

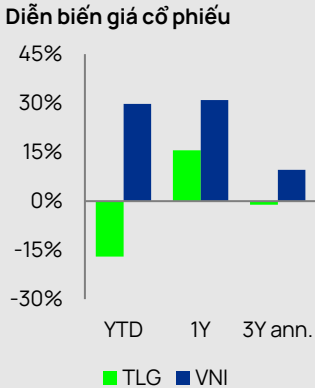
CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG)

MUA +25,1%

Ngành		Văn phòng phẩm	
Ngày báo cáo		12/09/2025	
Giá hiện tại		53.000 VND	
Giá mục tiêu		62.800 VND	
Giá mục tiêu gần nhất		61.300 VND	
TL tăng		+18,5%	
Lợi suất cổ tức		6,6%	
Tổng mức sinh lời		+25,1%	
GT vốn hóa	4,6 nghìn tỷ đồng		
Room KN	3,5 nghìn tỷ đồng		
GTGD/ngày (30n)	15,6 tỷ đồng		
Cổ phần Nhà nước	0,0%		
SL cổ phiếu lưu hành	86,5 tr		
Pha loãng	86,5 tr		
		TLG	VNI
P/E (trượt)	10,6x	15,2x	
P/B (hiện tại)	1,9x	2,0x	
ROA	12,6%	2,0%	
ROE	18,0%	13,3%	

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.



Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.759	4.080	4.657	5.322
% YoY	9%	9%	14%	14%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	462	473	540	625
% YoY	29%	3%	14%	16%
EPS	29%	3%	14%	16%
Biên LN gộp	44,6%	48,2%	48,2%	48,3%
Biên EBITDA	17,1%	16,1%	16,1%	16,1%
Biên LN từ HĐKD	14,6%	13,5%	13,6%	13,8%
Biên LN ròng	12,3%	11,6%	11,6%	11,7%
Dòng tiền tự do/DT	8%	8%	8%	8%
EV/EBITDA	6,9x	6,7x	5,9x	5,1x
P/E	11,0x	10,8x	9,4x	8,1x
P/B	2,0x	1,8x	1,7x	1,6x
ROE	20,8%	19,6%	21,1%	23,1%

Xuất khẩu tăng trưởng mạnh, nhu cầu mùa tựu trường thúc đẩy thị trường nội địa trong quý 3/2025

- Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ giá mục tiêu lên thêm 2% và giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG).
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–27 lên thêm 1%/năm, chủ yếu do việc phản ánh việc TLG đã hoàn tất mua 49,49% cổ phần của CTCP Văn hóa Phương Nam (PNC) vào cuối quý 2/2025.
- Chúng tôi cũng cập nhật các thay đổi trong phương pháp kế toán của TLG, theo đó sẽ ghi nhận doanh thu từ sản phẩm khuyến mãi và chi phí bán hàng liên quan (trước đây chỉ ghi nhận giá vốn hàng bán). Điều chỉnh này làm tăng biên lợi nhuận gộp và tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý (SG&A)/doanh thu, nhưng vẫn giữ lợi nhuận ròng không thay đổi.
- TLG hiện có sự cân bằng giữa đầu tư phòng thủ và tăng trưởng với mức lợi suất cổ tức 6,6% và tốc độ tăng trưởng EPS bền vững 11% trong giai đoạn 2024–28, qua đó củng cố cho mức định giá hợp lý với PEG dự phóng giai đoạn 2025–26 là 0,9.
- Rủi ro:** biên lợi nhuận thấp hơn dự kiến do chi phí nhựa tăng cao; chiến dịch marketing và bán hàng kém hiệu quả; tăng trưởng xuất khẩu chậm hơn dự kiến.

Doanh thu xuất khẩu lấy lại đà tăng trưởng từ quý 2/2025, củng cố vai trò là động lực tăng trưởng dài hạn quan trọng. Trong 7T 2025, doanh thu xuất khẩu (chiếm 30% tổng doanh thu) đạt 710 tỷ đồng (+7,9% YoY). Sau quý 1 kém khả quan (-8% YoY) do thiên tai tại các thị trường trọng điểm (như Philippines, Myanmar và Thái Lan), xuất khẩu đã phục hồi mạnh mẽ trong quý 2 (+21% YoY) và tháng 7 (+34% YoY). Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng mạnh mẽ này sẽ tiếp tục được duy trì, nhờ vào 1) việc giành được nhiều đơn hàng OEM hơn và 2) việc TLG tiếp tục mở rộng sang thị trường ASEAN. Trong giai đoạn 2024–2027, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của doanh thu xuất khẩu là 18%.

Doanh thu bán hàng trong nước đang tăng lên cùng với mùa tựu trường vào quý 3/2025 sau một quý 2 kém tích cực. Trong 7T 2025, doanh thu trong nước đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (+4,3% YoY). Trong quý 2, doanh số giảm 2% YoY, bất chấp tác động tích cực từ mùa tựu trường và tác động tích cực từ những thay đổi về phương pháp kế toán, khi các quy định thuế mới và các chiến dịch chống hàng giả trên toàn quốc đã gây áp lực lên kênh thương mại truyền thống của TLG (chiếm 80% doanh thu trong nước). Tuy nhiên, doanh số tháng 7 đã lấy lại động lực của mùa cao điểm với mức tăng 37% YoY, phản ánh những nỗ lực xúc tiến bán hàng hiệu quả của TLG. Chúng tôi kỳ vọng quý 3 mạnh mẽ sẽ củng cố kết quả kinh doanh trong nước năm 2025. Trong giai đoạn 2024–2027, chúng tôi dự phóng CAGR của doanh thu trong nước là 10%.

TLG dự kiến mua 76,8% cổ phần của CTCP Văn hóa Phương Nam (PNC), theo ước tính của chúng tôi, dựa trên công bố miễn trừ chào mua công khai của PNC cho Tân Lục Miền Nam – công ty con do TLG sở hữu 100%. PNC là một thương hiệu bán lẻ lâu đời với gần 45 năm hoạt động trong lĩnh vực xuất bản sách và phân phối các sản phẩm văn hóa, giáo dục. Công ty này vận hành khoảng

50 nhà sách trên toàn quốc, với sự hiện diện mạnh mẽ trong các phân khúc sản phẩm phong cách sống (lifestyle) và đồ chơi. Chúng tôi nhận thấy TLG có thể tận dụng hệ thống của PNC để mở rộng mạng lưới bán lẻ, song song đó hỗ trợ PNC cải thiện hiệu quả hoạt động và do đó, cải thiện biên lợi nhuận. Đến cuối quý 2/2025, TLG đã mua lại 49,49% cổ phần tại PNC trong khi số cổ phần còn lại TLG đang nộp hồ sơ lên Ủy ban Cạnh tranh Quốc gia (NCCA) (xem trang 5). Trong dự phóng của chúng tôi, chúng tôi phản ánh PNC là công ty con của TLG và phản ánh việc hợp nhất hoàn toàn một khi việc mua lại được hoàn tất.

Triển vọng năm 2025: Mảng xuất khẩu củng cố đà tăng trưởng; mùa tựu trường dẫn dắt doanh thu bán hàng trong nước quý 3

Hình 11: Dự báo năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 cũ	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	3.759	4.080	9%	4.080	* Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu do kỳ vọng việc ghi nhận doanh thu cao hơn từ những thay đổi trong phương pháp kế toán sẽ bù đắp cho doanh thu cốt lõi thấp hơn một chút, do kết quả 6T 2025 thấp hơn kỳ vọng.
Bút viết	1.623	1.664	2%	1.664	
Dụng cụ văn phòng	1.065	1.179	11%	1.179	
Dụng cụ học tập	403	434	8%	434	
Dụng cụ mỹ thuật	498	613	23%	613	* Chúng tôi kỳ vọng mảng dụng cụ mỹ thuật có biên lợi nhuận cao sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính. Không giống như thị trường dụng cụ viết đã bão hòa, mảng dụng cụ mỹ thuật được hưởng lợi từ (1) tỷ lệ thâm nhập thị trường thấp hơn, (2) nhu cầu sáng tạo ổn định và không thể thay thế, (3) các xu hướng liên quan đến lối sống (như viết nhật ký và đồ thủ công DIY), và (4) việc tích hợp rộng rãi hơn vào chương trình học.
Kinh doanh hàng hóa & khác	170	192	13%	192	
Trong đó: Xuất khẩu	1.012	1.141	13%	1.141	* Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu tăng trưởng mạnh nhờ 1) số lượng đơn hàng OEM ngày càng tăng tại các thị trường, 2) sự phục hồi của các thị trường trọng điểm của FO (như Philippines và Myanmar) từ quý 2/2025 sau sự gián đoạn trong quý 1 do thiên tai, và 3) TLG tiếp tục mở rộng tại các thị trường ASEAN.
Lợi nhuận gộp	1.675	1.968	17%	1.818	
Chi phí SG&A	-1.127	-1.416	26%	-1.265	
Lợi nhuận từ HĐKD	549	552	1%	553	
Chi phí lãi vay	-14	-14	4%	-14	
Lãi/lỗ từ CTLK	1	4	233%	0	* Mức tăng này phản ánh việc TLG đã mua lại 49,49% cổ phần tại PNC vào cuối quý 2/2025. * Chúng tôi dự phóng lợi nhuận của PNC là 8 tỷ đồng (-21% YoY), sau khi giảm 46% YoY trong 6T 2025 do giá vốn hàng bán (+8,9% YoY) và chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) (+6,9% YoY) tăng nhanh hơn mức tăng trưởng doanh thu (+5,5% YoY).
LNST sau lợi ích CĐTS	462	473	3%	471	
Biên LN gộp %	44,6%	48,2%		44,6%	* Mức tăng chủ yếu phản ánh những thay đổi trong kế toán. * Chúng tôi kỳ vọng việc TLG tiếp tục tập trung vào 1) tối ưu hóa danh mục sản phẩm và 2) cải thiện hiệu quả hoạt động để hỗ trợ khả năng duy trì biên lợi nhuận gộp.
Chi phí SG&A/doanh thu %	-30,0%	-34,7%		-31,0%	* Mức tăng chủ yếu phản ánh những thay đổi trong kế toán. * Chúng tôi kỳ vọng TLG sẽ tiếp tục chủ động trong các hoạt động khuyến mãi và quảng cáo của công ty.
Biên LN từ HĐKD %	14,6%	13,5%		13,6%	
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	12,3%	11,6%		11,5%	

Nguồn: TLG, Vietcap

Triển vọng năm 2026: Mảng xuất khẩu tăng trưởng ổn định; doanh thu bán hàng trong nước tăng 12% thúc đẩy bởi các mảng còn dư địa tăng trưởng lớn

Hình 2: Dự báo năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap
Doanh thu thuần	4.080	4.657	14%	
Bút viết	1.664	1.834	10%	
Dụng cụ văn phòng	1.179	1.361	16%	
Dụng cụ học tập	434	501	16%	
Dụng cụ mỹ thuật	613	740	21%	* Chúng tôi kỳ vọng mảng dụng cụ mỹ thuật có biên lợi nhuận cao sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính, được củng cố bởi dư địa tăng trưởng lớn cùng với các nỗ lực mở rộng và marketing bền bỉ của TLG.
Kinh doanh hàng hóa & khác	192	221	16%	
Trong đó: Xuất khẩu	1.141	1.378	21%	* Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu sẽ duy trì tích cực, được thúc đẩy bởi 1) số lượng đơn hàng OEM ngày càng tăng và 2) việc TLG tiếp tục mở rộng tại các thị trường ASEAN. * Kỳ vọng của chúng tôi phù hợp với mục tiêu của ban lãnh đạo về doanh thu xuất khẩu tăng trưởng 20-25% YoY trong 3 năm tới, với OEM đóng góp khoảng 40-60% tổng doanh thu.
Lợi nhuận gộp	1.968	2.247	14%	
Chi phí SG&A	-1.416	-1.611	14%	
Lợi nhuận từ HĐKD	552	635	15%	
Chi phí lãi vay	-14	-18	31%	
Lãi/lỗ từ CTLK	4	6	49%	* Chúng tôi dự phóng PNC sẽ ghi nhận lợi nhuận 12 tỷ đồng (+49% YoY) trong năm 2026, được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu 5% và hiệu quả chi phí được cải thiện nhờ các sức mạnh tổng hợp với TLG.
LNST sau lợi ích CĐTS	473	540	14%	
Biên LN gộp %	48,2%	48,2%		* Chúng tôi cho rằng TLG sẽ tiếp tục tập trung vào 1) cải tiến danh mục sản phẩm và 2) nâng cao hiệu quả hoạt động sẽ hỗ trợ khả năng duy trì biên lợi nhuận gộp, dù bị ảnh hưởng một phần bởi dự báo của chúng tôi về giá nhựa đầu vào tăng 10% YoY từ nền thấp hiện tại.
Chi phí SG&A/doanh thu %	-34,7%	-34,6%		* Cải thiện, do kết quả quý 1/2025 tốt hơn kỳ vọng. * Chúng tôi kỳ vọng TLG sẽ tiếp tục chủ động trong các hoạt động khuyến mãi và quảng cáo để thúc đẩy doanh số, đặc biệt là tại các thị trường mở rộng và để quảng bá các sản phẩm mới/có biên lợi nhuận cao.
Biên LN từ HĐKD %	13,5%	13,6%		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	11,6%	11,6%		

Nguồn: TLG, Vietcap

TLG sẽ mua lại 76,8% cổ phần của CTCP Văn hóa Phương Nam (PNC)

TLG đã phê duyệt việc công ty con là Công ty TM-DV Tân Lực Miền Nam mua lại cổ phần từ PNC. Dựa trên công bố của PNC về việc miễn trừ chào mua công khai bắt buộc đối với Tân Lực Miền Nam, chúng tôi ước tính rằng TLG sẽ mua lại tổng cộng 76,8% cổ phần tại PNC. PNC có vốn điều lệ 110 tỷ đồng. Trong năm 2024, PNC đạt biên lợi nhuận gộp 40,5%, với doanh thu thuần 614 tỷ đồng và LNST 10 tỷ đồng, tương đương 16% và 2% doanh thu thuần và LNST của TLG. Theo ban lãnh đạo TLG, công ty đặt mục tiêu tận dụng mạng lưới bán lẻ của PNC để đẩy nhanh việc mở rộng mạng lưới bán lẻ của TLG, đặc biệt là tận dụng vị thế của PNC trong các phân khúc sản phẩm lifestyle (phong cách sống) và đồ chơi. Đổi lại, TLG sẽ hỗ trợ PNC nâng cao hiệu quả hoạt động và cải thiện biên lợi nhuận.

Đến cuối quý 2/2025, TLG đã mua lại 49,49% cổ phần tại PNC với tổng chi phí đầu tư 147 tỷ đồng (ước tính tại giá mỗi cổ phiếu là 27.465 đồng/cổ phiếu cho 5,34 triệu cổ phiếu). Với chi phí đầu tư này, TLG định giá PNC tại P/B là 2,3 lần và P/E trượt 12T khoảng 33 lần trong năm 2025, cho thấy thương vụ này được thúc đẩy bởi yếu tố chiến lược. Chúng tôi hiện dự phóng PNC sẽ đạt CAGR LNST là 21% trong giai đoạn 2024–2029, với LNST dự kiến lần lượt là 8 tỷ/12 tỷ/18 tỷ đồng trong các năm 2025/26/27 (-21%/+49%/+48% YoY). Mức tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi các sáng kiến tối ưu hóa chi phí được hỗ trợ bởi TLG, trong khi chúng tôi giả định CAGR doanh thu khiêm tốn ở mức 5% trong giai đoạn này.

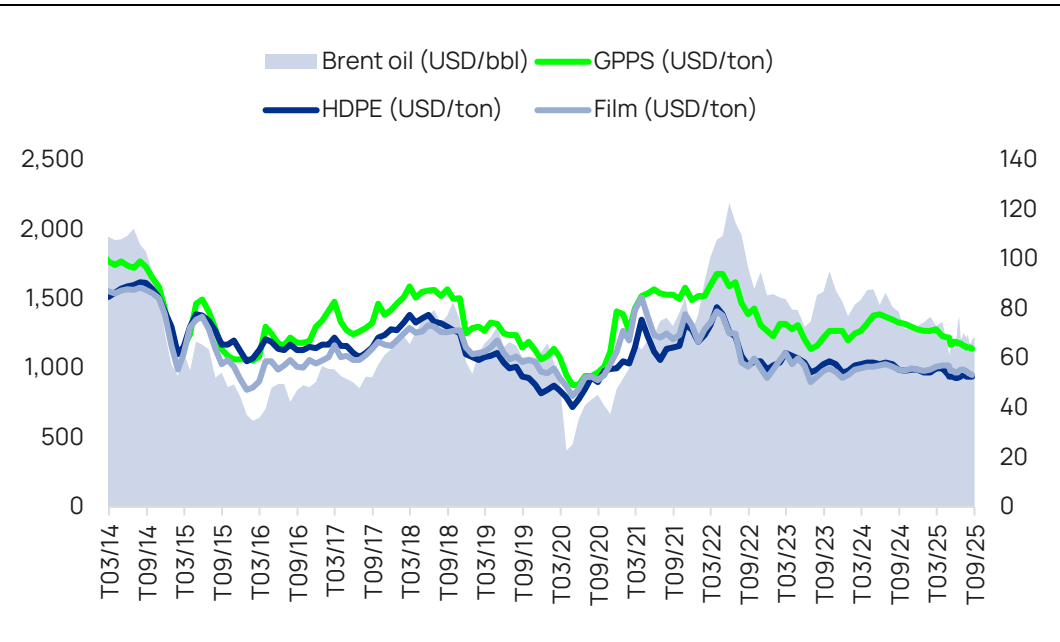
Đối với phần cổ phần còn lại, TLG đang nộp hồ sơ lên Ủy ban Cạnh tranh Quốc gia (NCCA) theo Nghị định 35/2020/NĐ-CP, trong đó yêu cầu xem xét M&A khi (1) tổng tài sản bằng hoặc vượt 3 nghìn tỷ đồng, (2) doanh thu bằng hoặc vượt 3 nghìn tỷ đồng, (3) giá trị giao dịch bằng hoặc vượt 1 nghìn tỷ đồng, và (4) thị phần kết hợp bằng hoặc vượt 20%. Chúng tôi kỳ vọng việc mua lại sẽ hoàn tất hoàn toàn vào đầu năm 2026.

Hình 3: Nhà sách Phương Nam PNC



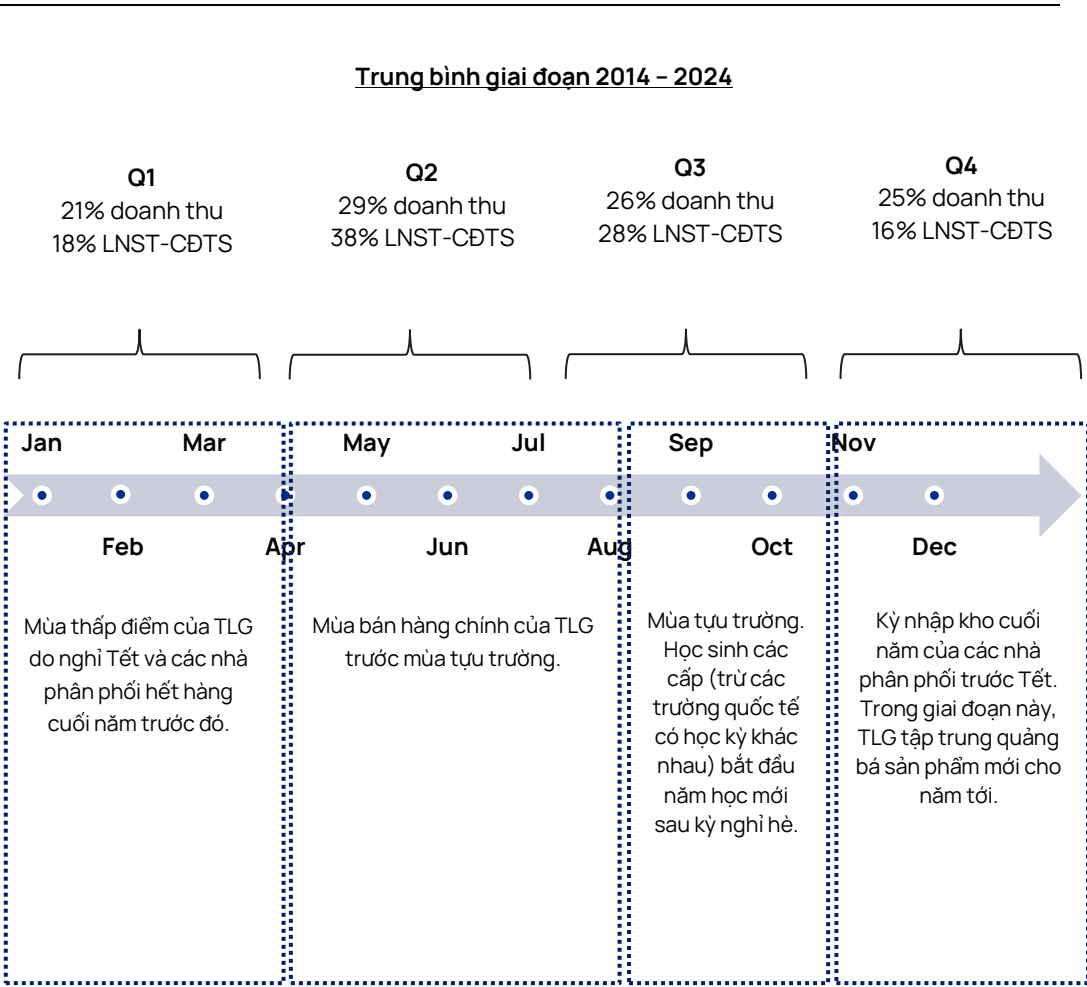
Nguồn: Truyền thông trong nước

Hình 4: Giá nhựa đầu vào chính của TLG và giá dầu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 5: 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 thu nhập ngắn hạn.

Chúng tôi tin rằng TLG là một cổ phiếu cân bằng giữa yếu tố phòng thủ và tăng trưởng với lợi suất cổ tức 6,6% và CAGR EPS bền vững 11% (2024–2028), củng cố mức định giá hợp lý với hệ số PEG giai đoạn 2025–2026 là 0,9.

Hình 6: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/cổ phiếu)
CKDT	62.385	50%	31.193
P/E mục tiêu 12 lần	63.307	50%	31.654
Giá mục tiêu			62.800
P/E dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu			12,7x
P/E dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			11,1x

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Định giá CKDT

Chi phí vốn	Cũ	Mới	Dự báo DTTD – Tỷ đồng	Giá trị
Beta	0,8	0,8	GTHT của DTTD	1.586
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 2,0%)	3.457
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GTC	5.043
Chi phí VCSH %	12,4	12,4	+ Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	875
Chi phí nợ vay %	9,0	9,0	- Nợ vay	525
Thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0	Giá trị VCSH	5.393
Nợ vay/vốn %	9,2	9,2	Số lượng cổ phiếu (triệu)	86,5
WACC %	11,9	11,9	Giá trị/cổ phiếu, đồng	62.385

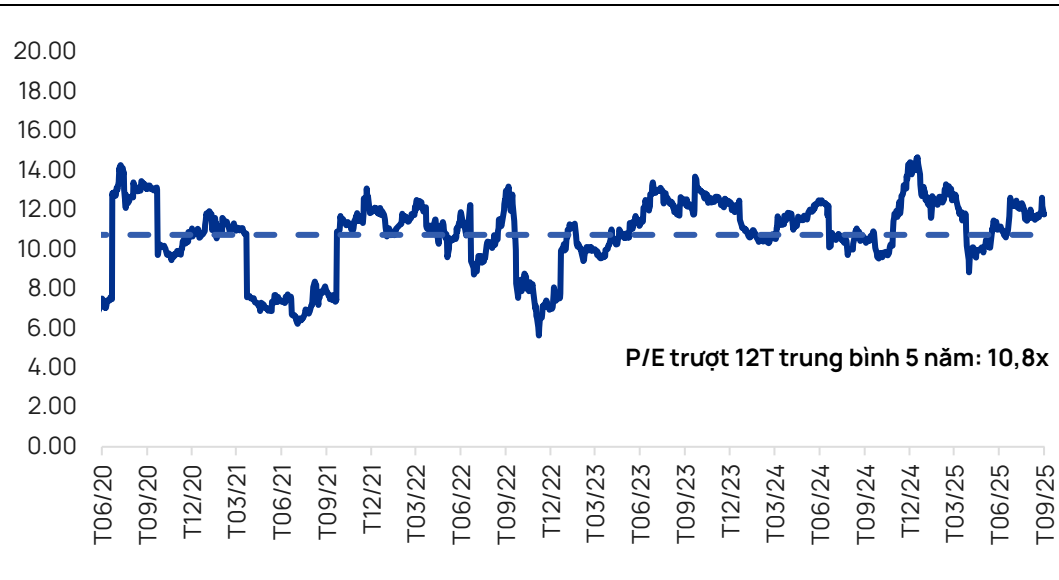
Nguồn: Vietcap

Hình 8: Tóm tắt dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD	552	635	733	849	982
- Thuế	-110	-127	-147	-170	-196
+ Khấu hao	104	115	126	138	138
- Vốn đầu tư XD CB	-108	-110	-112	-114	-116
- Tăng vốn lưu động	-110	-160	-185	-216	-249
Dòng tiền tự do	328	354	415	487	558
GTHT của DTTD	310	299	313	328	336
Tổng GTHT của DTTD	310	609	922	1.250	1.586

Nguồn: Vietcap

Hình 9: P/E trượt 12T của TLG



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Hình 10: Phân tích độ nhạy của giá trị hợp lý của chứng tài cho TLG liên quan đến WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn trong định giá CKDT, các yếu tố khác không đổi

		WACC						
		10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
Tăng trưởng dài hạn	0,5%	64.000	62.500	61.200	60.000	58.900	57.800	56.900
	1,0%	65.200	63.600	62.200	60.800	59.600	58.500	57.500
	1,5%	66.500	64.800	63.200	61.800	60.500	59.300	58.200
	2,0%	68.000	66.100	64.400	62.800	61.400	60.100	59.000
	2,5%	69.700	67.500	65.600	63.900	62.400	61.000	59.800
	3,5%	73.800	71.100	68.700	66.600	64.800	63.100	61.700
	4,0%	76.300	73.200	70.500	68.200	66.200	64.400	62.700

Nguồn: Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 11: Lịch sử khuyến nghị 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.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.759	4.080	4.657	5.322
Giá vốn hàng bán	-2.083	-2.112	-2.410	-2.753
Lợi nhuận gộp	1.675	1.968	2.247	2.569
Chi phí bán hàng	-770	-1.028	-1.169	-1.330
Chi phí quản lí DN	-357	-388	-442	-506
LN thuần HĐKD	549	552	635	733
Thu nhập tài chính	58	57	62	68
Chi phí tài chính	-28	-17	-22	-22
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-14	-14	-18	-19
Lợi nhuận từ công ty LDLK	1	4	6	9
Lỗ/lãi thuần khác	7	7	7	7
LNTT	587	603	689	795
Thuế TNDN	-127	-130	-149	-170
LNST trước CĐTS	460	473	540	625
Lợi ích CĐ thiếu số	-1	0	0	0
LN ròng sau CĐTS báo cáo	462	473	540	625
LN ròng sau CĐTS điều chỉnh	416	426	486	563
EBITDA	644	656	751	859
EPS báo cáo, VND	5.594	5.474	6.249	7.230
EPS điều chỉnh, VND	4.806	4.927	5.624	6.507
EPS pha loãng, VND	4.806	4.927	5.624	6.507
DPS, VND	2.500	3.500	4.000	5.000
DPS/EPS	52%	75%	75%	75%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	8,6%	8,6%	14,1%	14,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	29,0%	0,6%	15,1%	15,3%
Tăng trưởng LNTT	29,8%	2,7%	14,3%	15,3%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	28,6%	2,5%	14,2%	15,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	44,6%	48,2%	48,2%	48,3%
Biên LN từ HĐ %	14,6%	13,5%	13,6%	13,8%
Biên EBITDA	17,1%	16,1%	16,1%	16,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	12,3%	11,6%	11,6%	11,7%
ROE %	20,8%	19,6%	21,1%	23,1%
ROA %	15,0%	13,7%	14,9%	16,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	141,6	147,8	149,1	147,2
Số ngày phải thu	52,8	59,0	57,3	59,1
Số ngày phải trả	39,8	42,0	36,6	36,6
TG luân chuyển tiền	154,7	164,9	169,8	169,7
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,7	2,8	2,9	2,8
CS thanh toán nhanh	1,9	1,8	1,8	1,8
CS thanh toán tiền mặt	0,7	0,6	0,5	0,5
Nợ/Tài sản	14,7%	13,4%	12,3%	11,6%
Nợ/Vốn sử dụng	17,4%	16,0%	14,8%	14,2%
Nợ/Vốn CSH	-24,2%	-18,2%	-17,2%	-15,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	44,4	43,8	38,3	43,6

CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	700	561	553	538
Đầu tư TC ngắn hạn	361	361	361	361
Các khoản phải thu	649	671	791	933
Hàng tồn kho	785	926	1.043	1.177
TS ngắn hạn khác	176	176	176	176
Tổng TS ngắn hạn	2.671	2.695	2.924	3.184
TS cố định (nguyên giá)	1.341	1.457	1.567	1.679
- Khấu hao lũy kế	-836	-940	-1.055	-1.182
TS cố định (ròng)	505	517	512	497
Đầu tư TC dài hạn	64	207	207	207
TS dài hạn khác	120	108	104	100
Tổng TS dài hạn	689	832	823	805
Tổng Tài sản	3.360	3.526	3.747	3.989
Phải trả ngắn hạn	260	226	258	294
Nợ vay ngắn hạn	487	408	396	399
Nợ ngắn hạn khác	239	326	373	426
Tổng nợ ngắn hạn	986	960	1.026	1.119
Nợ vay dài hạn	6	64	64	64
Nợ dài hạn khác	20	20	20	20
Tổng nợ	1.012	1.044	1.110	1.203
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư chủ sở hữu	865	865	865	865
Thặng dư vốn cổ phần	362	362	362	362
Lợi nhuận giữ lại	858	961	1.081	1.188
Vốn khác	263	295	330	371
Lợi ích CĐTS	-1	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.347	2.482	2.637	2.786
Tổng nguồn vốn	3.360	3.526	3.747	3.989
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	86	86	86	86

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	243	700	561	553
LNST sau lợi ích CĐTS	462	473	540	625
Khấu hao	95	104	115	126
Thay đổi vốn lưu động	-136	-110	-160	-185
Điều chỉnh khác	-52	-32	-36	-41
LCTT từ HĐ kinh doanh	369	436	460	525
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-83	-108	-110	-112
Khác	120	-143	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	36	-251	-110	-112
Cổ tức đã trả	-157	-303	-346	-432
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	236	-79	-12	3
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	-27	57	0	0
Khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	52	-324	-358	-429
Lưu chuyển tiền thuần	457	-139	-8	-16
Tiền cuối năm	700	561	553	538

Nguồn: TLG, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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 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.

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, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, 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, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

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, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

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

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@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

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.