

Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ63,200

Tiềm năng tăng/giảm: 16.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/10/2025)	54,400
Mã Bloomberg	TLG.VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,950-71,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	53,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,703
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	4,105	5,238
EBITDA đc (tỷ đồng)	644	664	744
LNTT (tỷ đồng)	587	583	655
LNT ĐC (tỷ đồng)	561	562	629
FCF (tỷ đồng)	276	253	16.3
EPS ĐC (đồng)	4,806	4,758	5,349
DPS (đồng)	2,500	2,500	2,500
BVPS (đồng)	27,150	26,397	28,131
T.trưởng EBITDA (%)	25.0	3.16	12.1
T.trưởng EPS ĐC (%)	28.6	(1.00)	12.4
Tăng trưởng DPS (%)	(28.6)	0	0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	17.1	16.2	14.2
Tỷ suất LNTT (%)	15.6	14.2	12.5
Tỷ suất LNT ĐC (%)	12.3	11.1	9.81
Tỷ lệ LN trả CT (%)	52.0	52.5	46.7
Nợ thuần/VCSH (%)	(8.48)	1.78	13.8
ROAE (%)	20.8	19.7	21.8
ROACE (%)	24.3	23.9	26.4
EV/doanh thu (lần)	1.20	1.15	0.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.98	7.13	6.76
P/E ĐC (lần)	11.3	11.4	10.2
P/B (lần)	2.00	2.06	1.93
Lợi suất cổ tức (%)	4.60	4.60	4.60

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

Q3/2025: Lợi nhuận yếu do chi phí bán hàng tăng mạnh

- Lợi nhuận thuần Q3/2025 gây thất vọng khi chỉ đạt 76 tỷ đồng, giảm 17% so với cùng kỳ và thấp hơn 32% so với dự báo của HSC do chi phí bán hàng cao hơn dự kiến. Trong khi đó, doanh thu thuần tăng mạnh 32% so với cùng kỳ lên 1.184 tỷ đồng nhờ doanh thu trong nước và xuất khẩu tăng mạnh.
- Doanh thu trong nước tăng tích cực 35% so với cùng kỳ, do nhu cầu dồn từ Q2/2025 và việc phân loại lại trong hạch toán kế toán. Nếu loại trừ yếu tố này, doanh thu cốt lõi tăng 18% so với cùng kỳ.
- Chi phí bán hàng tăng mạnh 118% so với cùng kỳ, cao hơn 35% so với dự báo của HSC. Nếu loại trừ ảnh hưởng từ việc phân loại lại trong hạch toán, chi phí HKKD cốt lõi vẫn tăng 60% so với cùng kỳ.
- HSC đang xem xét lại dự báo của mình.

Sự kiện: Công bố KQKD Q3/2025

TLG ghi nhận KQKD Q3/2025 kém tích cực với lợi nhuận giảm dù doanh thu tăng mạnh. Doanh thu thuần tăng 32% so với cùng kỳ đạt 1.184 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi doanh thu trong nước tăng 35% và doanh thu xuất khẩu tăng 25%. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 17% so với cùng kỳ xuống 76 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí bán hàng tăng mạnh 118%, vượt xa dự báo của HSC. Theo đó, lợi nhuận thuần Q3/2025 thấp hơn 32% so với dự báo của chúng tôi ở mức 111 tỷ đồng (tăng 20% so với cùng kỳ).

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần tăng 11% so với cùng kỳ đạt 3.225 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần giảm 11% so với cùng kỳ xuống 378 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm đạt 82% dự báo cả năm của HSC, thấp hơn 9% so với kỳ vọng.

Doanh thu trong nước tăng nhờ nhu cầu dồn sang từ quý trước và việc thay đổi phương thức hạch toán

Doanh thu trong nước tăng mạnh 35% so với cùng kỳ đạt 893 tỷ đồng nhờ nhu cầu dồn sang từ Q2/2025 và thay đổi trong phương thức hạch toán kế toán. Từ Q2/2025, TLG điều chỉnh chính sách hỗ trợ thương mại cho hệ thống nhà phân phối trong nước, chuyển toàn bộ chi phí hỗ trợ bán hàng sang mục chi phí bán hàng thay vì ghi nhận vào khoản giảm trừ doanh thu. Thay đổi này làm tăng cả doanh thu và chi phí bán hàng với giá trị tương đương, mà chúng tôi ước tính khoảng 110 tỷ đồng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/10.

(Xem tiếp trang 2)

Bảng 1: KQKD Q3/2025 & 9 tháng đầu năm 2025, TLG

Lợi nhuận thuần giảm 17% so với cùng kỳ trong Q3/2025

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	896	1,184	32.2%	2,912	3,225	10.7%
Lợi nhuận gộp	385	588	52.9%	1,314	1,598	21.6%
Chi phí bán hàng	191	415	117.7%	553	905	63.5%
Chi phí quản lý	78	81	4.5%	251	243	-3.3%
Lợi nhuận thuần	92	76	-17.2%	423	378	-10.6%

Nguồn: TLG

Nếu loại trừ tác động phân loại lại này, doanh thu trong nước cốt lõi tăng 18% so với cùng kỳ do nhu cầu từ Q2/2025 được dồn sang Q3/2025 khi các nhà phân phối tăng mua hàng để dự trữ cho mùa tựu trường. Trong Q2/2025, doanh thu trong nước giảm 1,6% so với cùng kỳ; tuy nhiên, sau khi loại trừ ảnh hưởng của việc thay đổi phương thức hạch toán, mức giảm thực tế sẽ lớn hơn, khoảng 12% so với cùng kỳ, phản ánh tác động tiêu cực từ luật thuế mới áp dụng cho hộ kinh doanh và việc tăng cường xử lý hàng giả, hàng không rõ nguồn gốc của cơ quan quản lý, làm gián đoạn hoạt động của kênh bán hàng truyền thống.

Chi phí bán hàng tăng mạnh vượt dự kiến

Chi phí bán hàng tăng 118% so với cùng kỳ lên 415 tỷ đồng, vượt dự báo của HSC là 308 tỷ đồng (tăng 62% so với cùng kỳ). Nếu không tính đến 110 tỷ đồng liên quan đến điều chỉnh hạch toán chi phí hỗ trợ thương mại, chi phí bán hàng cốt lõi vẫn tăng mạnh 60% so với cùng kỳ lên 305 tỷ đồng, do một số chương trình marketing dự kiến triển khai trong Q2 được hoãn sang Q3.

Xem xét lại dự báo

Cho năm 2025, HSC hiện dự báo doanh thu thuần đạt 4.104 tỷ đồng, tăng trưởng 9%, và lợi nhuận thuần đạt 457 tỷ đồng, giảm 1%. Tuy nhiên, do lợi nhuận Q3/2025 thấp hơn kỳ vọng, HSC đang xem xét lại các dự báo của mình. TLG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,6 lần, so với bình quân từ năm 2021 ở mức 9,8 lần.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần theo thị trường, TLG

Doanh thu tại thị trường nội địa và xuất khẩu đều tăng mạnh

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Trong nước	663	893	34.7%	2,105	2,336	11.0%
Xuất khẩu	233	291	25.1%	807	888	10.1%
Tổng	896	1,184	32.2%	2,912	3,225	10.7%

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	4,105	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
Phải 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 HKKD	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)	1.37	1.20	1.15	0.96	0.86
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.21	6.98	7.13	6.76	6.10
P/E (lần)	14.6	11.3	11.4	10.2	9.21
P/E ĐC (lần)	14.6	11.3	11.4	10.2	9.21
P/B (lần)	2.25	2.00	2.06	1.93	1.79
Lợi suất cổ tức (%)	6.43	4.60	4.60	4.60	4.60

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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