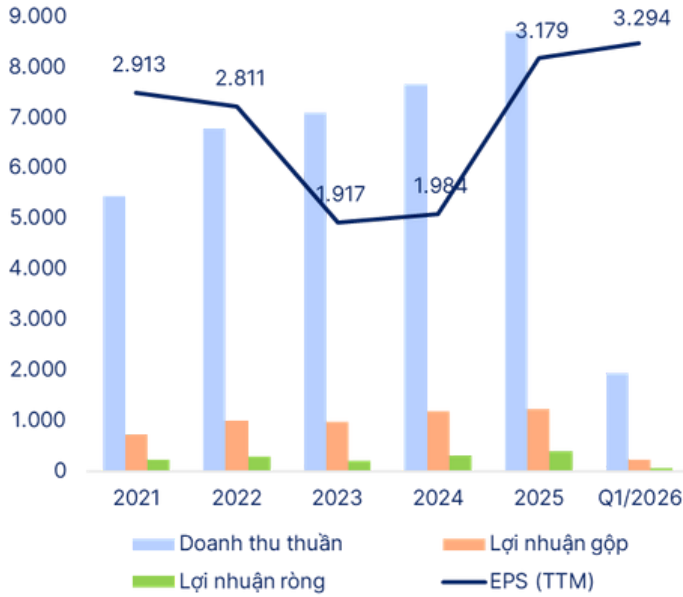
Đánh giá lợi thế cạnh tranh ngành hàng dệt may của các quốc gia tại thị trường Mỹ

	Việt Nam	Bangladesh	Ấn Độ	Indonesia	Trung Quốc
Thị phần may mặc Mỹ (%)	18%	12%	7%	5%	20%
Mức lương trung bình (USD/tháng)	330 - 420	120 - 180	180 - 250	200 - 300	600 - 800
Thuế hiện tại	20%	19%-20%	~25%	~19%	~25%
Rủi ro địa chính trị/ thương mại	Thấp	Trung Bình	Trung Bình	Trung Bình	Cao
Lead time giao hàng (ngày)	35 - 55	45 - 60	35 - 60	40 - 65	25 - 40
Quy mô & độ hoàn thiện chuỗi cung ứng	Tốt	Trung Bình	Tốt	Trung Bình	Rất tốt
Xu hướng thị phần 2026F	Tăng	Tăng	Tăng	Tăng	Giảm nhẹ

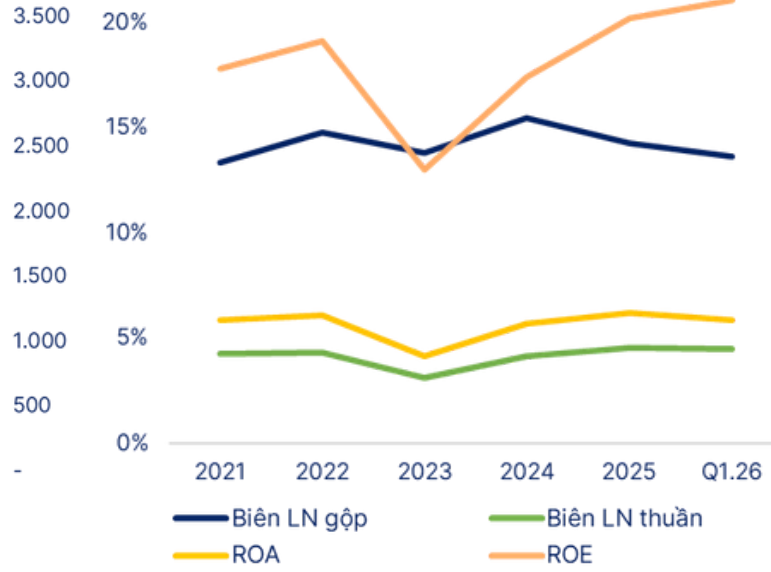
5. KẾT QUẢ KINH DOANH

([Quay về trang đầu](#))

Kết quả kinh doanh TNG



Chỉ số sinh lợi



Nguồn: TNG, SHS Research

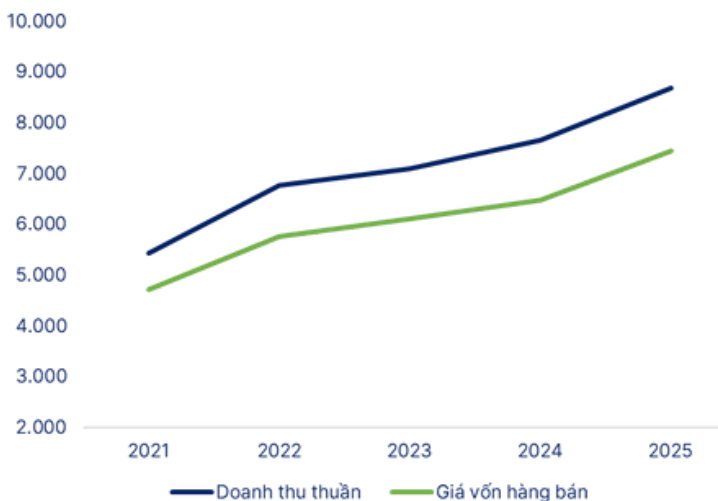
TNG tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong vòng 10 năm qua với CAGR trung bình đạt 15%/năm và **ghi nhận mức doanh thu & lợi nhuận kỷ lục trong năm 2025**, đạt lần lượt **8.699 tỷ VND, tăng 14% YoY** và **393 tỷ VND, +25% YoY**. Hoàn thành 107% kế hoạch doanh thu và 115% kế hoạch lợi nhuận năm. EPS của doanh nghiệp cũng tăng trưởng ấn tượng đạt 3.179 VND/ cổ phiếu, tăng 1,6 lần so với năm 2024. Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh đến từ:

