

Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ56,500

Tiềm năng tăng/giảm: 4.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/7/2025)	54,200
Mã Bloomberg	TLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,950-71,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,467
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,686
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	179
Slg CP lưu hành (tr.đv)	86.5
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	86.5
Slg CP NN được mua (tr.đv)	60.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	29.8%
Tỷ lệ freefloat	33.4%
Cổ đông lớn	Thọ và bên liên quan (56.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Nguồn: Công ty, FactSet

Tóm tắt tài chính và định giá

Cuối năm: Thg12	12-24A	12-25F	12-26F
DT thuần (tỷ đồng)	3,759	4,146	4,541
EBITDA đc (tỷ đồng)	644	681	730
LNTT (tỷ đồng)	587	595	639
LNT ĐC (tỷ đồng)	561	572	611
FCF (tỷ đồng)	276	277	295
EPS ĐC (đồng)	4,806	4,855	5,216
DPS (đồng)	2,500	2,500	2,500
BVPS (đồng)	27,150	26,495	28,095
T.trưởng EBITDA (%)	25.0	5.73	7.28
T.trưởng EPS ĐC (%)	28.6	1.03	7.43
Tăng trưởng DPS (%)	(28.6)	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	17.1	16.4	16.1
Tỷ suất LNTT (%)	15.6	14.3	14.1
Tỷ suất LNT ĐC (%)	12.3	11.2	11.0
Tỷ lệ LN trả CT (%)	52.0	51.5	47.9
Nợ thuần/VCSH (%)	(8.48)	0.73	1.44
ROAE (%)	20.8	20.1	21.2
ROACE (%)	24.3	24.5	26.0
EV/doanh thu (lần)	1.19	1.13	1.04
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.96	6.90	6.45
P/E ĐC (lần)	11.3	11.2	10.4
P/B (lần)	2.00	2.05	1.93
Lợi suất cổ tức (%)	4.61	4.61	4.61

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TLG là nhãn hiệu văn phòng phẩm hàng đầu Việt Nam, với danh mục sản phẩm đa dạng gồm bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ học sinh và dụng cụ mỹ thuật.

Chuyên viên phân tích

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA

Trưởng phòng

giang.bnc@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng

my.th@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 362

Q2/2025: Lợi nhuận thấp hơn dự báo 10%

- TLG ghi nhận doanh thu Q2/2025 đạt 1.245 tỷ đồng, tăng 3% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận thuần giảm 8% so với cùng kỳ xuống 223 tỷ đồng, thấp hơn 10% so với dự báo của HSC. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhưng chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh đã kéo giảm lợi nhuận.
- Xét theo thị trường, doanh thu trong nước giảm 2% so với cùng kỳ, nhiều khả năng do gián đoạn tại kênh bán hàng truyền thống. Ngược lại, doanh thu xuất khẩu phục hồi mạnh, tăng 21% so với cùng kỳ.
- Chúng tôi đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Sự kiện: Công bố KQKD Q2/2025

TLG ghi nhận doanh thu Q2/2025 đạt 1.245 tỷ đồng, chỉ tăng 3% so với cùng kỳ và thấp hơn 18% so với mục tiêu 1.516 tỷ đồng được chia sẻ tại sự kiện Emerging Vietnam do HSC tổ chức vào tháng 6, nhiều khả năng do ảnh hưởng từ luật thuế mới đối với hộ kinh doanh cá thể và chiến dịch kiểm soát hàng giả, hàng không truy xuất được nguồn gốc, gây gián đoạn hoạt động của kênh bán hàng truyền thống.

Lợi nhuận gộp tăng 15% so với cùng kỳ đạt 671 tỷ đồng, nâng tỷ suất lợi nhuận gộp lên mức 53,8% từ 48,5% trong Q2/2024, chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận trong nước cải thiện mạnh. Tuy nhiên, chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh 37% so với cùng kỳ lên 407 tỷ đồng, kéo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu lên mức 32,7% từ 24,6%. Đặc biệt, chi phí marketing tăng mạnh 161% so với cùng kỳ lên 196 tỷ đồng, do TLG tổ chức Hội nghị Nhà phân phối và Khách hàng 2025 tại Đà Nẵng từ ngày 21–23/6, với sự tham gia của gần 1.000 khách hàng và nhà phân phối thân thiết. Do đó, lợi nhuận thuần Q2/2025 giảm 8% so với cùng kỳ xuống 223 tỷ đồng, thấp hơn 10% so với dự báo của HSC.

Tính chung nửa đầu năm 2025, doanh thu thuần tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ lên 2.015 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần giảm 9% so với cùng kỳ xuống 302 tỷ đồng.

Xuất khẩu tăng mạnh trong Q2/2025

Theo thị trường, doanh thu trong nước giảm 2% so với cùng kỳ xuống 932 tỷ đồng, nhiều khả năng do gián đoạn tại kênh bán hàng truyền thống. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp trong nước cải thiện mạnh, tăng lên mức 59,5% từ 51,5% trong Q2/2024 và 46,7% trong Q1/2025. Việc tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện được hỗ trợ bởi đợt tăng giá nhẹ trong tháng 4–5, cơ cấu sản phẩm có lợi hơn nhờ tập trung vào các dòng sản phẩm chủ lực của TLG, và hiệu quả chi phí được nâng cao thông qua tối ưu chuỗi cung ứng và quản lý hàng tồn kho.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 31/7.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q2/2025 & 6 tháng đầu năm 2025, TLG

Lợi nhuận thuần giảm 8% so với cùng kỳ trong Q2 và giảm 9% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T24	6T25	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,207	1,246	3.2%	2,016	2,040	1.2%
Lợi nhuận gộp	586	671	14.5%	929	1,010	8.7%
Chi phí bán hàng	207	325	57.4%	363	490	35.0%
Chi phí quản lý	91	82	-9.4%	173	161	-6.9%
Lợi nhuận thuần	242	223	-8.1%	331	302	-8.8%

Nguồn: TLG

Doanh thu xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ, tăng 21% so với cùng kỳ lên 314 tỷ đồng, sau khi ghi nhận sự suy yếu trong Q1/2025, với mức giảm 10% so với cùng kỳ do gián đoạn tạm thời bởi thiên tai tại Myanmar - một thị trường trọng điểm của các sản phẩm mang thương hiệu TLG. Đơn hàng đã phục hồi trong Q2/2025, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp xuất khẩu giữ ổn định ở mức 37%, so với 38% trong Q2/2024 và 35,7% trong Q1/2025.

Xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu

Cho năm 2025, HSC dự báo doanh thu thuần đạt 4.146 tỷ đồng, tăng trưởng 10%, và lợi nhuận thuần đạt 466 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 1%. TLG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,8 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 9,8 lần. TLG sẽ tổ chức buổi gặp gỡ các chuyên viên phân tích vào thứ Năm tuần tới (do HSC chủ trì) và chúng tôi sẽ cập nhật thêm sau sự kiện này.

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu.

Bảng 2: Các chỉ số chính, TLG

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng đáng kể

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	Chênh lệch (điểm cơ bản)	6T24	6T25	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48.5%	53.8%	530	46.1%	49.5%	342
Chi phí BH / Doanh thu	17.1%	26.1%	898	18.0%	24.0%	601
Chi phí QL / Doanh thu	7.5%	6.6%	(92)	8.6%	7.9%	(69)
Tỷ suất lợi nhuận thuần	20.1%	17.9%	(220)	16.4%	14.8%	(162)

Nguồn: TLG

Bảng 3: Cơ cấu doanh thu thuần, TLG

Doanh thu xuất khẩu tăng mạnh

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T24	6T25	% so với cùng kỳ
Trong nước	947	932	-1.6%	1,442	1,443	0.1%
Xuất khẩu	260	314	20.7%	574	597	4.1%
Tổng	1,207	1,246	3.2%	2,016	2,040	1.2%

Nguồn: TLG

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,462	3,759	4,146	4,541	4,976
Lợi nhuận gộp	1,513	1,675	1,841	1,986	2,168
Chi phí BH&QL	(1,087)	(1,127)	(1,265)	(1,365)	(1,485)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	425	549	576	620	683
Lãi vay thuần	7.55	13.8	5.16	4.67	4.67
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(4.00)	1.20	0	0	0
Lợi nhuận khác	15.3	16.5	7.62	7.62	7.62
LN không thường xuyên	7.99	6.83	6.50	6.43	7.05
LNTT	452	587	595	639	702
Chi phí thuế TNDN	(95.8)	(127)	(128)	(138)	(151)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.77)	(1.47)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	359	462	466	501	550
Lợi nhuận thuần ĐC	451	561	572	611	665
EBITDA ĐC	515	644	681	730	797
EPS (đồng)	3,737	4,806	4,855	5,216	5,730
EPS ĐC (đồng)	3,737	4,806	4,855	5,216	5,730
DPS (đồng)	3,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	86.5	86.5	86.5	86.5	86.5
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	86.5	86.5	86.5	86.5	86.5
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	86.5	86.5	86.5	86.5	86.5

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	243	700	509	492	486
Đầu tư ngắn hạn	447	361	361	361	361
Phải thu khách hàng	439	649	714	809	918
Hàng tồn kho	832	785	929	1,068	1,232
Các tài sản ngắn hạn khác	113	176	179	183	187
Tổng tài sản ngắn hạn	2,074	2,671	2,693	2,913	3,184
TSCĐ hữu hình	550	505	485	445	400
TSCĐ vô hình	25.6	23.4	18.7	15.3	11.9
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	26.8	27.0	27.0	27.0	27.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	36.0	37.2	37.2	37.2	37.2
Tài sản dài hạn khác	95.6	96.3	119	138	158
Tổng tài sản dài hạn	734	689	687	663	635
Tổng cộng tài sản	2,808	3,360	3,380	3,576	3,819
Nợ ngắn hạn	250	487	511	511	511
Phải trả người bán	194	260	288	319	351
Nợ ngắn hạn khác	180	182	201	222	243
Tổng nợ ngắn hạn	660	986	1,062	1,120	1,180
Nợ dài hạn	33.5	6.20	6.20	6.20	6.20
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	33.5	6.20	6.20	6.20	6.20
Tổng nợ phải trả	714	1,012	1,089	1,147	1,207
Vốn chủ sở hữu	2,094	2,347	2,291	2,429	2,612
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	2,094	2,347	2,291	2,429	2,612
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,808	3,360	3,380	3,576	3,819
BVPS (đ)	24,221	27,150	26,495	28,095	30,210
Nợ thuần*/(tiền mặt)	40.4	(207)	7.67	25.2	30.8

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	425	549	576	620	683
Khấu hao	(89.9)	(95.2)	(105)	(110)	(115)
Lãi vay thuần	7.55	13.8	5.16	4.67	4.67
Thuế TNDN đã nộp	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(295)	(314)	(308)	(337)	(388)
Khác	11.1	15.4	(15.0)	(15.3)	(16.2)
LCT thuần từ HKKD	249	359	378	398	414
Đầu tư TS dài hạn	(107)	(83.2)	(101)	(103)	(105)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	2.62	4.70	0	0	0
Khác	(86.6)	115	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(191)	36.4	(101)	(103)	(105)
Cổ tức trả cho CSH	(272)	(157)	(303)	(303)	(303)
Thu từ phát hành CP	9.80	(0.30)	0	0	0
Tăng/giảm nợ	37.1	209	24.3	0	0
Khác	0	0	(189)	(10.5)	(12.0)
LCT thuần từ HĐTC	(225)	51.7	(468)	(313)	(315)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	405	243	700	509	492
LCT thuần trong kỳ	(167)	447	(191)	(17.6)	(5.56)
Ảnh hưởng của tỷ giá	5.03	9.70	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	243	700	509	492	486
Dòng tiền tự do	142	276	277	295	309

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	43.7	44.6	44.4	43.7	43.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.9	17.1	16.4	16.1	16.0
Tỷ suất LNT (%)	10.4	12.3	11.2	11.0	11.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	21.6	21.6	21.6	21.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.68)	8.57	10.3	9.51	9.58
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(6.12)	25.0	5.73	7.28	9.19
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(7.99)	24.3	1.92	6.91	8.86
Tăng trưởng EPS (%)	(10.4)	28.6	1.03	7.43	9.85
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.4)	28.6	1.03	7.43	9.85
Tăng trưởng DPS (%)	0	(28.6)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	93.7	52.0	51.5	47.9	43.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.7	20.8	20.1	21.2	21.8
ROACE (%)	20.3	24.3	24.5	26.0	26.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.22	1.22	1.23	1.31	1.35
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.65	0.66	0.64	0.61
Số ngày tồn kho	156	138	147	153	160
Số ngày phải thu	82.2	114	113	116	119
Số ngày phải trả	36.3	45.6	45.6	45.6	45.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.11	(8.48)	0.73	1.44	1.59
Nợ/tài sản (%)	10.2	14.9	15.6	14.7	13.8
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.56	0.78	0.77	0.72	0.66
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.15	2.71	2.53	2.60	2.70
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.37	1.19	1.13	1.04	0.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.18	6.96	6.90	6.45	5.92
P/E (lần)	14.5	11.3	11.2	10.4	9.46
P/E ĐC (lần)	14.5	11.3	11.2	10.4	9.46
P/B (lần)	2.24	2.00	2.05	1.93	1.79
Lợi suất cổ tức (%)	6.46	4.61	4.61	4.61	4.61

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn