

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ58,200 (từ VNĐ63,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025) 52,700

Mã Bloomberg	TLG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,950-71,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	52,720
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,556
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	173
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	1.54	1.74	(10.4)
So với chỉ số	2.40	0.40	(39.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,521	4,927	(8.2)
2026F	4,999	5,624	(11.1)
2027F	5,607	6,507	(13.8)

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

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 8% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TLG nhưng giảm 8% giá mục tiêu xuống 58.200đ do giảm dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 5-7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027; theo đó lợi nhuận thuần dự báo giảm 6% trong năm 2025 trước khi tăng trưởng 10% năm 2026 và 12% năm 2027.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 3 tháng qua, TLG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,7 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,7 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

TLG ghi nhận KQKD Q3/2025 trái chiều. Doanh thu thuần tăng mạnh như dự kiến đạt 1.184 tỷ đồng, tăng 32% so với cùng kỳ, với doanh thu trong nước tăng mạnh và hoạt động xuất khẩu duy trì vững chắc. 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.

Tác động: Giảm 5-7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027

Triển vọng doanh thu tiếp tục tích cực, được dẫn dắt bởi đà tăng trưởng mạnh của mảng xuất khẩu và triển vọng doanh thu OEM khả quan cho năm 2026, nhờ một loạt hợp đồng và hợp đồng sơ bộ đã được ký kết. Tại thị trường trong nước, TLG cũng được kỳ vọng hưởng lợi từ các biện pháp siết chặt chống hàng giả và chính sách thuế sẽ có lợi cho các doanh nghiệp hoạt động bài bản vốn đã tuân thủ quy định.

HSC điều chỉnh giảm 5-7% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu do tăng giả định chi phí bán hàng. Trong khi đó, chúng tôi tăng bình quân 2-3% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2025-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm 6% xuống 434 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 10% năm 2026 (đạt 480 tỷ đồng) và 12% năm 2027 (đạt 539 tỷ đồng). Tuy nhiên, dự báo mới cho thấy Q4/2025 sẽ tích cực hơn, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 57 tỷ đồng (so với 39 tỷ đồng trong Q4/2024) trên doanh thu thuần 994 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2% trong 3 tháng qua, TLG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,7 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 9,7 lần. So với các công ty cùng ngành trong khu vực, TLG đang giao dịch ở mức rẻ như thường lệ với P/E năm 2026 là 10,5 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân ở mức 18,9 lần.

HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 58.200đ sau khi giảm dự báo. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 10%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	515	644	629 ▼	697 ▼	778
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	359	462	434	480 ▼	539 ▼
EPS ĐC (đồng)	3,737	4,806	4,521	4,999 ▼	5,607 ▼
DPS (đồng)	3,500	2,500	2,500	2,500	2,500
BVPS (đồng)	24,221	27,150	26,160	27,543	29,535
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.92	6.76	7.40	7.15	6.44
P/E ĐC (lần)	14.1	11.0	11.7	10.5	9.40
Lợi suất cổ tức (%)	6.64	4.74	4.74	4.74	4.74
P/B (lần)	2.18	1.94	2.01	1.91	1.78
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.4)	28.6	(5.94)	10.6	12.2
ROAE (%)	17.7	20.8	18.8	20.7	21.8

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

Giảm 8% giá mục tiêu do giảm dự báo lợi nhuận; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

KQKD Q3/2025 của TLG trái chiều. Doanh thu thuần tăng mạnh 32% so với cùng kỳ, đúng như kỳ vọng của chúng tôi nhờ doanh thu trong nước tăng mạnh và hoạt động xuất khẩu duy trì vững chắc. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần giảm 17% so với cùng kỳ chủ yếu do chi phí bán hàng tăng mạnh 118%, vượt xa dự báo của HSC. HSC điều chỉnh giảm 5-7% dự báo lợi nhuận thuần chủ yếu do tăng giả định chi phí bán hàng. Trong khi đó, chúng tôi tăng bình quân 2-3% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2025-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm 6% sau đó tăng trưởng 10% năm 2026 và 12% năm 2027. HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 58.200đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Đánh giá KQKD Q3/2025 – doanh thu tích cực đúng kỳ vọng nhưng lợi nhuận thấp hơn dự báo do chi phí bán hàng tăng mạnh

TLG ghi nhận KQKD Q3/2025 trái chiều. Doanh thu thuần tăng mạnh như dự kiến đạt 1.184 tỷ đồng, tăng 32% so với cùng kỳ, với doanh thu trong nước tăng mạnh và hoạt động xuất khẩu duy trì vững chắc. 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).

- Doanh thu trong nước tăng tích cực 35% so với cùng kỳ do nhu cầu dồn sang từ Q2/2025 và thay đổi trong phương thức hạch toán kế toán. Từ Q2/2025, TLG 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. Nếu loại trừ tác động phân loại lại này, doanh thu trong nước cốt lõi tăng 14% so với cùng kỳ do các nhà phân phối tăng mua hàng để dự trữ cho mùa tựu trường. Tất cả các kênh bán hàng đều tăng tốt, trong đó kênh thương mại điện tử tăng hơn gấp đôi so với cùng kỳ nhờ nhu cầu mua sắm trực tuyến gia tăng và sức ảnh hưởng ngày càng lớn của các nền tảng như Shopee và TikTok. (Bảng 3).
- Doanh thu xuất khẩu tiếp tục duy trì đà tăng mạnh, tăng 25% so với cùng kỳ đạt 291 tỷ đồng, được dẫn dắt bởi mức tăng trưởng mạnh của nhóm sản phẩm thương hiệu riêng của TLG (tăng 53%). Trong khi đó, mảng OEM chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn 6% so với cùng kỳ, do Q3 thường là giai đoạn tập trung sản xuất của OEM, khiến doanh thu ghi nhận trong kỳ chậm hơn.
- Chi phí bán hàng tăng mạnh 118% so với cùng kỳ lên 415 tỷ đồng; nếu không tính đến chi phí liên quan đến điều chỉnh hạch toán chi phí hỗ trợ thương mại, chi phí bán hàng cốt lõi vẫn tăng mạnh 46% so với cùng kỳ, cao hơn đáng kể so với mức tăng thực tế của doanh thu. Điều này khiến lợi nhuận thuần giảm mạnh 17% so với cùng kỳ.

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

Lợi nhuận thuần giảm 17% so với cùng kỳ trong Q33 do chi phí bán hàng tăng mạnh

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: HSC ước tính

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

Doanh thu tại thị trường trong nước 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: HSC ước tính
Bảng 3: Cơ cấu doanh thu trong nước theo kênh phân phối, TLG

Doanh thu qua kênh thương mại điện tử tăng nhanh

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ
Kênh bán hàng truyền thống	480	625	30.3%	1,659	1,752	5.6%
Kênh bán hàng hiện đại	85	102	19.7%	227	240	5.6%
Thương mại điện tử	62	122	95.2%	105	214	102.9%
Kênh khác	36	44	23.6%	114	130	14.7%
Tổng	663	893	34.7%	2,105	2,336	11.0%

Nguồn: HSC ước tính

Triển vọng: Doanh thu tích cực, xuất khẩu tiếp tục là động lực tăng trưởng chính

BLĐ vẫn lạc quan về triển vọng doanh thu trong Q4/2025 và năm 2026. Trong Q4/2025, TLG kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận đều sẽ cải thiện, được hỗ trợ bởi (1) mức phục hồi sau giai đoạn gián đoạn do ngập lụt vào tháng 9-10 tại các thị trường chính trong kênh bán hàng truyền thống và (2) việc tiếp tục đầu tư mở rộng vào các kênh bán hàng hiện đại và thương mại điện tử. Với đà phục hồi này, Công ty tự tin sẽ hoàn thành kế hoạch HĐKD cả năm.

Cho năm 2026 và các năm tiếp theo, doanh thu trong nước được kỳ vọng tăng trưởng 11-15% mỗi năm, được hỗ trợ bởi các sản phẩm mới ra mắt – trong đó một số đã bước ra khỏi giai đoạn thử nghiệm để trở thành SKU cốt lõi tương lai – cùng với năng lực phân phối được củng cố. Xuất khẩu tiếp tục là trụ cột tăng trưởng chính, với tốc độ CAGR kỳ vọng đạt 17-20% trong ba năm tới, qua đó có thể đóng góp 37% tổng doanh thu vào cuối năm 2028. Đặc biệt, triển vọng OEM trong năm 2026 rất tích cực nhờ nhiều hợp đồng và hợp đồng sơ bộ đã được xác lập.

Song song đó, các biện pháp chống hàng giả và chính sách thuế mới đối với hộ kinh doanh dự kiến sẽ mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp hoạt động bài bản như TLG trong dài hạn.

Giảm nhẹ dự báo cho giai đoạn 2025-2027 do tăng giả định chi phí bán hàng

HSC điều chỉnh giảm 5-7% dự báo lợi nhuận thuần chủ yếu do tăng giả định chi phí bán hàng. Trong khi đó, chúng tôi tăng bình quân 2-3% dự báo doanh thu thuần.

- Năm 2025: Doanh thu thuần dự báo tăng trưởng 12% đạt 4.219 tỷ đồng, phần nào phản ánh sự thay đổi trong phương thức hạch toán khi các khoản chi hỗ trợ bán hàng được ghi nhận vào chi phí bán hàng thay vì khấu trừ vào doanh thu như trước. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần dự báo giảm 6% xuống 434 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí bán hàng tăng mạnh, bao gồm cả tác động từ việc phân loại lại khoản mục trong hạch toán và mức tăng của chi phí thực tế. Tuy nhiên, dự báo mới cho thấy Q4/2025 sẽ tích cực hơn, với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 57 tỷ đồng (so với 39 tỷ đồng trong Q4/2024) trên doanh thu thuần 994 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ.
- Năm 2026: Doanh thu thuần dự báo tăng trưởng 27% đạt 5.372 tỷ đồng do hợp nhất CTCP Văn hóa Phương Nam (PNC) vào kết quả kinh doanh. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 11% đạt 480 tỷ đồng.
- Năm 2027: Doanh thu thuần dự báo tăng trưởng 10% đạt 5.933 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng trưởng 12% đạt 539 tỷ đồng.

Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 4-9.

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, TLG

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5-7% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2025F				
Doanh thu thuần	4,105	4,219	2.8%	12.2%
Lợi nhuận thuần	457	434	-5.0%	-5.9%
2026F				
Doanh thu thuần	5,238	5,372	2.6%	27.3%
Lợi nhuận thuần	514	480	-6.5%	10.6%
2027F				
Doanh thu thuần	5,810	5,933	2.1%	10.4%
Lợi nhuận thuần	567	539	-5.0%	12.2%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 5: Dự báo doanh thu thuần theo mảng sản phẩm, TLG

PNC sẽ đóng góp vào doanh thu thuần kể từ năm 2026

Tỷ đồng	2024	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2026F	Tăng trưởng	Điều chỉnh	2027F	Tăng trưởng	Điều chỉnh
Bút viết	1,627	0.0%	1,743	7.1%	0.2%	1,830	5.0%	0.2%	1,903	4.0%	0.2%
Văn phòng phẩm	1,066	14.0%	1,202	12.8%	7.2%	1,418	18.0%	7.3%	1,645	16.0%	7.3%
Dụng cụ mỹ thuật	507	22.0%	600	18.5%	-2.4%	708	18.0%	-2.4%	836	18.0%	-2.5%
Đồ dùng học tập	402	29.0%	483	20.2%	10.1%	570	18.0%	10.1%	661	16.0%	10.0%
Khác	157	-9.2%	190	21.0%	0.1%	200	5.0%	-0.1%	210	5.0%	-0.1%
PNC						645		0.0%	677	5.0%	-4.6%
Tổng	3,759	8.6%	4,219	12.2%	2.8%	5,372	27.3%	2.6%	5,933	10.4%	2.1%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 6: Cơ cấu doanh thu thuần theo thị trường, TLG

%	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Trong nước	76.4%	76.5%	73.1%	74.9%	64.1%	62.7%
Xuất khẩu	23.6%	23.5%	26.9%	25.1%	23.9%	25.9%
PNC					12.0%	11.4%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 7: Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp, TLG

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp

	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	30.0%	(143)	37.2%	719	277	37.3%	12	259	36.8%	(46)	243

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 8: Giả định chi phí BH&QL, TLG

Tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu được điều chỉnh tăng mạnh hơn so với mức điều chỉnh tỷ suất lợi nhuận gộp

	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)	36.9%	692	250	37.1%	15	235	36.6%	(46)	219

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Ước tính KQKD Q4/2025, TLG

HSC dự báo lợi nhuận Q4 sẽ tăng mạnh 45%

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	9T24	9T25	So với cùng kỳ	Q4/24	Q4/25	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	896	1,184	32.2%	2,912	3,225	10.7%	847	994	17.4%
Giá vốn hàng bán	(511)	(596)	16.6%	(1,598)	(1,626)	1.8%	(485)	(501)	3.1%
Lợi nhuận gộp	385	588	52.9%	1,314	1,598	21.6%	361	494	36.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42.9%	49.6%		45.1%	49.6%		42.7%	49.6%	
Lợi nhuận/(lỗ) tài chính	(4)	5		15	15	-3.9%	34	18	-47.9%
Chi phí BH&QL	(269)	(407)	51.7%	(804)	(1,147)	42.6%	(322)	(421)	30.5%
Chi phí BH&QL / doanh thu	30.0%	34.4%		27.6%	35.6%		38.1%	42.3%	
Lợi nhuận HĐ	112	97	-13.8%	525	470	-10.5%	55	77	38.3%
LNTT	116	97	-15.8%	532	478	-10.3%	55	76	39.8%
Lợi nhuận thuần	92	223	142.3%	423	378	-10.6%	39	57	44.8%

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 8% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

Sau giả định điều chỉnh giảm dự báo, HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 58.200đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 10%. Định giá DCF của chúng tôi tiếp tục sử dụng phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75% (không đổi), lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi) và beta 0,8 (không đổi); theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 10,9%. Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Bảng 10: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TCM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	434	480	539	597	657
+ Khấu hao	105	115	126	130	135
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	17	19	19	19	19
- Thay đổi vốn lưu động	(219)	(236)	(240)	(249)	(251)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(101)	(103)	(105)	(107)	(109)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	237	275	338	390	451

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 11: Tính toán WACC, TLG

WACC là 10,9%

	Giá định
Tỷ trọng 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 12: Giá mục tiêu, TLG

Giá mục tiêu là 58.200đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn	5,155
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,108
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	896
Giá trị của doanh nghiệp	5,004
Tài sản phi hoạt động	614
Nợ	(590)
Giá trị của vốn CSH	5,028
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	86.5
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	58,158
P/E 2026 tại giá mục tiêu	11.6

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Phân tích độ nhạy, TLG

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng 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%	58,492	55,809	53,369	51,142	49,101
	1.5%	61,295	58,323	55,637	53,196	50,968
	2.0%	64,446	61,135	58,158	55,468	53,025
	2.5%	68,017	64,299	60,979	57,997	55,303
	3.0%	72,096	67,887	64,156	60,828	57,839

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Tại thị giá hiện tại, cổ phiếu TLG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 10,7 lần, cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 10 lần (Biểu đồ 15-16). Trong khi đó, TLG có P/E dự phóng năm 2026 là 10,5 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 20,5 lần (Bảng 14).

Bảng 14: 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 doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực

Công ty	Mã CK	Thị trường	Vốn hóa	P/E 2025	P/E 2026
Shanghai M&G Stationery	603899 CH	Trung Quốc	4,370	19.0	17.6
Shenzhen Comix Group Co Ltd	002301 CH	Trung Quốc	627	28.1	23.9
Navneet Education	NELI IN	Ấn Độ	454	21.1	20.0
Bình quân			1,817	22.7	20.5
CTCP Tập đoàn Thiên Long	TLG VN		172	11.7	10.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, TLG

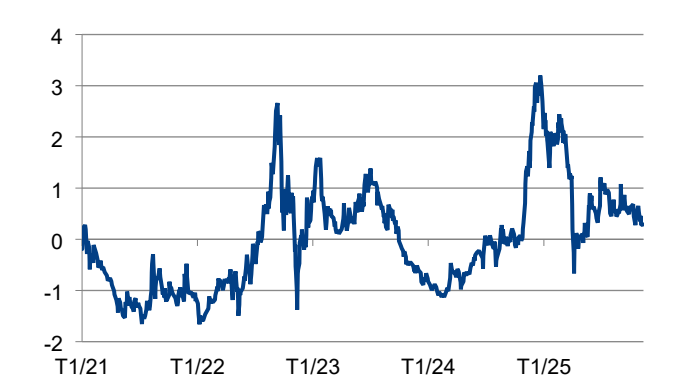
TLG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần...



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

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TLG

...cao hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 10 lần



Gh chú: Trên cơ sở trượt 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	4,219	5,372	5,933
Lợi nhuận gộp	1,513	1,675	2,092	2,585	2,838
Chi phí BH&QL	(1,087)	(1,127)	(1,568)	(2,003)	(2,185)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	425	549	524	581	653
Lãi vay thuần	7.55	13.8	3.70	4.89	8.00
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	7.45	7.42	7.24
LNTT	452	587	554	612	687
Chi phí thuế TNDN	(95.8)	(127)	(120)	(132)	(148)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.77)	(1.47)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	359	462	434	480	539
Lợi nhuận thuần ĐC	451	561	539	596	664
EBITDA ĐC	515	644	629	697	778
EPS (đồng)	3,737	4,806	4,521	4,999	5,607
EPS ĐC (đồng)	3,737	4,806	4,521	4,999	5,607
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	493	164	133
Đầu tư ngắn hạn	447	361	361	450	450
Phải thu khách hàng	439	649	725	926	1,023
Hàng tồn kho	832	785	945	1,124	1,336
Các tài sản ngắn hạn khác	113	176	179	183	187
Tổng tài sản ngắn hạn	2,074	2,671	2,704	2,846	3,129
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	119	141	162
Tổng tài sản dài hạn	734	689	687	811	772
Tổng cộng tài sản	2,808	3,360	3,391	3,657	3,901
Nợ ngắn hạn	250	487	584	584	584
Phả trả người bán	194	260	266	348	387
Nợ ngắn hạn khác	180	182	189	236	261
Tổng nợ ngắn hạn	660	986	1,103	1,249	1,321
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	1,129	1,276	1,348
Vốn chủ sở hữu	2,094	2,347	2,262	2,381	2,553
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	2,094	2,347	2,262	2,381	2,553
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,808	3,360	3,391	3,657	3,901
BVPS (đ)	24,221	27,150	26,160	27,543	29,535
Nợ thuần*/(tiền mặt)	40.4	(207)	97.2	426	457

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	425	549	524	581	653
Khấu hao	(89.9)	(95.2)	(105)	(115)	(126)
Lãi vay thuần	7.55	13.8	3.70	4.89	8.00
Thuế TNDN đã nộp	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(295)	(314)	(361)	(482)	(413)
Khác	11.1	15.4	(5.41)	(8.48)	(10.8)
LCT thuần từ HKKD	249	359	284	229	378
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	97.3	0	0
Khác	0	0	(185)	(2.83)	(1.54)
LCT thuần từ HĐTC	(225)	51.7	(390)	(305)	(304)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	405	243	700	493	164
LCT thuần trong kỳ	(167)	447	(207)	(329)	(30.7)
Ảnh hưởng của tỷ giá	5.03	9.70	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	243	700	493	164	133
Dòng tiền tự do	142	276	183	(23.4)	273

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	49.6	48.1	47.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.9	17.1	14.9	13.0	13.1
Tỷ suất LNT (%)	10.4	12.3	10.3	8.94	9.08
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.2	21.6	21.6	21.6	21.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.68)	8.57	12.2	27.3	10.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(6.12)	25.0	(2.29)	10.8	11.7
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(7.99)	24.3	(3.81)	10.4	11.5
Tăng trưởng EPS (%)	(10.4)	28.6	(5.94)	10.6	12.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.4)	28.6	(5.94)	10.6	12.2
Tăng trưởng DPS (%)	0	(28.6)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	93.7	52.0	55.3	50.0	44.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.7	20.8	18.8	20.7	21.8
ROACE (%)	20.3	24.3	22.5	24.8	26.2
Vòng quay tài sản (lần)	1.22	1.22	1.25	1.52	1.57
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.59	0.65	0.54	0.39	0.58
Số ngày tồn kho	156	138	162	147	158
Số ngày phải thu	82.2	114	124	121	121
Số ngày phải trả	36.3	45.6	45.6	45.6	45.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	2.11	(8.48)	4.70	18.4	18.4
Nợ/tài sản (%)	10.2	14.9	17.7	16.5	15.5
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.56	0.78	0.95	0.86	0.77
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.15	2.71	2.45	2.28	2.37
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.33	1.16	1.10	0.93	0.84
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.92	6.76	7.40	7.15	6.44
P/E (lần)	14.1	11.0	11.7	10.5	9.40
P/E ĐC (lần)	14.1	11.0	11.7	10.5	9.40
P/B (lần)	2.18	1.94	2.01	1.91	1.78
Lợi suất cổ tức (%)	6.64	4.74	4.74	4.74	4.74

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