(i) TNG tiếp tục đầu tư, nâng cao năng lực sản xuất: bên cạnh các cải tiến về mặt công nghệ, năm 2025, **TNG khánh thành chi nhánh may Việt Đức - Sơn Cầm** với 32 chuyên may, đồng thời di chuyển chi nhánh Thời Trang từ đường Bắc Kạn về đường Minh Cầu, **mở rộng công suất lên 16 chuyên may** (x2 năng lực sản xuất). Ngoài ra, trong thời gian tới **TNG dự kiến sẽ xây nhà máy Đại Từ 2**, tiếp tục mở rộng năng lực sản xuất...;

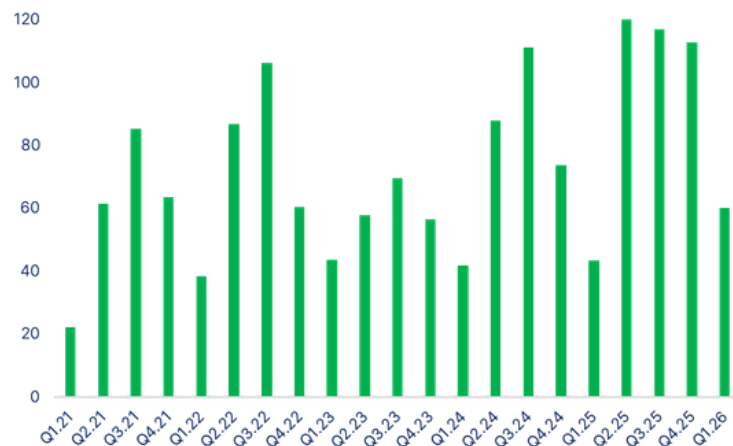
(ii) Làn sóng dịch chuyển đơn hàng khỏi Trung Quốc (do bất ổn chính sách thuế quan, thương mại...);

(iii) Cơ cấu thị trường tương đối đa dạng (Mỹ, EU, Châu Á...) cùng tập khách hàng ổn định, gắn bó lâu dài (Decathlon, TCP, Columbia, Sportmaster, Asmara...).

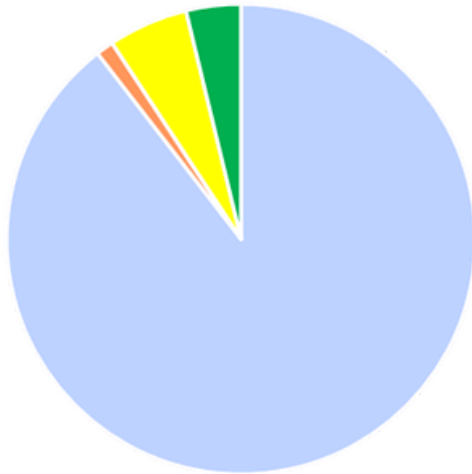
Giá vốn hàng bán tăng mạnh, bào mòn biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp



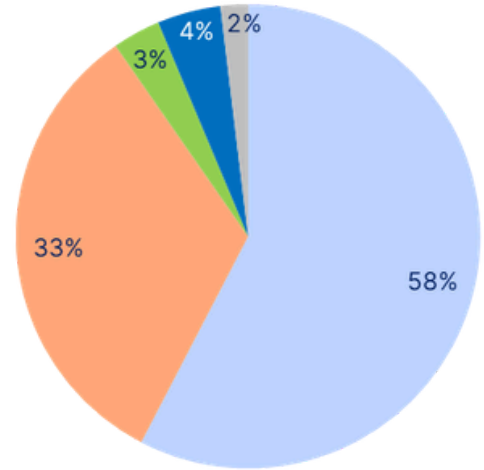
TNG ghi nhận mức LNST cao nhất lịch sử (Quý II/2025, 120 tỷ VND)



Giá vốn chiếm khoảng 90% tổng chi phí



Cơ cấu chi phí SXKD theo yếu tố



■ Giá vốn ■ CP bán hàng ■ CP quản lý ■ CP tài chính ■ CP nguyên vật liệu ■ CP nhân công ■ CP khấu hao ■ CP dịch vụ mua ngoài ■ CP khác

