

CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG)

KHẢ QUAN +11,4%

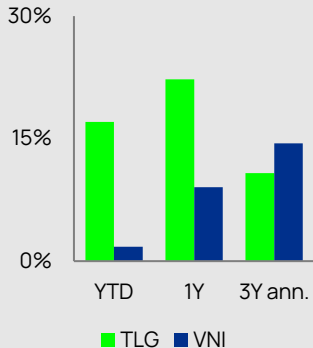
Ngành	Văn phòng phẩm
Ngày báo cáo	23/09/2026
Giá hiện tại	53.500 VND
Giá mục tiêu	56.100 VND
Giá mục tiêu gần nhất	56.200 VND
TL tăng	+4,9%
Lợi suất cổ tức	6,5%
Tổng mức sinh lời	+11,4%
GT vốn hóa	5,2 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	7,9 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	96,5 tr
Pha loãng	96,5 tr

	TLG	VNI
P/E (trượt)	11,2x	13,8x
P/B (hiện tại)	2,1x	2,0x
ROA	12,6%	2,4%
ROE	18,4%	16,0%

Tổng quan Công ty

CTCP Tập đoàn Thiên Long là nhà sản xuất văn phòng phẩm hàng đầu Việt Nam với sản phẩm đa dạng, bao gồm bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ học tập, và dụng cụ mỹ thuật. TLG nắm khoảng 60% thị trường bút viết trong nước và hiện đang đẩy mạnh xuất khẩu. TLG hiện hợp tác với Newell Brands, công ty dẫn đầu ngành tiêu dùng toàn cầu có trụ sở tại Mỹ, kể từ đầu năm 2019.

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng Cao cấp

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.174	4.772	5.343	6.052
% YoY	11%	14%	12%	13%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	446	460	521	591
% YoY	-3%	3%	13%	13%
EPS % YoY	-3%	3%	13%	13%
Biên LN gộp	49,6%	47,4%	47,5%	47,5%
Biên EBITDA	14,2%	13,6%	13,6%	13,5%
Biên LN từ HĐKD	12,0%	11,4%	11,5%	11,5%
Biên LN ròng	10,7%	9,6%	9,8%	9,8%
Dòng tiền tự do/DT	5%	10%	8%	8%
EV/EBITDA	7,9x	7,3x	6,5x	5,7x
P/E	11,6x	11,2x	9,9x	8,7x
P/B	2,0x	2,0x	1,9x	1,8x
ROE	18,3%	17,9%	19,4%	20,8%

Nền chi phí cao hơn gây áp lực lên biên lợi nhuận, doanh thu xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng

- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu gần như không đổi nhưng hạ khuyến nghị đối với CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) từ MUA xuống KHẢ QUAN, do giá cổ phiếu đã tăng 19% kể từ Báo cáo Cập nhật gần nhất của chúng tôi.
- Giá mục tiêu điều chỉnh của chúng tôi phản ánh mức giảm 17% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-28, cùng với mức tăng 100 điểm cơ bản đối với lãi suất phi rủi ro trong mô hình định giá. Các yếu tố này được bù đắp một phần bởi việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu từ giữa năm 2026 sang giữa năm 2027.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27/28 lần lượt là 15%/17%/18%, chủ yếu do (1) biên lợi nhuận gộp thấp hơn trong bối cảnh chi phí đầu vào gia tăng và biên lợi nhuận gộp của hoạt động xuất khẩu quý 2 yếu hơn dự kiến, cùng với (2) chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) ghi nhận mức nền mới cao hơn dự kiến trong năm 2025 và 6 tháng đầu năm 2026 (6T 2026) sau điều chỉnh phương pháp kế toán của TLG.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tăng trưởng giá bán trung bình (ASP) năm 2026 lên 8% YoY (từ mức 3%), qua đó phản ánh việc TLG đã có hai đợt tăng giá bán từ đầu năm đến nay nhằm chuyển một phần chi phí đầu vào gia tăng sang khách hàng. Tuy nhiên, yếu tố này bị bù đắp một phần bởi giả định tăng trưởng sản lượng thấp hơn khi KQKD 6T 2026 thấp hơn dự kiến.
- Chúng tôi nâng giả định giá nhựa lên +15% YoY (từ mức +10%). Lượng hàng tồn kho giá thấp mà TLG tích trữ trong giai đoạn quý 2-quý 3 kỳ vọng sẽ hỗ trợ giảm bớt tác động trong ngắn hạn, tuy nhiên giá hạt nhựa vẫn ở mức cao (tính đến ngày 18/09/2026: +38% kể từ đầu năm; -19% so với mức đỉnh) dự kiến sẽ làm tăng chi phí mua nguyên vật liệu đầu vào mới cho thời gian tiếp theo.
- Chúng tôi loại bỏ phần đóng góp lợi nhuận từ CTCP Văn hóa Phương Nam (PNC) từ năm 2027 trở đi, phản ánh kế hoạch thoái toàn bộ 49,49% cổ phần tại PNC của TLG, thương vụ mà chúng tôi kỳ vọng sẽ hoàn tất trong năm 2026. Chúng tôi cũng kỳ vọng việc thoái vốn tại Pega Holdings và giải thể CTCP Clever World sẽ được hoàn tất trong năm 2026 (xem Trang 3).
- Rủi ro:** Chi phí nhựa cao hơn dự kiến; căng thẳng kéo dài tại Trung Đông; chiến dịch marketing và bán hàng kém hiệu quả; tăng trưởng xuất khẩu chậm hơn dự kiến.
- Yếu tố hỗ trợ:** Hiệu ứng cộng hưởng từ việc hợp tác với Kokuyo tích cực hơn dự kiến; khoản lãi bất thường từ hoạt động thoái vốn.

Tăng trưởng xuất khẩu tiếp tục là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận: Trong 7T 2026, doanh thu xuất khẩu đạt 861 tỷ đồng (+21% YoY; chiếm 31% tổng doanh thu). Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ duy trì tích cực, được thúc đẩy bởi cả mảng sản xuất OEM và việc tiếp tục mở rộng tại thị trường ASEAN. TLG đang thực hiện tái cấu trúc tại thị trường Philippines - một trong những thị trường xuất khẩu chính của công ty - nhằm nâng cao vị thế cạnh tranh, hiệu quả logistics và phát triển trên các kênh phân phối. Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu xuất khẩu đạt 21% trong giai đoạn 2025-28.

Doanh thu trong nước tiếp tục phục hồi: Trong 7T 2026, doanh thu trong nước đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (+11% YoY), được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu dùng phục hồi, sức kéo từ hệ thống nhà phân phối và việc tiếp tục phát triển kênh thương mại hiện đại và thương mại điện tử. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ được củng cố hơn nữa trong quý 3 nhờ mùa cao điểm tựu trường. Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu trong nước đạt 10% trong giai đoạn 2025-28.

Quá trình tái cơ cấu danh mục đầu tư tiếp diễn song song với thương vụ của Kokuyo: TLG đang tái cơ cấu danh mục đầu tư trên diện rộng song song với kế hoạch Kokuyo mua lại tối đa 65,01% cổ phần của công ty. Kokuyo đang trong quá trình mua lại CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh (TLAT) - cổ đông sở hữu 46,82% cổ phần TLG, sau đó sẽ chào mua công khai thêm tối đa 18,19% cổ phần. Giao dịch đã được chấp thuận về mặt cạnh tranh có điều kiện vào ngày 09/09/2026, do đó chúng tôi kỳ vọng các bước còn lại của giao dịch sẽ được triển khai trong thời gian tiếp theo. Song song đó, TLG đang thoái vốn khỏi PNC và Pega Holdings, đồng thời giải thể CTCP Clever World, qua đó tiếp tục tái tập trung tập đoàn vào nền tảng cốt lõi là sản xuất và phân phối văn phòng phẩm (**xem Hình 2**).

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận điều chỉnh về mặt bằng mới do chi phí tăng; xuất khẩu vẫn là động lực tăng trưởng chính

Hình 1: Dự báo năm 2026

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	4.174	4.772	14%	4.657	* Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ dự báo, phản ánh đợt tăng giá bán trung bình thứ hai, một phần bị bù đắp bởi dự báo tăng trưởng sản lượng thấp hơn do KQKD 6T 2026 thấp hơn kỳ vọng.
Bút viết	1.711	1.885	10%	1.834	
Dụng cụ văn phòng *	960	1.089	13%	1.361	* Thấp hơn chủ yếu do TLG phân loại lại doanh thu phân phối hàng hóa của bên thứ ba, trước đây được ghi nhận trong mảng Dụng cụ văn phòng và hiện được báo cáo riêng trong mảng Kinh doanh hàng hóa & khác. * Trong 6T 2026, doanh thu mảng dụng cụ văn phòng tăng 9% YoY trên cơ sở so sánh tương đương.
Dụng cụ học tập	501	595	19%	501	* Cao hơn so với dự báo trước đây do KQKD 6T 2026 cao hơn kỳ vọng.
Dụng cụ mỹ thuật	626	778	24%	740	* Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng mảng dụng cụ mỹ thuật có biên lợi nhuận cao sẽ là động lực tăng trưởng chính, được củng cố bởi dư địa tăng trưởng lớn cùng với các nỗ lực mở rộng và marketing vững chắc của TLG.
Kinh doanh hàng hóa & khác	376	426	13%	221	
Trong đó: Xuất khẩu	1.141	1.368	20%	1.378	* Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh trong thời gian tới, được thúc đẩy bởi 1) số lượng đơn hàng OEM ngày càng tăng và 2) việc mở rộng tại các thị trường ASEAN.
Lợi nhuận gộp	2.069	2.263	9%	2.247	
Chi phí SG&A	-1.569	-1.718	9%	-1.611	
LN từ HĐKD	499	545	9%	635	
Chi phí lãi vay	-22	-39	77%	-18	
Lãi/lỗ từ CTLK	2	6	170%	6	* Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 của PNC ở mức 12 tỷ đồng (+49% YoY), tương đương mức đóng góp 6 tỷ đồng vào lợi nhuận của TLG. * Tuy nhiên, chúng tôi loại bỏ phần lợi nhuận từ PNC kể từ năm 2027 do kỳ vọng kế hoạch thoái vốn của TLG sẽ hoàn tất trong năm 2026.
LNST sau lợi ích CĐTS	446	460	3%	540	
Biên LN gộp %	49,6%	47,4%		48,2%	* Chúng tôi điều chỉnh giảm 80 điểm cơ bản dự báo biên LN gộp năm 2026 xuống 47,4% do chi phí nhựa và nhân công cao hơn, một phần được bù đắp bởi hàng tồn kho giá thấp và việc tăng giá bán trung bình. * Mặc dù lượng hàng tồn kho giá thấp dần được tiêu thụ hết, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp nhìn chung sẽ duy trì ổn định ở mức 47,5% trong năm 2027, được hỗ trợ bởi tác động cả năm từ hai đợt tăng giá bán trung bình khoảng 4-5% mỗi đợt của TLG trong năm 2026, các đợt điều chỉnh giá tiếp theo trong năm 2027, và chi phí đầu vào hạ nhiệt. Chúng tôi kỳ vọng giá nhựa sẽ giảm dần, phù hợp với giả định giá dầu Brent của chúng tôi lần lượt là +32%/-17%/-4% YoY trong các năm 2026/27/28 (xem Báo cáo Cập nhật ngành Dầu khí, ngày 22/09/2026).
Chi phí SG&A/doanh thu %	-37,6%	-36,0%		-34,6%	* Cao hơn so với dự báo trước đây do KQKD năm 2025 và 6T 2026 cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu sẽ duy trì ở mặt bằng cao hơn và mang tính cơ cấu (so với mức trung bình 30% trong giai đoạn 2020-25) sau khi TLG điều chỉnh phương pháp kế toán từ quý 2/2025.
Biên LN từ HĐKD %	12,0%	11,4%		13,6%	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	10,7%	9,6%		11,6%	

Nguồn: TLG, Vietcap. Lưu ý: Số liệu năm 2025 đã được điều chỉnh lại để phản ánh cách phân loại doanh thu mới của TLG.

TLG đang trải qua thương vụ M&A cùng đợt tái cấu trúc quan trọng nhất trong nhiều năm

Kokuyo (Nhật Bản) đang thực hiện thương vụ với mục tiêu nắm quyền kiểm soát TLG thông qua giao dịch gồm hai bước: mua lại CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh (TLAT) – cổ đông sở hữu 46,82% cổ phần TLG, sau đó chào mua công khai thêm tối đa 18,19% cổ phần TLG. Song song đó, TLG đang tái cấu trúc một số khoản đầu tư ngoài mảng kinh doanh cốt lõi, bao gồm PNC, Pega Holdings và CTCP Clever World.

Chúng tôi giả định việc thoái vốn khỏi PNC và Pega Holdings cũng như việc giải thể CTCP Clever World sẽ hoàn tất trong năm 2026. Giả định của chúng tôi phản ánh kế hoạch tái cấu trúc mà TLG đã công bố và việc các khoản đầu tư này không nằm trong phạm vi giao dịch Kokuyo đã công bố. Do đó, chúng tôi giả định các khoản đầu tư ngoài mảng cốt lõi sẽ được hoàn thành trước khi giao dịch với Kokuyo hoàn tất. Dựa trên giá trị thoái vốn mục tiêu (**xem Hình 2**), chúng tôi thận trọng giả định giá trị thu về nhìn chung tương đương giá trị sổ sách và chưa phản ánh lãi/lỗ từ thoái vốn trong khi chờ các điều khoản giao dịch cuối cùng.

Hình 2: Các giao dịch và hoạt động tái cơ cấu đang triển khai của TLG

Giao dịch	Cấu trúc	Điều khoản chính	Tình trạng mới nhất
Kokuyo mua lại TLG	Mua lại TLAT – cổ đông sở hữu 46,82% cổ phần TLG, sau đó chào mua công khai thêm tối đa 18,19% cổ phần TLG.	Tỷ lệ sở hữu thực tế 65,01%. Chi phí mua lại ước tính 27,6 tỷ JPY tính đến tháng 3/2026.	Đã được chấp thuận về mặt cạnh tranh có điều kiện vào ngày 09/09/2026; các bước còn lại của giao dịch đang được tiếp tục triển khai.
CTCP Văn hóa Phương Nam (PNC)	Chuyển nhượng 5,345 triệu cổ phiếu PNC (49,49%) mà TLG sở hữu gián tiếp từ Tân Lực Miền Nam sang Evertrust, sau đó dự kiến bán Evertrust cho bên mua bên ngoài.	5,345 triệu cổ phiếu PNC (49,49% cổ phần). Giá trị thoái vốn mục tiêu tối thiểu 144 tỷ đồng.	Đã hoàn tất chuyển nhượng nội bộ; đang chờ thoái vốn hoàn toàn. Evertrust đang nắm giữ 49,49% cổ phần PNC nhưng vẫn do TLG kiểm soát.
Pega Holdings	Thoái toàn bộ 4,0 triệu cổ phiếu Pega Holdings (40% cổ phần) của TLG.	4,0 triệu cổ phiếu Pega Holdings (40% cổ phần). Giá trị chuyển nhượng mục tiêu tối thiểu 35 tỷ đồng.	Đã được phê duyệt thoái vốn; chưa có công bố chính thức về việc hoàn tất.
CTCP Clever World	Giải thể.	TLG sở hữu gián tiếp 96,43% tại thời điểm cuối năm 2025.	Đang tiến hành giải thể; chưa có công bố chính thức về việc hoàn tất.

Nguồn: TLG, Kokuyo, truyền thông trong nước và quốc tế, Vietcap tổng hợp

Kokuyo: Mua lại tối đa 65,01% cổ phần TLG qua hai bước

Ngày 04/12/2025, Kokuyo công bố kế hoạch nắm quyền kiểm soát TLG. Giao dịch được cấu trúc theo hai giai đoạn. Đầu tiên, Kokuyo sẽ mua lại TLAT – cổ đông sở hữu 45,19 triệu cổ phiếu TLG, tương đương 46,82% cổ phần TLG. Sau đó, Kokuyo dự kiến chào mua công khai thêm tối đa 18,19% cổ phần, qua đó có thể nâng tổng tỷ lệ sở hữu trực tiếp và gián tiếp lên 65,01%.

Tiến độ giao dịch đã thay đổi:

- Theo kế hoạch ban đầu công bố vào tháng 12/2025, Kokuyo dự kiến hoàn tất mua lại TLAT vào tháng 8/2026, sau đó thực hiện chào mua công khai trong tháng 10–11/2026. Tổng giá trị mua lại ước tính đạt 27,6 tỷ JPY, tương đương khoảng 72.600 đồng/cổ phiếu dựa trên số lượng cổ phiếu hiện tại của TLG và tỷ giá 1 JPY = 165 VND, so với giá mục tiêu của chúng tôi là 56.100 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi xem đây là mức tham chiếu của giao dịch thay vì mốc định giá trực tiếp, do mức giá này có thể bao gồm phần bù kiểm soát, rủi ro biến động tỷ giá và yếu tố bất định của đợt chào mua công khai.

- Trong Báo cáo Chứng khoán ngày 26/03/2026, Kokuyo công bố thời điểm thương vụ dự kiến là tháng 9/2026 đối với TLAT và tháng 12/2026 đối với TLG và Nam Thiên Long (NTL).

- Tại buổi cập nhật KQKD quý 2 vào tháng 8/2026, Kokuyo cho biết quá trình này dự kiến sẽ bị chậm lại do quá trình thẩm định theo Luật Cạnh tranh kéo dài hơn dự kiến ban đầu. Hiện Kokuyo chưa công bố thời điểm hoàn tất điều chỉnh.

Giao dịch được chấp thuận tập trung kinh tế có điều kiện

- Ngày 09/09/2026, Ủy ban Cạnh tranh Quốc gia đã ban hành Quyết định số 294/QĐ-CT, xác định việc tập trung kinh tế giữa Synergy Investing Asia Pte. Ltd., CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh, CTCP Tập đoàn Thiên Long và năm cá nhân là trường hợp tập trung kinh tế có điều kiện theo điểm b, khoản 1, Điều 41 Luật Cạnh tranh. Các bên có nghĩa vụ tuân thủ các điều kiện nêu tại Quyết định.

- Quan điểm của chúng tôi: Chúng tôi đánh giá đây là diễn biến tích cực đối với giao dịch. Quyết định này thể hiện việc cơ quan quản lý cạnh tranh chấp thuận cho việc tập trung kinh tế được tiến hành, với điều kiện tuân thủ các điều kiện nêu tại Quyết định. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng các bên sẽ triển khai các bước còn lại của giao dịch và tuân thủ các nghĩa vụ báo cáo cũng như các nghĩa vụ khác được quy định theo Quyết định.

Các mốc còn lại bao gồm: hoàn tất việc mua lại TLAT, triển khai chào mua công khai, sau đó hoàn tất chào mua công khai và Kokuyo hợp nhất TLG.

Ngoài ra, tại ĐHCĐ năm 2026, ông Thọ – Chủ tịch HĐQT TLG – cho biết ông dự kiến sẽ tiếp tục gắn bó với TLG ít nhất trong ba năm tới.

PNC: Đã hoàn tất chuyển nhượng nội bộ, đang chờ thoái vốn hoàn toàn

Trong năm 2025, TLG đang sở hữu 49,49% cổ phần tại PNC, tương đương 5,345 triệu cổ phiếu, thông qua công ty con do TLG sở hữu 100% cổ phần là Tân Lực Miền Nam (TLMN). Tổng chi phí đầu tư là 147 tỷ đồng (giá ước tính 27.465 đồng/cổ phiếu). Tại thời điểm cuối năm 2025, giá trị sổ sách của khoản đầu tư này là 144,1 tỷ đồng.

Ngày 02/02/2026, TLG đã phê duyệt kế hoạch tái cơ cấu và thoái vốn hoàn toàn khỏi PNC. Giao dịch gồm hai bước: (1) chuyển nhượng cổ phần PNC từ TLMN sang Evertrust – pháp nhân đầu tư mới thành lập do TLMN sở hữu 99,94% cổ phần, sau đó (2) bán Evertrust, hoặc phần cổ phần PNC do Evertrust nắm giữ, cho bên mua bên ngoài.

Ngày 31/07/2026, TLG đã chuyển nhượng toàn bộ 5,345 triệu cổ phiếu PNC sang Evertrust thông qua giao dịch thỏa thuận với giá ước tính 27.000 đồng/cổ phiếu, tương đương giá trị khoảng 144,3 tỷ đồng. Trong quá trình này, PNC cũng ghi nhận một số thay đổi về hoạt động và quản trị, khi một số thành viên HĐQT và ban điều hành của PNC có liên quan đến TLG đã nộp đơn từ nhiệm vào tháng 3/2026, trong khi việc tái cơ cấu sở hữu được tiến hành sau đó trong năm.

Việc chuyển nhượng từ TLMN sang Evertrust là giao dịch nội bộ tập đoàn. Việc thoái vốn về mặt kinh tế chỉ diễn ra khi quyền kiểm soát Evertrust được chuyển giao ra bên ngoài tập đoàn TLG. Kế hoạch tái cơ cấu của TLG đặt mục tiêu giá trị thoái vốn tối thiểu là 144 tỷ đồng.

Pega Holdings: Thoái toàn bộ 40% cổ phần nắm giữ

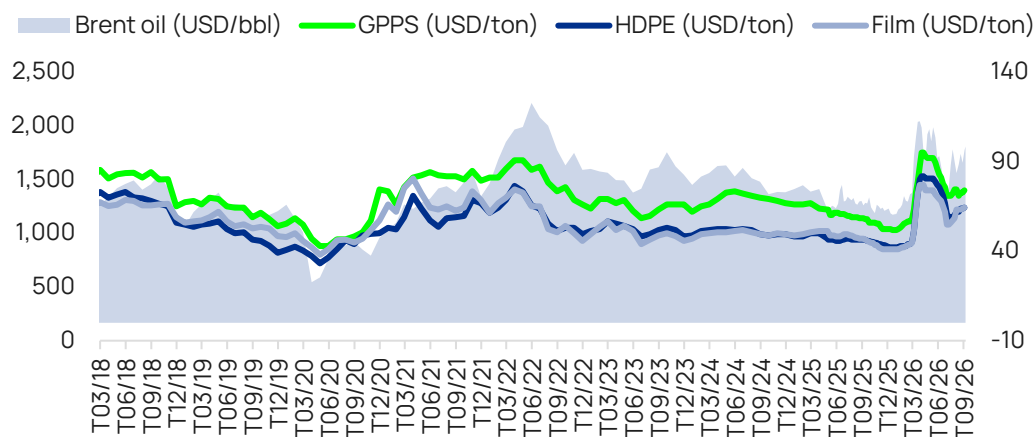
TLG đồng sáng lập Pega Holdings vào năm 2022, với hoạt động chính là phân phối sách, báo và tạp chí. Tại thời điểm cuối năm 2025, giá trị sổ sách của 40% cổ phần TLG nắm giữ đạt khoảng 35,8 tỷ đồng. Ngày 02/02/2026, TLG đã phê duyệt việc bán toàn bộ 4,0 triệu cổ phiếu (40% cổ phần), với giá trị chuyển nhượng mục tiêu tối thiểu 35 tỷ đồng. Chúng tôi chưa ghi nhận công bố chính thức nào sau đó xác nhận việc hoàn tất thoái vốn.

Clever World/Clever Box: Giải thể thay vì thoái vốn qua M&A

CTCP Clever World được thành lập vào năm 2022 trong chiến lược mở rộng sang mảng bán lẻ chuyên biệt của TLG. Hiện TLG đang nắm giữ 96,43% cổ phần thông qua TLMN, công ty con do TLG sở hữu 100% cổ phần.

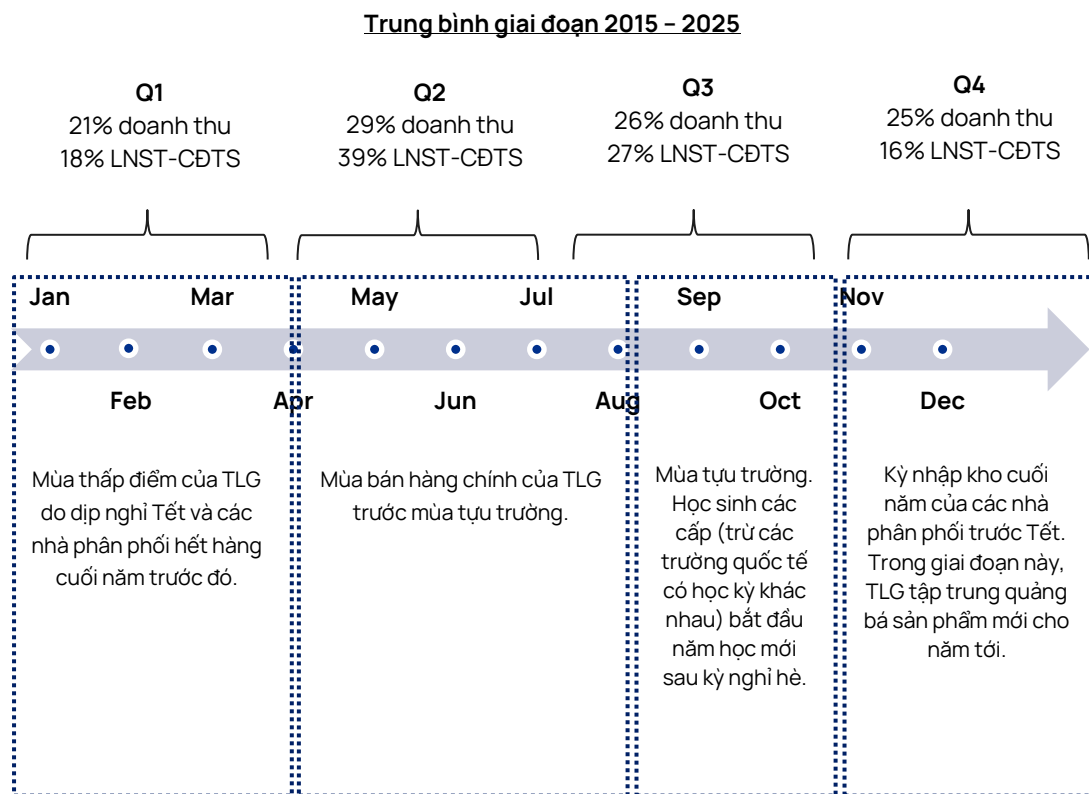
Theo BCTC quý 1/2026 của TLG, Clever World đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục giải thể theo quy định. Do Clever World là công ty con được hợp nhất, việc giải thể sẽ loại bỏ tài sản, nợ phải trả, doanh thu và chi phí của công ty này khỏi báo cáo tài chính hợp nhất của TLG. Tác động tài chính cuối cùng sẽ phụ thuộc vào việc thu hồi các tài sản còn lại, thanh toán các khoản nợ phải trả và lãi/lỗ phát sinh từ việc thanh lý. Chúng tôi chưa ghi nhận công bố chính thức nào sau đó xác nhận việc hoàn tất giải thể.

Hình 3: Giá nhựa đầu vào chính của TLG và giá dầu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 4: Tính mùa vụ trong HĐKD của TLG



Nguồn: TLG, Vietcap

Định giá

Chúng tôi duy trì tỷ lệ kết hợp 50:50 giữa phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) và phương pháp định giá P/E mục tiêu để phản ánh cả khả năng tạo ra dòng tiền ổn định của TLG cũng như mối tương quan giữa diễn biến giá cổ phiếu TLG với lợi nhuận ngắn hạn.

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi cập nhật thời gian định giá mục tiêu từ giữa năm 2026 sang giữa năm 2027.

Các thay đổi chính trong báo cáo này:

- Chúng tôi giữ nguyên hệ số P/E mục tiêu ở mức 12,0 lần. Mức P/E mục tiêu 12,0 lần tương ứng mức cao hơn 12% so với P/E trung bình 5 năm của TLG là 10,7 lần nhưng vẫn thấp hơn mức trung bình 5 năm của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực là 12,4 lần (**xem Hình 10**), phản ánh khả năng được định giá lại nhờ sự tham gia về mặt chiến lược của Kokuyo, đồng thời đã tính đến yếu tố bất định trong việc hiện thực hóa hiệu quả cộng hưởng.

- Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh tăng 100 điểm cơ bản giá định tỷ lệ phi rủi ro lên 7,0%, phù hợp với điều chỉnh nội bộ của Vietcap. Mặc dù Ngân hàng Nhà nước (NHNN) được kỳ vọng sẽ giữ nguyên lãi suất điều hành trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lợi suất trong nước sẽ duy trì ở mức cao hơn và mang tính cơ cấu trong trung hạn. Theo đó, WACC tăng từ 11,9% lên 12,8%.

Chúng tôi dự báo TLG sẽ đạt CAGREPS bền vững 10% trong giai đoạn 2025–28 với mức cổ tức tiền mặt ổn định lần lượt là 35%/35%/40% mệnh giá trong các năm 2026/27/28 (lợi suất cổ tức 6,5%).

Hình 5: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng/cp)	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/cp)
CKDT	57.304	50%	28.652
P/E mục tiêu 12 lần	54.912	50%	27.456
Giá mục tiêu			56.100
P/E 2025/26/27 tại giá mục tiêu			13,5x/ 13,1x/11,5x

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Định giá CKDT

Chi phí vốn	Cũ	Mới	Dự báo DTTD – Tỷ đồng	Giá trị
Beta	0,8	0,8	GTHT của DTTD	1.841
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 2,0%)	3.441
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	7,0	GTHT của DTTD và GTC	5.282
Chi phí VCSH %	12,4	13,4	+ Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	841
Chi phí nợ vay %	9,0	9,0	- Nợ vay	591
Thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0	Giá trị VCSH	5.531
Nợ vay/vốn %	9,2	9,2	Số lượng cổ phiếu (triệu)	96,5
WACC %	11,9	12,8	Giá trị/cổ phiếu, đồng	57.304

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Tóm tắt dòng tiền

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD	499	545	613	694	777	876
- Thuế	-100	-109	-123	-139	-155	-175
+ Khấu hao	93	102	114	125	137	148
- Vốn đầu tư XD CB	-125	-110	-112	-114	-116	-118
- Tăng vốn lưu động	-154	27	-76	-94	-105	-102
Dòng tiền tự do	213	455	416	472	537	629
GTHT của DTTD		428	347	349	352	365
Tổng GTHT của DTTD		428	775	1.124	1.476	1.841

Nguồn: Vietcap

Hình 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) theo WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong định giá CKDT, các yếu tố khác không đổi

		WACC						
		11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%
Tăng trưởng dài hạn	0,5%	57.300	56.000	54.800	53.700	52.700	51.800	50.900
	1,0%	58.300	56.900	55.600	54.400	53.400	52.400	51.500
	1,5%	59.400	57.800	56.500	55.200	54.100	53.100	52.100
	2,0%	60.600	58.900	57.500	56.100	54.900	53.800	52.700
	2,5%	61.900	60.100	58.500	57.100	55.700	54.500	53.400
	3,0%	63.500	61.500	59.700	58.100	56.700	55.400	54.200
	3,5%	65.200	63.000	61.000	59.300	57.700	56.300	55.000

Nguồn: Vietcap

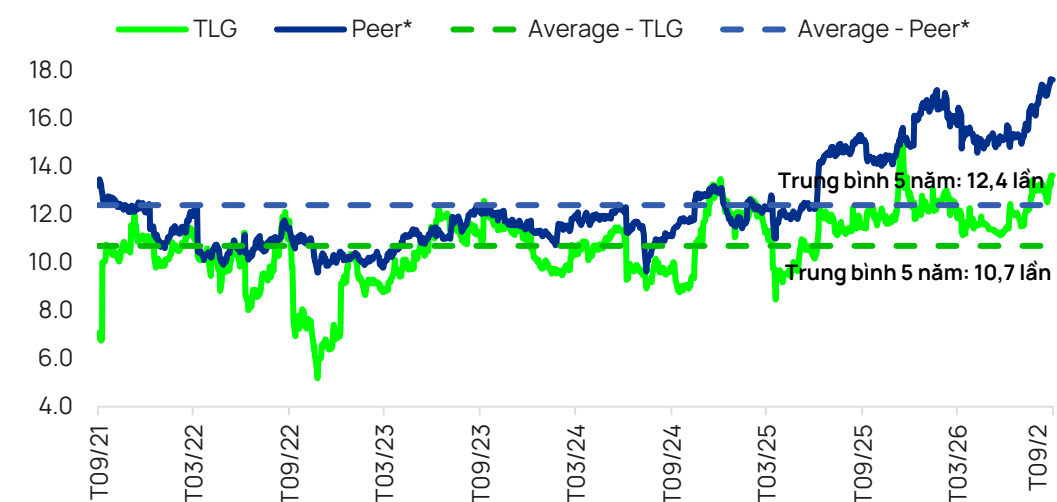
Diễn biến Khuyến nghị

Hình 9: Lịch sử giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: Giá mục tiêu điều chỉnh theo những thay đổi về số lượng cổ phiếu lưu hành.

Hình 10: P/E trượt 12T của TLG và các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. Lưu ý: (*) Nhóm doanh nghiệp cùng ngành bao gồm Kokuyo Co., Ltd., Pilot Corp, Mitsubishi Pencil Co Ltd và Asia File Corp BHD.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	4.174	4.772	5.343	6.052
Giá vốn hàng bán	-2.105	-2.510	-2.807	-3.180
Lợi nhuận gộp	2.069	2.263	2.536	2.873
Chi phí bán hàng	-1.239	-1.384	-1.550	-1.755
Chi phí quản lý DN	-330	-334	-374	-424
LN thuần HĐKD	499	545	613	694
Thu nhập tài chính	57	70	76	83
Chi phí tài chính	-36	-42	-32	-30
Trong đó, chi phí lãi vay	-22	-39	-29	-27
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	6	0	0
Lãi/lỗ thuần khác	49	7	7	7
LNTT	572	586	664	754
Thuế TNDN	-127	-127	-143	-163
LNST trước CĐTS	445	459	521	591
Lợi ích CĐ thiếu số	-1	-1	0	0
LN ròng sau CĐTS báo cáo	446	460	521	591
LN ròng sau CĐTS điều chỉnh	402	414	469	532
EBITDA	592	647	726	819
EPS báo cáo, VND	4.625	4.768	5.401	6.120
EPS điều chỉnh, VND	4.163	4.292	4.861	5.508
EPS pha loãng, VND	4.163	4.292	4.861	5.508
DPS, VND	3.500	3.500	3.500	4.000
DPS/EPS	84%	82%	72%	73%

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	11,1%	14,3%	12,0%	13,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	-8,9%	9,0%	12,5%	13,2%
Tăng trưởng LNTT	-2,5%	2,5%	13,3%	13,5%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-3,3%	3,1%	13,3%	13,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	49,6%	47,4%	47,5%	47,5%
Biên LN từ HĐKD %	12,0%	11,4%	11,5%	11,5%
Biên EBITDA	14,2%	13,6%	13,6%	13,5%
Biên LN ròng sau CĐTS báo cáo	10,7%	9,6%	9,8%	9,8%
ROE	18,3%	17,9%	19,4%	20,8%
ROA	12,9%	12,5%	13,4%	14,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	138,6	124,2	122,1	119,5
Số ngày phải thu	63,4	60,6	55,8	53,6
Số ngày phải trả	46,0	42,6	43,5	43,3
TG luân chuyển tiền	156,1	142,2	134,4	129,8
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,7	2,9	2,9	2,8
CS thanh toán nhanh	1,9	2,1	2,1	2,0
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,8	0,8	0,8
Nợ/Tài sản	12,5%	12,5%	11,6%	12,0%
Nợ/Vốn sử dụng	15,0%	15,2%	14,4%	15,1%
Nợ ròng/VCSH	-18,4%	-29,0%	-30,1%	-31,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	26,1	15,1	23,1	27,6

CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	487	801	870	1.005
Đầu tư TC ngắn hạn	424	424	424	424
Các khoản phải thu	801	785	849	929
Hàng tồn kho	815	894	984	1.098
TS ngắn hạn khác	222	222	222	222
Tổng TS ngắn hạn	2.748	3.125	3.349	3.676
TS cố định (nguyên giá)	1.412	1.522	1.634	1.748
- Khấu hao lũy kế	-872	-975	-1.089	-1.214
TS cố định (ròng)	540	547	546	534
Đầu tư TC dài hạn	182	2	2	2
TS dài hạn khác	99	94	90	88
Tổng TS dài hạn	820	643	638	624
Tổng Tài sản	3.569	3.768	3.987	4.301
Phải trả ngắn hạn	270	316	354	400
Nợ vay ngắn hạn	439	406	401	454
Nợ ngắn hạn khác	302	346	387	439
Tổng nợ ngắn hạn	1.012	1.068	1.141	1.293
Nợ vay dài hạn	6	64	64	64
Nợ dài hạn khác	28	28	28	28
Tổng nợ	1.046	1.159	1.233	1.385
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư chủ sở hữu	965	965	965	965
Thặng dư vốn cổ phần	362	362	362	362
Lợi nhuận giữ lại	932	988	1.099	1.223
Vốn khác	265	294	328	367
Lợi ích CĐTS	-2	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.523	2.609	2.754	2.916
Tổng nguồn vốn	3.569	3.768	3.987	4.301
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	96,5	96,5	96,5	96,5

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	700	486	801	870
LNST sau lợi ích CĐTS	446	460	521	591
Khấu hao	93	102	114	125
Thay đổi vốn lưu động	-154	27	-76	-94
Điều chỉnh khác	-155	-30	-35	-40
LCTT từ HĐ kinh doanh	231	559	524	581
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-125	-110	-112	-114
Đầu tư (ròng)	-67	180	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-192	70	-112	-114
Cổ tức đã trả	-217	-338	-338	-386
Tăng (giảm) vốn	13	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-47	-34	-5	53
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	0	57	0	0
Khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	-252	-314	-343	-333
Lưu chuyển tiền thuần	-213	315	69	135
Tiền cuối năm	487	801	870	1.005

Nguồn: TLG, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549
- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn