

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ63,200 (từ VNĐ56,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/9/2025)	53,800
Mã Bloomberg	TLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,950-71,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	53,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,651
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	176
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



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.46	0.19	14.1
So với chỉ số	(10.2)	(22.5)	(18.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,758	4,902	(2.9)
2026F	5,349	5,605	(4.6)
2027F	5,904	6,493	(9.1)

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

Kỳ vọng lợi nhuận Q3/2025 tăng mạnh; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TLG với giá mục tiêu 63.200đ, cao hơn 12% so với giá mục tiêu trước đó. Sau KQKD kém trong Q2/2025 do gián đoạn kênh bán hàng truyền thống, chúng tôi kỳ vọng KQKD sẽ phục hồi trong Q3/2025 khi các nhà phân phối tăng cường tích trữ hàng để chuẩn bị cho mùa tựu trường.
- Chúng tôi giảm 2% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2025 nhưng vẫn kỳ vọng lợi nhuận tăng mạnh 20% trong Q3/2025 và tăng 19% trong nửa cuối năm 2025. Cho năm 2026 và 2027, lợi nhuận được dự báo tăng trưởng lần lượt 12% và 10% (sau khi điều chỉnh tăng 3% dự báo cho mỗi năm), với động lực tăng trưởng từ xuất khẩu và kế hoạch hợp nhất PNC từ năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua, TLG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2021 ở mức 9,7 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025

Doanh thu Q2/2025 của TLG đạt 1.246 tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ), thấp hơn 18% so với mục tiêu của Công ty đề ra, do các chính sách thuế mới và các đợt truy quét hàng giả đã ảnh hưởng đến doanh thu kênh bán hàng truyền thống (giảm 7% so với cùng kỳ). Doanh thu trong nước giảm 2% so với cùng kỳ, bất chấp sự hỗ trợ phần nào từ doanh thu kênh bán hàng hiện đại (tăng 11%) và doanh thu kênh thương mại điện tử (tăng 97%). Doanh thu xuất khẩu phục hồi 21% so với cùng kỳ nhờ sự cải thiện của doanh thu OEM (tăng 28%) và doanh thu FlexOffice (tăng 15%) sau kết quả kém trong quý 1. Việc thay đổi phương thức hạch toán đã đẩy tỷ suất lợi nhuận gộp lên 53,8% (tăng 530 điểm cơ bản) nhưng cũng làm tăng tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu lên 26,1% (tăng 898 điểm cơ bản). Lợi nhuận thuần giảm 8% trong Q2/2025 và giảm 9% trong nửa đầu năm 2025.

Tác động: Kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong nửa cuối năm 2025

HSC kỳ vọng KQKD Q3/2025 sẽ tăng mạnh khi các đơn vị phân phối tăng cường tích trữ hàng trở lại để chuẩn bị cho mùa tựu trường, điều này sẽ hỗ trợ cho đà phục hồi của cả doanh thu trong nước và tổng doanh thu. Mặc dù điều chỉnh giảm 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 457 tỷ đồng do KQKD Q2/2025 kém, chúng tôi vẫn dự báo lợi nhuận nửa cuối năm 2025 tăng 19% so với cùng kỳ.

Cho năm 2026, chúng tôi dự báo lợi nhuận tăng trưởng 12% đạt 514 tỷ đồng (điều chỉnh tăng 3%). Cho năm 2027, lợi nhuận dự kiến tăng trưởng 10% đạt 567 tỷ đồng (cũng điều chỉnh tăng 3%), với doanh thu xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính. Việc hợp nhất PNC từ năm 2026 cũng đã được phản ánh vào các dự báo trên.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 3 tháng qua, TLG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2021 ở mức 9,7 lần. Tuy nhiên, so với các công ty cùng ngành trong khu vực, cổ phiếu có mức định giá thấp với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 10,1 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân quá khứ ở mức 18,9 lần, như thường lệ.

HSC điều chỉnh tăng 12% giá mục tiêu đối với TLG lên 63.200đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận từ năm 2026 trở đi. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 17% tại giá mục tiêu mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 4/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	515	644	664	744	819
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	359	462	457	514	567
EPS ĐC (đồng)	3,737	4,806	4,758	5,349	5,904
DPS (đồng)	3,500	2,500	2,500	2,500	2,500
BVPS (đồng)	24,221	27,150	26,397	28,131	30,419
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.11	6.90	7.05	6.69	6.03
P/E ĐC (lần)	14.4	11.2	11.3	10.1	9.11
Lợi suất cổ tức (%)	6.51	4.65	4.65	4.65	4.65
P/B (lần)	2.22	1.98	2.04	1.91	1.77
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.4)	28.6	(1.00)	12.4	10.4
ROAE (%)	17.7	20.8	19.7	21.8	22.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Doanh thu trong nước có khả năng phục hồi trong Q3/2025

KQKD Q2/2025 của TLG thấp hơn kỳ vọng của HSC, với doanh thu thấp hơn 18% so với mục tiêu do Công ty đề ra do gián đoạn ở kênh bán hàng truyền thống từ các chính sách thuế mới và các đợt truy quét hàng giả nghiêm ngặt hơn. Tuy nhiên, phần doanh thu này được kéo sang Q3/2025 khi các nhà phân phối tăng cường tích trữ hàng trở lại để đón đầu nhu cầu tăng vọt trong mùa tựu trường. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng mạnh trong Q3/2025 và nửa cuối năm 2025. Trong dài hạn, doanh thu xuất khẩu vẫn là động lực tăng trưởng chính. HSC giảm 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 do KQKD Q2/2025 kém tích cực, nhưng vẫn dự báo lợi nhuận Q3/2025 tăng 20% so với cùng kỳ và lợi nhuận nửa cuối năm 2025 tăng 19%. Cho năm 2026–2027, chúng tôi tăng 3% dự báo lợi nhuận, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt 12% và 10%, được thúc đẩy bởi doanh thu xuất khẩu và phản ánh việc hợp nhất PNC từ năm 2026. Theo đó, chúng tôi tăng 12% giá mục tiêu lên 63.200đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

KQKD Q2/2025 – thấp hơn kỳ vọng do gián đoạn kênh bán hàng truyền thống

Doanh thu Q2/2025 của TLG đạt 1.245 tỷ đồng, chỉ tăng 3% so với cùng kỳ và thấp hơn 18% so với mục tiêu do Công ty đề ra ở mức 1.516 tỷ đồng, do tác động của chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh và các đợt truy quét hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc đã làm gián đoạn kênh bán hàng truyền thống – vốn là kênh đóng góp chủ lực cho doanh thu trong nước.

Doanh thu trong nước giảm 1,7% so với cùng kỳ, do doanh thu kênh bán hàng truyền thống giảm 7% so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu kênh bán hàng hiện đại tăng 11% so với cùng kỳ. Doanh thu kênh thương mại điện tử vẫn tăng mạnh 97% so với cùng kỳ (Bảng 4).

Doanh thu xuất khẩu phục hồi mạnh, với mức tăng 21% so với cùng kỳ đạt 314 tỷ đồng. Đà phục hồi này diễn ra sau khi Công ty ghi nhận KQKD Q1/2025 kém tích cực, khi doanh thu xuất khẩu giảm 10% so với cùng kỳ do hoạt động xuất khẩu bị gián đoạn tạm thời do thiên tai ở Myanmar, thị trường quan trọng cho các sản phẩm mang thương hiệu TLG. Đơn hàng đã tăng trở lại trong Q2/2025, thúc đẩy sự phục hồi.

Theo phân khúc, doanh thu FlexOffice (FO – các sản phẩm mang thương hiệu của TLG) tăng 15% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu OEM vẫn tích cực, tăng 28% so với cùng kỳ (Bảng 5).

Việc thay đổi phương pháp hạch toán làm tỷ suất lợi nhuận gộp và chi phí bán hàng tăng cao

Từ Q2/2025, TLG đã thay đổi phương pháp hạch toán đối với chi phí khuyến mãi cho các đơn vị phân phối. Trước đây, đối với sản phẩm khuyến mãi cho các nhà phân phối, Công ty không ghi nhận doanh thu mà chỉ ghi nhận giá vốn hàng bán liên quan. Nhưng từ Q2/2025 trở đi, TLG ghi nhận cả doanh thu và giá vốn hàng bán tương ứng, cũng như chi phí bán hàng đối với các sản phẩm khuyến mãi này.

Việc thay đổi phương pháp hạch toán làm doanh thu và chi phí bán hàng tăng tương ứng. Do đó, trong Q2/2025, lợi nhuận gộp tăng mạnh cùng với chi phí bán hàng, nên tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng cao (Bảng 2).

Bảng 1: KQKD Q2 và 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	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% 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

Bảng 2: Các chỉ số quan trọng, TLG

Trong Q2/2025, tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng do Công ty thay đổi cách hạch toán

	Q2/2024	Q2/2025	Chênh lệch (điểm cơ bản)	6T2024	6T2025	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48.5%	53.8%	530	46.1%	49.5%	342
Chi phí bán hàng / doanh thu	17.1%	26.1%	898	18.0%	24.0%	601
Chi phí quản lý / 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 theo thị trường, TLG

Doanh thu xuất khẩu phục hồi mạnh trong Q2/2025

Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% 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

Bảng 4: Cơ cấu doanh thu trong nước theo kênh phân phối, TLG

Doanh thu qua kênh bán hàng truyền thống giảm 7% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
Kênh bán hàng truyền thống	807	748	-7.3%	1,179	1,127	-4.4%
Kênh bán hàng hiện đại	72	80	11.0%	142	138	-2.8%
Thương mại điện tử	32	63	97.0%	43	92	114.0%
Khác	35	40	13.5%	78	86	10.6%
Tổng	947	932	-1.6%	1,442	1,443	0.1%

Nguồn: TLG

Bảng 5: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu, TLG

Doanh thu sản phẩm OEM vẫn tăng mạnh trong khi doanh thu mảng FO đã phục hồi

Tỷ đồng	Q2/2024	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2024	6T2025	% so với cùng kỳ
OEM	112	143	27.8%	225	294	30.7%
FO	148	171	15.2%	349	303	-13.1%
Tổng	260	314	20.7%	574	597	4.1%

Nguồn: TLG

Triển vọng nửa cuối năm 2025: Doanh thu dự kiến phục hồi trong mùa tựu trường

Quý 2 thường là mùa cao điểm cho doanh thu trong nước khi các nhà phân phối tích trữ hàng để chuẩn bị cho mùa tựu trường, thường bắt đầu vào tháng 8. Trong Q2/2025, doanh thu trong nước giảm 1,6% so với cùng kỳ. Trong khi đó, nếu loại trừ tác động của phương pháp hạch toán mới, doanh thu trong nước sẽ giảm 12% so với cùng kỳ. So với quý trước, doanh thu trong nước (từ HĐKD cốt lõi) cải thiện 63%, nhưng vẫn thấp hơn so với mức tăng 91% (so với quý trước) trong Q2/2024. Phần doanh thu này được đưa sang Q3/2025 khi các đơn vị phân phối tăng cường tích trữ hàng trở lại để chuẩn bị cho mùa tựu trường, hỗ trợ đà phục hồi tích cực của doanh thu trong nước và tổng doanh thu.

TLG vừa công bố doanh thu tháng 7/2025 phục hồi mạnh, với mức tăng 36% so với cùng kỳ đạt 364 tỷ đồng sau khi ghi nhận KQKD kém trong Q2/2025. Doanh thu trong nước tăng vọt 37% so với cùng kỳ lên 252 tỷ đồng nhờ nhu cầu trong mùa tựu trường, trong khi doanh thu xuất khẩu tăng 34% so với cùng kỳ lên 112 tỷ đồng nhờ khối lượng đơn hàng ổn định. Phương pháp hạch toán mới (chi phí khuyến mãi được ghi nhận vào chi phí bán hàng) cũng đã hỗ trợ mức tăng trưởng doanh thu. Mặc dù lợi nhuận hằng tháng chưa được công bố, nhưng Công ty cho biết doanh thu tháng 7 tăng trên 20% so với cùng kỳ.

Trong dài hạn: Xuất khẩu vẫn là động lực tăng trưởng chính

Tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích do HSC tổ chức vào ngày 7/8/2025, đại diện của TLG nhấn mạnh rằng Công ty vẫn đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu xuất khẩu 15-20% mỗi năm. Trong khi đó, thị trường trong nước được kỳ vọng sẽ ổn định với mức tăng trưởng dưới 10% mỗi năm.

Vào ngày 15/8/2025, TLG đã công bố nghị quyết của HĐQT về kế hoạch đầu tư vào Philippines để thành lập FlexOffice Philippines, với vốn đầu tư 2,8 triệu USD. Công ty mới này sẽ phụ trách việc nhập khẩu và phân phối sản phẩm văn phòng phẩm FlexOffice. FlexOffice đã hoạt động tại Philippines từ năm 2013, và thị trường này được xem là một trong những thị trường chiến lược quan trọng nhất của TLG trong khu vực ASEAN, đóng góp khoảng 20% tổng doanh thu xuất khẩu.

Thương vụ mua lại PNC: HSC kỳ vọng hợp nhất từ năm 2026

Trong Q2/2025, HĐQT của Thiên Long đã phê duyệt kế hoạch cho phép Công ty TNHH Thương mại và Dịch vụ Tân Lực Miền Nam (công ty con do Tập đoàn Thiên Long sở hữu toàn bộ cổ phần) mua lại cổ phần từ các cổ đông của CTCP Văn hóa Phương Nam (PNC, HSX, chưa khuyến nghị) – một thương hiệu hàng đầu trong ngành bán lẻ sách của Việt Nam với khoảng 50 cửa hàng tại các vị trí đắc địa của các thành phố lớn. Cùng với đó, tại ĐHCĐ diễn ra ngày 24/5/2025, cổ đông của PNC cũng đã thông qua việc miễn yêu cầu chào mua công khai đối với công ty Tân Lực Miền Nam. Tổng cộng, 8.295.507 cổ phiếu sẽ được chuyển nhượng, tương đương 76,8% cổ phần của PNC. Mỗi quan hệ đối tác chiến lược này được kỳ vọng sẽ tạo ra sức mạnh tổng hợp vững chắc, kết hợp hệ sinh thái sản phẩm đa dạng của TLG với hệ thống bán lẻ rộng khắp của PNC, giúp cả hai theo đuổi sứ mệnh chung là phục vụ nhu cầu học tập và sáng tạo của người Việt Nam.

Tuy nhiên, tính đến ngày 6/6/2025, quyền sở hữu của công ty Tân Lực Miền Nam tại PNC chỉ ở mức 49,49%, dưới mức kỳ vọng là 76,8%. Theo Luật Cạnh tranh, các doanh nghiệp phải thông báo cho Ủy ban Cạnh tranh Quốc gia trước khi thực hiện các giao dịch sáp nhập hoặc mua lại nếu vượt qua bất kỳ các ngưỡng sau đây: Giá trị tài sản từ 3.000 tỷ đồng trở lên, doanh thu từ 3.000 tỷ đồng trở lên, giá trị giao dịch từ 1.000 tỷ đồng trở lên, hoặc thị phần kết hợp từ 20% trở lên trên thị trường liên quan. Chúng tôi hiểu rằng thương vụ mua lại giữa Tân Lực Miền Nam và PNC sẽ dẫn đến việc vi phạm các ngưỡng về tài sản, doanh thu và thị phần kết hợp. Do đó, TLG phải thông báo cho Ủy ban Cạnh tranh Quốc gia và chờ phê duyệt.

Chúng tôi giả định rằng quá trình này được hoàn tất vào cuối năm nay hoặc đầu năm sau và TLG sẽ hợp nhất PNC vào BCTC của mình từ năm 2026.

Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027: Kỳ vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2025 tăng mạnh

Cho năm 2025, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần giảm 2% xuống 457 tỷ đồng trên doanh thu thuần 4.105 tỷ đồng, tăng trưởng 10%. Dự báo mới cho thấy doanh thu thuần và lợi nhuận thuần sẽ tăng lần lượt 18% và 19% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2025. Cụ thể, HSC kỳ vọng lợi nhuận Q3/2025 sẽ tăng mạnh 20% (lên 111 tỷ đồng), với cửa doanh thu thuần tăng 24% (lên 1.107 tỷ đồng). Dự báo mới của chúng tôi đã phản ánh phương pháp hạch toán mới.

Cho năm 2026, chúng tôi điều chỉnh tăng 15% dự báo doanh thu thuần lên 5.238 tỷ đồng, cho thấy mức tăng trưởng 28%, nhằm phản ánh việc hợp nhất PNC và phương pháp hạch toán mới. Dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng nhẹ 3% lên 514 tỷ đồng, tăng trưởng 12%.

Cho năm 2027, HSC điều chỉnh tăng 17% dự báo doanh thu thuần lên 5.810 tỷ đồng, cho thấy mức tăng trưởng 11%, cũng nhằm phản ánh việc hợp nhất PNC và phương pháp hạch toán mới. Dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng nhẹ 3% lên 567 tỷ đồng.

Chi tiết về các dự báo được trình bày trong Bảng 6-11.

Bảng 6: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, TLG

Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	4,146	4,105	-1.0%	9.2%
Lợi nhuận thuần	466	457	-2.0%	-1.0%
2026F				
Doanh thu thuần	4,541	5,238	15.4%	27.6%
Lợi nhuận thuần	501	514	2.6%	12.4%
2027F				
Doanh thu thuần	4,976	5,810	16.8%	10.9%
Lợi nhuận thuần	550	567	3.0%	10.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo doanh thu thuần theo sản phẩm, TLG

HSC đưa thêm PNC vào mô hình dự báo cho năm 2026-2027

Tỷ đồng	2024	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Bút viết	1,627	0.0%	0.0%	1,740	6.9%	3.8%	1,827	5.0%	5.8%	1,900	4.0%	6.8%
Văn phòng phẩm	1,066	14.0%	5.6%	1,121	5.2%	-7.8%	1,322	18.0%	-3.7%	1,534	16.0%	-1.1%
Dụng cụ mỹ thuật	507	22.0%	1.7%	615	21.4%	1.2%	726	18.0%	3.8%	857	18.0%	6.6%
Đồ dùng học tập	402	29.0%	11.2%	439	9.2%	-9.0%	518	18.0%	-9.0%	601	16.0%	-9.0%
Khác	157	-9.2%	-9.2%	190	20.9%	15.2%	200	5.0%	15.2%	210	5.0%	15.1%
PNC							645			710	10.0%	
Tổng	3,759	8.6%	2.4%	4,105	9.2%	-1.0%	5,238	27.6%	15.3%	5,810	10.9%	16.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Dự báo doanh thu thuần theo thị trường, TLG

Chúng tôi kỳ vọng mảng xuất khẩu sẽ tăng trưởng vững chắc trong những năm tới

Tỷ đồng	2024	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Trong nước	2,746	3.7%	3,034	10.5%	2.8%	3,922	29.3%	24.2%	4,216	7.5%	25.9%
Xuất khẩu	1,013	24.5%	1,070	5.7%	-10.4%	1,315	22.9%	-4.8%	1,594	21.2%	-2.0%
Tổng	3,759	8.6%	4,105	9.2%	-1.0%	5,238	27.6%	15.3%	5,810	10.9%	16.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp, TLG

HSC nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp do Công ty thay đổi phương thức hạch toán

	2024	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	2025F	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	2026F	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	2027F	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	Điều chỉnh (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44.6%	88	48.1%	347	365	46.7%	-136	296	46.3%	-37	276

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Dự báo tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu, TLG

Do sự thay đổi phương thức hạch toán, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu của TLG

	2024	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	2025F	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	2026F	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	Điều chỉnh (điểm cơ bản)	2027F	Thay đổi svck (điểm cơ bản)	Điều chỉnh (điểm cơ bản)
Chi phí BH&QL / doanh thu	30.0%	(143)	34.4%	445	391	34.7%	25	462	34.4%	(30)	454

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Dự báo cho 6 tháng cuối năm 2025, TLG

Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận 6 tháng cuối năm được kỳ vọng sẽ tăng 19% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T đầu 2024	6T đầu 2025	% so với cùng kỳ	6T cuối 2024	6T cuối 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,207	1,246	3.2%	2,016	2,040	1.2%	1,743	2,064	18.4%
Giá vốn hàng bán	(621)	(575)	-7.4%	(1,086)	(1,030)	-5.2%	(997)	(1,102)	10.6%
Lợi nhuận gộp	586	671	14.5%	929	1,010	8.7%	746	962	28.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48.5%	53.8%		46.1%	49.5%		42.8%	46.6%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	16	7	-58.2%	19	10	-47.6%	15	17	18.7%
Chi phí BH&QL	(297)	(407)	37.0%	(536)	(651)	21.5%	(591)	(762)	29.0%
Chi phí BH&QL / doanh thu	24.6%	32.7%		26.6%	31.9%		33.9%	36.9%	
Lợi nhuận hoạt động	304	274	-10.1%	413	373	-9.5%	167	210	25.2%
LNTT	305	280	-8.4%	417	380	-8.8%	170	203	19.1%
Lợi nhuận thuần	242	223	-8.1%	331	302	-8.8%	131	155	18.7%

Nguồn: HSC ước tính

Tăng 12% giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh tăng 12% giá mục tiêu lên 63.200đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 17%. Phương pháp định giá DCF của chúng tôi sử dụng phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75% (không đổi), lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4% (không đổi), và hệ số beta 0,85 lần (không đổi); do đó giá định WACC ở mức 10,9%. Cơ sở định giá là giữa năm 2026.

Bảng 12: Giá mục tiêu, TLG

Giá mục tiêu là 63.200đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn	5,229
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,961
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,278
Giá trị của doanh nghiệp	5,239
Tài sản phi hoạt động	745
Nợ	(517)
Giá trị của vốn CSH	5,467
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	86.5
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đ/cp)	63,232
P/E 2025 tại giá mục tiêu	13.3
P/E 2026 tại giá mục tiêu	11.8

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Tính toán WACC, TLG

WACC là 10,9%

	Giá định
Tỷ trọng của vốn CSH	90%
Beta	0.85
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Chi phí vốn CSH	11.4%
Tỷ trọng nợ	10%
Chi phí nợ	8.0%
Thuế suất	21.6%
Chi phí nợ sau thuế	6.3%
WACC	10.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TLG

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	457	514	567	621	680
+ Khấu hao	105	115	126	130	135
+ Chi phí lãi vay * (1-thuế suất)	16	16	16	16	16
- Thay đổi vốn lưu động	(174)	(231)	(202)	(231)	(265)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(101)	(103)	(105)	(107)	(109)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	303	312	402	431	457

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TLG

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	63,787	61,077	58,614	56,364	54,303
	1.5%	66,500	63,507	60,800	58,341	56,097
	2.0%	69,551	66,223	63,232	60,528	58,073
	2.5%	73,008	69,281	65,953	62,962	60,261
	3.0%	76,957	72,747	69,017	65,687	62,698

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Ở thị giá hiện tại, TLG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 9,7 lần (Biểu đồ 17-18). Trong khi đó, TLG có P/E dự phóng năm 2026 là 10,1 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 18,9 lần (Bảng 16).

Bảng 16: So sánh các công ty cùng ngành, TLG

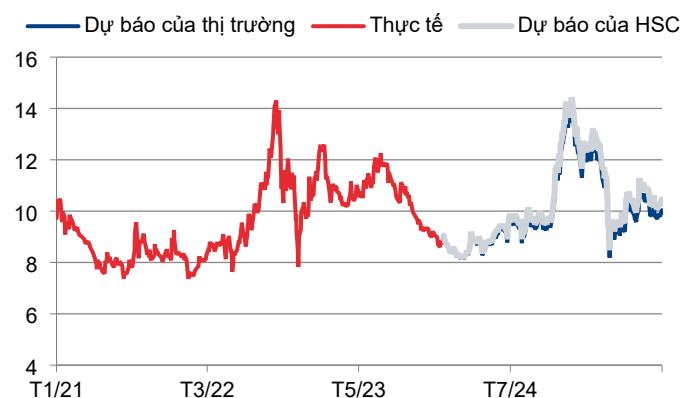
Như thường lệ, TLG đang giao dịch với định giá thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Thị trường	Vốn hóa thị trường	P/E 2025	P/E 2026
Shanghai M&G Stationery	603899 CH	Trung Quốc	4,370	18.7	16.7
Shenzhen Comix Group Co Ltd	002301 CH	Trung Quốc	627	28.3	24.0
Navneet Education	NELI IN	Ấn Độ	454	18.2	16.0
Bình quân			1,817	21.7	18.9
CTCP Tập đoàn Thiên Long	TLG VN		176	11.3	10.1

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 17: P/E trượt dự phóng 1 năm, TLG

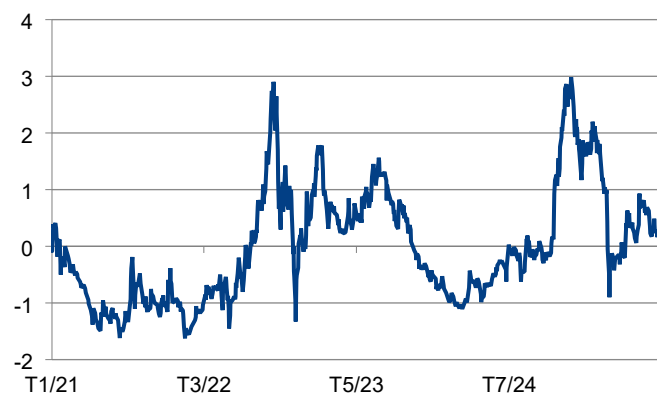
TLG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,5 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TLG

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 9,7 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.
Nguồn: HSC, Bloomberg

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	4,105	5,238	5,810
Lợi nhuận gộp	1,513	1,675	1,972	2,446	2,692
Chi phí BH&QL	(1,087)	(1,127)	(1,413)	(1,817)	(1,998)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	425	549	559	629	694
Lãi vay thuần	7.55	13.8	5.16	7.79	10.9
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(4.00)	1.20	0	0	0
Lợi nhuận khác	15.3	16.5	18.7	18.7	18.7
LN không thường xuyên	7.99	6.83	0	0	0
LNTT	452	587	583	655	723
Chi phí thuế TNDN	(95.8)	(127)	(126)	(141)	(156)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.77)	(1.47)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	359	462	457	514	567
Lợi nhuận thuần ĐC	451	561	562	629	693
EBITDA ĐC	515	644	664	744	819
EPS (đồng)	3,737	4,806	4,758	5,349	5,904
EPS ĐC (đồng)	3,737	4,806	4,758	5,349	5,904
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	485	193	226
Đầu tư ngắn hạn	447	361	361	450	450
Phải thu khách hàng	439	649	706	903	1,003
Hàng tồn kho	832	785	920	1,095	1,272
Các tài sản ngắn hạn khác	113	176	179	183	187
Tổng tài sản ngắn hạn	2,074	2,671	2,651	2,824	3,137
TSCĐ hữu hình	550	505	485	590	534
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	118	141	162
Tổng tài sản dài hạn	734	689	687	810	772
Tổng cộng tài sản	2,808	3,360	3,338	3,635	3,908
Nợ ngắn hạn	250	487	511	511	511
Phả trả người bán	194	260	266	349	389
Nợ ngắn hạn khác	180	182	190	237	263
Tổng nợ ngắn hạn	660	986	1,029	1,176	1,252
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	1,056	1,202	1,278
Vốn chủ sở hữu	2,094	2,347	2,282	2,432	2,630
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	2,094	2,347	2,282	2,432	2,630
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,808	3,360	3,338	3,635	3,908
BVPS (đ)	24,221	27,150	26,397	28,131	30,419
Nợ thuần*/(tiền mặt)	40.4	(207)	31.7	324	291

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	425	549	559	629	694
Khấu hao	(89.9)	(95.2)	(105)	(115)	(126)
Lãi vay thuần	7.55	13.8	5.16	7.79	10.9
Thuế TNDN đã nộp	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(295)	(314)	(321)	(483)	(380)
Khác	11.1	15.4	(9.80)	(12.8)	(12.9)
LCT thuần từ HĐKD	249	359	354	269	447
Đầu tư TS dài hạn	(107)	(83.2)	(101)	(253)	(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)	(253)	(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)	(6.35)	(6.64)
LCT thuần từ HĐTC	(225)	51.7	(467)	(309)	(309)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	405	243	700	485	193
LCT thuần trong kỳ	(167)	447	(215)	(293)	32.9
Ảnh hưởng của tỷ giá	5.03	9.70	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	243	700	485	193	226
Dòng tiền tự do	142	276	253	16.3	342

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	48.1	46.7	46.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.9	17.1	16.2	14.2	14.1
Tỷ suất LNT (%)	10.4	12.3	11.1	9.81	9.76
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	21.6	21.6	21.6	21.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.68)	8.57	9.20	27.6	10.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(6.12)	25.0	3.16	12.1	10.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(7.99)	24.3	0.25	11.9	10.1
Tăng trưởng EPS (%)	(10.4)	28.6	(1.00)	12.4	10.4
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.4)	28.6	(1.00)	12.4	10.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	(28.6)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	93.7	52.0	52.5	46.7	42.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.7	20.8	19.7	21.8	22.4
ROACE (%)	20.3	24.3	23.9	26.4	27.1
Vòng quay tài sản (lần)	1.22	1.22	1.23	1.50	1.54
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.65	0.63	0.43	0.64
Số ngày tồn kho	156	138	157	143	149
Số ngày phải thu	82.2	114	121	118	117
Số ngày phải trả	36.3	45.6	45.6	45.6	45.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.11	(8.48)	1.78	13.8	11.6
Nợ/tài sản (%)	10.2	14.9	15.8	14.5	13.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.56	0.78	0.79	0.71	0.65
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.15	2.71	2.58	2.40	2.51
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.36	1.18	1.14	0.95	0.85
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.11	6.90	7.05	6.69	6.03
P/E (lần)	14.4	11.2	11.3	10.1	9.11
P/E ĐC (lần)	14.4	11.2	11.3	10.1	9.11
P/B (lần)	2.22	1.98	2.04	1.91	1.77
Lợi suất cổ tức (%)	6.51	4.65	4.65	4.65	4.65

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