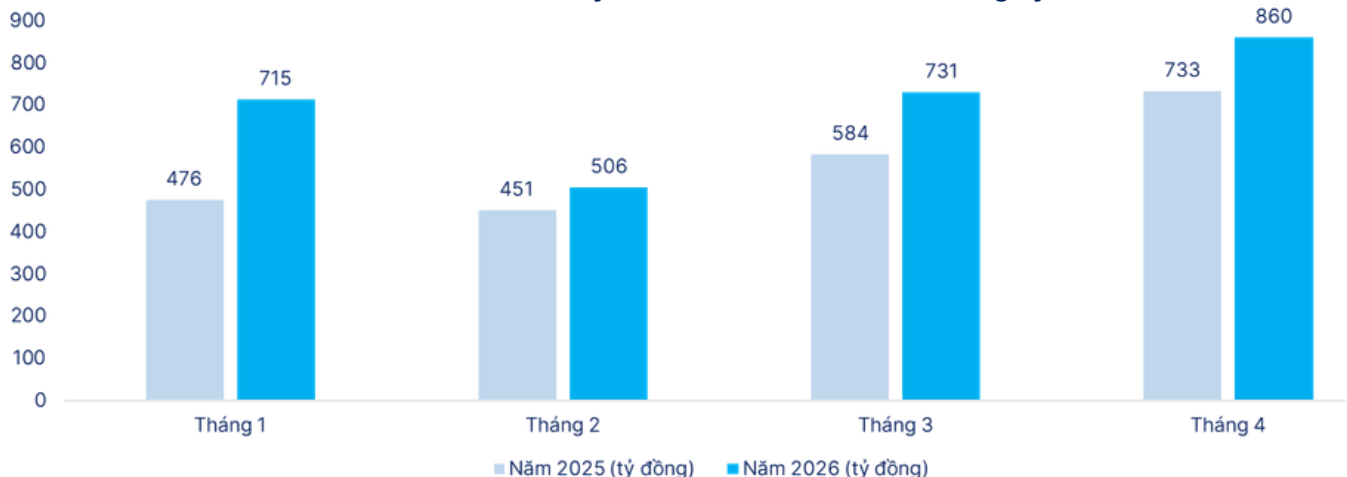
Nguồn: TNG, SHS Research

Về chi phí, giá vốn hàng bán là khoản mục chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí của TNG, chiếm hơn 90% tổng chi phí. Năm 2025, giá vốn tăng 15%, tăng mạnh hơn mức tăng trưởng doanh thu (14%) làm bào mòn biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp (biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ mức 15,4% (2024) về 14,2% (2025)). Ngoài ra, các chi phí còn lại được quản lý khá tốt: Chi phí bán hàng và Chi phí tài chính giảm mạnh (lần lượt -8% YoY và -15% YoY) giúp biên lợi nhuận thuần của doanh nghiệp tăng nhẹ đạt 4,5% (tăng từ mức 4,1% của năm 2024).

Chi phí nguyên vật liệu (chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 58% tổng chi phí) chủ yếu đến là vải, dây, chỉ, cúc... **Chi phí nhân công chiếm 33%**, là khoản mục lớn thứ hai, phản ánh tính thâm dụng lao động cao của ngành may. Hiện nay, tổng số nhân viên của TNG đạt 18.872 người, với mức thu nhập bình quân đạt 10,9 triệu đồng/tháng. Các chi phí khác: dịch vụ mua ngoài (điện, nước...) và chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tổng chi phí.

Doanh thu thuần quý I/2026 đạt 1.952 tỷ VND, +29% YoY, -4% MoM do quý I thường là giai đoạn thấp điểm của mùa vụ. Chi phí GVHB tiếp tục tăng mạnh, +34% YoY làm biên lợi nhuận gộp thu hẹp xuống còn 12,1%, đạt 236 tỷ VND, +2,6% YoY. Thu nhập tài chính quý 1 chỉ tăng nhẹ, +0,9% YoY, nhưng chi phí tài chính tăng 9.2% do mặt bằng lãi suất có phần cao trong năm 2026. Lợi nhuận thuần đạt 60,3 tỷ đồng (+39,2% YoY), tương ứng với biên lợi nhuận 3,1% (tăng nhẹ so với mức 2,9% của Q1/2025). Kỳ vọng kết quả kinh doanh các quý tiếp theo khả quan hơn khi thị trường bước vào giai đoạn cao điểm mùa vụ.

Doanh thu TNG năm 2026 duy trì ở mức cao hơn so với cùng kỳ năm 2025

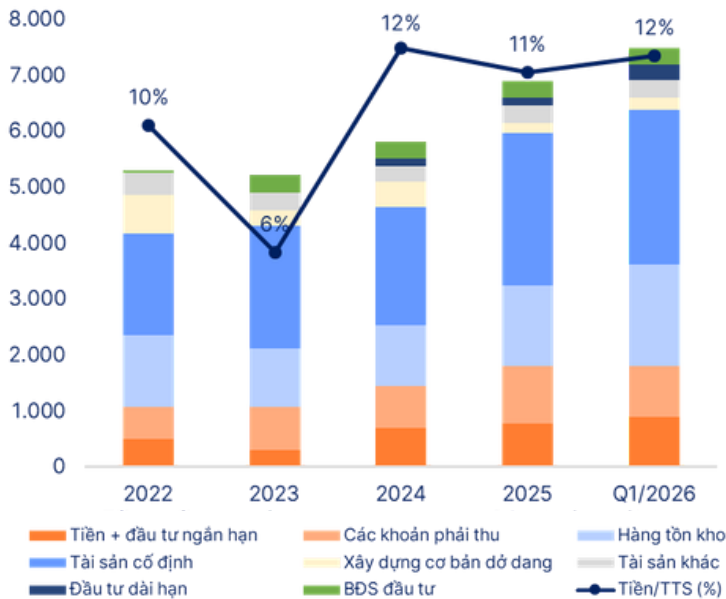


6. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

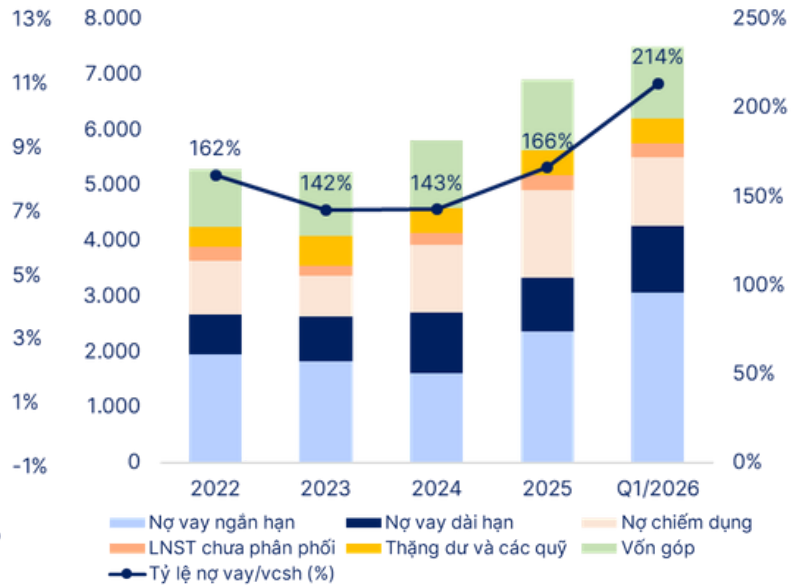
(Quay về trang đầu)

TNG sử dụng đòn bẩy tài chính cao làm bào mòn biên lợi nhuận.

Cơ cấu tài sản



Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: SHS Research

Tổng tài sản của TNG có xu hướng tăng tốt trong những năm gần đây, cuối Quý I/2026 đạt 7.496,6 tỷ VND, +8,5% YtD. Tỷ lệ tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn tương đối đồng đều, chiếm lần lượt 49% và 51% tổng tài sản.

Tỷ lệ tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn chiếm tỷ trọng nhỏ, khoảng 11 - 12% tổng tài sản. Cuối Quý I/2026 đạt 889,7 tỷ VND +13,5% YoY.

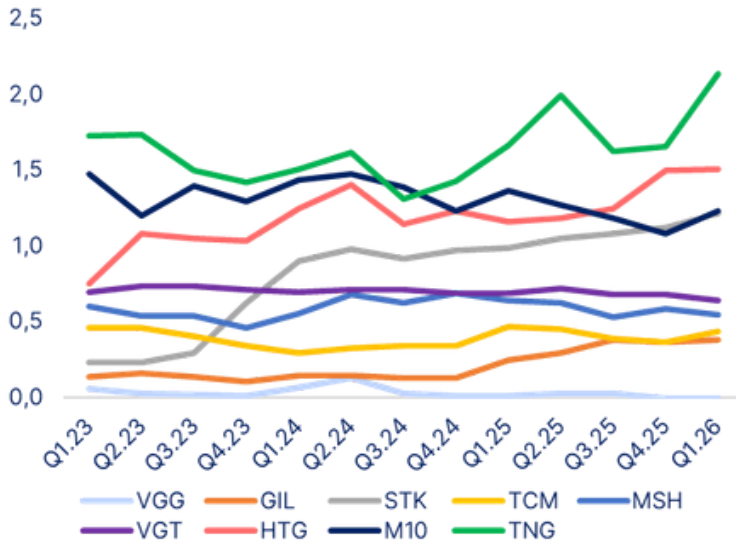
Tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tổng tài sản, cuối quý I/2026 đạt 2.768 tỷ VND, 37% tổng tài sản, +2% YtD, đa phần là tài sản cố định hữu hình (2.513 tỷ VND). **Theo sau đó là Hàng tồn kho với 1.805 tỷ VND**, +25% YtD, chiếm 24% tổng tài sản; trong đó chủ yếu là hàng may mặc (659,8 tỷ VND) và thành phẩm (527,6 tỷ VND).

Về cơ cấu nguồn vốn, TNG có tỷ lệ đòn bẩy tài chính khá cao so với các doanh nghiệp dệt may khác cùng ngành. Tính đến cuối Quý I/2026, tổng nợ vay của TNG đạt 4.271,4 tỷ VND, gấp 2,14 lần vốn chủ sở hữu, dẫn đầu ngành. Trong đó **nợ vay ngắn hạn đạt 3.065 tỷ VND**, +29% YtD, chiếm 41% tổng nguồn vốn với đa số là khoản vay có tài sản đảm bảo, mục đích chính để **bổ sung vốn lưu động, phát hành bảo lãnh, mở L/C, phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh...** Vay dài hạn cuối quý I đạt 1.205,8 tỷ VND, +26% YtD với lãi suất trung bình 8% - 9%/năm.

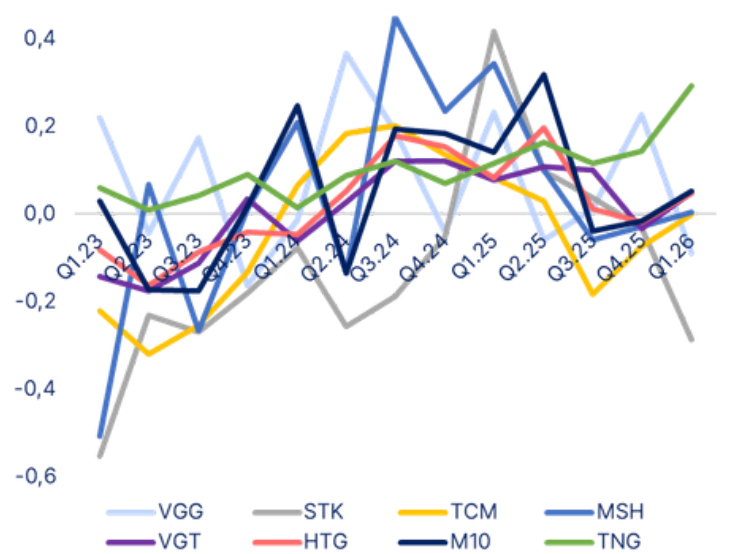
Tỷ lệ vay nợ ở mức cao do TNG liên tục đẩy mạnh đầu tư, mở rộng năng lực sản xuất kinh doanh nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của khách hàng. **Qua đó, giúp doanh thu của TNG tăng trưởng tích cực hơn so với trung bình ngành.** Tuy nhiên hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của doanh nghiệp không quá vượt trội mà **chỉ ở mức trung bình ngành** do chi phí tài chính lớn gây áp lực đáng kể lên lợi nhuận ròng. Cụ thể, trong quý I/2026 chi phí tài chính của TNG đạt 85,9 tỷ VND, chiếm hơn 1/3 lợi nhuận gộp, phản ánh gánh nặng lãi vay đáng kể trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng cao năm 2026. Dù vậy, hệ số EBITDA/lãi vay vẫn được duy trì ổn định quanh mức 3-5x, cho thấy TNG vẫn đảm bảo khả năng đáp ứng nghĩa vụ lãi vay từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, qua đó phần nào hạn chế rủi ro thanh khoản trong ngắn hạn.

Tuy không sở hữu lượng tiền mặt dồi dào nhưng TNG vẫn trả cổ tức bằng tiền đều đặn qua các năm (trung bình 11,4%/năm trong 7 năm gần đây).

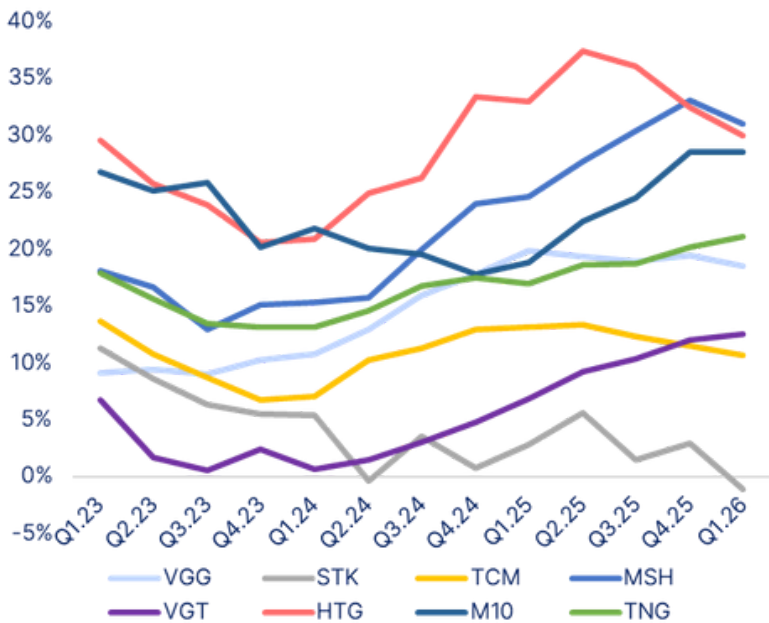
Tỷ lệ nợ vay của TNG dẫn đầu toàn ngành



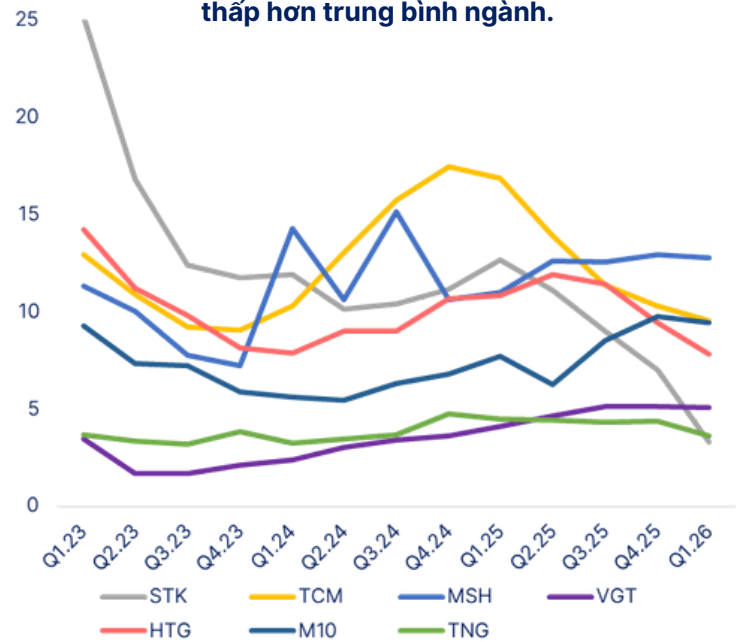
Tăng trưởng doanh thu TNG tốt hơn trung bình ngành



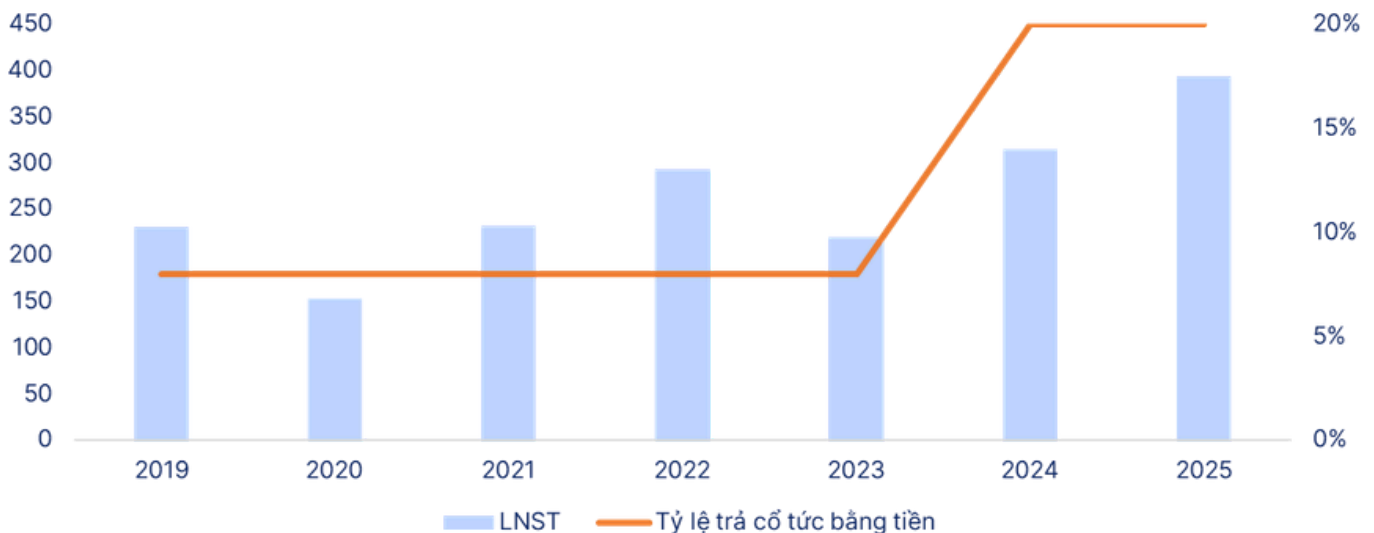
ROE của TNG tốt hơn mức trung bình ngành



Tỷ lệ EBITDA/lãi vay duy trì ở mức ổn định, thấp hơn trung bình ngành.



TNG trả cổ tức đều đặn từ 2019 đến nay



Nguồn: SHS Research

7. RỦI RO CHÍNH CỦA TNG

7.1. Rủi ro đòn bẩy tài chính và chi phí lãi vay

TNG đang sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức cao do liên tục mở rộng công suất sản xuất. Tính đến cuối Q1/2026, tổng nợ vay TNG đạt 4.271 tỷ VND, gấp 2,14 lần vốn chủ sở hữu - mức cao so với trung bình ngành: MSH (0,5x), TCM (0,4x) và VGT (0,6x). Chi phí tài chính Q1/2026 đạt 85,9 tỷ đồng, tương đương hơn 1/3 lợi nhuận gộp cùng kỳ. Nếu mặt bằng lãi suất tăng thêm 100 điểm cơ bản, chi phí lãi vay năm 2026 có thể tăng thêm 40-45 tỷ VND, tương đương gần 10% LNST dự phóng 2026.

7.2. Rủi ro đầu tư ngoài ngành

Bên cạnh may mặc, TNG có tham gia vào lĩnh vực bất động sản thông qua **TNG Land** và Đầu tư & Xây dựng Bắc Thái với tỷ lệ sở hữu lần lượt 48,8% và 48,0%, tương ứng **140 tỷ VND** và 0.79 tỷ VND. Khoản đầu tư này có thể tạo giá trị dài hạn, nhưng cũng làm gia tăng rủi ro phân tán nguồn lực khỏi mảng kinh doanh cốt lõi. Hiện tại, **Công ty cổ phần TNG Land đang triển khai dự án Nhà ở xã hội TNG Việt Bắc** (khởi công xây dựng từ ngày 23/02/2026) với tổng diện tích 1,89 ha, quy mô dân số khoảng 2.418 người. Dự kiến tiếp nhận hồ sơ đăng ký mua nhà đợt 1 vào quý III/2026.

7.3. Rủi ro thuế quan và quy tắc xuất xứ tại thị trường Mỹ

Tháng 3/2026, Mỹ mở cuộc điều tra thương mại với Việt Nam theo Section 301, làm tăng nguy cơ áp thêm thuế nếu kết quả bất lợi. Rủi ro lớn hơn đến từ việc Mỹ siết kiểm tra hàng bị xem là **trung chuyển**; nếu không chứng minh được xuất xứ và mức độ gia công tại Việt Nam, thuế có thể tăng mạnh thay vì mức cơ sở 20%. Mỹ hiện là thị trường xuất khẩu lớn của TNG, **đóng góp trên 42% doanh thu**. Trong khi đó, ngành dệt may Việt Nam vẫn phụ thuộc lớn vào nguyên phụ liệu nhập khẩu từ Trung Quốc: khoảng 50% vải của TNG nhập từ Trung Quốc theo chỉ định khách hàng.

7.4. Rủi ro suy giảm nhu cầu tại thị trường xuất khẩu

TNG phụ thuộc lớn vào xuất khẩu, với doanh thu xuất khẩu chiếm trên 97% tổng doanh thu. Do đó, nếu sức mua tại Mỹ hoặc EU suy yếu, khách hàng có thể giảm hoặc trì hoãn đơn hàng, ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và tỷ lệ lấp đầy công suất của doanh nghiệp. Rủi ro này đặc biệt chú ý tại các thị trường nhạy cảm với biến động lãi suất, thuế quan, sức mua tiêu dùng và bất ổn địa chính trị.

7.5. Rủi ro pháp lý và tuân thủ

Là doanh nghiệp niêm yết và hoạt động trong lĩnh vực xuất khẩu, TNG chịu sự điều chỉnh của nhiều quy định pháp luật liên quan đến lao động, bảo hiểm, kế toán, chứng khoán, thuế, môi trường, hải quan và quy tắc xuất xứ. Ngoài ra, các hiệp định thương mại như EVFTA cũng đặt ra yêu cầu cao hơn về tiêu chuẩn đầu vào, nguồn gốc nguyên liệu và điều kiện xuất khẩu. Nếu không cập nhật kịp thời các thay đổi chính sách, doanh nghiệp có thể phát sinh chi phí tuân thủ hoặc gặp rủi ro trong quá trình xuất khẩu. TNG cho biết doanh nghiệp thường xuyên theo dõi, cập nhật quy định pháp luật và áp dụng vào hoạt động sản xuất kinh doanh nhằm đảm bảo tính ổn định.

7.6. Rủi ro vận hành, phòng cháy chữa cháy và một số rủi ro khác

Đặc thù ngành may mặc sử dụng nhiều vật liệu dễ cháy như vải, sợi, bông, trong khi máy móc vận hành liên tục và mật độ lao động tại nhà máy cao. Vì vậy, TNG luôn đối mặt với rủi ro cháy nổ, tai nạn lao động hoặc sự cố kỹ thuật có thể làm gián đoạn hoạt động sản xuất. Với quy mô nhiều chi nhánh và nhà máy, chỉ một sự cố tại điểm sản xuất lớn cũng có thể ảnh hưởng đến tiến độ giao hàng, làm phát sinh chi phí khắc phục và tác động tới uy tín với khách hàng quốc tế.

Ngoài ra, doanh nghiệp cũng chịu rủi ro từ các yếu tố bất khả kháng như thiên tai, dịch bệnh, xung đột địa chính trị hoặc gián đoạn logistics, đặc biệt trong bối cảnh chuỗi cung ứng dệt may phụ thuộc lớn vào xuất nhập khẩu.

8. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự phóng KQKD

Năm 2026, TNG đặt kế hoạch doanh thu 9.500 tỷ VND, +9% YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 450 tỷ VND, +14% YoY; tỷ lệ chia cổ tức 16% - 20% vốn điều lệ bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu.

SHS Research ước tính năm 2026 công ty đạt 9.442 tỷ VND doanh thu (+8,6%YoY) và 420 tỷ VND lợi nhuận sau thuế (+7% YoY) tương ứng với EPS 3.264 VND/cổ phiếu dựa trên những giả định sau:

- Doanh thu bán hàng mại FOB và Doanh thu gia công (CMT) tăng nhẹ, lần lượt đạt +9,1% YoY và +5% YoY nhờ lượng đơn hàng vẫn được duy trì ổn định, TNG hiện đã chốt đơn đặt hàng đến tháng 10, tháng 11/2026.
- Doanh thu mại sản phẩm thời trang tăng khá mạnh, +50% YoY từ mức nền thấp của năm 2025. Doanh nghiệp tiếp tục đẩy mạnh doanh thu sản phẩm thời trang từ 2026 nhằm cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Doanh thu tài chính ước giảm 32% YoY đồng thời chi phí tài chính giảm 7% YoY do doanh nghiệp đến kỳ đáo hạn trái phiếu TNG122017.

Năm 2027, dự báo doanh thu của TNG đạt 10.057 tỷ VND, tăng 6,5% YoY; lợi nhuận sau thuế đạt 448,8 tỷ VND, +6,8% YoY do:

- Lượng đơn hàng dự kiến tiếp tục duy trì ổn định đến từ tập khách hàng lâu năm: Decathlon, Columbia Sportswear, Sportmaster... và mở rộng quy mô đáp ứng nhu cầu tập khách hàng mới Walmart, H&M, Sainsbury...
- Chi tiết kết quả kinh doanh năm 2026F, 2027F được trình bày trong bảng sau:

Dự phóng kết quả kinh doanh

	2025		2026F		2027F	
	tỷ VND	%YoY	tỷ VND	%YoY	tỷ VND	%YoY
Doanh thu thuần	8.699	13,6%	9.444	8,6%	10.061	6,5%
FOB	7.305	13,2%	7.970	9,1%	8.528	7,0%
CMT	1.364	22,1%	1.432	5,0%	1.475	3,0%
ODM	25	-68,4%	38	50,0%	53	40,0%
Doanh thu khác	5	-30,8%	5	10,0%	5	10,0%
Lợi nhuận gộp	1.239	4,8%	1.377	11,1%	1.467	6,6%
Lợi nhuận sau thuế	393	24,9%	420	6,9%	449	6,9%
EPS (VND/CP)	3.054	18,9%	3.265	6,9%	3.489	6,9%

Định giá cổ phiếu

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG, SHS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu TNG là: 22.500 VND/cổ phiếu, +19% so với giá đóng cửa 18.900 VND/cổ phiếu vào ngày 22/05/2026.

Các giả định

Yếu tố	Lợi suất
Lãi suất phi rủi ro	4,5%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	8,1%
Chi phí sử dụng VCSH	15,2%
Chi phí sử dụng vốn vay	9%
Thuế suất	20%
WACC	12%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Kết quả định giá

	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền (triệu VND)	5.437.414
- Nợ ngắn và dài hạn (triệu VND)	3.327.386
+ Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VND)	783.795
- Lợi ích cổ đông không kiểm soát (triệu VND)	0
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)	2.893.824
Số lượng cổ phiếu lưu hành	128.731.266
Giá mục tiêu (VND/cp)	22.480

PHỤ LỤC 1

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ VND)	2024A	2025A	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	1.766,6	2.473,2	2.533,0	2.839,3
Tiền/tương đương tiền	30,8	47,9	41,2	55,2
Đầu tư ngắn hạn	1.145,2	1.505,0	1.419,3	957,3
Các khoản phải thu	170,4	154,9	286,1	555,8
Hàng tồn kho	413,9	693,8	713,5	1.192,3
Tài sản khác	6,4	71,7	72,9	78,7
Tài sản dài hạn	470,5	555,3	930,3	1.135,4
Tài sản cố định	451,5	467,0	585,7	956,5
Đầu tư dài hạn	4,3	4,3	4,3	4,3
Xây dựng cơ bản dở dang	10,7	81,2	280,8	110,3
Tài sản khác	3,9	2,8	59,6	64,3
Tổng tài sản	2.237,1	3.033,7	3.467,9	3.978,9
Nợ ngắn hạn	458,0	764,7	693,0	729,2
Khoản phải trả	297,5	321,2	295,2	308,8
Người mua trả tiền trước	32,3	15,4	15,4	15,7
Vay nợ ngắn hạn	0,0	117,5	114,5	101,6
Nợ khác	128,3	310,6	267,9	303,2
Nợ dài hạn	2,2	7,5	73,2	107,7
Vay nợ dài hạn	0,0	5,2	71,0	105,5
Nợ khác	2,2	2,2	2,2	2,2
Tổng nợ	460,2	772,1	766,2	836,9
Vốn chủ sở hữu	1.776,8	2.261,6	2.701,6	3.141,9
Vốn góp	1.461,1	1.461,1	1.461,1	1.461,1
Thặng dư vốn cổ phần	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận giữ lại	189,6	640,7	1.061,0	1.481,5
Vốn khác	126,1	159,8	179,5	199,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ và vốn CSH	2.237,1	3.033,7	3.467,9	3.978,9

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ VND)	2024A	2025A	2026F	2027F
LCTT từ HĐ kinh doanh	437,8	505,9	519,1	58,6
LCTT từ HĐ đầu tư	(538,1)	(476,9)	(369,4)	153,0
LCTT từ HĐ tài chính	(87,7)	(12,1)	(156,4)	(197,6)
LCTT trong kỳ	(187,9)	17,0	(6,7)	14,0
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	218,7	30,8	47,9	41,2
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	30,8	47,9	41,2	55,2

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ VND)	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu	7.656	8.699	9.444	10.061
Giá vốn hàng bán	6.474	7.459	8.068	8.594
Lợi nhuận gộp	1.182	1.239	1.377	1.467
Chi phí hoạt động	535	559	623	664
Lợi nhuận hoạt động	647	680	754	803
Doanh thu tài chính	125	111	75	76
Chi phí tài chính	371	316	293	307
Lợi nhuận khác	2	23	9	10
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	390	485	524	560
Thuế TNDN	76	92	104	111
Lợi nhuận sau thuế	315	393	420	449
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cty mẹ	315	393	420	449
% Biên LNST	4%	5%	4%	4%
EPS (VND)	2.568	3.054	3.265	3.489

Các chỉ số tài chính				
(tỷ VND)	2024A	2025A	2026F	2027F
Chỉ số định giá				
SLCP lưu hành (triệu cp)	122.601	128.731	128.731	128.731
EPS (VND)	2.568	3.054	3.265	3.489
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	15,4%	14,2%	14,6%	14,6%
Biên LN ròng	4,1%	4,5%	4,5%	4,5%
ROE	17,4%	20,2%	19,8%	18,9%
ROA	5,7%	6,2%	5,9%	5,9%

Chỉ số đòn bẩy (lần)				
Chỉ số thanh toán lãi vay	3,1	3,3	2,8	2,8
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	46,4%	48,2%	49,8%	48,3%
Tỷ số nợ vay/VCSH	142,7%	166,2%	163,4%	150,5%
H.số TT hiện hành	1,0	0,9	0,9	0,9
H.số thanh toán nhanh	0,5	0,5	0,4	0,5

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Số 43 Lý Thường Kiệt, P. Cửa Nam,
Thành phố Hà Nội, Việt Nam.

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Tòa nhà SHS,
Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, số 03 Lê
Đình Lý, Thành phố Đà Nẵng, Việt Nam

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779

Email: contact-dn@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị
Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí
Minh, Việt Nam.

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Email: contact-hcm@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 1900 63 8588



Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn