

BÁO CÁO PHÂN TÍCH

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

NỖ LỰC ĐA DẠNG SẢN PHẨM VÀ CHUỖI GIÁ TRỊ TOÀN DIỆN THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG

KHUYẾN NGHỊ: KHẢ QUAN [+19%]

Thông tin cơ bản (13/08/2025)	
Sàn giao dịch:	HSX
Giá thị trường:	32.650
EPS:	2.693
P/E:	12,1
Giá trị sổ sách (tỷ đồng)	2.271
P/B:	1,56
KLGD TB 20 phiên:	2.581.990
KLCP đang lưu hành:	112.038.755
Vốn hóa (tỷ đồng):	3.658

Biến động giá cổ phiếu trong vòng 1 năm



Nguồn: Tradingview, Aseansc research

Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cơ hội đầu tư cổ phiếu **TCM** với giá mục tiêu ở mức **39.000 đồng/cổ phiếu (+19% so với giá thị trường)**, tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025:

Chúng tôi dự phóng doanh thu (DT) và lợi nhuận sau thuế (LNST) năm 2025 của TCM lần lượt đạt 4.021 tỷ đồng (+5,5% YoY) và 315 tỷ đồng (+14,3% YoY) chủ yếu nhờ tăng trưởng ở mảng may và mảng vải. Lũy kế 6T2025, DT và LNST của TCM lần lượt đạt 1.883 tỷ đồng (+5,7% YoY) và 160 tỷ đồng (+18,9% YoY), hoàn thành lần lượt 36% và 50% kế hoạch năm nay của TCM – tương ứng hoàn thành 46% và 51% dự phóng của Aseansc Research.

Luận điểm đầu tư:

- **Mảng may tăng chậm trong năm 2025 nhưng có triển vọng hồi phục trong trung hạn.** Cụ thể:
 - Doanh thu mảng may (chiếm ~75% tổng doanh thu) năm 2025 dự phóng tăng nhẹ, ở mức +4,9% YoY (~2.904 tỷ đồng), **nhờ khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định, trong khi doanh thu tại Mỹ hồi phục chậm do đơn hàng tiếp tục chuyển sang các quốc gia có chi phí thấp.**
 - Trong trung hạn, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng may của TCM sẽ tăng trưởng từ sự thúc đẩy ở cả 3 thị trường (75% doanh thu mảng may). Cụ thể: (i) **Thị trường châu Á:** tăng trưởng ổn định nhờ E-Land mở rộng mảng kinh doanh thời trang tại Trung Quốc và Việt Nam; (ii) **Thị trường Mỹ** kỳ vọng hồi phục từ 2026 nhờ TCM thu hút được các đơn hàng mới khi sản xuất các mặt hàng quần áo dệt thoi đi vào ổn định. Bên cạnh đó, tỷ lệ nội địa hóa cao cũng giúp TCM gia tăng cạnh tranh khi chính sách thuế quan mới của Mỹ có những yêu cầu khắt khe về xuất xứ nguyên liệu; (iii) **Thị trường EU** có dư địa tăng trưởng dài hạn nhờ TCM đáp ứng tốt quy tắc xuất xứ theo EVFTA.
 - **Mảng vải tăng trưởng khá nhờ gia tăng công suất từ nhà máy SY Vina và nhu cầu hồi phục tại Nhật Bản.** Doanh thu mảng vải (chiếm ~15% tổng doanh thu) năm 2025 dự kiến tăng trưởng cao, ở mức +15,2% YoY, đạt ~679 tỷ đồng.
 - **Triển vọng khả quan từ dự án TC Tower.** TCM đã chính thức tái khởi động dự án TC Tower trong năm 2024 sau gần một thập kỷ trì hoãn, nếu triển khai đúng tiến độ, dự án có thể mang lại nguồn thu đột biến cho TCM từ năm 2027.
 - **Tình hình tài chính lành mạnh,** với tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu ở mức thấp (0,7 lần, Q2/2025), giúp TCM có dư địa tăng nợ vay để triển khai dự án bất động sản TC Tower trong trung hạn mà không ảnh hưởng đến nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh chính.
- Rủi ro đầu tư:**
- Nguy cơ kéo dài tình trạng sụt giảm đơn hàng tại Mỹ nếu TCM không thể sớm đa dạng sản phẩm cắt may, thu hút khách hàng mới.
 - Phụ thuộc lớn vào E-Land khiến triển vọng đơn hàng của TCM chịu ảnh hưởng đáng kể nếu hoạt động tiêu dùng tại Hàn Quốc và Trung Quốc không phục hồi như kỳ vọng. Thêm nữa, cạnh tranh tại Trung Quốc có thể gia tăng khi các thương hiệu thời trang nước này tập trung vào thị trường nội địa sau khi bị áp thuế cao tại Mỹ.

I. TỔNG QUAN

1. Giới thiệu
2. Cơ cấu cổ đông và ban điều hành
3. Quá trình hình thành và phát triển
4. Công ty con và công ty liên kết
5. Mô hình kinh doanh của TCM
6. SWOT

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Mảng May: Khách hàng E-Land giúp doanh thu tăng trưởng ổn định.
2. Mảng Vải: Động lực tăng trưởng sản lượng nhờ nhà máy SY Vina và nhu cầu thị trường Nhật Bản hồi phục.
3. Mảng Sợi: Chủ yếu để phục vụ nội bộ.
4. Mảng Bất động sản: Triển vọng khả quan từ dự án TC Tower

III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Tốc độ tăng trưởng doanh thu chậm; Biên lợi nhuận gộp tương đương các doanh nghiệp trong ngành.
2. Số ngày tồn kho cao hơn trung bình ngành do TCM phải vận hành toàn bộ chuỗi giá trị từ dệt đến cắt may
3. Tình hình tài chính lành mạnh giúp TCM chủ động cho dự án bất động sản trong tương lai

IV. TỔNG HỢP TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO

V. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ



Ảnh: Trụ sở công ty



I. TỔNG QUAN

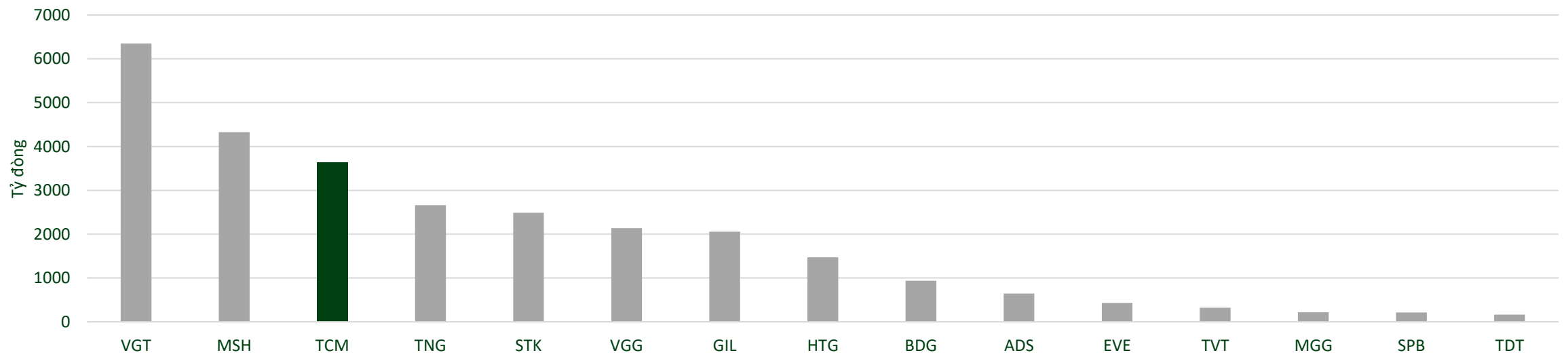
1. Giới thiệu:



Ảnh: Logo công ty

- CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công được thành lập năm 1976, hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực dệt may. TCM là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam sở hữu chuỗi giá trị sản xuất khép kín từ sợi, dệt, nhuộm đến may và xuất khẩu sản phẩm dệt may. Công ty hiện có vị thế tương đối lớn trong ngành dệt may tại khu vực phía Nam.
- Trên thị trường chứng khoán, TCM là doanh nghiệp có vốn hóa lớn, đứng thứ 3 sau VGT và MSH. Cập nhật ngày 06/08/2025 vốn hóa TCM đạt 3.641 tỷ đồng.

Vốn hóa của các doanh nghiệp dệt may trên sàn

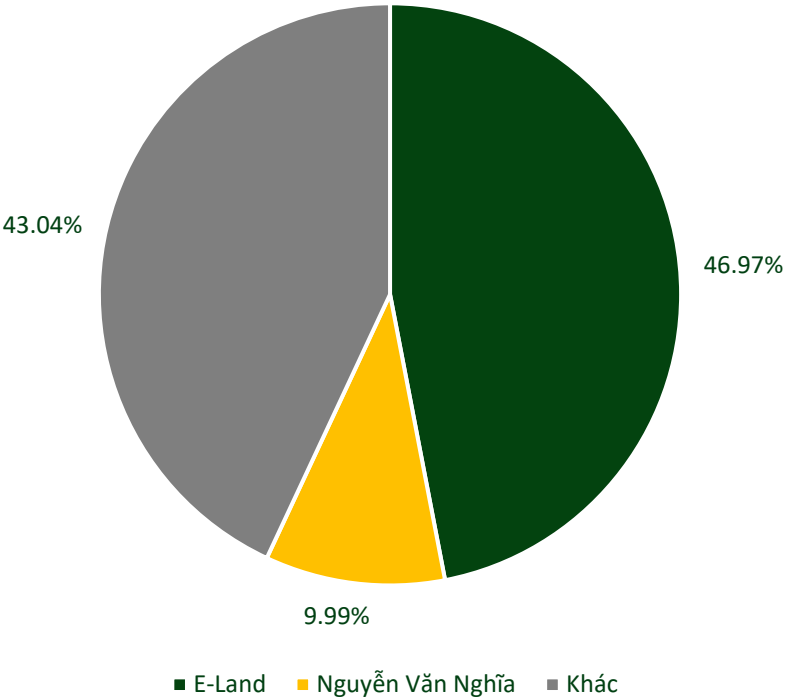




I. TỔNG QUAN

2. Cơ cấu cổ đông và ban điều hành TCM:

Cơ cấu cổ đông của TCM tính đến tháng 8/2025



Nguồn: TCM, Aseansc Research

- **Tập đoàn E-Land (Hàn Quốc) hiện là cổ đông lớn nhất của TCM với tỷ lệ sở hữu 47%.**
E-Land là tập đoàn đa ngành hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ, dệt may, xây dựng và giải trí, E-Land tham gia vào TCM từ năm 2009 và hiện đồng thời là khách hàng lớn, đóng góp khoảng 25% doanh thu năm 2024. Mỗi quan hệ này mang lại nguồn thu ổn định nhưng cũng tiềm ẩn rủi ro tập trung khách hàng. Ông Nguyễn Văn Nghĩa là cổ đông lớn thứ 2 của TCM với tỷ lệ 9,99%, tương ứng 10.190.308 cổ phiếu. Hiện ông Nghĩa đang là Ủy viên – Thành viên HĐQT không điều hành tại TCM.
- Chủ tịch HĐQT của TCM hiện nay là ông Trần Như Tùng, ông Tùng đã làm việc tại TCM từ năm 2009. Ông Tùng không nắm giữ nhiều cổ phiếu TCM – đến tháng 8 năm 2025 nắm giữ khoảng 0,09% vốn điều lệ, tương đương 93.276 cổ phiếu. Các chức vụ khác của ông Trần Như Tùng bao gồm: Tổng giám đốc kiêm Chủ tịch Hội đồng Thành viên Công ty TNHH TC Tower, Chủ tịch Hội đồng Thành viên Công ty TNHH TC Commerce – đây đều là 2 công ty con của TCM.



I. TỔNG QUAN

3. Quá trình hình thành và phát triển:

1967–1982: Công ty thành lập năm 1967, sau đó tái cơ cấu trở thành doanh nghiệp nhà nước vào năm 1982.

2006: Cổ phần hóa, lấy tên chính thức là CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công.

2013–2024: Xây dựng thêm nhiều nhà máy mới. Mở rộng công suất chủ yếu ở 2 mảng dệt-nhuộm và may mặc.



1986–2006: Đầu tư nâng cao năng lực sản xuất, bắt đầu chuyển hướng sang hoạt động xuất khẩu.

2009: Phát hành cổ phiếu cho cổ đông chiến lược nước ngoài là E-land. Tiếp đó, tập đoàn E-land đã tham gia vào các hoạt động quản lý của Công ty.



4. Các công ty con và công ty liên kết:

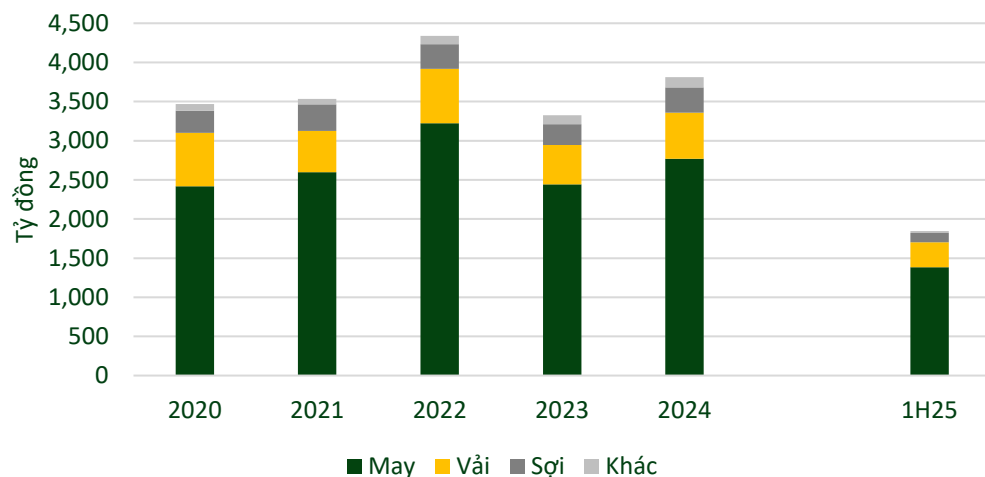
- TCM hiện có 5 đơn vị thành viên – gồm 3 công ty con và 2 công ty liên kết. Các công ty này không liên quan đến lĩnh vực kinh doanh chính của TCM là dệt may, thay vào đó đa dạng trên nhiều ngành nghề từ dịch vụ đến bất động sản. Trong đó TCM đầu tư nhiều nhất tại Công ty TNHH TC Tower, đây là đơn vị sở hữu dự án bất động sản nhà ở thương mại của TCM. Hiện nay TCM đang lên kế hoạch xây dựng và mở bán dự án bất động sản này.

STT	Các đơn vị thành viên của TCM	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	TCM sở hữu
Công ty con			
1	Cty TNHH TC Tower	372	100,0%
2	Cty TNHH TC Commerce	12	100,0%
3	CTCP Trung tâm Y khoa Thành Công	21	70,9%
Công ty liên kết			
1	CTCP Đầu tư Xây dựng Thành Phúc	7	23,80%
2	CTCP Du lịch Gofit Vũng Tàu	29	29,60%

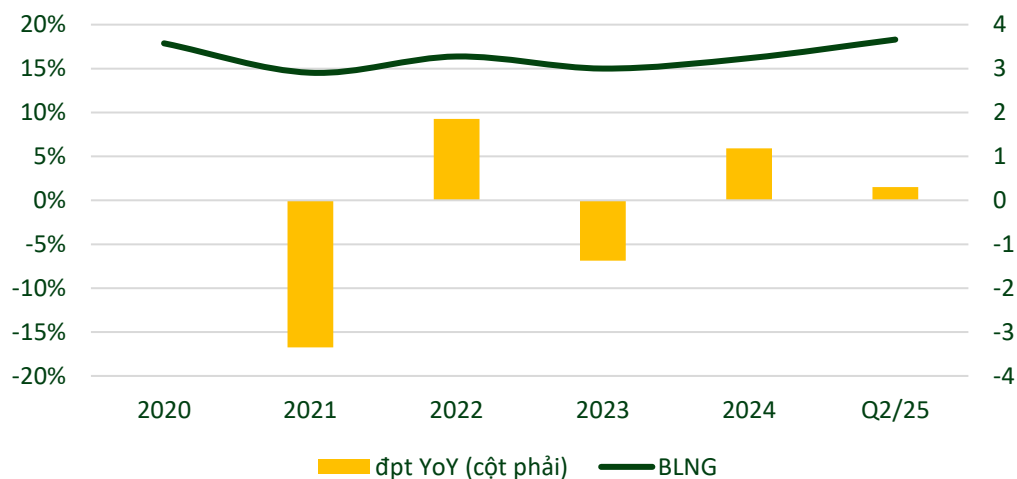


5. Mô hình kinh doanh của TCM:

Cơ cấu doanh thu của TCM



Biên lợi nhuận gộp của TCM



Nguồn: TCM, Aseansc Research

➤ **Tăng trưởng doanh thu của TCM giai đoạn 2020–2024 duy trì ở mức thấp (CAGR 2,4%/năm)** chủ yếu nhờ tăng trưởng ở mảng may – mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất (bình quân ~70% tổng doanh thu), trong khi mảng vải và sợi đóng góp lần lượt ~15% và ~7%. Cụ thể:

- 1) Mảng May ghi nhận tăng trưởng ổn định nhờ duy trì được đơn hàng từ khách hàng truyền thống và mở rộng tại thị trường Mỹ (CAGR: 4,1%/năm).
- 2) Doanh thu Vải biến động cùng chiều với mảng may do là nguyên phụ liệu đầu vào chính cho sản xuất quần áo; sản lượng tăng khi nhu cầu may mặc tăng.
- 3) Ngược lại, doanh thu Sợi biến động mạnh do phụ thuộc vào cầu từ thị trường Trung Quốc và giá sợi xuất khẩu, trong khi công suất không thay đổi trong nhiều năm qua.

➤ **Lũy kế 6T2025, doanh thu của TCM đạt 1.845 tỷ đồng +5,5% YoY, dẫn dắt chủ yếu bởi mảng may và vải** – hưởng lợi từ nhu cầu khách hàng lớn tăng trưởng và tăng công suất mảng vải, trong khi doanh thu sợi giảm do thị trường Trung Quốc khó khăn.

➤ **Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của TCM duy trì ổn định trong khoảng 14,5% - 17,5% trong giai đoạn 2020-2024 phản ánh đặc điểm ổn định của mảng may và mảng vải** – 2 lĩnh vực đóng góp 90% trong cơ cấu doanh thu. Đến Q2/2025, BLNG của TCM đạt 18,4% (+0,4 đpt YoY) nhờ tỷ trọng doanh thu mảng vải tăng nhẹ - mảng có BLNG cao ở khoảng 20%-25%, trong khi các sản phẩm cắt may không đổi – có BLNG khoảng 13% - 15%.



6. SWOT

Strengths – Điểm mạnh

- Chuỗi giá trị toàn diện từ sợi -> dệt -> may giúp TCM đảm bảo yêu cầu xuất xứ, từ đó gia tăng cạnh tranh trong bối cảnh các hiệp định thương mại tự do, và các quốc gia nhập khẩu dệt may lớn đều đang siết chặt yêu cầu về nguồn gốc nguyên liệu.
- Tình hình tài chính lành mạnh, giúp TCM có dư địa tăng nợ vay để phát triển dự án bất động sản mà không tạo áp lực tài chính, ảnh hưởng đến mảng kinh doanh chính của doanh nghiệp.

S

Weaknesses – Điểm yếu

- Sản phẩm cắt may đơn giản, khả năng linh hoạt chuyển đổi sản phẩm thấp do vận hành toàn bộ chuỗi giá trị dệt may khiến chi phí chuyển đổi cao và thời gian kéo dài.
- Các nhà máy đặt tại vùng có lương tối thiểu cao khiến TCM chịu tác động tiêu cực nhiều hơn so với các doanh nghiệp dệt may khác với chính sách tăng lương tối thiểu vùng.

W

SWOT

Opportunities – Cơ hội

- Triển vọng tăng đơn hàng từ E-Land nhờ hưởng lợi từ chiến lược mở rộng mảng thời trang của đối tác này.
- Thuế đối ứng của Việt Nam thấp hơn Ấn Độ, Trung Quốc khi xuất khẩu vào Mỹ giúp Việt Nam gia tăng thị phần, trong đó TCM có thể hưởng lợi nhiều hơn nhờ ít chịu rủi ro Transshipping.
- Nhu cầu tiêu thụ quần áo của Mỹ tăng trưởng ổn định trong dài hạn.

O

Threats – Thách thức

- Các sản phẩm cắt may đơn giản khiến TCM chịu áp lực cạnh tranh cao bởi các quốc gia có chi phí thấp hơn.
- Lương tối thiểu tăng qua hàng năm làm chi phí sản xuất tăng, ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng duy trì biên lợi nhuận gộp.
- Trong ngắn hạn, thuế đối ứng làm giảm nhu cầu tiêu thụ quần áo của thị trường Mỹ.

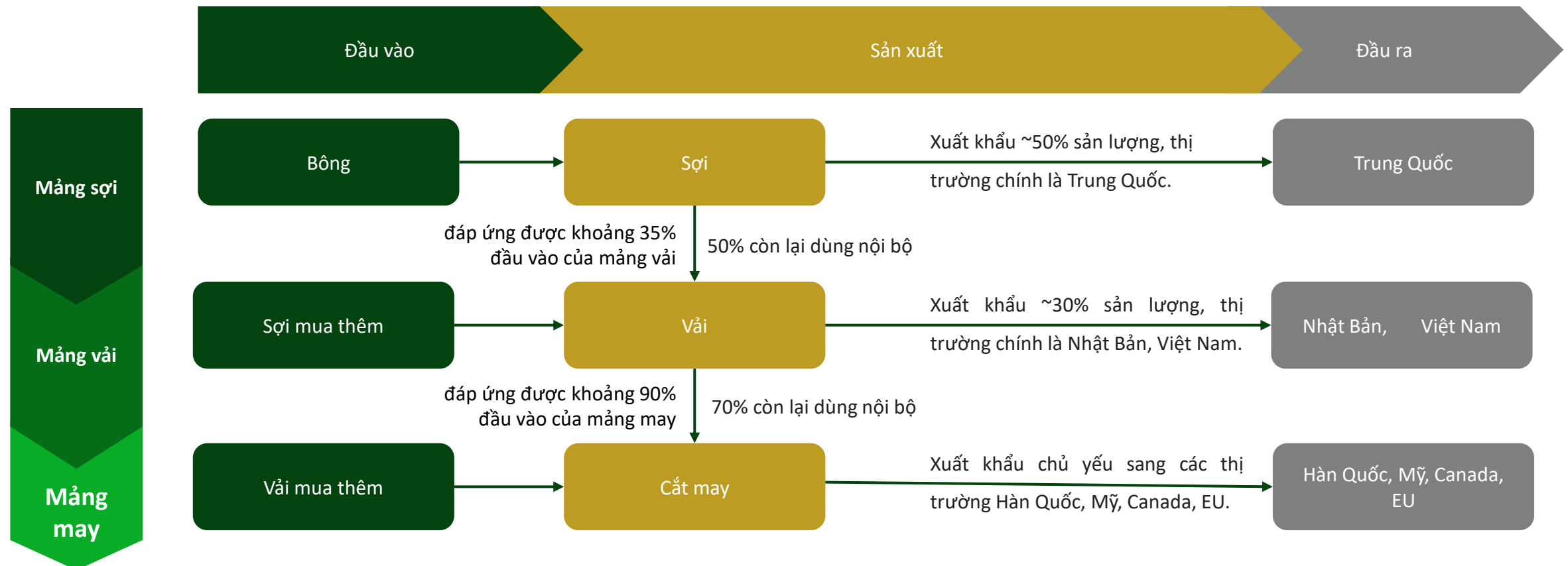
T



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA TCM

- TCM là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may Việt Nam sở hữu chuỗi giá trị toàn diện từ dệt sợi -> nhuộm vải -> cắt may. Trong đó, mảng sợi đáp ứng khoảng 35% nhu cầu sợi nguyên liệu của mảng vải, mảng vải đáp ứng được khoảng 85% nhu cầu vải nguyên liệu cho mảng may.
- Chuỗi giá trị toàn diện giúp TCM đáp ứng các tiêu chí xuất xứ khắt khe và chủ động trong sản xuất. Tuy nhiên, mô hình này cũng hạn chế doanh nghiệp trong: (i) Mở rộng quy mô sản xuất trong thời gian ngắn; (ii) Đa dạng hóa sản phẩm để thu hút đơn hàng mới.

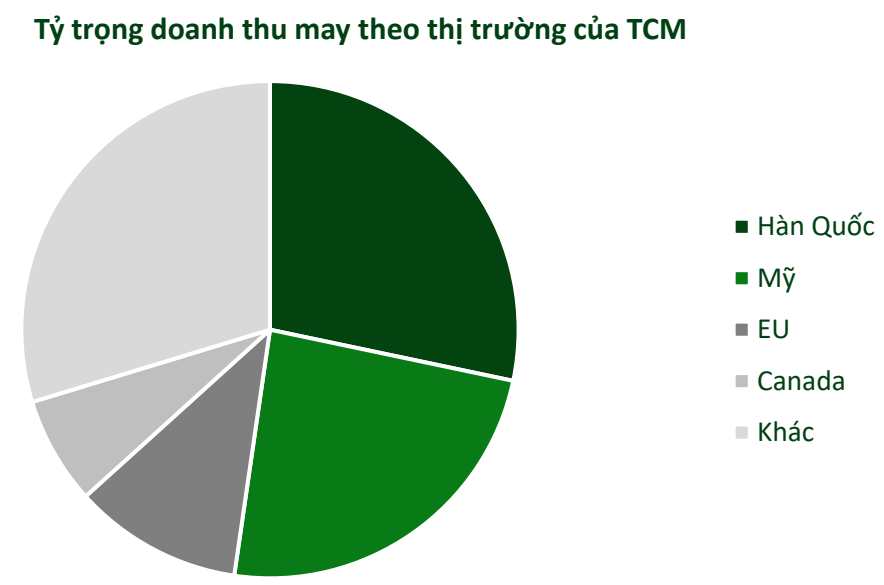
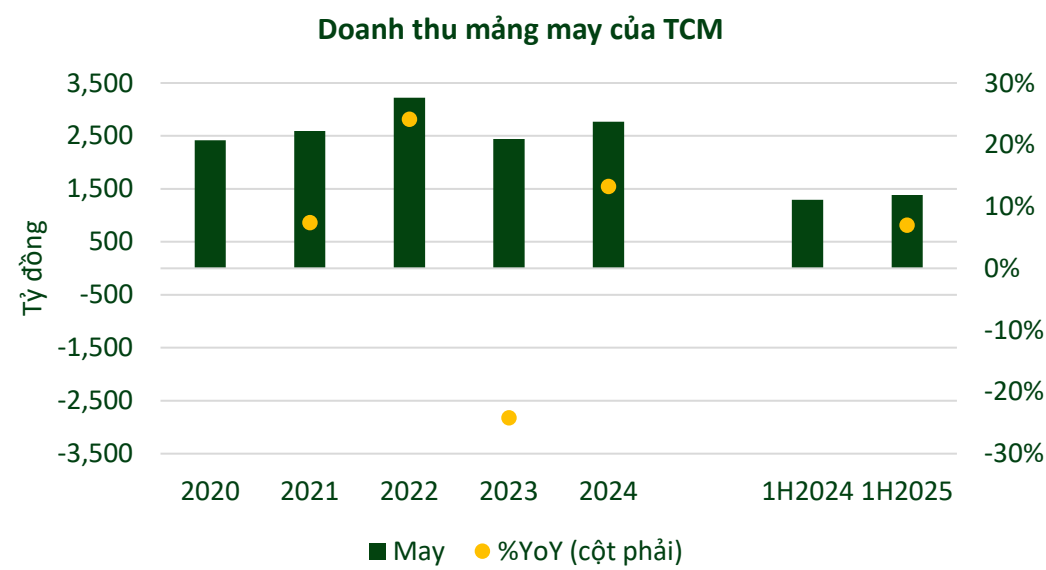




II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

- Giai đoạn 2020–2024, doanh thu mảng may của TCM tăng trưởng bình quân 4,1%/năm nhờ duy trì ổn định đơn hàng từ khách hàng chiến lược E-Land và từng bước mở rộng hiện diện tại thị trường Mỹ.
- **Cơ cấu thị trường xuất khẩu không có sự thay đổi lớn**, với Hàn Quốc tiếp tục là thị trường chủ lực (chiếm 28% tổng doanh thu may), theo sau là Mỹ (24%), EU (11%)
- **Lũy kế 6T2025, doanh thu mảng may tăng +7,0% YoY, đạt 1.384 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sự phục hồi đơn hàng từ E-Land và tăng trưởng tại các thị trường ngoài Mỹ**; trong khi doanh thu từ Mỹ vẫn chưa ghi nhận cải thiện.
- **Biên lợi nhuận gộp mảng may duy trì trong vùng 14%–18%, phản ánh cơ cấu sản phẩm ổn định với tỷ trọng lớn đến từ các mặt hàng có độ phức tạp trung bình** (áo khoác, áo thể thao, áo thun...) sản xuất theo phương thức FOB cấp 2 (chiếm ~95% doanh thu mảng may).





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

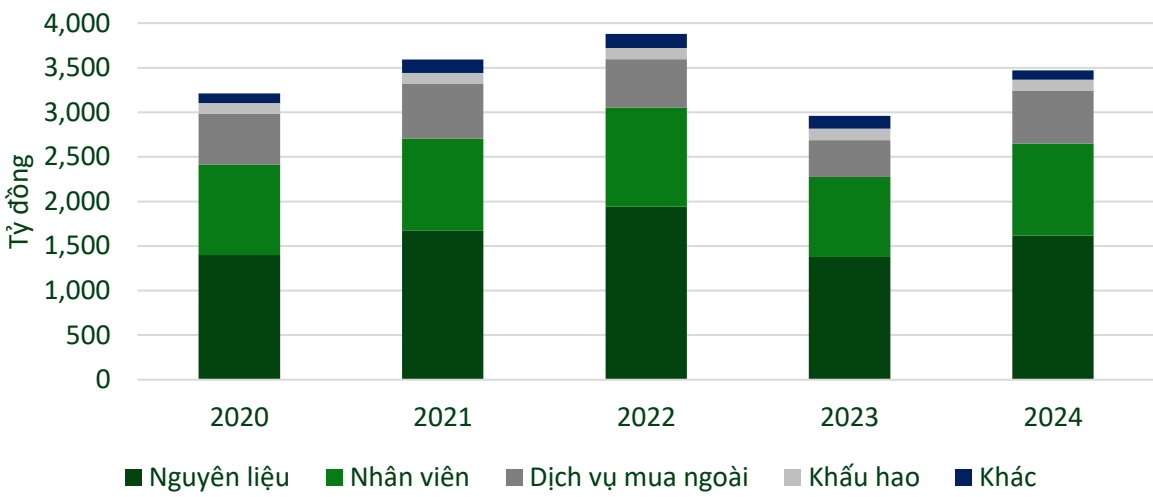
1.1. Đầu vào: Tự chủ nguyên liệu giúp đáp ứng quy tắc xuất xứ; Tốc độ tăng lương nhanh tác động tiêu cực đến lợi nhuận.

Nguyên liệu:

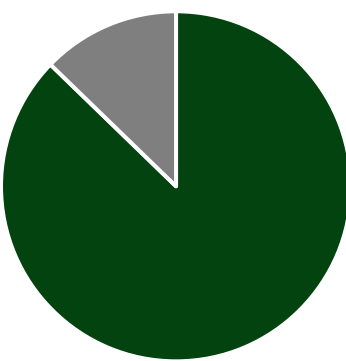
Nguyên liệu chiếm 46% trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh của TCM.

- Trong đó, tỷ lệ nội địa hóa nguyên liệu cao giúp TCM tận dụng được ưu đãi thuế từ các FTA thế hệ mới (ví dụ EVFTA); đến năm 2024, 85% nguyên liệu mảng may được cung ứng nội bộ – mức cao vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành như TNG, TDT (phụ thuộc tới 90% vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu hoặc mua ngoài).
- Biến động chi phí nguyên liệu hàng năm chủ yếu phụ thuộc vào sản lượng đơn hàng ký được, trong khi giá vải – cả nội bộ lẫn mua ngoài – duy trì tương đối ổn định. Khi doanh thu tăng nhờ nhận thêm đơn hàng, chi phí nguyên liệu cũng tăng tương ứng.
- Mua lại nhà máy SY Vina để mở rộng năng lực cung ứng vải may và tăng khả năng đáp ứng đa dạng chủng loại đơn hàng. Trước đó, TCM chỉ sở hữu nhà máy vải dệt kim, khiến danh mục sản phẩm may mặc hạn chế (chủ yếu là áo thun, polo, T-shirt) – nhóm sản phẩm này có biên lợi nhuận gộp thấp.
- Việc mở rộng năng lực sản xuất vải may có thể giúp cải thiện doanh thu, song cũng làm tăng áp lực vận hành và rủi ro chi phí cố định – đặc biệt trong các giai đoạn cầu giảm đột ngột như thời kỳ COVID-19, khi nhà máy phải tạm đóng cửa nhưng vẫn phát sinh chi phí duy trì.

Chi phí nguyên liệu và nhân công là chi phí chính trong giá vốn của TCM



Tỷ lệ nguyên liệu nội bộ của mảng may



■ Nội bộ ■ Mua ngoài



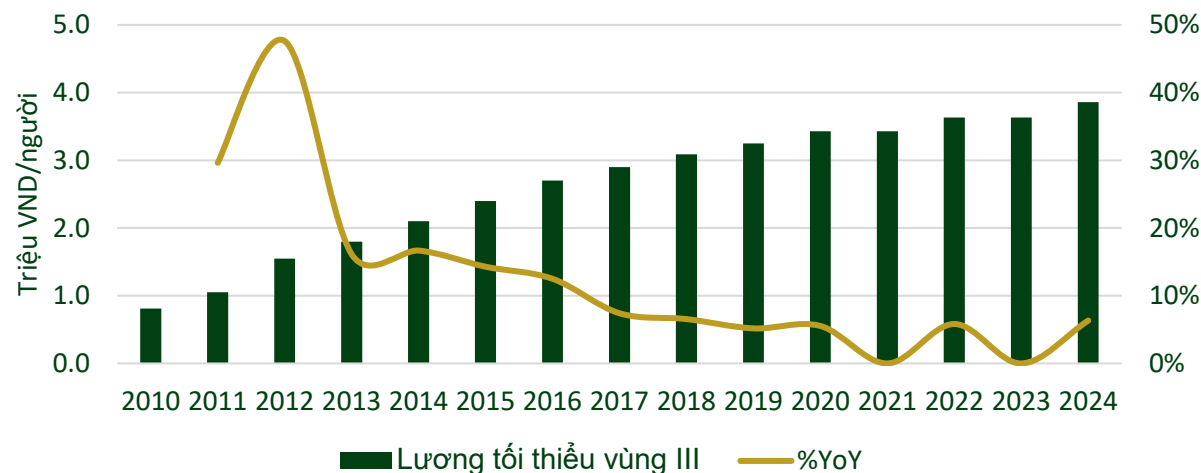
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

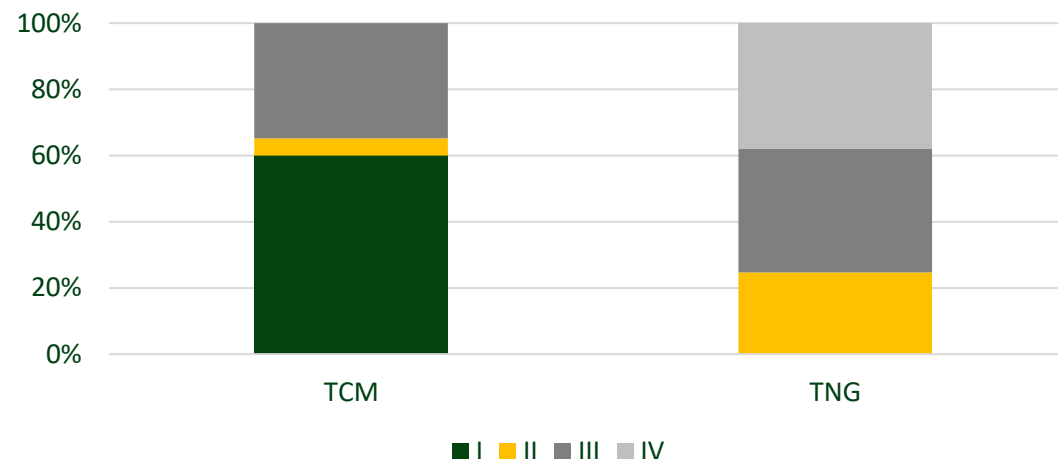
1.1. Đầu vào: Tự chủ nguyên liệu giúp đáp ứng quy tắc xuất xứ; Tốc độ tăng lương nhanh tác động tiêu cực đến lợi nhuận.

Nhân công:

Lương tối thiểu vùng của Việt Nam qua các năm



So sánh cơ cấu số lượng công nhân theo vùng



Chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của TCM (30%), khiến doanh nghiệp chịu áp lực đáng kể từ lộ trình tăng lương tối thiểu vùng. Cụ thể:

- Khi lương tối thiểu vùng tăng, TCM chịu tác động tiêu cực hơn so với các doanh nghiệp dệt may khác do khoảng 64% lao động của TCM làm việc tại TP. HCM – khu vực có mức lương tối thiểu vùng cao nhất, trong khi phần lớn các doanh nghiệp cùng ngành đặt nhà máy tại vùng III–IV với chi phí nhân công thấp hơn (TNG không có nhà máy nào đặt tại vùng I, phần lớn nhà máy nằm ở vùng III, IV)
- Với mức tăng lương tối thiểu vùng năm 2024 là 6%, chúng tôi ước tính chi phí tăng thêm khiến lợi nhuận sau thuế của TCM giảm khoảng 23 tỷ đồng (~8%), chủ yếu do chi phí trích lập theo lương tối thiểu vùng tăng.



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

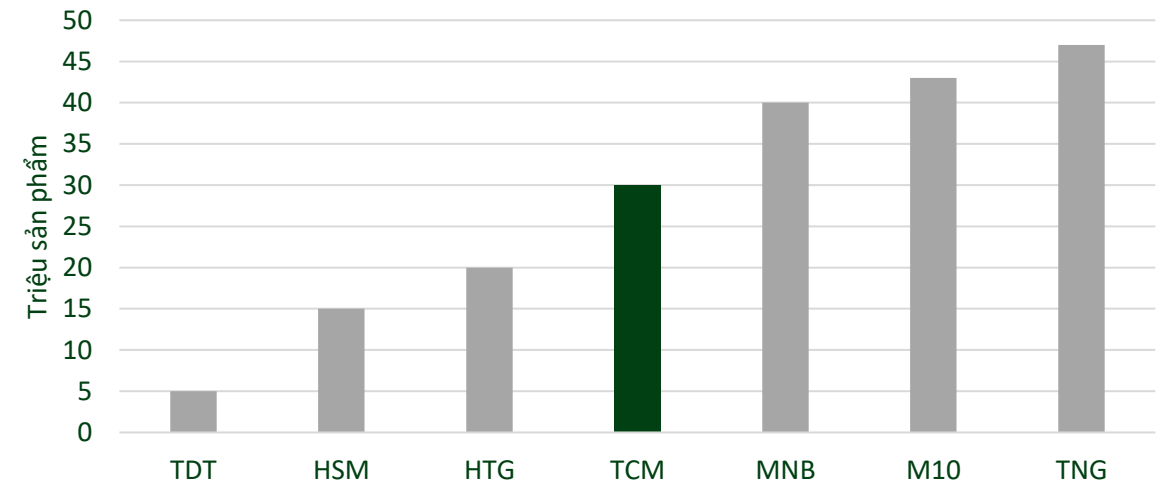
1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.2. Sản xuất: Mở rộng công suất giúp tăng năng lực cạnh tranh; Công nghệ và mô hình sản xuất không có sự khác biệt lớn

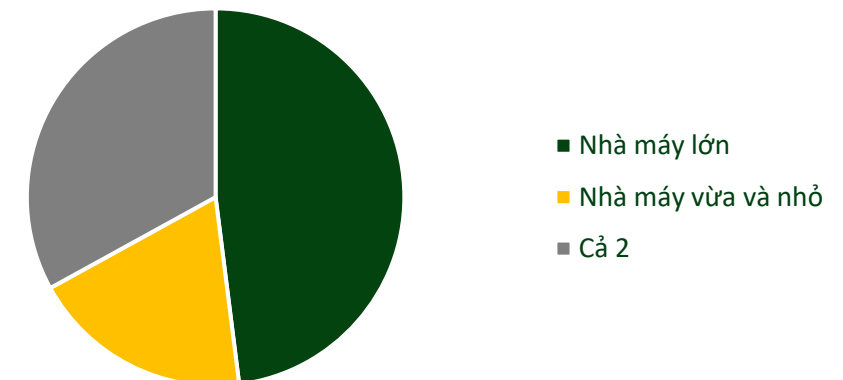
Quy mô lớn là yếu tố quan trọng giúp TCM cạnh tranh

- **Nhìn chung, lợi thế cạnh tranh giữa các doanh nghiệp dệt may nội địa chủ yếu đến từ quy mô sản xuất và tốc độ đáp ứng đơn hàng**, do công nghệ và mô hình sản xuất không có nhiều khác biệt. TCM có công suất tương đối lớn trong ngành tại khu vực phía Nam, với tổng công suất thiết kế các nhà máy may đạt ~30 triệu sản phẩm/năm. Các nhà máy của doanh nghiệp tập trung chủ yếu tại Thành phố Hồ Chí Minh và Vĩnh Long.
- **Công suất lớn giúp TCM gia tăng khả năng cạnh tranh khi nhu cầu đặt may tại khu vực miền Nam tăng trưởng**. Cụ thể, theo nghiên cứu của Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VITAS), ~50% các nhãn hàng thời trang chỉ đặt hàng trực tiếp tại các doanh nghiệp cắt may có quy mô tương đối lớn, do: (1) Đảm bảo chất lượng và hiệu suất cao; (2) Đủ tiềm lực tài chính để làm đơn hàng FOB (mua nguyên liệu bán thành phẩm); (3) Đáp ứng các tiêu chuẩn phát triển bền vững (lao động, môi trường). Đối với các nhà máy có quy mô nhỏ và vừa (quy mô sản xuất dưới 1 triệu sản phẩm/năm), chưa có nhiều uy tín trong ngành nhãn hàng thường làm việc qua các trung gian – theo đó phần lợi nhuận doanh nghiệp bị thấp hơn do phải chia cho cả bên môi giới.
- **Hiện tại, TCM chưa có kế hoạch mở rộng nhà máy mới** do công suất hiện tại vẫn đáp ứng đủ nhu cầu hàng năm, sản lượng sản xuất/công suất thiết kế khoảng 70%.

Ước lượng công suất (triệu sản phẩm/năm)



49% nhãn hàng ưu tiên đặt hàng trực tiếp từ các nhà cung ứng có quy mô lớn





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.2. Sản xuất: Công suất lớn giúp tăng năng lực cạnh tranh; Công nghệ và mô hình sản xuất không có sự khác biệt lớn so với ngành

Công nghệ và mô hình sản xuất không có sự khác biệt lớn so với ngành

- **Ngành cắt may có đặc thù thâm dụng lao động, với mức độ cơ giới hóa thấp**, sản xuất chủ yếu dựa vào công nhân may. Theo đó, năng suất và chất lượng sản phẩm phụ thuộc lớn vào tay nghề lao động. Các máy móc được sử dụng, thường là các thiết bị đơn giản như máy khâu, máy cắt, chủ yếu phục vụ cho các công đoạn gia công cơ bản.
- **Kiểm soát sản lượng của công nhân theo thời gian thực là yếu tố quan trọng giúp các doanh nghiệp tối ưu thời gian giao hàng** khi đặc thù quy trình sản xuất quần áo khó thay đổi. Quy trình sản xuất thường được tổ chức theo hình thức chuyền may – chia tổ máy theo từng công đoạn, trong đó mỗi công nhân phụ trách một phần việc cụ thể. Mô hình này giúp tối ưu hóa thời gian thao tác, nhưng đồng thời tiềm ẩn rủi ro sai sót ở nhiều khâu, do sự phụ thuộc vào số lượng lớn lao động trực tiếp.
- **Để cải thiện hiệu quả vận hành và kiểm soát sản xuất, nhiều doanh nghiệp trong ngành, bao gồm TCM, đã triển khai hệ thống ERP** nhằm đồng bộ hóa toàn bộ quy trình từ sản xuất đến quản trị. Sau 2 năm thiết kế và triển khai, TCM đã bắt đầu vận hành một phần hệ thống ERP trong năm 2024. Tính đến cuối năm, giá trị đầu tư vào hệ thống này đạt khoảng 38 tỷ đồng, chiếm 73% giá trị chi phí sản xuất kinh doanh dở dang – cho thấy mức độ ưu tiên đầu tư vào hạ tầng số hóa nhằm nâng cao hiệu quả vận hành và quản trị trong trung – dài hạn.

Nguồn: TCM, Aseansc Research

Máy móc chính



Máy cắt vải



Máy may



Máy thêu

Mô hình và quy trình sản xuất

Bộ phận kinh doanh

Đơn hàng

Các nhà máy

Tìm kiếm khách hàng, đàm phán

Thiết kế mẫu, điều khoản hợp đồng

Ký hợp đồng, cam kết sản lượng

Sản xuất/nhập khẩu loại vải may phù hợp



Cắt vải



May



Giao hàng



Đóng gói



Kiểm tra



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

Khách hàng - Khách hàng lớn E-Land là nguồn đơn hàng ổn định cho TCM tại thị trường châu Á

➤ **Thị trường châu Á (53% doanh thu may) tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu của TCM.** Sự phục hồi rõ nét trong năm 2024 chủ yếu đến từ khách hàng chiến lược E-Land – tập đoàn thời trang lớn của Hàn Quốc, hiện đóng góp khoảng 73% doanh thu từ khu vực châu Á và gần 50% tổng doanh thu may mặc của TCM. Doanh thu từ E-Land ghi nhận phục hồi mạnh trong năm 2024 nhờ hai yếu tố chính:

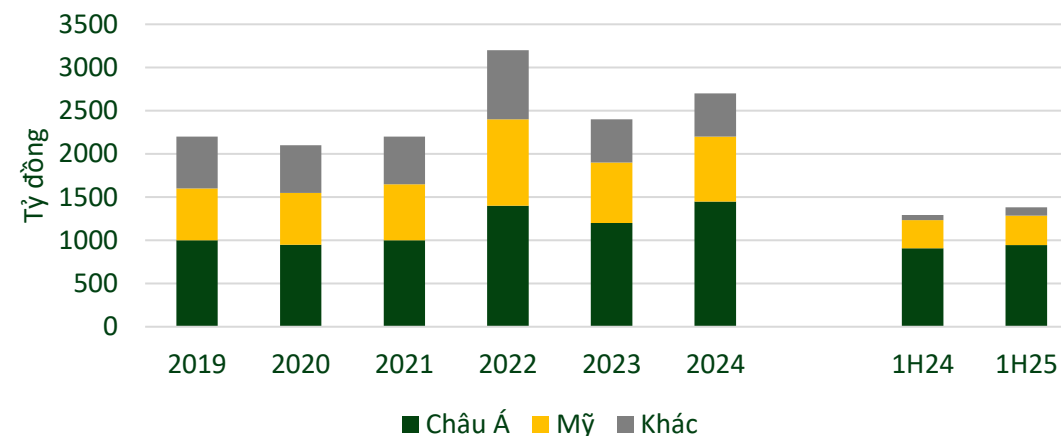
(1) Hoạt động bán lẻ của E-Land cải thiện sau giai đoạn suy yếu hậu Covid-19, với mức tồn kho giảm về vùng thấp;

(2) Quá trình tái cấu trúc các mảng kinh doanh (2020-2022) đã cho những kết quả tích cực nhất định, đồng thời tập trung nguồn lực vào các thương hiệu cốt lõi như: New Balance, SPAO và WHO.A.U.

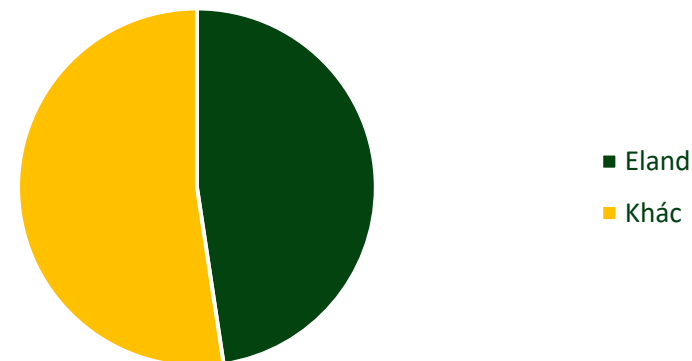
➤ **Tới Q1/2025, doanh thu thị trường châu Á đạt khoảng 945 tỷ đồng (+4,0% YoY), trong đó doanh thu từ E-Land đạt khoảng 450 tỷ đồng +2,0% YoY duy trì đà tăng tích cực từ năm 2024.**

➤ **Trong trung hạn, triển vọng tăng trưởng của TCM tại thị trường châu Á nhiều khả năng tiếp tục phụ thuộc lớn vào E-Land** khi đây vừa là khách hàng lớn nhất đem lại nguồn đơn hàng ổn định vừa là cổ đông điều hành của TCM.

Cơ cấu doanh thu may theo thị trường của TCM



E-Land chiếm một nửa doanh thu may tại thị trường Châu Á của TCM





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

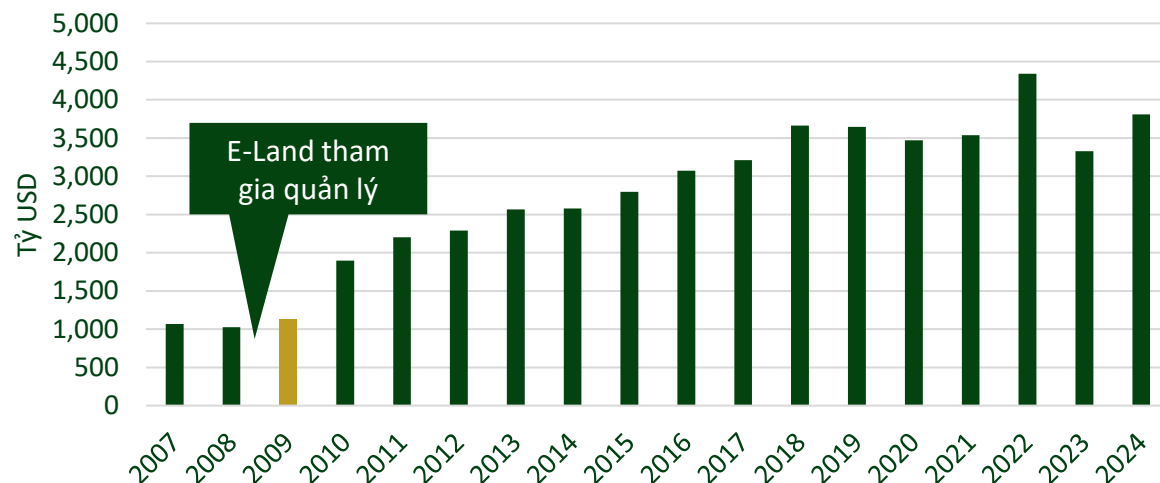
1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

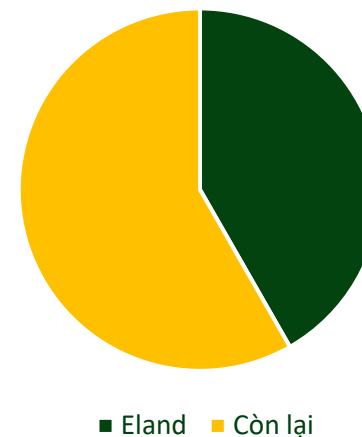
Khách hàng - Khách hàng lớn E-Land là nguồn đơn hàng ổn định cho TCM tại thị trường châu Á

- **E-Land không chỉ là khách hàng lớn nhất mà còn là cổ đông tham gia điều hành tại TCM.** Tập đoàn này bắt đầu tham gia quản trị từ 2009 và đã góp phần quan trọng trong việc cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty. Ngay sau khi E-Land quản lý, doanh thu của TCM ghi nhận mức tăng trưởng đột biến +67% YoY trong 2010. Sau đó, TCM bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định với CAGR doanh thu khoảng 5,9%/năm trong 2011–2024. Tới năm 2025, E-Land tiếp tục duy trì vai trò quản trị tại TCM thông qua việc bổ nhiệm ông Song Jae Ho giữ chức Tổng Giám đốc. Ông Song là nhân sự cao cấp từ tập đoàn mẹ, từng đảm nhiệm nhiều vị trí điều hành tại các công ty con của E-Land trong khu vực châu Á như E-Land Global, E-Land Fashion India và E-Land World. Việc đưa nhân sự cấp cao sang điều hành trực tiếp thể hiện cam kết lâu dài của E-Land với TCM, đồng thời cho thấy định hướng tiếp tục gắn kết chuỗi cung ứng giữa hai bên trong trung và dài hạn.
- **Tuy nhiên, mối quan hệ mật thiết này cũng đặt ra rủi ro tập trung khách hàng cho TCM** khi E-Land hiện chiếm tới 42% tổng giá trị khoản phải thu tính đến cuối Q2/2025. Điều này khiến dòng tiền hoạt động dễ bị ảnh hưởng nếu E-Land gặp vấn đề tài chính hoặc trì hoãn thanh toán đơn hàng.

Doanh thu của TCM



E-Land chiếm tỷ trọng cao trong phải thu của TCM





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

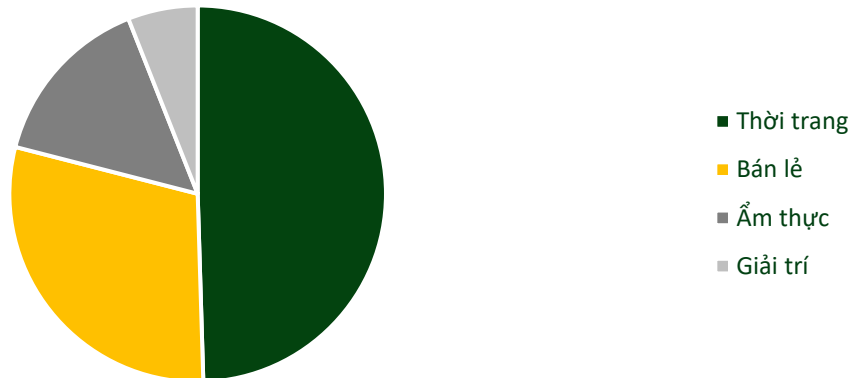
1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

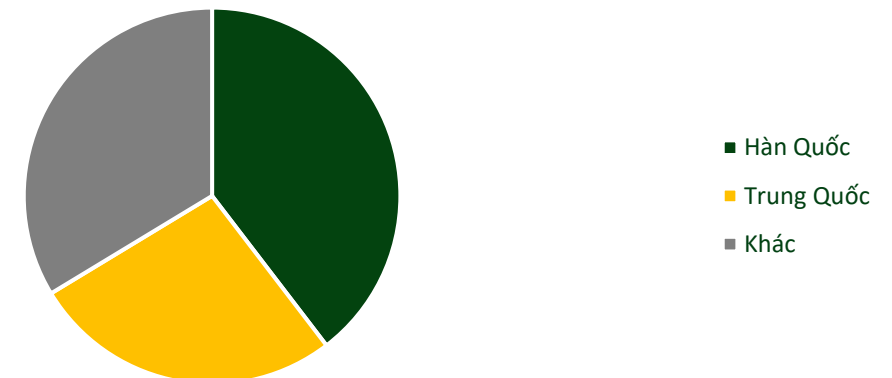
Khách hàng - Khách hàng lớn E-Land là nguồn đơn hàng ổn định cho TCM tại thị trường châu Á

- **E-Land Group là một trong những tập đoàn bán lẻ – thời trang tư nhân lớn nhất Hàn Quốc**, hoạt động đa ngành với hệ sinh thái gồm thời trang, bán lẻ, F&B, khách sạn, bất động sản và giáo dục. Trong lĩnh vực cốt lõi là thời trang và bán lẻ, E-Land sở hữu hơn 60 thương hiệu với mạng lưới hơn 10.000 cửa hàng tại châu Á, tập trung vào 2 thị trường là Hàn Quốc (40%) và Trung Quốc (27%). E-Land phân phối các thương hiệu thời trang ở phân khúc giá rẻ và trung bình như New Balance Korea, SPAO, WHO.A.U, Mixxo. Tính đến năm 2024, doanh thu hợp nhất của E-Land đạt khoảng 6 tỷ USD (+5% YoY).
- **Tuy nhiên, mô hình kinh doanh của E-Land cũng đi kèm với một số rủi ro đặc thù.** Việc mở rộng thông qua M&A và đa ngành khiến tập đoàn này phải sử dụng đòn bẩy tài chính tương đối cao, từng dẫn đến áp lực tài chính rất cao giai đoạn 2017–2019 và buộc E-Land phải thoái vốn một số mảng kinh doanh không cốt lõi. Ngoài ra, trong ngành thời trang, E-Land cũng chịu áp lực cạnh tranh khốc liệt từ các thương hiệu quốc tế như Uniqlo, H&M, Zara, và các nền tảng thương mại điện tử nội địa đang tăng trưởng mạnh tại Trung Quốc và Hàn Quốc.

Cơ cấu doanh thu của E-Land



Cơ cấu thị trường tiêu thụ mảng thời trang của E-Land





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

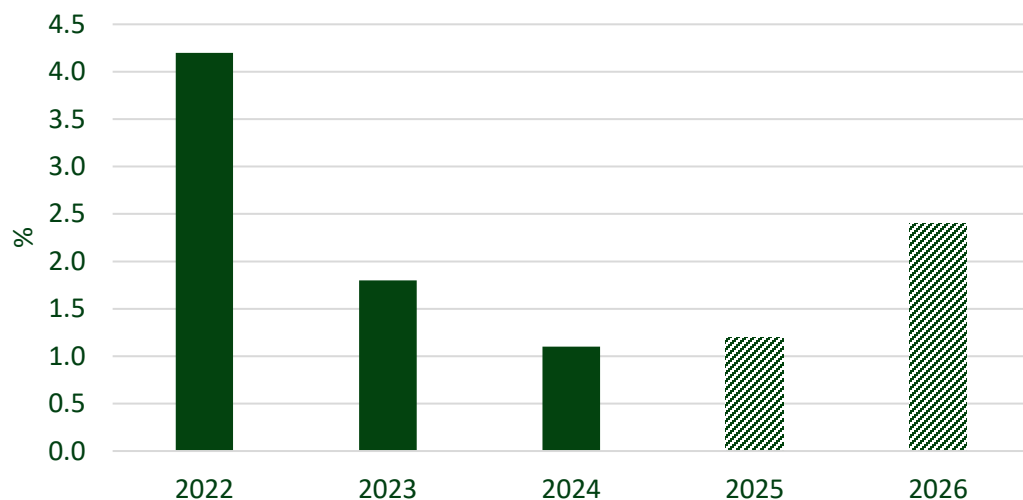
1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

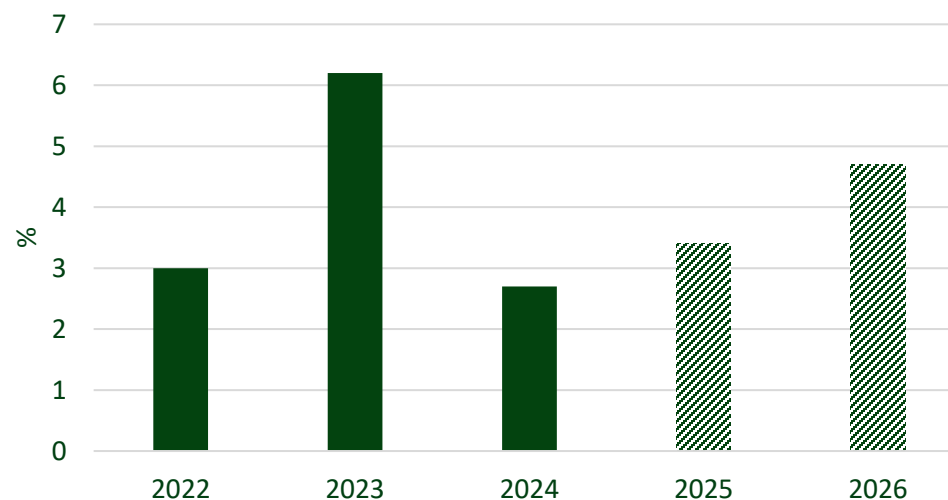
Khách hàng - Khách hàng lớn E-Land là nguồn đơn hàng ổn định cho TCM tại thị trường châu Á

- **Doanh thu từ khách hàng chiến lược E-Land dự kiến duy trì tăng trưởng trong 1 năm tới**, nhờ triển vọng tiêu dùng cải thiện tại hai thị trường trọng điểm là Hàn Quốc và Trung Quốc. Cụ thể, OECD dự báo tiêu dùng hộ gia đình tại Hàn Quốc tăng 2,4% YoY vào 2026, nhờ thu nhập thực tế cải thiện và thị trường lao động ổn định. Tại Trung Quốc, tổng cầu nội địa tăng 4,7% YoY, đóng vai trò then chốt cho tăng trưởng GDP, dù đối mặt với áp lực từ các biện pháp thuế của Mỹ.
- **Trong trung hạn, mảng thời trang của E-Land được kỳ vọng duy trì tăng trưởng**, nhờ tập trung vào ngành hàng cốt lõi sau tái cơ cấu và chiến lược mở rộng tại Trung Quốc và Việt Nam. Tại Trung Quốc, các thương hiệu phân khúc phổ thông như SPAO và WHO.A.U ghi nhận sức tiêu thụ khả quan, nhờ mô hình “cửa hàng nhanh” giúp tăng tốc độ xoay vòng sản phẩm và bắt kịp thị hiếu người tiêu dùng. Mô hình này đã được mở rộng tại nhiều thành phố lớn tại Trung Quốc từ năm 2024, gia tăng nhu cầu gia công từ các đối tác như TCM. Tại Việt Nam, chiến lược mở rộng thị trường kỳ vọng sẽ gia tăng đơn hàng cho TCM – năm 2024, E-Land chính thức phân phối thương hiệu thời trang WHO.A.U thông qua con ty con của TCM là TC Commerce.

Tăng trưởng tiêu dùng hộ gia đình của Hàn Quốc



Tăng trưởng tổng cầu nội địa của Trung Quốc





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

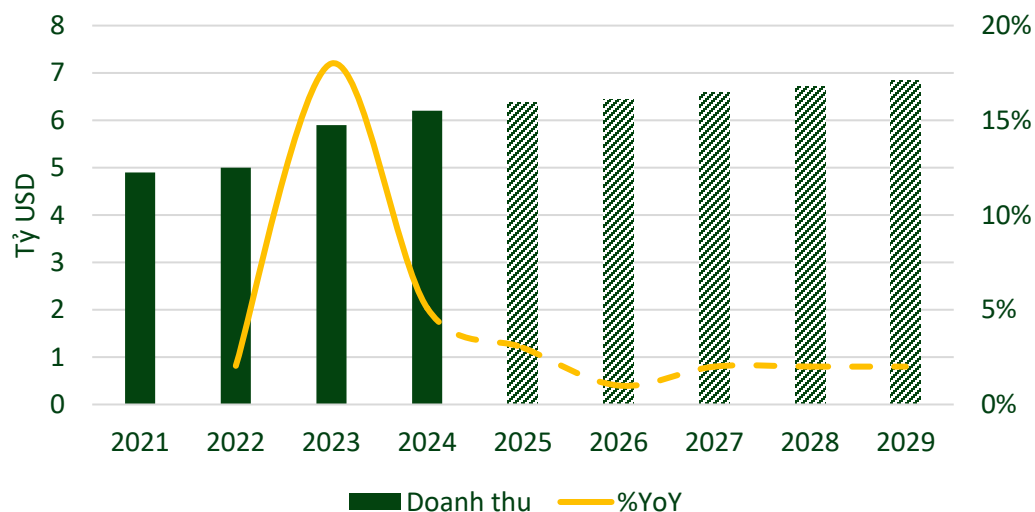
1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

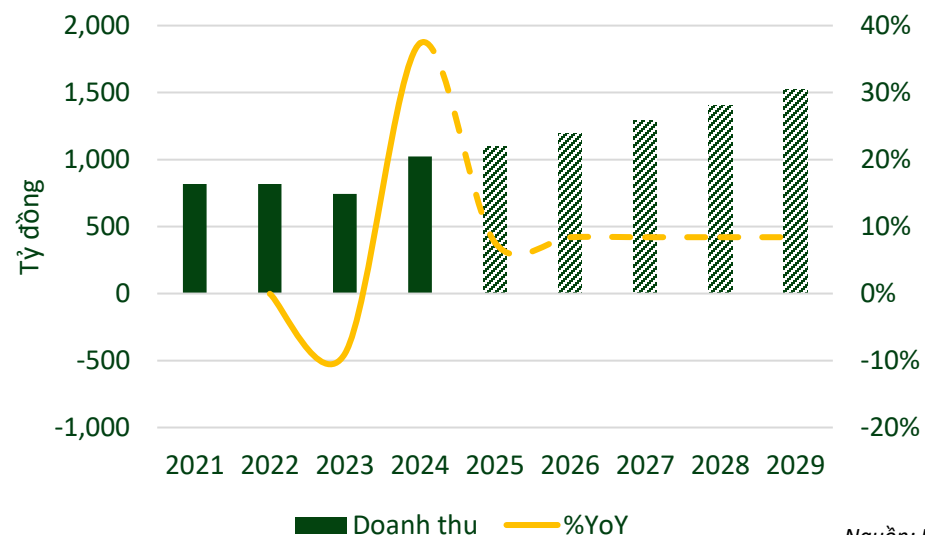
Khách hàng - Khách hàng lớn E-Land là nguồn đơn hàng ổn định cho TCM tại thị trường châu Á

- **Doanh thu của TCM với đối tác E-Land được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025 (+7,6% YoY, đạt 1.100 tỷ đồng),** nhờ kết quả kinh doanh mảng thời trang của tập đoàn này tích cực khi tận dụng được nhu cầu tăng trưởng tại thị trường Trung Quốc, trong khi thị trường Hàn Quốc chậm lại. Sang năm 2026, khi tiêu dùng cả hai thị trường này tăng trưởng rõ nét hơn, doanh thu từ E-Land dự kiến đạt 1.193 tỷ đồng, +8,4% YoY. Trong trung hạn, từ 2026–2029, doanh thu từ E-Land được kỳ vọng tăng trưởng với CAGR đạt khoảng 8,4%/năm, đóng góp ổn định cho mảng may xuất khẩu của TCM.
- Thêm nữa, TCM có thêm cơ hội mở rộng đơn hàng nhờ lợi thế chi phí nhân công cạnh tranh so với Trung Quốc. Cụ thể, chi phí công nhân may tại Trung Quốc ở mức 650 USD/tháng hiện cao gấp khoảng 1,8 lần so với mức 350 USD/tháng ở Việt Nam, trong khi nước này vẫn là nguồn cung may mặc lớn nhất cho Hàn Quốc và Nhật Bản, chiếm lần lượt 35% và 50% thị phần trong năm 2024. Tuy vậy, xu hướng dịch chuyển đơn hàng có thể bị ảnh hưởng môi trường kinh doanh trở nên cạnh tranh hơn bởi các doanh nghiệp Trung Quốc chuyển hướng sang Hàn Quốc và Nhật Bản sau khi bị áp mức thuế đối ứng cao tại thị trường Mỹ.

Doanh thu của E-Land



Doanh thu của TCM từ E-Land





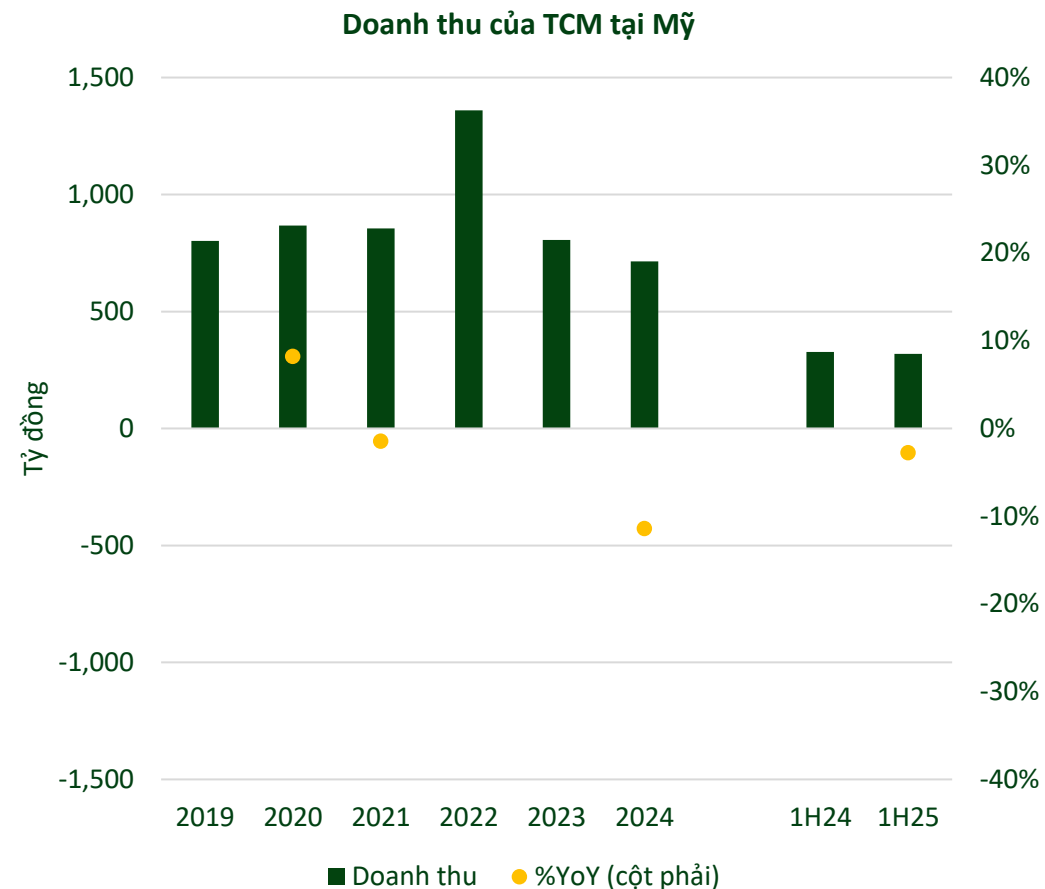
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

Khách hàng – Thị trường Mỹ: Khó khăn trong ngắn hạn, kỳ vọng hồi phục trong trung hạn nhờ chuỗi giá trị toàn diện và đa dạng hóa sản phẩm

- **Tăng trưởng tại Mỹ chững lại do nhả hàng chuyển dịch sang các nước có chi phí sản xuất thấp hơn**, do sản phẩm dệt kim của TCM tương đối đơn giản, dễ bị cạnh tranh với các nước có chi phí thấp như Bangladesh, Pakistan. Thị trường Mỹ từng là động lực tăng trưởng chính của TCM giai đoạn 2019–2022, với doanh thu tăng hơn 10%/năm nhờ nhu cầu cao và TCM có lợi thế từ quy mô lớn, chuỗi cung ứng toàn diện. Tuy nhiên, từ 2023 - 2024, đà tăng trưởng chững lại do ngành bán lẻ Mỹ chững lại và cắt giảm đơn hàng dưới áp lực tồn kho kéo dài hậu Covid-19.
- **Đáng chú ý, xu hướng sụt giảm đơn hàng của TCM vẫn tiếp diễn trong nửa đầu 2025**, kéo theo doanh thu TCM tại Mỹ giảm khoảng 2,8% YoY, trong khi toàn ngành ghi nhận mức tăng cao ở +17% YoY.
- **Dù vậy, TCM có cơ hội phục hồi tại Mỹ khi chuyển dịch thành công sang các sản phẩm có độ khó cao hơn**. Việc mua lại SY Vina trong 2024 giúp TCM mở rộng thêm các sản phẩm quần áo từ vải dệt thoi – có đơn giá và mức độ phức tạp cao hơn. Điều này tạo nền tảng để thu hút đơn hàng cao cấp từ Mỹ. Ngoài ra, TCM sở hữu lợi thế về xuất xứ rõ ràng khi toàn bộ sản xuất đặt tại Việt Nam, giảm thiểu rủi ro transshipping – yếu tố được đánh giá cao trong bối cảnh Mỹ siết chặt giám sát thương mại.





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

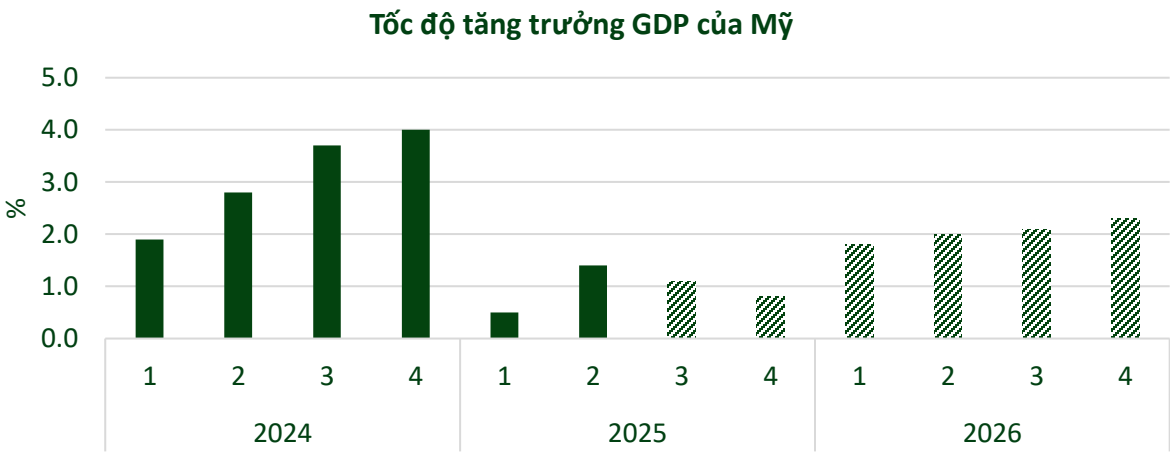
1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

Khách hàng – Thị trường Mỹ: Khó khăn trong ngắn hạn, kỳ vọng hồi phục trong trung hạn nhờ chuỗi giá trị toàn diện và đa dạng hóa sản phẩm

- Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu tại thị trường Mỹ của TCM trong 1 năm tới dự kiến vẫn ở mức khiêm tốn (doanh thu năm 2025 dự phóng đạt 722 tỷ đồng, tăng nhẹ +1,1% YoY), phản ánh môi trường kinh doanh khó khăn hơn và hạn chế khả năng thu hút đơn hàng mới của TCM. Cụ thể,
- Với thị trường Mỹ, nhu cầu nhập khẩu quần áo có thể chững lại trong nửa cuối năm do các biện pháp tăng thuế nhập khẩu đối với hàng dệt may khiến giá bán lẻ sản phẩm trở nên kém hấp dẫn - thuế quan đối với quần áo vào Mỹ sẽ tăng từ 14% lên 18%, khi chính sách thuế mới của chính quyền Tổng thống Mỹ D.Trump có hiệu lực. Nhìn chung, kinh tế Mỹ được dự phóng chậm lại khi tiêu dùng suy yếu bởi thuế quan làm tăng chi phí sản phẩm, GDP Mỹ dự phóng tăng chậm trong 2H2025 với ước tính tăng trưởng GDP Q3 và Q4 lần lượt ở mức 1,1 và 0,8 thấp hơn so với mức 1,4% ở Q2/2025, theo Conference Board (CB)
- Với TCM, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp chưa thể ngay lập tức gia tăng đơn hàng từ các đối tác mới cho các sản phẩm quần áo từ vải dệt thoi, do đặc thù chu kỳ lựa chọn nhà cung cấp của các thương hiệu lớn thường kéo dài từ 6 tháng đến 1 năm.

Quốc gia	2024	2025F
Trung Quốc	21%	55%
Việt Nam	18%	20%
Bangladesh	16%	20%
Ấn Độ	14%	25%
Campuchia	17%	19%
Mexico	1%	25%
Trung bình	14%	18%





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

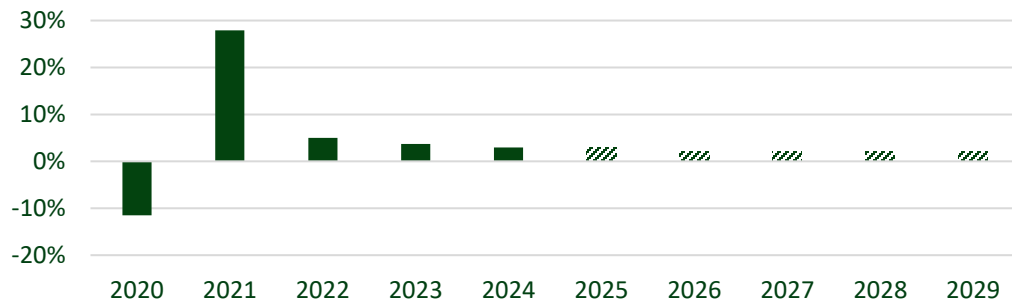
1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

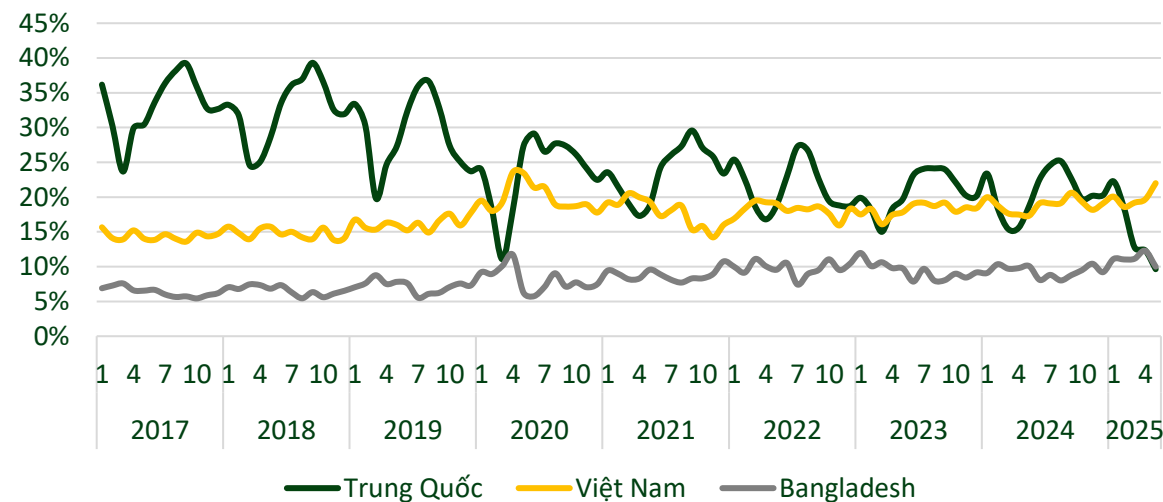
Khách hàng – Thị trường Mỹ: Khó khăn trong ngắn hạn, kỳ vọng hồi phục trong trung hạn nhờ chuỗi giá trị toàn diện và đa dạng hóa sản phẩm

➤ Trong trung hạn, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ của TCM kỳ vọng sẽ phục hồi với mức tăng trưởng trung bình 8%/năm từ 2026 đến 2029, thúc đẩy đồng thời bởi nhu cầu của Mỹ tăng trưởng ổn định và TCM gia tăng lợi thế cạnh tranh – hưởng lợi từ chuỗi cung ứng toàn diện và nỗ lực đa dạng sản phẩm. Cụ thể các giả định chính: (i) Nhu cầu tiêu thụ quần áo của Mỹ nhìn chung tăng trưởng ổn định trong dài hạn với tốc độ khoảng 3%/năm; (ii) Việt Nam tiếp tục lấy được thị phần của Trung Quốc tại thị trường Mỹ do chịu mức thuế đối ứng thấp hơn. Trong đó, chúng tôi cho rằng TCM hưởng lợi nhiều hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam do chuỗi cung ứng toàn diện của TCM chịu rủi ro Transshipping thấp hơn; (iii) Bên cạnh đó, các nỗ lực chuyển dịch danh mục sản phẩm sang nhóm quần áo từ vải dệt thoi kỳ vọng sẽ bắt đầu đóng góp vào tăng trưởng từ năm 2026. Nhóm hàng này phù hợp với xu hướng dịch chuyển đơn hàng giá trị cao từ Trung Quốc.

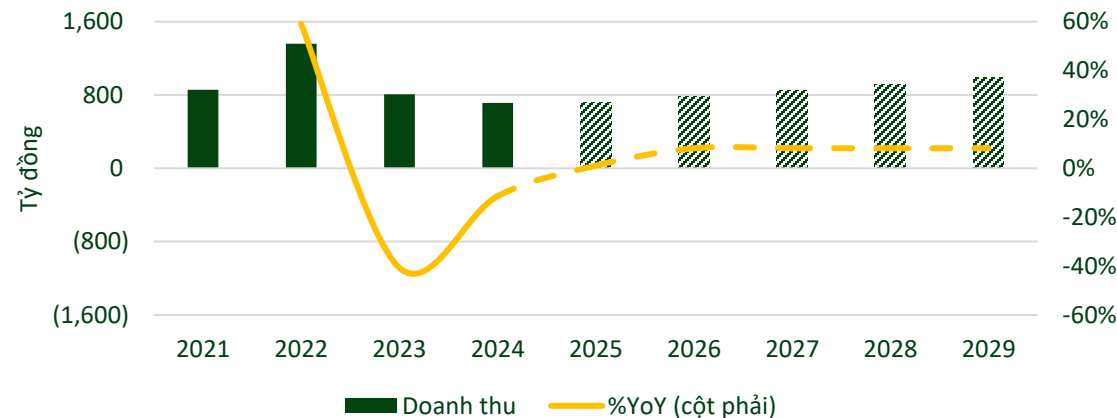
Dự phóng tăng trưởng %YoY tiêu dùng quần áo của Mỹ trong trung hạn



Thị phần xuất khẩu quần áo vào Mỹ



Dự phóng doanh thu của TCM tại Mỹ





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

Khách hàng - Thị trường EU: Tiềm năng tăng trưởng cao nhờ đáp ứng quy tắc xuất xứ và phần lớn thuế đã về 0%

- **Thị trường EU tiếp tục là khu vực tiềm năng trong cơ cấu xuất khẩu của TCM nhờ doanh nghiệp đáp ứng quy tắc xuất xứ của EVFTA.** Mặc dù chỉ chiếm khoảng 11% doanh thu mảng may mặc trong năm 2024 (tương đương 305 tỷ đồng), khu vực này đã ghi nhận mức tăng trưởng kép ấn tượng 23%/năm giai đoạn 2019–2024, phản ánh nỗ lực mở rộng thị phần và tận dụng tốt các cam kết hội nhập. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ EU sẽ đạt khoảng 379 tỷ đồng trong năm 2025, tăng 20% YoY.
- **TCM là một trong số ít doanh nghiệp tại Việt Nam đáp ứng được quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi”** – điều kiện tiên quyết để được hưởng thuế suất ưu đãi theo EVFTA – nhờ sở hữu chuỗi sản xuất khép kín từ sợi, dệt, nhuộm đến may. Từ năm 2025, phần lớn sản phẩm dệt may Việt Nam xuất khẩu sang EU đã được miễn thuế hoàn toàn theo lộ trình EVFTA, đưa mức thuế thực tế của hàng may mặc Việt Nam về khoảng 0–2,9% tùy nhóm (A, B3, B5, B7), thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc và tiệm cận mức 0% của các quốc gia hưởng ưu đãi EBA như Bangladesh (hiện chiếm ~20% thị phần). Tuy nhiên, khác với Bangladesh – nơi quyền ưu đãi thuế EBA phụ thuộc vào đánh giá định kỳ và các tiêu chí nhân quyền – EVFTA của Việt Nam mang tính ổn định và có hiệu lực ràng buộc lâu dài, qua đó nâng cao độ tin cậy và hấp dẫn trong mắt các nhà nhập khẩu EU.

Nhóm hàng	Tỷ trọng xuất khẩu vào EU	Thuế GSP*	Lộ trình xóa bỏ thuế trung bình theo EVFTA							
			2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nhóm A	12%	9,6%	0%							
Nhóm B3	11%		8,7%	5,8%	2,9%	0%				
Nhóm B5	58%		9,7%	7,8%	5,8%	3,9%	1,9%	0%		
Nhóm B7	19%		10,2%	8,7%	7,3%	5,8%	4,4%	2,9%	1,5%	0%

Nguồn: VCCI, Aseansc Research



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.3. Đầu ra: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chững lại.

Sản phẩm – Kỳ vọng nâng cao tỷ trọng các sản phẩm dệt thoi giúp cải thiện doanh thu và biên lợi nhuận gộp

- Danh mục sản phẩm may mặc của TCM hiện vẫn tập trung vào nhóm hàng dệt kim như áo thun, áo polo; và đang bị cạnh tranh cao bởi các quốc gia có chi phí sản xuất thấp. Các mặt này có độ phức tạp thấp, với biên lợi nhuận gộp trung bình ở mức 13–16%. Việc duy trì tỷ trọng lớn ở nhóm sản phẩm này trong nhiều năm phản ánh chiến lược khai thác thế mạnh về năng lực dệt nhuộm vải dệt kim - lĩnh vực mà TCM đã có kinh nghiệm và năng lực sản xuất. Tuy nhiên, hiện nay TCM đang phải mở rộng sang các sản phẩm quần áo khác để cạnh tranh.
- **Nỗ lực mở rộng sang nhóm sản phẩm quần áo từ vải dệt thoi – có nhu cầu cao hơn** (60% nhu cầu vải dệt là các loại vải dệt thoi) thông qua việc mua lại nhà máy SY Vina vào giữa năm 2024– đơn vị chuyên sản xuất vải dệt thoi. Thương vụ này giúp TCM tăng mạnh năng lực sản xuất vải dệt thoi, đánh dấu bước chuyển dịch rõ nét trong định hướng phát triển sản phẩm. Việc chủ động nguồn nguyên liệu dệt kỳ vọng sẽ nâng cao khả năng tiếp cận các đơn hàng quần áo có độ khó cao từ những thị trường khó tính như Mỹ và EU, theo đó giúp cải thiện cả doanh thu và biên lợi nhuận gộp của TCM

So sánh biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm

Sản phẩm	BLNG trung bình của doanh nghiệp	Mặt hàng chủ lực của một số doanh nghiệp
Suits, veston, đồ hiệu	20%	MNB, AnPhuoc, MSH
Áo khoác, áo phao	18%	TNG, MSH, TCM , MGG
Quần áo thể thao, trẻ em	14%	TNG, TCM , TDT, VGG
Áo sơ mi, quần dài	13%	HTG, MGG, M10, TVT, VGG
Đồng phục, bảo hộ lao động	4%	HTG, HUG

Sản phẩm chính của TCM





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. MẢNG MAY - Khách hàng E-Land là nguồn đơn hàng ổn định

1.4. Triển vọng: Tăng trưởng ổn định nhờ khách hàng E-Land trong khi doanh thu tại Mỹ chứng lại.

- **Triển vọng ngắn hạn.** Dự phóng doanh thu may năm 2025 đạt 2.927 tỷ đồng (+7,6%YoY) dựa trên các giả định chính:
 - (i) Doanh thu từ khách hàng E-Land dẫn dắt tăng trưởng, doanh thu dự phóng đạt 1.100 tỷ đồng (+7,6% YoY) .
 - (ii) Thị trường Mỹ kém khả quan trong năm 2025 và nửa đầu 2026. Dự phóng doanh thu năm 2025 đạt 722 tỷ đồng (+1,1% YoY).
 - (iii) Thị trường EU có mức tăng trưởng cao nhờ TCM tiếp tục hưởng lợi từ EVFTA. Doanh thu đạt 379 tỷ đồng (+20% YoY).
- **Triển vọng trung hạn** từ 2026 – 2029. Dự phóng doanh thu may tăng 8,3%/năm nhờ:
 - (i) Tiếp tục duy trì đơn hàng với khách hàng lớn E-Land.
 - (ii) Thị trường Mỹ hồi phục nhờ TCM thu hút được khách hàng mới, thúc đẩy bởi nỗ lực đa dạng hóa sản phẩm và chuỗi cung ứng toàn diện giúp giảm rủi ro với các quy định về xuất xứ.
 - (iii) Thị trường EU tăng trưởng cao ở +11,6% năm nhờ tiếp tục hưởng lợi từ EVFTA.

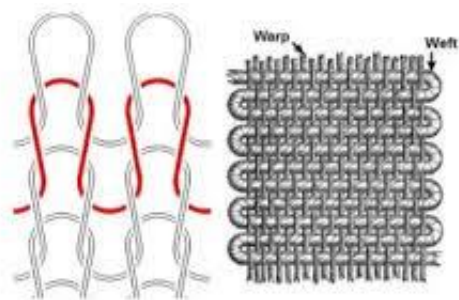
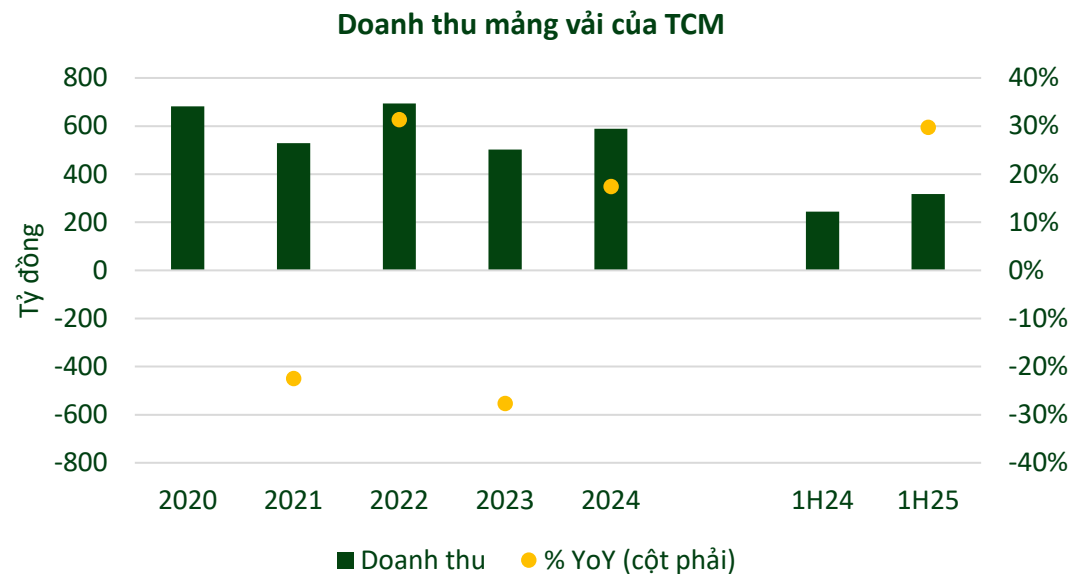
Thị trường, khách hàng chính	Tỷ trọng doanh thu mảng may	Dự phóng tăng trưởng 2025	Dự phóng CAGR 2026 - 2029
E-Land	37%	+7,6%	+8,4%/năm
Mỹ	25%	+1,1%	+8,2%/năm
EU	13%	+20%	+11,6%/năm
Các thị trường còn lại	25%	+3,5%	+8%/năm

Nguồn: Aseansc Research



II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

2. MĂNG VẢI - Động lực tăng trưởng sản lượng từ nhà máy SY Vina và nhu cầu duy trì ổn định



Dệt kim



Dệt thoi



- **Doanh thu măng vải trong giai đoạn 2020-2024 gần như không tăng trưởng phản ánh hệ quả từ cả yếu tố nội tại lẫn điều kiện thị trường không thuận lợi.** Cụ thể, doanh nghiệp không thực hiện mở rộng công suất trong suốt giai đoạn này, trong khi nhu cầu thị trường vải biến động mạnh dưới ảnh hưởng của nhiều cú sốc từ chuỗi giá trị ngành may. Từ gián đoạn sản xuất do Covid-19, đến giai đoạn phục hồi mạnh hậu dịch trong năm 2022, trước khi quay trở lại trạng thái trầm lắng khi tồn kho toàn ngành tăng cao trong năm 2023–2024.
- **Lũy kế 6T2025, doanh thu măng dệt nhuộm vải cải thiện rõ rệt +29,7% YoY** đạt ~317 tỷ đồng (chiếm 17,2% tổng doanh thu), nhờ nhu cầu thị trường Nhật Bản hồi phục và sản lượng gia tăng từ nhà máy SY Vina.
- **Sản phẩm vải dệt của TCM bao gồm: vải dệt kim và vải dệt thoi, với biên lợi nhuận gộp trung bình ước tính khoảng 20% - 25%.** Trong đó, vải dệt thoi có xu hướng được đầu tư nhiều hơn. Hai loại vải này được phân chia dựa theo cấu trúc dệt và không có sự khác biệt về loại sợi sử dụng ở đầu vào.



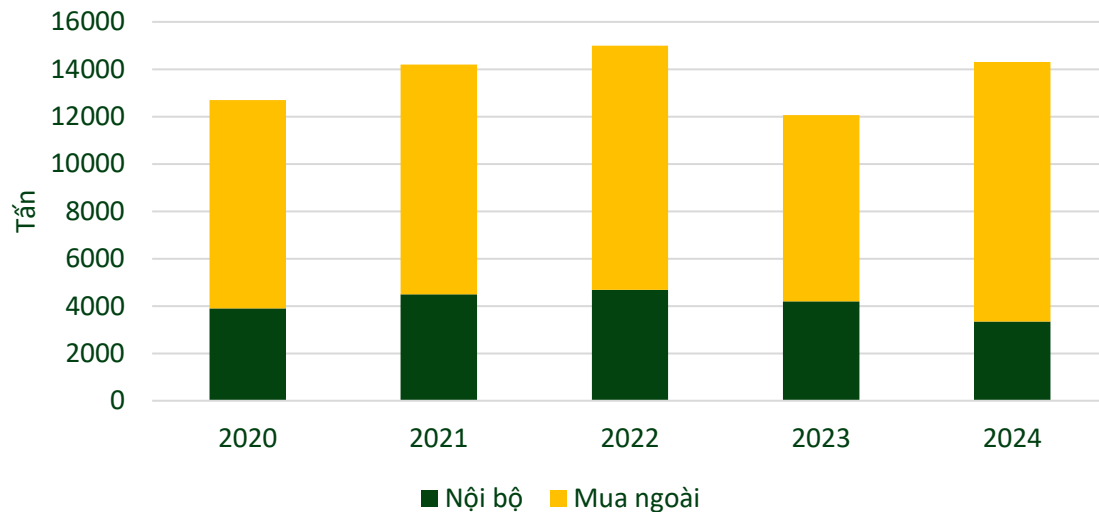
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

2. MẢNG VẢI - Động lực tăng trưởng sản lượng từ nhà máy SY Vina và nhu cầu duy trì ổn định

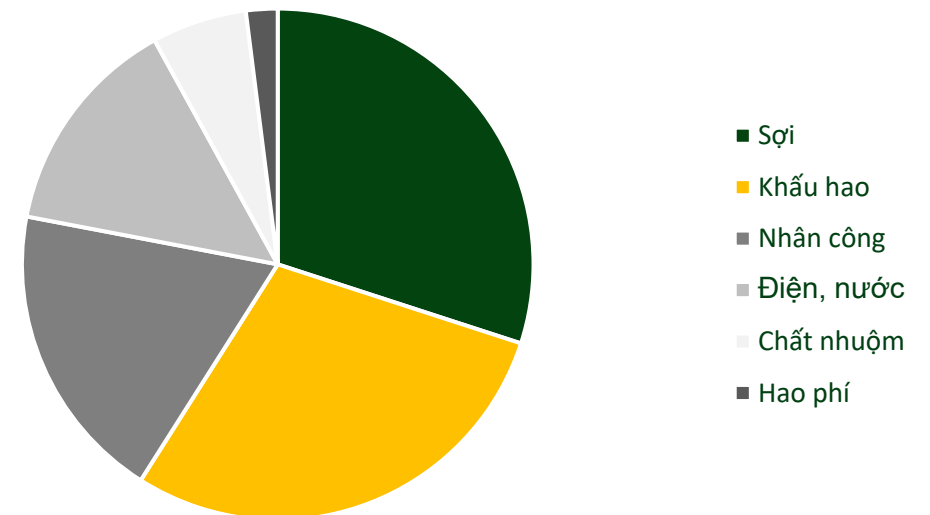
2.1. Đầu vào: Tự chủ được 30% lượng sợi đầu vào

- **Sợi chiếm ~30% chi phí sản xuất của mảng dệt/nhuộm vải.** Chúng tôi ước tính hiện TCM tự cung cấp 30–35% nguyên liệu sợi đầu vào thông qua sản xuất nội bộ, chủ yếu là các loại sợi phổ thông. Phần còn lại doanh nghiệp phải mua ngoài, bao gồm các dòng sợi không tự sản xuất được như sợi tổng hợp, sợi cotton chỉ số cao hoặc sợi pha, tùy thuộc vào yêu cầu kỹ thuật của từng loại vải và đặc thù từng đơn hàng. Với mức độ tự chủ này, TCM có khả năng kiểm soát trực tiếp khoảng 10% tổng chi phí sản xuất vải. Các chi phí còn lại là: khấu hao (30%), sợi mua ngoài (20%), nhân công (20%), điện nước (14%), chất nhuộm (6%).
- **Khả năng chuyển biến động chi phí vào giá bán giúp biên lợi nhuận gộp mảng vải tương đối ổn định.** Doanh nghiệp hiện chủ yếu sử dụng sợi cotton – loại sợi có đặc tính biến động mạnh theo mùa vụ và chu kỳ cung cầu toàn cầu – khiến chi phí đầu vào khó kiểm soát. Tuy nhiên, nhờ cấu trúc thị trường đầu ra ổn định, đặc biệt tại hai thị trường chính là Việt Nam và Nhật Bản, nơi nhu cầu vải may duy trì ở mức cao và ít biến động, TCM có thể linh hoạt điều chỉnh giá bán phù hợp với chi phí đầu vào.

Cơ cấu nguồn cung sợi của TCM



Cơ cấu chi phí sản xuất vải dệt





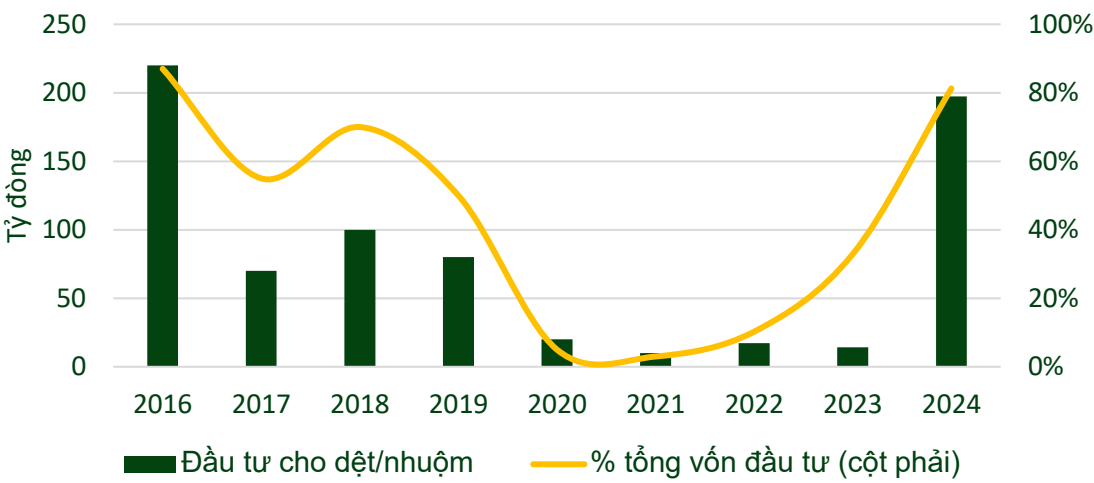
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

2. MẢNG VẢI - Động lực tăng trưởng sản lượng từ nhà máy SY Vina và nhu cầu duy trì ổn định

2.2. Sản xuất: Đẩy mạnh mở rộng công suất dệt, nhuộm vải dệt thoi

- Đầu tư cho dệt nhuộm chiếm 38% (728 tỷ đồng) tổng vốn đầu tư tài sản trong 10 năm gần đây của TCM, nhằm đáp ứng mục tiêu nâng cao tính chủ động nguồn nguyên liệu hoàn thiện chuỗi giá trị dệt may.
- Hoạt động đầu tư ghi nhận bước tăng trưởng đột biến trong năm 2024 sau giai đoạn trầm lắng kéo dài từ 2020 đến 2023, chủ yếu đến từ thương vụ mua lại nhà máy SY Vina. Thương vụ này giúp công suất thiết kế dệt thoi của TCM tăng gấp đôi, từ 15 triệu mét/năm lên 23 triệu mét/năm, qua đó giải quyết nút thắt công suất đã kéo dài trong nhiều năm. Trong khi đó, công suất dệt kim không thay đổi so với các năm trước và hiện duy trì ở mức 15.000 tấn/năm.
- Ở mảng nhuộm, công suất cũng tăng mạnh từ việc mua lại nhà máy SY Vina. Trước 2024, doanh nghiệp chỉ duy trì mức sản lượng nhuộm khoảng 12 triệu mét vải dệt thoi/năm và 9.600 tấn vải dệt kim/năm, do phần lớn vốn đầu tư tập trung vào cải tiến thiết bị thay vì mở rộng quy mô. Với thương vụ này, tổng công suất nhuộm vải dệt thoi của TCM đã tăng hơn gấp đôi lên mức 31,5 triệu mét/năm, tạo lợi thế đáng kể về quy mô sản xuất, đồng thời giảm đáng kể sự phụ thuộc vào vải nhuộm mua ngoài.

Vốn đầu tư cho mảng dệt, nhuộm của TCM



Công suất mảng dệt nhuộm vải của TCM

	Loại sản phẩm	2021	2025
Dệt	Dệt thoi (triệu mét)	15	23
	Dệt kim (nghìn tấn)	15	15
Nhuộm	Vải dệt thoi (triệu mét)	12	31,5
	Vải dệt kim (nghìn tấn)	9,6	9,6



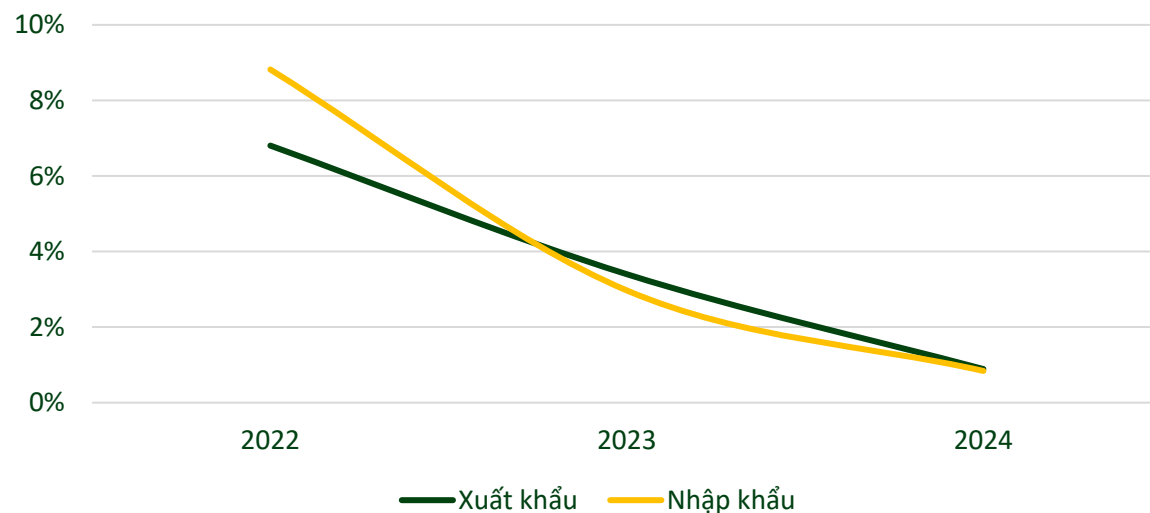
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

2. MẢNG VẢI - Động lực tăng trưởng sản lượng từ nhà máy SY Vina và nhu cầu duy trì ổn định

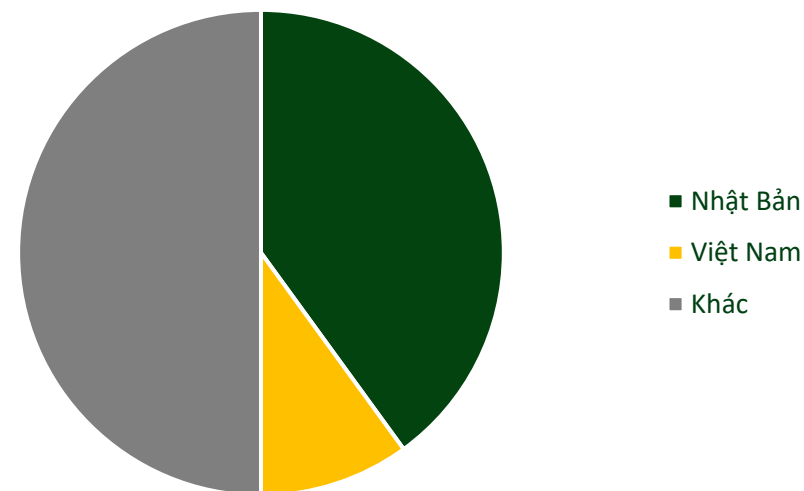
2.3. Đầu ra: Tiêu thụ chính ở thị trường Việt Nam và Nhật Bản; Giá bán vải tương đối ổn định.

- Sản lượng tiêu thụ mảng vải của TCM hiện phụ thuộc lớn vào diễn biến nhu cầu từ hai thị trường trọng yếu là Nhật Bản và Việt Nam – lần lượt đóng góp khoảng 30% và 10% doanh thu mảng vải. Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ còn phụ thuộc vào kế hoạch sản xuất của TCM, khi doanh nghiệp sử dụng vải cho mảng may trong nội bộ, chúng tôi ước tính trung bình khoảng 30–35% được bán ra ngoài.
- Giá bán vải trong hai năm gần đây duy trì xu hướng tăng chậm và biến động thấp, phản ánh đặc điểm của thị trường vải may là tương đối ổn định. Trong phần lớn thời gian – khi không chịu tác động mạnh từ giá nguyên liệu đầu vào hay nhu cầu tiêu dùng đầu ra – giá vải xuất nhập khẩu của Việt Nam thường chỉ dao động nhẹ trong biên độ $\pm 2\%$ mỗi năm. Ngược lại, trong những giai đoạn biến động bất thường như năm 2022, khi giá bông tăng đột biến và nhu cầu quần áo toàn cầu phục hồi mạnh sau đại dịch, giá vải xuất khẩu đã tăng vọt tới 9%.

%YoY giá xuất nhập khẩu vải may của Việt Nam



Cơ cấu thị trường tiêu thụ vải may của TCM





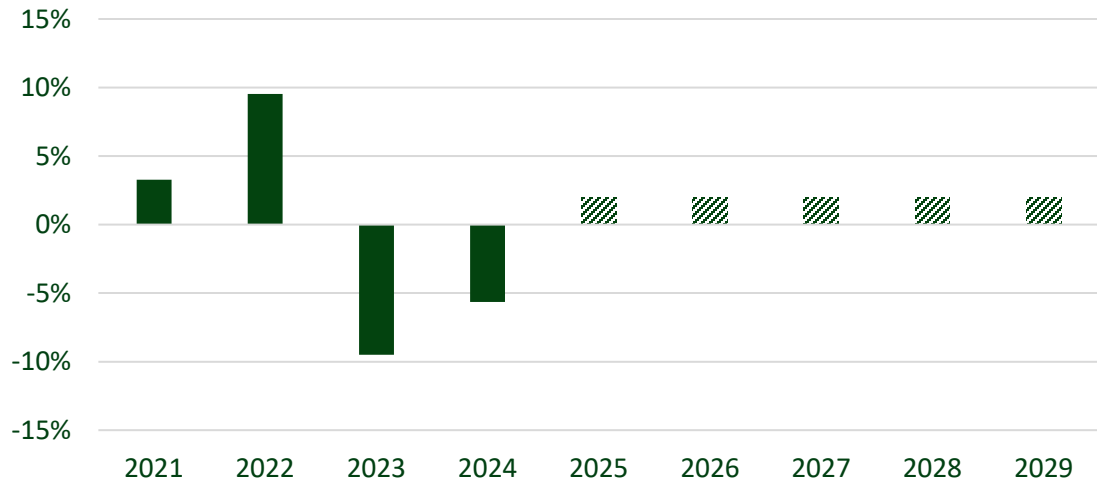
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

2. MẢNG VẢI - Động lực tăng trưởng sản lượng từ nhà máy SY Vina và nhu cầu duy trì ổn định

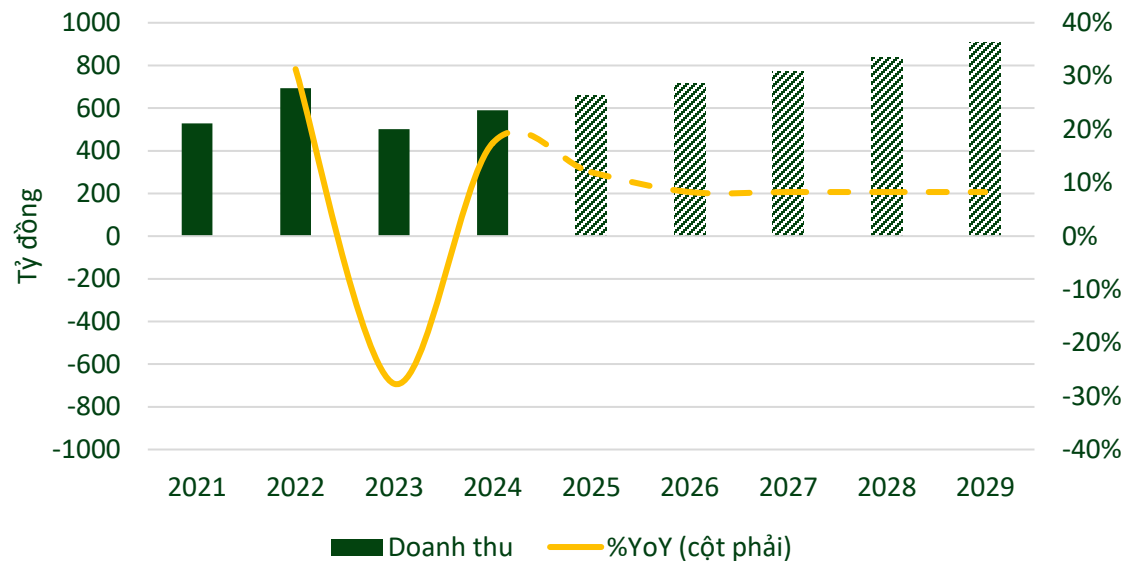
2.4. Triển vọng: Duy trì tăng trưởng nhờ nhu cầu ổn định và tăng công suất

- **Doanh thu mảng vải năm 2025 dự kiến đạt khoảng 679 tỷ đồng (+15,2% YoY)** duy trì tăng trưởng nhờ nhu cầu tại thị trường Nhật Bản hồi phục và tăng sản lượng từ nhà máy SY Vina. Cụ thể, kim ngạch nhập khẩu (KNNK) vải may của Nhật Bản được dự phóng tăng nhẹ +2% YoY trong bối cảnh chi tiêu của hộ gia đình duy trì tăng trưởng, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng tiêu dùng như quần áo. Đồng thời, thị trường vải Việt Nam cũng duy trì mức tăng trưởng ổn định khoảng +3% YoY, nhờ xuất khẩu quần áo tăng trưởng cao.
- **Trong trung hạn (2026–2029), doanh thu mảng vải được kỳ vọng tăng trưởng +8%/năm**, phản ánh đặc điểm ít biến động trong nhu cầu tiêu thụ vải tại hai thị trường chủ lực là Việt Nam và Nhật Bản.

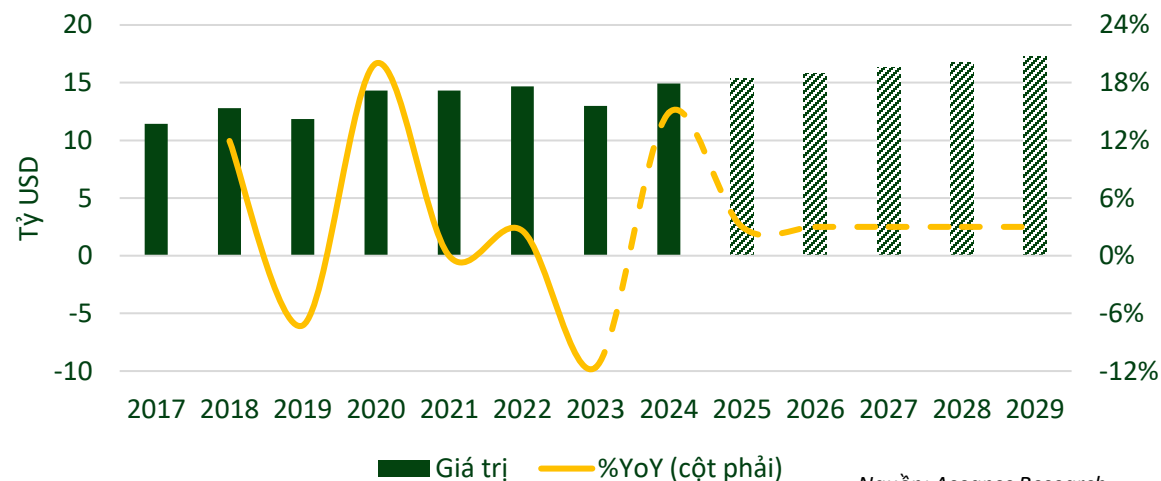
%YoY KNNK vải may của Nhật Bản



Dự phóng doanh thu mảng vải của TCM



Nhu cầu vải may của Việt Nam

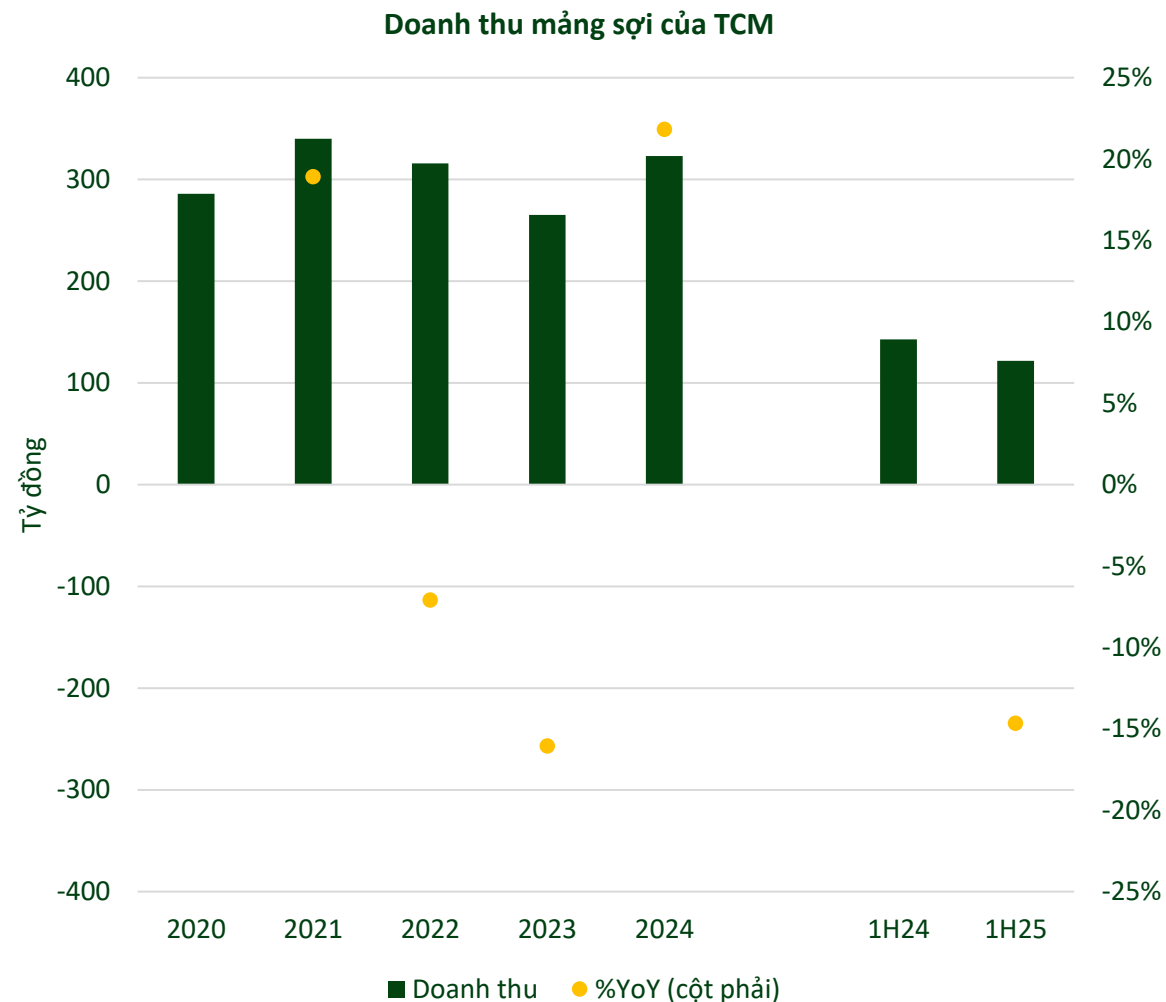




II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

3. MẢNG SỢI - Duy trì sản xuất chủ yếu để phục vụ nhu cầu nội bộ

- **Mảng sợi không còn đóng vai trò chiến lược trong định hướng tăng trưởng dài hạn của TCM** khi công ty chủ động duy trì quy mô sản xuất ổn định và không mở rộng công suất trong suốt giai đoạn 2020–2024, tương ứng doanh thu giai đoạn này không tăng trưởng và biến động mạnh theo giá bán thị trường.
- **Lũy kế 6T/2025, doanh thu sợi ghi nhận mức giảm đáng kể (-15% YoY)**, chỉ đạt 121 tỷ đồng, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ sợi tại thị trường Trung Quốc chưa hồi phục trong bối cảnh ngành dệt Trung Quốc chịu áp lực thừa công suất và đơn hàng xuất khẩu yếu.
- **Biên lợi nhuận gộp của mảng sợi trung bình ở mức 5% - 7% và có biến động mạnh trong thời gian ngắn** thậm chí có thể thua lỗ trong các giai đoạn giá bông tăng sốc. Nguyên nhân đến từ hai yếu tố: (1) chi phí nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn (giá bông chiếm ~70% giá thành sản xuất) khiến doanh nghiệp chịu rủi ro cao khi giá bông biến động mạnh, trong khi (2) giá bán sợi lại hoàn toàn phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc và gần như không có khả năng đàm phán lại khi chi phí đầu vào tăng.
- **Chúng tôi cho rằng mảng sợi sẽ không còn dư địa tăng trưởng sản lượng trong trung hạn, thay vào đó chỉ duy trì vai trò hỗ trợ sản xuất nội bộ**, dự kiến chiếm dưới 10% trong cơ cấu doanh thu hợp nhất của TCM trong tương lai.



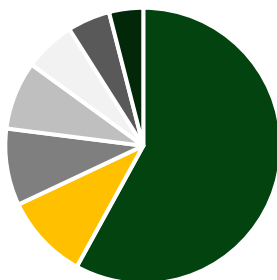


II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

3. MẢNG SỢI - Duy trì sản xuất chủ yếu để phục vụ nhu cầu nội bộ

3.1. Đầu vào: Chịu rủi ro với giá bông biến động mạnh

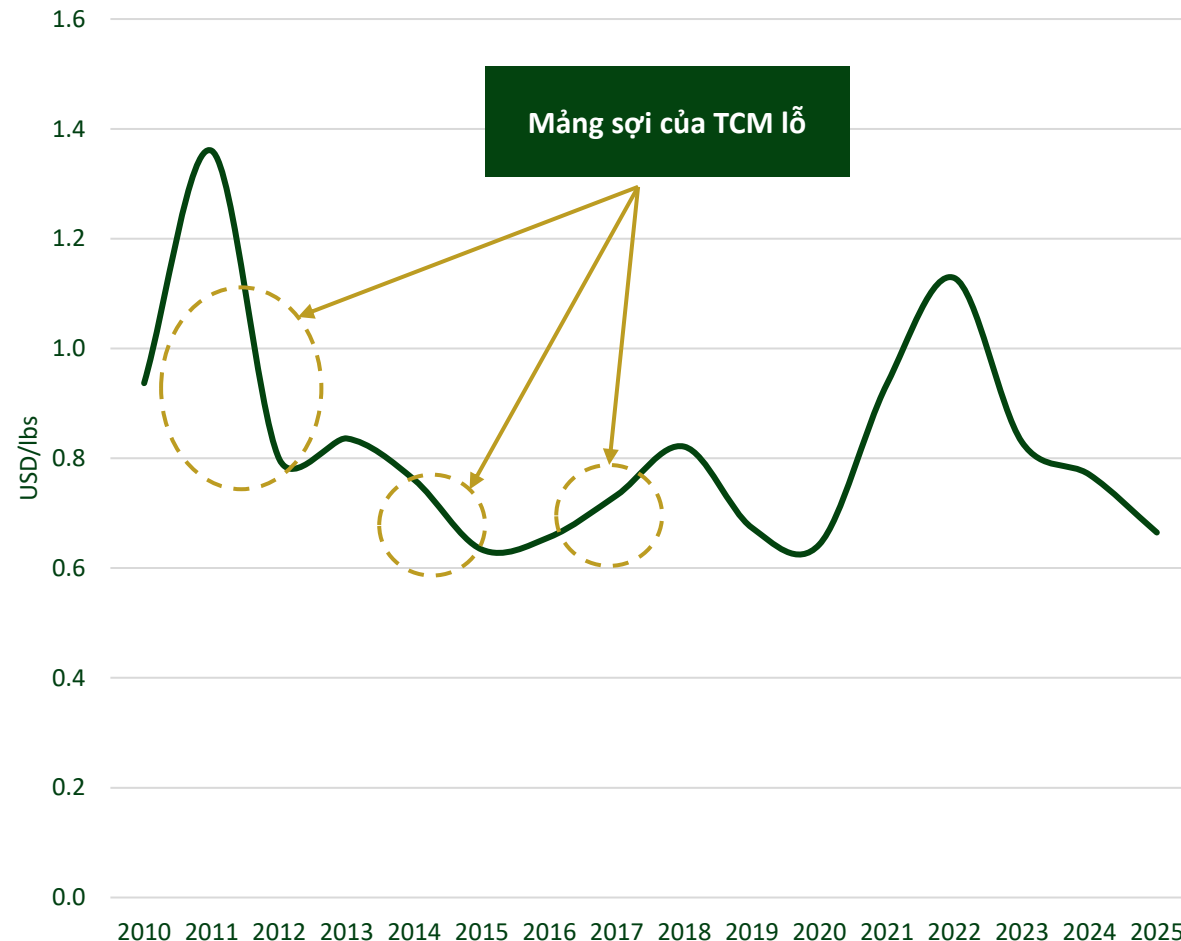
Cơ cấu chi phí sản xuất sợi



■ Bông ■ Khấu hao ■ Hao phí ■ Điện ■ Nhân công ■ Lãi vay ■ Phụ liệu

➤ **Chi phí đầu vào của mảng sợi tại TCM chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá bông**, khi nguyên liệu này chiếm khoảng 60% trong cơ cấu giá thành sản xuất. Trong nhiều năm qua, giá bông thế giới ghi nhận mức biến động mạnh, chủ yếu do đặc điểm cung – cầu phụ thuộc cao vào một số ít quốc gia trọng điểm, đồng thời chịu rủi ro mùa vụ và thời tiết. Về phía cung, ba quốc gia gồm Trung Quốc, Ấn Độ và Mỹ hiện đóng góp hơn 60% tổng sản lượng bông toàn cầu, khiến nguồn cung bông mang tính tập trung cao và dễ tổn thương trước các yếu tố khí hậu hoặc chính sách thương mại. Ở chiều ngược lại, cầu tiêu thụ bông cũng không kém phần tập trung, với Trung Quốc và Ấn Độ chiếm tới 54% tổng cầu toàn cầu – đặc biệt là Trung Quốc với vai trò trung tâm của chuỗi cung ứng dệt may thế giới. Cơ cấu cung – cầu như trên khiến giá bông dễ bị biến động qua đó tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận mảng sợi của TCM trong từng giai đoạn cụ thể.

Giá sợi cotton thế giới





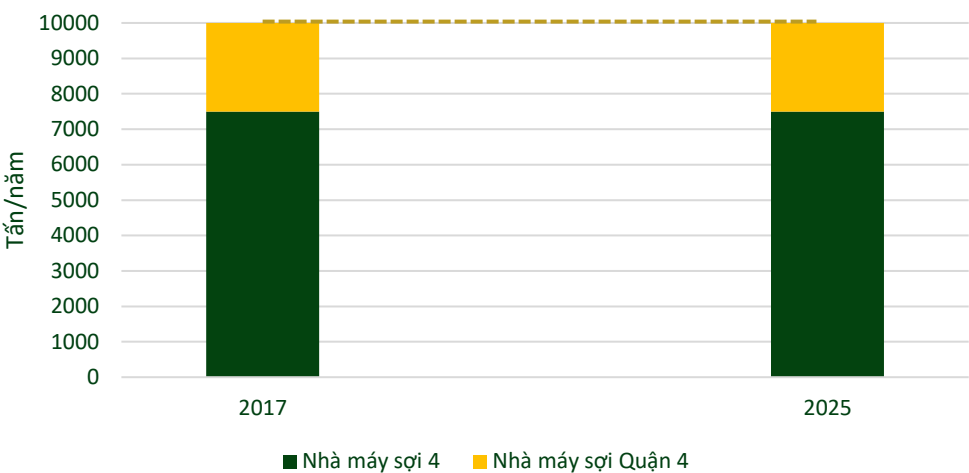
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

3. MẢNG SỢI - Duy trì sản xuất chủ yếu để phục vụ nhu cầu nội bộ

3.2. Sản xuất: Không tăng công suất

- **Mảng sợi không còn đóng vai trò trọng yếu trong cơ cấu kinh doanh của TCM** sau khi công ty quyết định đóng cửa hai nhà máy sợi cotton OE tại Tân Bình và Long An vào năm 2017 – chiếm khoảng 54% tổng công suất sợi thời điểm đó. Quyết định này được đưa ra trong bối cảnh nhu cầu sợi OE trên thị trường suy giảm mạnh, đồng thời biên lợi nhuận gộp của loại sợi này ở mức rất thấp, không còn đem lại hiệu quả kinh tế cho doanh nghiệp.
- **Từ sau năm 2017, TCM duy trì hoạt động ổn định với hai nhà máy sản xuất sợi cotton CD** tại Quận 4 và Trảng Bàng, với công suất bình quân khoảng 9.000 tấn/năm. So với sợi OE, sợi CD có ưu thế vượt trội về biên lợi nhuận gộp nhờ hai yếu tố chính: nhu cầu ngày càng gia tăng đối với sợi chất lượng cao từ các thị trường xuất khẩu và đặc tính kỹ thuật giúp giảm tỷ lệ hao hụt trong quá trình sản xuất. Điều này góp phần nâng cao hiệu quả vận hành và khả năng sinh lời cho mảng sợi còn lại của công ty.
- **Hiện tại, phần lớn doanh nghiệp sợi tại Việt Nam, bao gồm cả TCM, tập trung sản xuất sợi cotton CD bằng công nghệ nôi cọc** – cho ra sản phẩm có giá bán cao và biên lợi nhuận tốt hơn so với sợi cotton OE được sản xuất bằng công nghệ Rotor.

TCM giữ nguyên năng lực sản xuất sợi



So sánh 2 loại sợi cotton

	Chỉ tiêu so sánh	Sợi CD	Sợi OE
Đầu vào	Loại bông	Xơ bông dài	Xơ bông ngắn
Sản xuất	Chỉ số Ne2	20 – 40	10 - 30
	Tỷ lệ hao hụt	13%	18%
Đầu ra	Nhu cầu sử dụng	80% - 85%	15% - 20%
	BLNG	8% - 10%	6% - 9%



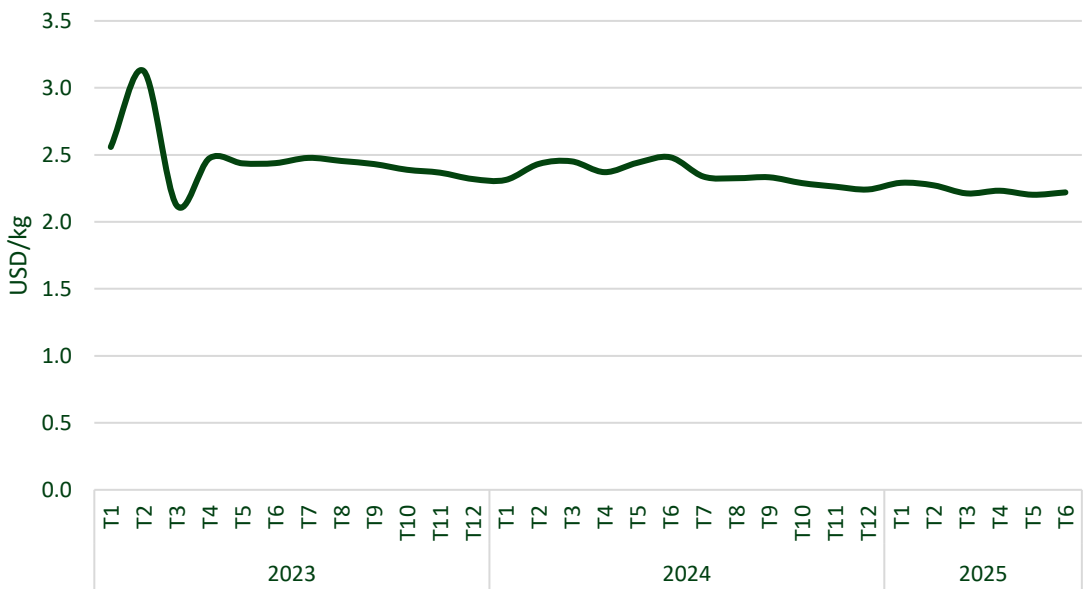
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

3. MẢNG SỢI - Duy trì sản xuất chủ yếu để phục vụ nhu cầu nội bộ

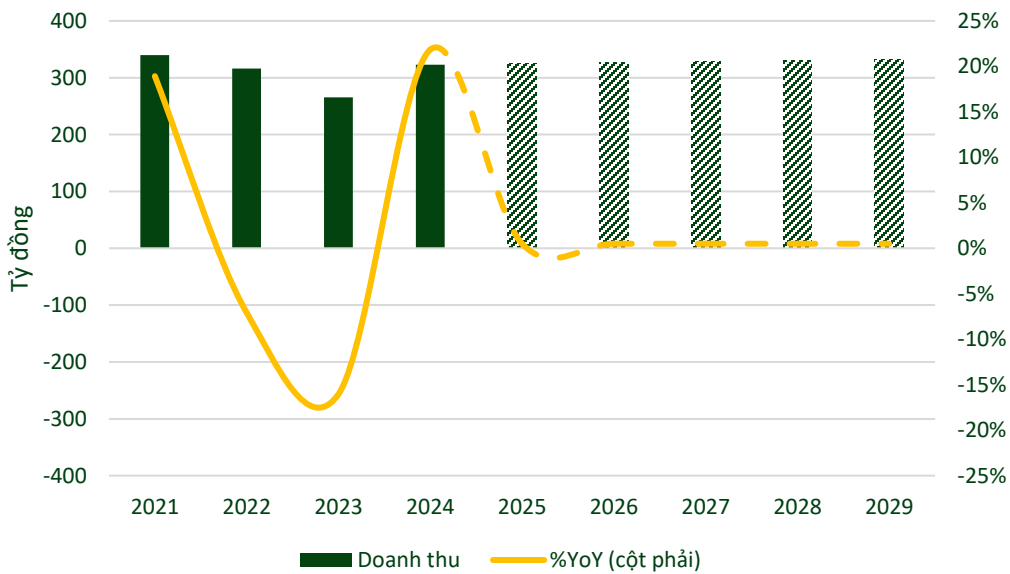
3.3. Đầu ra: Giá bán và sản lượng tiêu thụ phụ thuộc nhu cầu tại Trung Quốc

- **Hoạt động xuất khẩu sợi của TCM hiện chủ yếu tập trung vào thị trường Trung Quốc.** Với cơ cấu sản phẩm gồm chủ yếu sợi cotton CD và sợi pha, có chất lượng phổ thông, giá bán của TCM hiện tương đương với mức giá trung bình của ngành sợi Việt Nam. Do không tạo được lợi thế về chất lượng hay thương hiệu, biên giá bán của doanh nghiệp nhìn chung bị bó hẹp trong mặt bằng chung toàn ngành. Trong bối cảnh nhu cầu nhập khẩu sợi của Trung Quốc suy yếu kể từ cuối 2024 đến nay, giá bán sợi của Việt Nam nói chung và của TCM nói riêng ghi nhận tiếp tục xu hướng giảm.
- **Với sản lượng tiêu thụ duy trì ổn định và biên giá không có nhiều dư địa cải thiện, doanh thu mảng sợi của TCM nhiều khả năng sẽ tiếp tục dao động ở mức thấp trong giai đoạn tới, chủ yếu phụ thuộc vào biến động giá bán thay vì tăng trưởng sản lượng.** Qua đó, đóng góp của mảng này vào tăng trưởng chung của công ty được đánh giá là không đáng kể.

Giá sợi xuất khẩu trung bình của Việt Nam



Dự phóng doanh thu sợi của TCM





II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

4. Mảng bất động sản - Triển vọng khả quan từ dự án TC Tower

- Mảng bất động sản vẫn chưa được đưa vào mô hình định giá của chúng tôi tại thời điểm hiện tại, do dự án TC Tower – dự án duy nhất trong danh mục phát triển bất động sản của TCM – vẫn đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. Cụ thể, đến cuối quý II/2025, dự án vẫn đang trong giai đoạn xin phê duyệt chủ trương đầu tư, với thời điểm dự kiến hoàn tất là tháng 9/2025.
- TCM đã chính thức tái khởi động dự án TC Tower trong năm 2024 sau gần một thập kỷ trì hoãn kể từ khi bị đình trệ vào năm 2014 (chủ yếu do vướng mắc pháp lý và TCM chưa thu xếp đủ vốn đầu tư). Đây là dự án nhà ở thương mại có quy mô trung bình, bao gồm 598 căn hộ phân khúc trung – cao cấp và 12 căn penthouse, với tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 1.700 tỷ đồng. Nếu triển khai đúng tiến độ và điều kiện thị trường thuận lợi, dự án có thể mang lại nguồn thu đột biến cho TCM, với doanh thu ước tính 2.800 tỷ đồng và lợi nhuận khoảng 1.100 tỷ đồng – tương đương gần 4 lần lợi nhuận sau thuế năm 2024 của doanh nghiệp.
- Với lợi nhuận ổn định và dòng tiền mặt tích lũy qua nhiều năm chúng tôi cho rằng TCM hoàn toàn có năng lực thực hiện dự án này. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo sát tiến độ pháp lý và triển khai thực tế của dự án để cập nhật vào mô hình định giá trong các báo cáo cập nhật.

T9/2025

Phê duyệt chủ trương đầu tư

Q1/2026

Giấy phép xây dựng

Q2/2026

Mở bán

Thi công

Q4/2027

Bàn giao





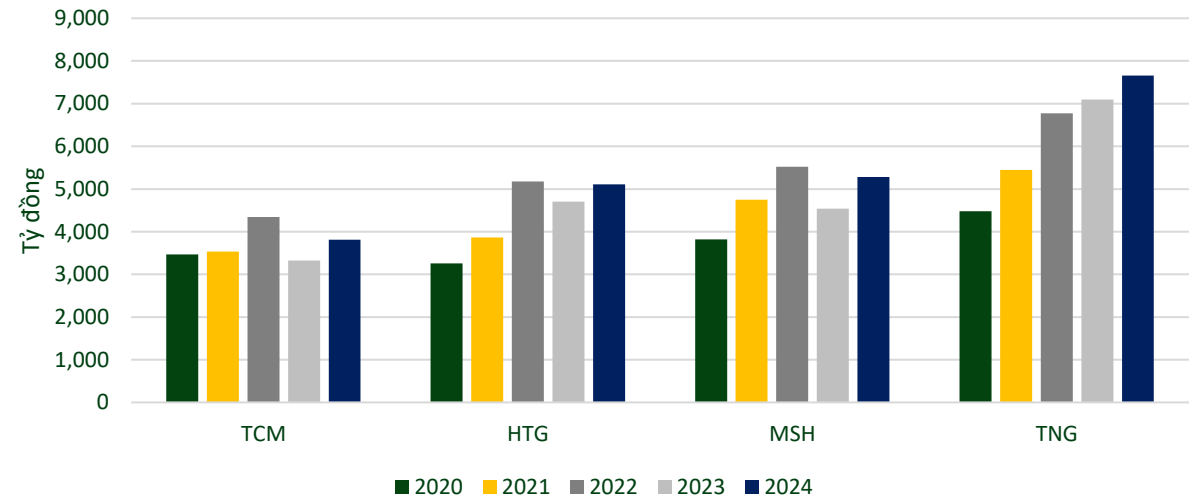
III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Tốc độ tăng trưởng doanh thu chậm; Biên lợi nhuận gộp tương đương các doanh nghiệp trong ngành.

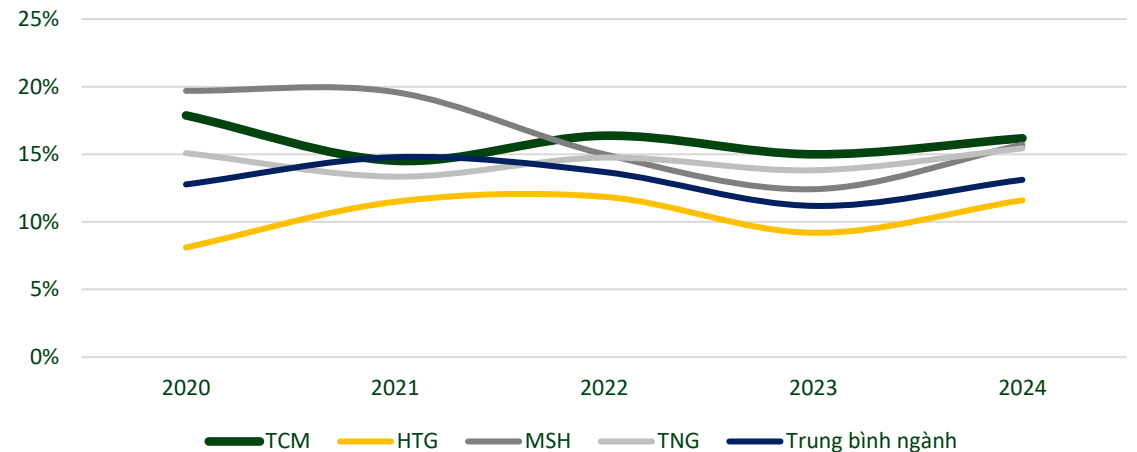
Trong giai đoạn 2020–2024, TCM ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu tương đối chậm so với các doanh nghiệp cùng ngành, chủ yếu đến từ 2 nguyên nhân: (i) khách hàng Mỹ chuyển đơn hàng sang các thị trường có chi phí thấp hơn (2023–2024); (ii) Khó khăn kéo dài của đối tác lớn E-Land trong giai đoạn 2020–2022, khi tập đoàn này tái cấu trúc. Cụ thể, doanh thu của TCM chỉ tăng từ khoảng 3.470 tỷ đồng năm 2020 lên xấp xỉ 3.811 tỷ đồng vào năm 2024, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 2,4% – thấp hơn đáng kể so với MSH (8,5%), HTG (11,9%) và TNG (14,3%).

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của TCM duy trì ổn định ở mức cao so với mặt bằng chung ngành và một số đối thủ cạnh tranh. Động lực duy trì sự ổn định đến từ việc doanh nghiệp không thay đổi đáng kể cơ cấu sản phẩm mangle may (75% doanh thu), tiếp tục tập trung vào các mặt hàng quần áo có BLNG dao động từ 13%–15%. Mức biên lợi nhuận cao hơn trung bình ngành phần lớn đến từ việc TCM có thêm mangle kinh doanh vải – với BLNG khoảng 20% – trong khi phần lớn các doanh nghiệp cùng ngành chỉ hoạt động trong lĩnh vực may mặc thuần túy. Trong suốt giai đoạn 2020–2024, BLNG của TCM dao động trong khoảng 15%–17%, cao hơn so với TNG (13%–15%) – doanh nghiệp thuần may xuất khẩu; và HTG (8%–11%), đơn vị sản xuất các mặt hàng có giá trị gia tăng thấp hơn

So sánh quy mô doanh thu của một số doanh nghiệp dệt may



So sánh BLNG của một số doanh nghiệp dệt may





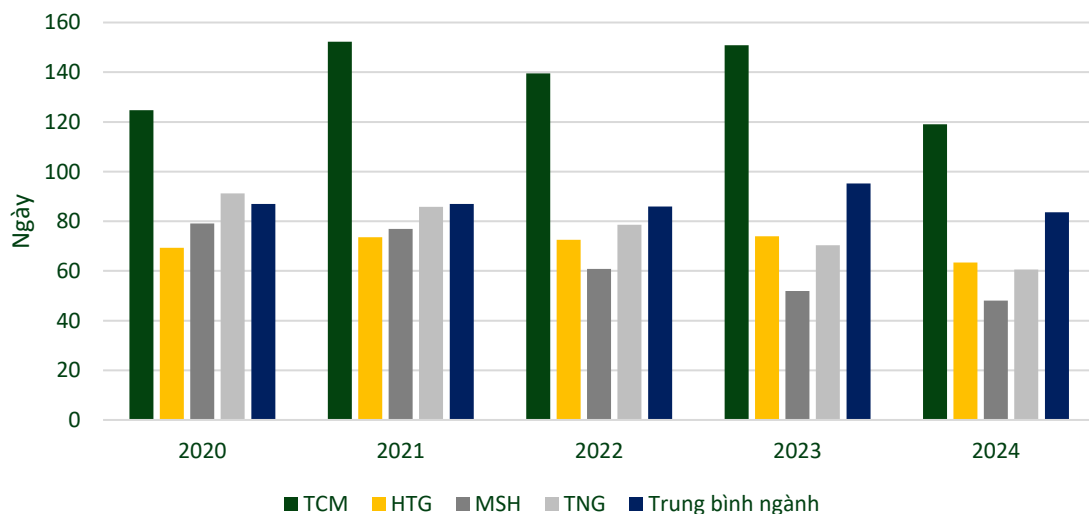
III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

2. Số ngày tồn kho cao hơn trung bình ngành do TCM phải vận hành toàn bộ chuỗi giá trị từ dệt đến cắt may.

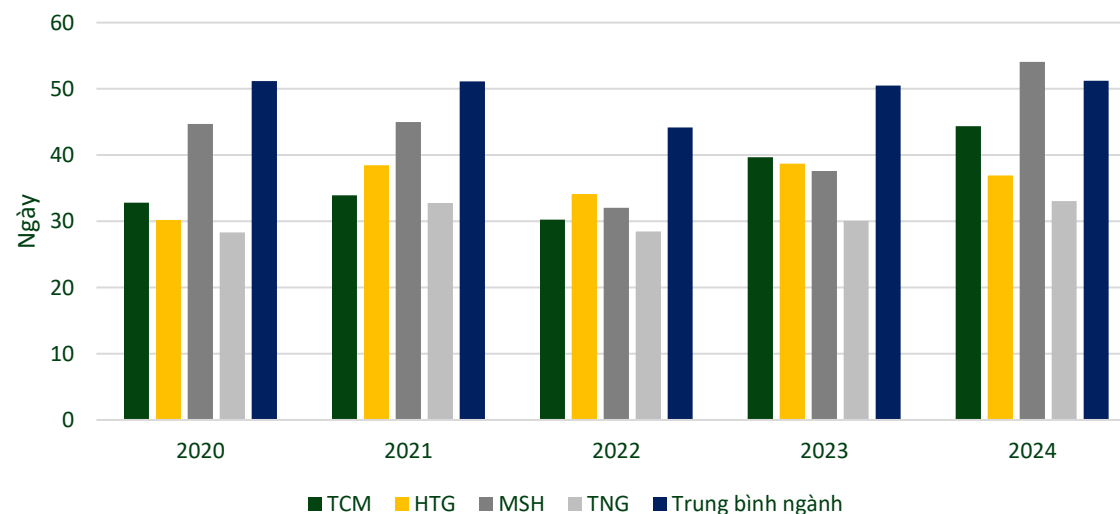
Tồn kho của TCM duy trì ở mức cao hơn trung bình ngành và nhóm doanh nghiệp so sánh do đặc thù mô hình tích hợp dọc – bao gồm kéo sợi, dệt nhuộm, may và trữ hàng vải đầu vào – khiến chu kỳ quay vòng hàng tồn kéo dài. Cụ thể, trong giai đoạn 2020–2024, số ngày tồn kho của TCM dao động quanh mức 130–160 ngày, cao hơn đáng kể so với trung bình ngành ở 90–110 ngày. Đây là hệ quả tất yếu của chiến lược chủ động chuỗi cung ứng, giúp TCM đảm bảo năng lực giao hàng nhưng đồng thời cũng làm gia tăng áp lực lên hiệu quả sử dụng vốn lưu động. Số ngày tồn kho của các doanh nghiệp dệt may thường biến động trong 1 khoảng nhất định do thời gian sản xuất phụ thuộc lớn và năng suất của công nhân – khó cải thiện nhanh chóng. Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp đang áp dụng hệ thống ERP để rút ngắn thời gian trong các khâu vận chuyển, kiểm soát lỗi, nhằm đẩy nhanh tốc độ giao hàng và nâng cao lợi thế cạnh tranh.

Số ngày phải thu của TCM duy trì ở mức thấp hơn trung bình ngành, tương tự như các doanh nghiệp trong nhóm so sánh, chúng tôi rằng nguyên nhân đến từ việc đây là nhóm các công ty dẫn đầu về quy mô và uy tín trong ngành dệt may, giúp nâng cao vị thế đàm phán với khách hàng và rút ngắn thời gian thu hồi công nợ so với phần còn lại của thị trường. Trong suốt giai đoạn 2020–2024, số ngày phải thu của TCM khoảng 25–30 ngày, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình toàn ngành (40–50 ngày).

So sánh số ngày tồn kho của một số doanh nghiệp dệt may



So sánh số ngày phải thu của một số doanh nghiệp dệt may





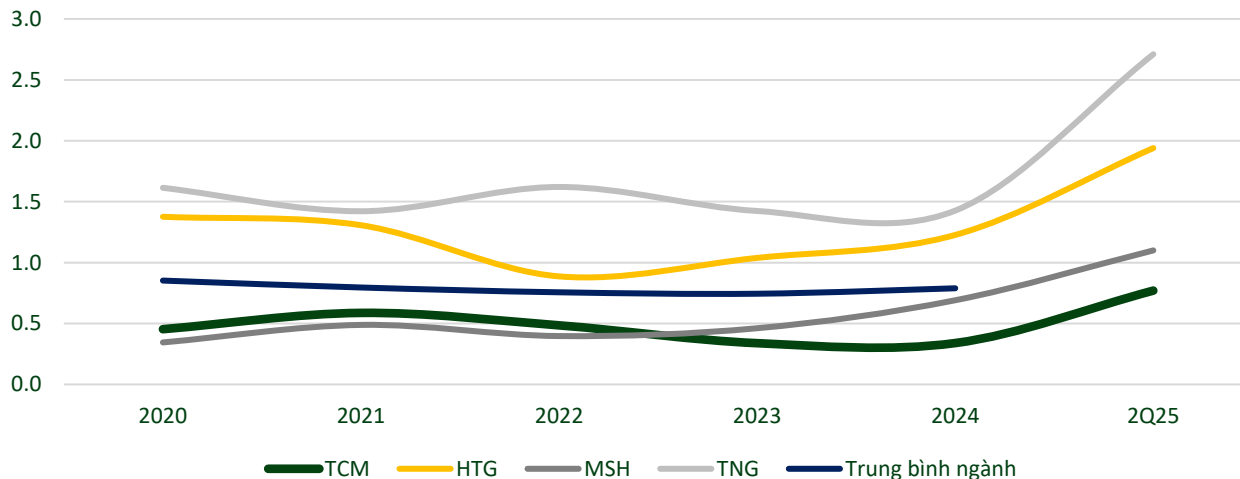
III. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

3. Tình hình tài chính lành mạnh giúp TCM chủ động cho dự án bất động sản trong tương lai

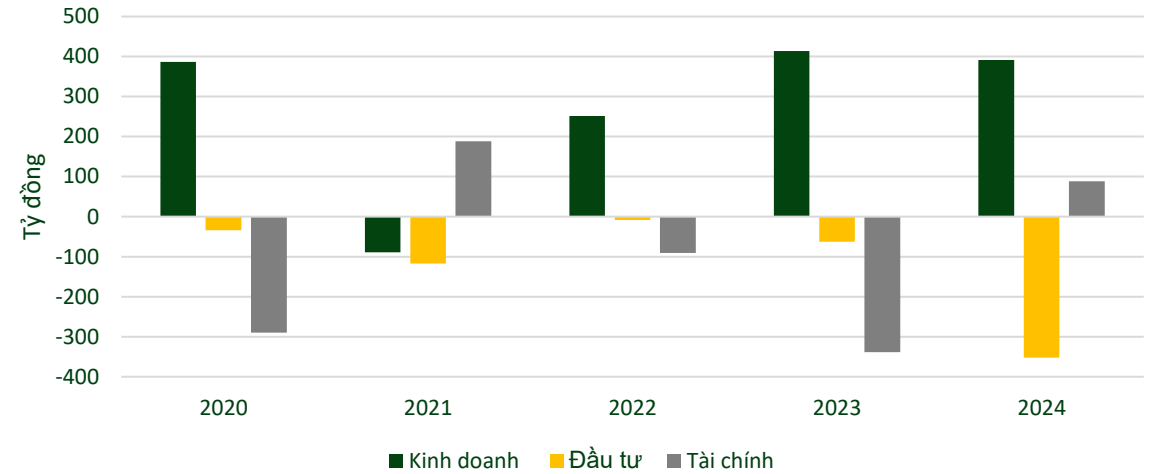
Tình hình tài chính lành mạnh tạo điều kiện thuận lợi cho kế hoạch phát triển dự án bất động sản trong tương lai. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu (nợ vay/VCSH) của TCM duy trì ở mức thấp nhất trong nhóm so sánh và thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành do doanh nghiệp không đầu tư mở rộng nhà máy mới, qua đó không phát sinh vay dài hạn. TCM chủ yếu vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động. Trong 2020-2024, tỷ lệ nợ vay/VCSH của TCM ở mức 0,4–0,5 lần thấp hơn đáng kể so với mức 1,0–2,5 của toàn ngành.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của TCM phần lớn được giữ lại thay vì sử dụng để chi trả cho đầu tư tài sản cố định, trong bối cảnh thị trường dật may trải qua nhiều biến động mạnh trong 2020-2024. Đến Q2/2025, tỷ lệ tiền mặt và tiền gửi của TCM chiếm 35,33% tài sản ngắn hạn (+5 đpt so với 2020).

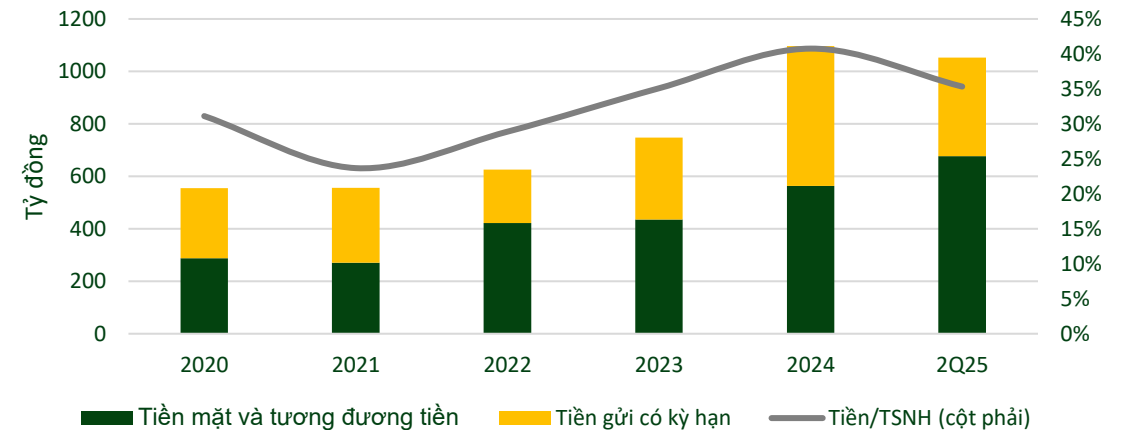
Tỷ lệ nợ vay/VCSH của một số doanh nghiệp dệt may



Lưu chuyển dòng tiền của TCM



Tỷ lệ Tiền/TSNH (tài sản ngắn hạn) của TCM





IV. TỔNG HỢP TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO

1. Triển vọng

➤ **Ngắn hạn:** doanh thu của TCM năm 2025 dự kiến tăng chậm, song biên lợi nhuận gộp (BLNG) kỳ vọng cải thiện nhờ tỷ trọng mảng vải tăng lên. Cụ thể,

Động lực tăng trưởng doanh thu vẫn đến từ mảng may, với đóng góp lớn từ khách hàng chiến lược E-Land, trong khi thị trường Mỹ tiếp tục hồi phục chậm do xu hướng dịch chuyển đơn hàng sang các quốc gia có chi phí sản xuất thấp hơn. Ngược lại, mảng vải được kỳ vọng tăng trưởng mạnh (khoảng +15% YoY) nhờ sản lượng từ nhà máy SY Vina đi vào khai thác tối đa công suất và nhu cầu tiêu thụ tại Nhật Bản phục hồi.

Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ +0,9 đpt, đạt 17,1% chủ yếu nhờ mảng vải gia tăng trong cơ cấu doanh thu (BLNG vải trung bình đạt 20%-25%). Bên cạnh đó giá bông duy trì ở mức thấp từ đầu năm cũng hỗ trợ giảm chi phí đầu vào.

➤ **Trung hạn:** triển vọng tăng trưởng của TCM tích cực hơn khi mảng may lấy lại đà hồi phục, còn mảng vải duy trì tốc độ tăng ổn định – doanh thu TCM kỳ vọng tăng 7,6%/năm trong 2026-2029, đến 2029 đạt 5.432 tỷ đồng. BLNG kỳ vọng cải thiện nhẹ. Cụ thể

Doanh thu mảng may giai đoạn 2026–2029 dự kiến tăng trưởng bình quân 8,3%/năm, đạt 4.044 tỷ đồng vào năm 2029, nhờ ba yếu tố: (1) Thị trường Mỹ phục hồi từ 2026 khi các TCM dần chuyển đổi sang các sản phẩm phức tạp hơn, theo đó thu hút được đơn hàng mới; (2) Doanh thu từ E-Land duy trì xu hướng tăng nhờ mở rộng các thương hiệu thời trang chủ lực tại châu Á; (3) Thị trường EU mở rộng đáng kể nhờ tận dụng ưu đãi thuế từ EVFTA. Ở mảng vải, doanh thu giai đoạn 2026–2029 dự phóng tăng trưởng 8,2%/năm, đạt 964 tỷ đồng vào 2029, được hỗ trợ bởi nhu cầu bền vững tại Việt Nam và Nhật Bản.

BLNG toàn công ty trong giai đoạn này kỳ vọng duy trì ở mức 16–17%, nhờ tập trung sản xuất sản phẩm quần áo có độ phức tạp cao, tương ứng có biên lợi nhuận gộp cao hơn và gia tăng tỷ trọng đóng góp từ mảng vải.

2. Rủi ro

➤ Nguy cơ kéo dài tình trạng sụt giảm đơn hàng tại Mỹ nếu TCM không thể sớm đa dạng sản phẩm cắt may để thu hút khách hàng mới.

➤ Phụ thuộc lớn vào E-Land khiến triển vọng đơn hàng của TCM chịu ảnh hưởng đáng kể nếu hoạt động tiêu dùng tại Hàn Quốc và Trung Quốc không phục hồi như kỳ vọng, đặc biệt trong bối cảnh E-Land hiện đang là đối tác đóng góp phần lớn sản lượng may xuất khẩu của công ty. Thêm vào đó, áp lực cạnh tranh tại thị trường Trung Quốc có thể gia tăng khi các thương hiệu thời trang nội địa chuyển hướng tập trung mạnh hơn vào thị trường trong nước, sau khi bị áp mức thuế cao tại Mỹ



IV. TỔNG HỢP TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO

3. Tóm tắt các giả định chính trong dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025:

Đơn vị: Tỷ đồng	2025F	%YoY	Tóm tắt giả định chính
Doanh thu thuần	4.021	+5,5%	
May mặc	2.942	+6,3%	Tăng trưởng chủ yếu đến từ sự ổn định của các đơn hàng là từ khách hàng lớn E-Land – có triển vọng kinh doanh tốt tại các thị trường châu Á, trong khi thị trường Mỹ hồi phục chậm.
Vải	679	+15,2%	Doanh thu vải tăng trưởng cao nhờ tăng công suất mangle vải dệt thoi từ việc mua nhà máy sợi SY Vina.
Sợi	324	+0,5%	Doanh thu sợi kỳ vọng đi ngang khi cả giá bán và sản lượng khó tăng trong bối cảnh nhu cầu thị trường Trung Quốc thấp.
Biên lợi nhuận gộp	17,1%	+0,9 đpt	Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ do tăng tỷ trọng mangle vải. Ngoài ra BLNG cũng được hỗ trợ bởi giá bông đầu vào ở mức thấp.
Thu nhập tài chính	92	+1,8%	Tương đương trung bình 5 năm gần nhất
Chi phí tài chính (gồm lãi vay)	(75)	+21,1%	Giả định lãi suất vay ngắn hạn ở mức 4% và TCM phải duy trì tỷ lệ nợ vay tỷ lệ thuận với doanh thu để mua nguyên liệu.
Chi phí bán hàng và quản lý	(305)	+0,6%	Tăng tỷ lệ thuận với quy mô doanh thu
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	315	+14,3%	



Định giá:

Giả định mô hình	Giá trị		Giá trị
Hệ số Beta đòn bẩy	0,8	Phần bù rủi ro thị trường	10,5%
Chi phí sử dụng VCSH	11,2%	Tăng trưởng dài hạn	2%
WACC	9,0%	Thời gian dự phóng	5 năm
Lãi suất phi rủi ro 5 năm	2,8%		

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029
LNST cổ đông công ty mẹ	288,3	332,1	320,6	306,8	398,4
Chi phí phi tiền mặt	133,8	145,1	157,1	165,3	83,8
Đầu tư Vốn lưu động	-118,8	-91,8	-97,3	-124,1	-104,8
Đầu tư TSCĐ	-71,4	-55,1	-61,9	-69,3	-50,0
Vay nợ ròng	-13,3	43,1	50,6	62,9	57,2
FCFE	218,6	373,3	369,0	341,5	384,6
Giá trị hiện tại FCFE	256,3	326,0	294,3	240,5	256,2

Tổng giá trị hiện tại FCFE	1.373
(+) Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	2.437
(+) Tiền	563
Giá trị vốn chủ sở hữu	4,375
Số cổ phiếu (triệu cổ phiếu)	112
Giá cổ phiếu (VNĐ/cp)	39.000

Trong báo cáo định giá này, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền tự do cho chủ sở hữu doanh nghiệp FCFE để xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu **TCM** là 39.000 VNĐ/cp, cao hơn 19,4% so với mức giá đóng cửa ngày 13/08/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu TCM. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật khi có thêm thông tin về tình hình đơn hàng và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

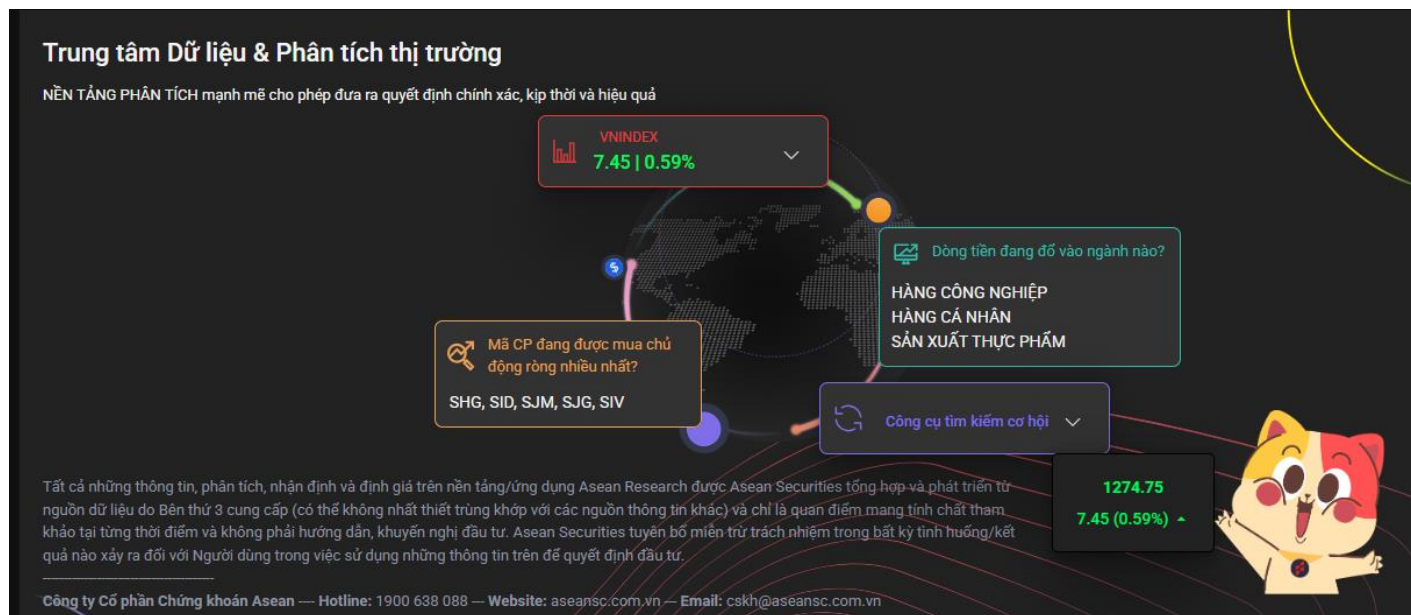


- NHÀ ĐẦU TƯ VUI LÒNG MỞ TÀI KHOẢN TẠI CÔNG TY CHỨNG KHOÁN ASECAN ĐỂ XEM BÁO CÁO ĐẦY ĐỦ.
- NHÀ ĐẦU TƯ CÓ THỂ THAM GIA NHÓM TƯ VẤN ZALO TẠI:



Mở Zalo, bấm quét QR để quét và
xem trên điện thoại

- NHÀ ĐẦU TƯ CÓ THỂ TRUY CẬP TRUNG TÂM DỮ LIỆU & PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG TẠI: <https://research.aseansc.com.vn/>



THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần chứng khoán ASEAN

Địa chỉ: Tầng 4,5,6,7 số 3 Đặng Thái Thân, P.Phan Chu Trinh, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

Webiste: www.aseansc.com.vn | Hotline: 1900 638 088

TRƯỞNG PHÒNG PHÂN TÍCH NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Hai.LP

Email: hai.lp@aseansc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này bao gồm các nhận định chủ quan và dựa trên nguồn thông tin tin cậy và cơ sở phân tích chi tiết, cẩn trọng. ASEANSC không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này đồng thời bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn ra quyết định cụ thể nào. Người sử dụng báo cáo nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định của chính mình. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền ASEANSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của ASEANSC đều trái luật.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG