

CTCP Tập đoàn Thiên Long (HSX:TLG)

MUA

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên

Báo cáo lần đầu Hàng tiêu dùng

Giá mục tiêu	71.500
Giá hiện tại	60.000
Cổ tức tiền mặt	1.500
TL tăng	19,2%
Lợi suất cổ tức	2,1%
Tổng lợi nhuận	21,3%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa tỷ đồng	74.8 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	4,041
Sở hữu của KN/Room tối đa	20,0%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	26,8 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	26,8 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	60.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	32.984

Cơ cấu cổ đông

Thiên Long An Thịnh Invest	52,4%
Vietnam Holding Ltd	7,3%
Chủ tịch HĐQT	6,5%
CEO	3,7%

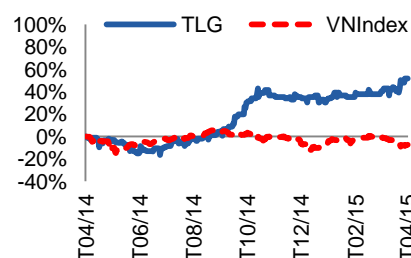
Thuộc danh mục

NA

Mô tả công ty

CTCP Tập đoàn Thiên Long là nhà sản xuất văn phòng phẩm hàng đầu tại Việt Nam với danh mục sản phẩm đa dạng, bao gồm bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ học sinh, dụng cụ mỹ thuật. Được thành lập năm 1981 và niêm yết tại sàn chứng khoán TP HCM từ năm 2010, TLG hiện đang có 60% thị phần trong phân khúc bút viết và đang mở rộng xuất khẩu.

Diễn biến giá cổ phiếu TLG



Cổ phiếu cơ bản với định giá hấp dẫn

- Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho TLG (CTCP Tập đoàn Thiên Long) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 71.500 đồng (TL tăng 19,2%) sau khi giảm giá 20% từ yếu tố thiếu thanh khoản.
- Mạng lưới phân phối phân phối rộng khắp và hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ hỗ trợ tỷ lệ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu 15% giai đoạn 2015-2019.
- Giá dầu thô thấp tạo điều kiện để biên lợi nhuận gộp tăng trưởng 2%.
- Ở mức giá 60.000 đồng hiện tại, cổ phiếu TLG đang giao dịch với PER 9 lần trong năm 2015 theo EPS dự báo 6.631 đồng của VCSC (tăng 20,5% so với năm 2014).

Tập đoàn văn phòng phẩm số 1 Việt Nam. TLG sở hữu tất cả những yếu tố cần thiết cho vị thế của một công ty đầu ngành: danh mục sản phẩm đa dạng giúp thỏa mãn nhu cầu của nhiều đối tượng khách hàng, mạng lưới phân phối rộng khắp trên tất cả 63 tỉnh thành, kênh bán hàng trực tiếp đặc biệt như B2B và thương mại điện tử, cũng như hoạt động xuất khẩu sang hơn 40 quốc gia. Việc TLG đang chiếm lĩnh 60% thị trường nội địa trong phân khúc bút viết cũng đã cho thấy cam kết và nỗ lực của TLG trong việc tập trung phát triển mảng kinh doanh bút viết đồng thời đa dạng hóa sang các sản phẩm văn phòng phẩm khác.

Doanh thu tăng trưởng 15% trong giai đoạn 2015-2019. Do đã chiếm phần lớn thị phần bút viết, TLG hiện đang đẩy mạnh phát triển mảng dụng cụ văn phòng. Chúng tôi dự báo phân khúc sản phẩm này sẽ là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng chính với CAGR doanh thu 23% giai đoạn 2015-2019 và sẽ thay thế phân khúc bút viết để trở thành thành phần đóng góp doanh thu lớn nhất (30% trong năm 2019) trong 5 năm. Doanh thu xuất khẩu cũng được dự báo tăng trưởng với CAGR 30% giai đoạn 2015-2019 nhờ vào việc mở rộng thành công sang các nước ASEAN và thâm nhập vào các thị trường khó tính như Trung Quốc, Mỹ, EU.

Biên lợi nhuận (LN) gộp tăng nhờ giá nhựa thấp. Giá dầu thô trượt mạnh kể từ tháng 6 năm 2014 đã làm giá nhựa chạm đáy thấp nhất trong 5 năm vào tháng 1 năm 2015 và hiện vẫn đang ở mức thấp. Giá nhựa chiếm 20% giá vốn hàng bán của TLG. Chúng tôi ước tính biên LN gộp sẽ cải thiện từ mức 37% năm 2014 lên 39% năm nay.

Định giá hấp dẫn. Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) của chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho TLG dựa vào định giá cơ bản 89.000 đồng/CP, nhờ các yếu tố cơ bản ổn định và triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ. Tuy nhiên, do cổ phiếu TLG thiếu tính thanh khoản, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu "thanh khoản thấp" 20% để đưa ra giá mục tiêu 71.500 đồng/CP, tương ứng với PER 10,8 lần dựa theo EPS 6.631 đồng năm 2015.

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.406	1.614	1.831	2.091	2.401
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	117	147	178	202	230
Biên LN gộp (%)	36,8%	36,9%	39,0%	37,6%	37,0%
Biên LN từ HĐ (%)	12,7%	11,9%	12,5%	12,1%	12,0%
Biên LN ròng sau thuế (%)	8,3%	9,1%	9,7%	9,7%	9,6%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	4.351	5.503	6.631	7.533	8.600
Tăng trưởng EPS (%)	16,4%	26,5%	20,5%	13,6%	14,2%
GTGD / EBITDA	7,5	6,2	4,9	4,0	3,3
Giá CP / DTTD, theo giá thị trường	12,9	5,5	13,7	12,0	11,4
PE theo giá thị trường	13,8	10,9	9,0	8,0	7,0
PB theo giá thị trường	2,2	1,8	1,5	1,3	1,1
ROA	11,8%	13,9%	15,2%	15,1%	14,8%
ROE	19,7%	21,7%	22,2%	21,0%	19,9%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1

Lưu ý: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
KQLN					
Doanh thu	1.406	1.614	1.831	2.091	2.401
- COGS	-889	-1.017	-1.118	-1.304	-1.512
Lợi nhuận gộp	517	596	714	786	889
- Chi phí bán hàng	-192	-242	-302	-324	-360
- Chi phí quản lí DN	-147	-163	-183	-209	-240
LN thuần HĐKD	179	191	228	253	289
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-1	-1	-2	-2	-2
- Lợi nhuận khác	10	16	16	16	16
EBIT	188	206	242	267	303
- Chi phí lãi vay	-23	-15	-15	-15	-15
Lợi nhuận trước thuế	166	191	228	252	288
- Thuế TNDN	-49	-44	-50	-50	-58
LNST	117	147	178	202	230
- Lợi ích CBTS	0	0	0	0	0
LNST	117	147	178	202	230
EBITDA	223	241	291	327	369
SL CP lưu hành (triệu)	22	25 (*)	27 (*)	27	27
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	27	27	27	27	27
EPS	5.241	5.887	6.631	7.533	8.600
EPS pha loãng hoàn toàn	4.351	5.503	6.631	7.533	8.600

(*) Cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10:1 (năm 2013) và 10:1,5 (năm 2014)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	15,6%	14,7%	13,5%	14,1%	14,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	9,0%	6,9%	19,3%	10,8%	14,2%
Tăng trưởng EBIT	7,2%	9,6%	17,5%	10,1%	13,4%
Tăng trưởng EPS cổ lõi	16,4%	26,5%	20,5%	13,6%	14,2%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	36,8%	36,9%	39,0%	37,6%	37,0%
Biên LN từ HĐ %	12,7%	11,9%	12,5%	12,1%	12,0%
EBIT %	13,4%	12,8%	13,2%	12,8%	12,6%
EBITDA %	15,8%	14,9%	15,9%	15,6%	15,4%
Biên LN ròng %	8,3%	9,1%	9,7%	9,7%	9,6%
ROE %	19,7%	21,7%	22,2%	21,0%	19,9%
ROA %	11,8%	13,9%	15,2%	15,1%	14,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	180,5	158,0	148,4	146,7	147,2
Số ngày phải thu	17,0	17,5	16,0	16,4	16,4
Số ngày phải trả	20,9	21,9	22,4	20,3	20,4
TG luân chuyển tiền	176,7	153,6	142,0	142,8	143,1
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	2,1	2,5	2,8	3,1	3,4
CS thanh toán nhanh	0,8	1,2	1,4	1,6	1,8
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,9	1,1	1,3	1,4
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1
Nợ/Vốn CSH	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	8,3	13,9	16,6	18,3	20,8

tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	176	317	368	469	576
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	81	73	88	100	115
Hàng tồn kho	456	425	484	565	654
TS ngắn hạn	21	21	21	21	21
Tổng TS ngắn hạn	734	837	960	1.155	1.366
TS dài hạn (gộp)	430	452	507	578	669
- Khấu hao lũy kế	-251	-281	-329	-389	-455
TS dài hạn (ròng)	180	171	178	189	214
Đầu tư TC dài hạn	21	0	0	0	0
TS dài hạn khác	74	99	99	99	99
Tổng TS dài hạn	275	270	276	287	313
Tổng Tài sản	1.009	1.106	1.237	1.443	1.679
Phải trả ngắn hạn	52	70	67	78	91
Nợ ngắn hạn	238	182	182	182	182
Phải trả ngắn hạn khác	60	85	97	111	127
Nợ ngắn hạn	349	338	346	371	400
Vay và nợ dài hạn	11	16	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	19	20	20	20	20
Tổng nợ dài hạn	30	36	21	20	20
Tổng nợ	380	374	367	391	420
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	128	128	128	128	128
Vốn cổ phần	233	268	268	268	268
Lợi nhuận giữ lại	268	336	474	655	863
Lợi ích CBTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	630	732	870	1.051	1.259
Tổng cộng nguồn vốn	1.009	1.106	1.237	1.443	1.679

tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	151	176	317	368	469
Lợi nhuận sau thuế	117	147	178	202	230
Khấu hao	38	37	49	60	66
Thay đổi vốn lưu động	54	-65	-68	-76	-91
Điều chỉnh khác	-14	-10	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	87	229	161	194	221
Chi mua sắm TSCĐ	-22	-25	-55	-71	-91
Đầu tư	5	0	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-17	-25	-55	-71	-91
Cổ tức đã trả	-21	-12	-40	-20	-23
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-24	-51	-15	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-45	-63	-56	-21	-23
Tổng lưu chuyển tiền tệ	25	141	50	102	106
Tiền cuối năm	176	317	368	469	576

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, ước tính VCSC

Kết quả lợi nhuận

2015E	Q1 (T1-T3)	Q2 (T4-T6)	Q3 (T7-T9)	Q4 (T10-T12)	YTD	Mục tiêu của TLG (T1-T12)	Dự báo của VCSC (T1-T12)
Doanh thu	366,0	473,8	569,2	422,3	NA	NA	1.831
<i>Thành phẩm</i>	295,7	382,8	459,8	341,1	NA	NA	1.479
<i>Trong nước</i>	248,8	322,0	386,9	287,0	NA	NA	1.245
<i>Bút viết</i>	118,1	152,9	183,7	136,3	NA	NA	591
<i>Dụng cụ văn phòng</i>	84,5	109,4	131,4	97,5	NA	NA	423
<i>Dụng cụ học sinh</i>	27,5	35,6	42,7	31,7	NA	NA	137
<i>Dụng cụ mỹ thuật</i>	18,7	24,2	29,0	21,5	NA	NA	93
<i>Xuất khẩu</i>	46,9	60,7	73,0	54,1	NA	NA	235
<i>Sản phẩm thương hiệu TLG</i>	27,5	35,5	42,7	31,7	NA	NA	137
<i>OEM</i>	19,5	25,2	30,3	22,4	NA	NA	97
<i>Hàng hóa thương mại (*)</i>	70,5	91,2	109,6	81,3	NA	NA	353
Lợi nhuận gộp	39,1%	40,6%	39,3%	36,6%	NA	NA	39,0%
LNST	36,0	53,0	66,3	22,3	NA	NA	177,7
Biên LNST (%)	9,8%	11,2%	11,6%	5,3%	NA	NA	9,7%
EPS	1.344	1.979	2.475	833	NA	NA	6.631

2014	Q1 (T1-T3)	Q2 (T4-T6)	Q3 (T7-T9)	Q4 (T10-T12)	YTD	Mục tiêu của TLG (T1-T12)	Dự báo của VCSC (T1-T12)
Doanh thu	312,5	433,5	496,3	371,3	NA	1600	1.614
<i>Thành phẩm</i>	247,7	343,6	393,3	294,3	NA	NA	1.279
<i>Trong nước</i>	212,3	294,5	337,1	252,2	NA	NA	1.096
<i>Bút viết</i>	104,9	145,4	166,5	124,6	NA	NA	541
<i>Dụng cụ văn phòng</i>	66,9	92,7	106,2	79,4	NA	NA	345
<i>Dụng cụ học sinh</i>	23,7	32,9	37,7	28,2	NA	NA	122
<i>Dụng cụ mỹ thuật</i>	16,9	23,4	26,8	20,1	NA	NA	87
<i>Xuất khẩu</i>	35,4	49,1	56,2	42,0	NA	NA	183
<i>Sản phẩm thương hiệu TLG</i>	19,7	27,4	31,3	23,4	NA	NA	102
<i>OEM</i>	15,6	21,7	24,8	18,6	NA	NA	81
<i>Hàng hóa thương mại (*)</i>	63,1	92,6	99,7	79,9	NA	NA	335
Lợi nhuận gộp	35,4%	38,1%	37,1%	36,6%	NA	NA	36,9%
LNST	24	46	58	20	NA	130	147
Biên LNST (%)	7,61%	10,54%	11,70%	5,40%	NA	NA	9,1%
EPS	888	1.706	2.167	749	NA	NA	5.503

(*) Hàng hóa thương mại bao gồm văn phòng phẩm từ các thương hiệu khác mà TLG giao dịch thông qua các công ty thương mại con

Dự báo cho năm tài chính 2015

	2014	Dự báo 2015 (Q1/2014- Q1/2015)	Dự báo 2016 (Q1/2015- Q1/2016)	YoY % (so với năm 2014)	Ghi chú
Doanh thu	1.614	1.831	2.091	13%	
<i>Thành phẩm</i>	1.279	1.479	1.720	16%	
<i>Trong nước</i>	1.096	1.245	1.417	14%	
<i>Bút viết</i>	541	591	644	9%	
<i>Dụng cụ văn phòng</i>	345	423	518	23%	Gia tăng bán hàng trực tiếp theo phương thức B2B và thương mại điện tử
<i>Dụng cụ học sinh</i>	122	137	155	12%	
<i>Dụng cụ mỹ thuật</i>	87	93	100	7%	
<i>Xuất khẩu</i>	183	235	303	29%	Mở rộng sang các nước ASEAN và thâm nhập thành công các thị trường lớn và khó tính như Trung Quốc, Mỹ và Châu Âu.
<i>Sản phẩm thương hiệu TLG</i>	102	137	185	35%	
<i>OEM</i>	81	97	118	21%	
<i>Hàng hóa thương mại (*)</i>	335	353	371	5%	
Lợi nhuận gộp	596	714	786	20%	Tăng biên LN gộp nhờ giá nhựa ở mức thấp nhất trong 5 năm
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-242	-302	-324	25%	Gia tăng chi phí bán hàng và tiếp thị do tính chất cạnh tranh cao của thị trường
Chi phí quản lý	-163	-183	-209	13%	
Lợi nhuận từ hoạt động	191	228	253	19%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	15	14	14	-6%	
EBIT	206	242	267	17%	
Chi phí lãi vay	-15	-15	-15	-2%	
LN trước thuế	191	228	252	19%	
LN sau thuế	147	178	202	20%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	147	178	202	20%	
EBITDA	241	291	327	21%	
Biên LN gộp %	36,9%	39,0%	37,6%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	15,0%	16,5%	15,5%		
Chi phí quản lý / doanh thu	10,1%	10,0%	10,0%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	11,9%	12,5%	12,1%		
Biên EBIT %	14,9%	15,9%	15,6%		
Biên EBITDA %	14,9%	15,9%	15,6%		
Biên NPAT %	9,1%	9,7%	9,7%		
Thuế suất thực tế %	23,0%	22,0%	20,0%		Thuế suất sẽ giảm còn 20% kể từ năm 2016

Mục lục

Sơ lược về công ty	7
Nhu cầu văn phòng phẩm ở Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 10% giai đoạn 2014-2019, vượt xa tăng trưởng toàn cầu	8
Tập đoàn văn phòng phẩm số một Việt Nam	11
Doanh nghiệp dẫn đầu nhờ mảng sản phẩm cốt lõi vững chắc	11
TLG sở hữu mạng lưới phân phối tốt nhất Việt Nam	12
Từ dẫn đầu thị trường trong nước đến tham vọng vươn ra thế giới	15
Không ngừng nâng cao chất lượng, tiến hành đổi mới và cải tiến kỹ thuật	16
Triển vọng lợi nhuận	18
Doanh thu đạt tăng trưởng kép hàng năm 15% giai đoạn 2015-2019	18
Giá nhựa xuống đến mức thấp nhất trong 5 năm qua, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp trong năm 2015	19
Định giá	21
Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	21
So sánh với các công ty sản xuất văn phòng phẩm khác	22
Giá mục tiêu và khuyến nghị VCSC đã đưa ra	22
Liên hệ	24

Hình & Bảng

Hình 1: Các chỉ số chính.....	7
Hình 2: Tỷ lệ tăng trưởng ngành bút viết toàn cầu	8
Hình 3: Tỷ lệ tăng trưởng ngành bút viết toàn cầu so với GDP đầu người	9
Hình 4: Tỷ lệ tăng trưởng ngành bút viết toàn cầu so với tuổi thọ dân số trung bình	9
Hình 5: Quy mô thị trường ngành bút viết toàn cầu	9
Hình 6: Thị phần của TLG trong phân khúc bút viết.....	11
Hình 7: Đóng góp của từng dòng sản phẩm TLG vào doanh thu tổng	11
Bảng 8: Danh mục sản phẩm, thương hiệu của TLG theo đối tượng khách hàng tương ứng. 12	
Hình 9: Mạng lưới phân phối rộng khắp của TLG	13
Bảng 10: Các công ty con của TLG	13
Hình 11: Các kênh phân phối truyền thống và hiện đại của TLG	14
Hình 12: TLG rất tích cực giới thiệu sản phẩm tại các cuộc triển lãm và hội chợ quốc tế.....	15
Hình 13: Doanh thu từ xuất khẩu của TLG (tỷ đồng) và tỷ trọng trong tổng doanh thu	16
Hình 14: Tỷ trọng các sản phẩm mang thương hiệu của TLG và OEM trong xuất khẩu.....	16
Bảng 15: TLG hiện đang tăng cường tự động hóa sản xuất.....	16
Hình 16: So sánh giá sản phẩm TLG và các đối thủ khác trên thị trường bút bi trong nước ..	17
Bảng 17: Các chứng nhận tiêu chuẩn về chất lượng và quản lý của TLG	17
Hình 18: Cơ cấu doanh thu thị trường trong nước theo dòng sản phẩm 2013-2019	18
Hình 19: Tăng trưởng doanh thu trong nước theo dòng sản phẩm 2015-2019.....	18
Hình 20: Cơ cấu doanh thu từ xuất khẩu theo phân khúc.....	19
Hình 21: Giá nhựa đã xuống đến mức thấp nhất 5 năm qua.....	20
Hình 22: Biên lợi nhuận gộp tăng	20
Bảng 23: Các giả định doanh thu và biên lợi nhuận.....	21
Bảng 24: Các giả định trong mô hình định giá chiết khấu dòng tiền	21
Bảng 25: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm	21
Bảng 26: So sánh với các công ty văn phòng phẩm khác	22

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh

Doanh thu

Lợi nhuận ròng

USD/VND = 21.458

Sản xuất và kinh doanh văn phòng phẩm

75 triệu USD

7 triệu USD

Yếu tố doanh thu chính

Yếu tố chi phí chính

Yếu tố rủi ro chính

Các khách hàng chính

Lãnh đạo

Nhu cầu cho văn phòng phẩm và bút viết

Giá nhựa đầu vào

Giá nguyên liệu thô gia tăng, Cạnh tranh

Khách hàng cuối (khách hàng bán lẻ và tổ chức)

Ông Cô Gia Thọ (Chủ tịch HĐQT)

Tiến sĩ Võ Văn Thành Nghĩa (CEO)

Địa chỉ

Website

Email

Điện thoại

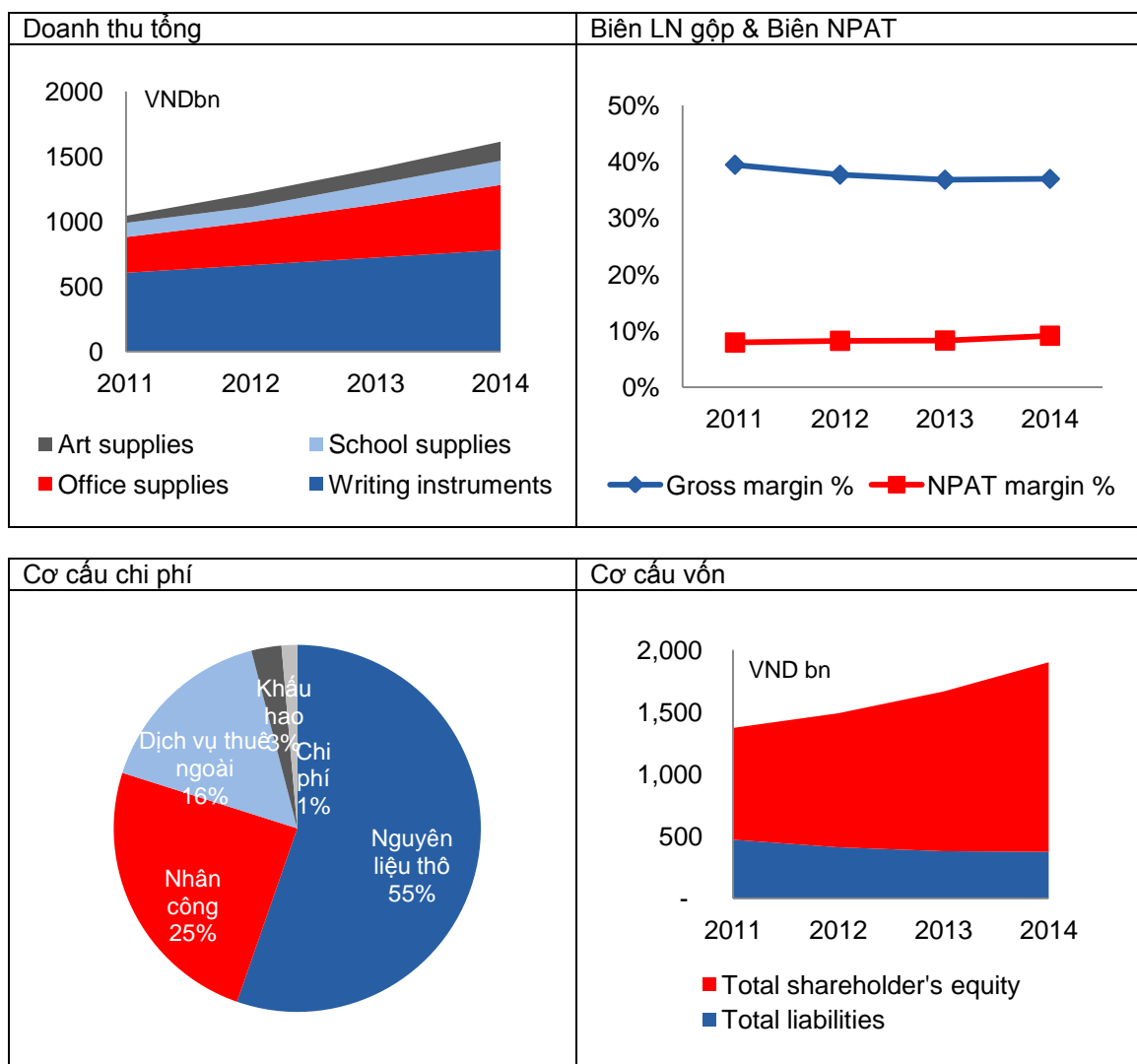
Lô 6-8-10-12, Đường số 3, KCN Tân Tạo

<http://www.thienlonggroup.com/>

nga.tp@thienlongvn.com

(+84)8 37505555 - Ext 172

Hình 1: Các chỉ số chính



Nguồn: Báo cáo tài chính năm 2014

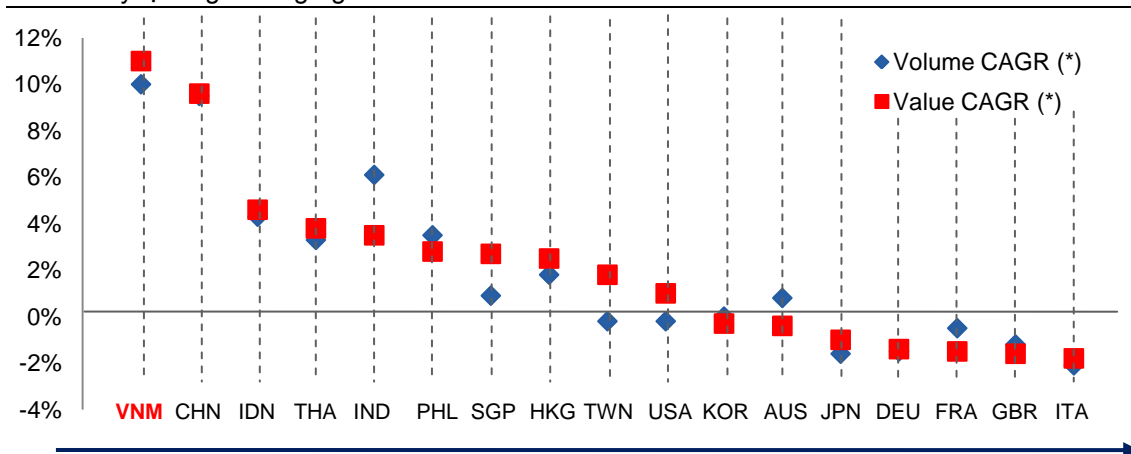
Nhu cầu văn phòng phẩm ở Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 10% giai đoạn 2014-2019, vượt xa tăng trưởng toàn cầu

Liệu bút viết và văn phòng phẩm có trở nên lỗi thời? Đây là băn khoăn đầu tiên khi chúng ta nghĩ về tương lai của các sản phẩm bút viết và văn phòng phẩm truyền thống trong một thế giới ngày càng số hóa. Sự hiện diện khắp nơi của điện thoại thông minh và máy tính bảng tạo ra thách thức cho phương pháp viết tay truyền thống. Thay vì viết trên giấy, con người giờ đây đã có thể kết nối thư điện tử, lịch, ghi chú, tài liệu hoặc lịch hẹn một cách dễ dàng và lưu trữ thông tin trong các “đám mây kỹ thuật số” để sử dụng ở bất kỳ đâu, bất kỳ lúc nào.

Tuy nhiên, sẽ cần một thời gian rất dài để các thiết bị thông minh thay thế hoàn toàn bút viết. Có 4 lý do vững chắc cho điều này. Thứ nhất, đối với học sinh-sinh viên và nhân viên văn phòng - những người tiêu dùng chính của văn phòng phẩm - giấy và viết có chi phí thấp hơn và dễ sử dụng hơn so với các thiết bị học tập hiện đại và công nghệ cao như bảng thông minh (SMARTboard). Thứ hai, vẽ và viết là các hình thức giao tiếp tự nhiên và cơ bản của con người vốn hình thành và được giáo dục từ nhỏ. Thứ ba, con người vẫn ưa thích và xem chữ viết tay là một cách thể hiện bản thân, cảm xúc và sự trân trọng tốt hơn so với bản chất vô cảm của các thiết bị giao tiếp hiện đại. Cuối cùng, sử dụng bút và giấy viết vẫn tiện lợi và đơn giản hơn cho việc ghi chú hàng ngày. Một ví dụ so sánh tương tự là sự duy trì tồn tại của sách in mặc dù các sản phẩm sách điện tử và thiết bị như Kindle ngày càng phát triển.

Với những nguyên nhân trên, có thể nói các yếu tố sau đây là thiết yếu để có một thị trường văn phòng phẩm phát triển: dân số trẻ và tăng nhanh, nhu cầu cho các dịch vụ và sản phẩm giáo dục gia tăng, khách hàng sẵn sàng chi trả cao hơn cho sản phẩm chất lượng và trải nghiệm viết tay tốt hơn ngày càng nhiều, và mức độ sử dụng của các sản phẩm văn phòng phẩm vẫn còn thấp. **So với thế giới, Việt Nam hội tụ đủ các điều kiện này, nhờ vậy tạo ra một nền tảng vững chắc cho sự tăng trưởng mạnh của các sản phẩm văn phòng phẩm.**

Hình 2: Tỷ lệ tăng trưởng ngành bút viết toàn cầu



Dân số trẻ hơn, sức mua thấp
Sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho các sản phẩm tốt/đột phá
Mức độ sử dụng văn phòng phẩm vẫn còn thấp
Thách thức từ các thiết bị điện tử còn thấp

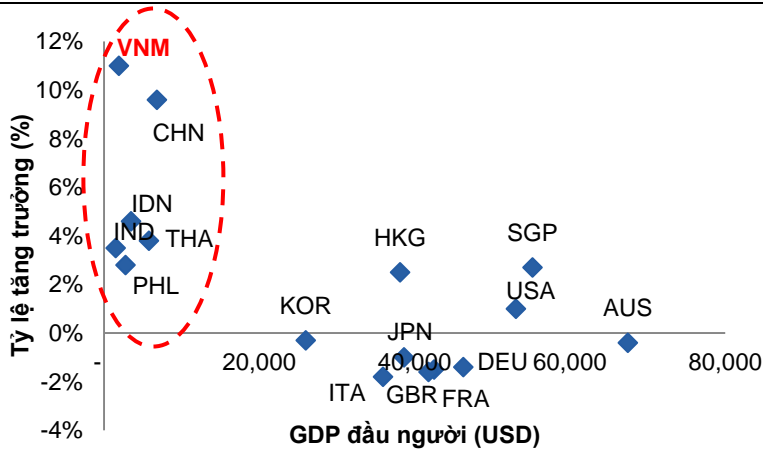
Dân số già hơn, sức mua cao
Hướng đến mô hình “văn phòng không giấy”
Mức độ sử dụng công nghệ kỹ thuật số cao
Quan ngại về các vấn đề môi trường gia tăng

(*) 2013-2018: IDN, IND, PHL, SGP, HKG, USA, DEU

2014-2019: VNM, CHN, THA, TWN, KOR, AUS, JPN, FRA, GBR, ITA

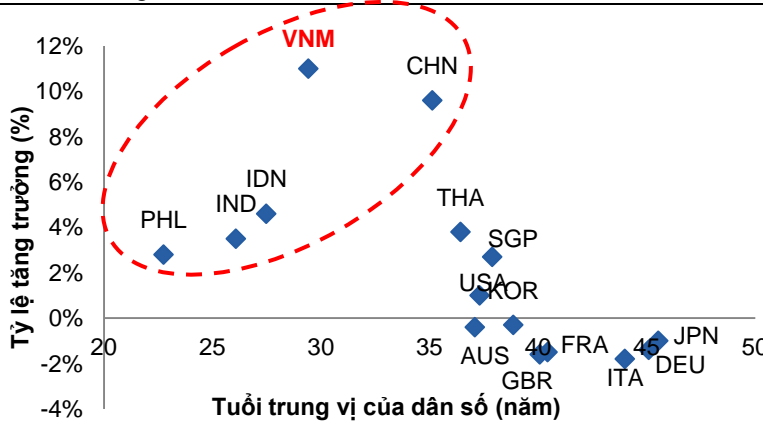
Nguồn: Euromonitor 2014, Technavio 2014, TLG, ước tính của VCSC

Hình 3: Tỷ lệ tăng trưởng ngành bút viết toàn cầu so với GDP đầu người



Nguồn: Ngân hàng thế giới

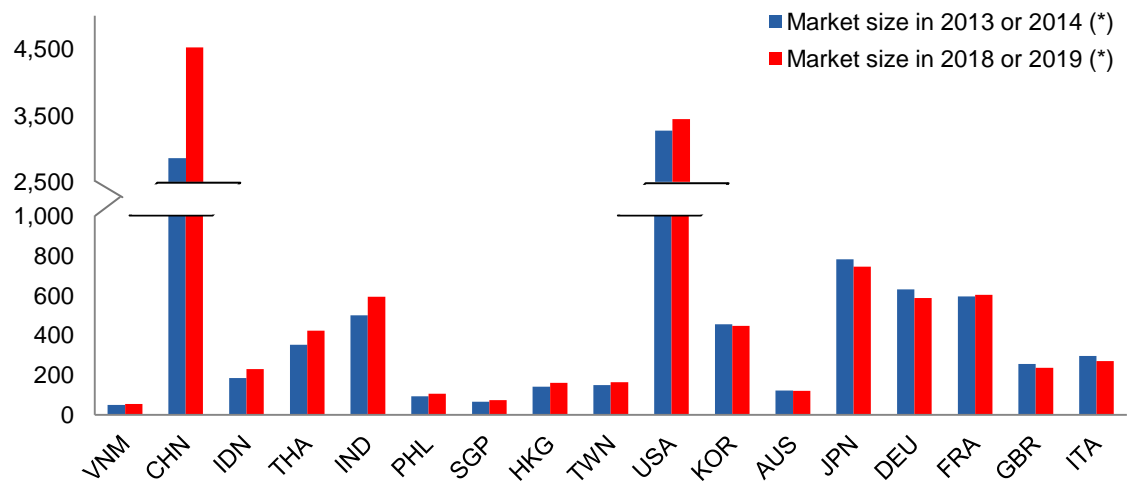
Hình 4: Tỷ lệ tăng trưởng ngành bút viết toàn cầu so với tuổi thọ dân số trung bình



Nguồn: số liệu từ Liên Hiệp Quốc

Các quốc gia có dân số trẻ hơn và thu nhập thấp hơn thường có nhu cầu cao cho toàn bộ các dòng văn phòng phẩm, bao gồm bút viết, khi mà nhu cầu cho các hoạt động giáo dục tăng và trình độ văn hóa được nâng cao

Hình 5: Quy mô thị trường ngành bút viết toàn cầu (triệu USD)



(*) 2013-2018: IDN, IND, PHL, SGP, HKG, USA, DEU

2014-2019: VNM, CHN, THA, TWN, KOR, AUS, JPN, FRA, GBR, ITA

Nguồn: Euromonitor 2014, TLG, ước tính của VCSC

Technavio, công ty nghiên cứu và tư vấn trên phạm vi toàn cầu có trụ sở ở London đã ước tính thị trường văn phòng phẩm ở Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 10,01% trong giai đoạn 2014-2019. TLG, với vị thế chiếm lĩnh 60% thị trường trong phân khúc sản phẩm bút viết, cũng kỳ vọng thị trường tăng trưởng 8-10% theo số lượng với mức tăng giá thấp hơn 5%. Con số này bỏ xa các quốc gia Châu Á khác với tỷ lệ tăng trưởng giá trị nằm trong khoảng 0-5%, cũng như các thị trường phát triển (Mỹ và Châu Âu) với tỷ lệ tăng trưởng âm.

Mức tăng trưởng hai con số của thị trường văn phòng phẩm Việt Nam được hỗ trợ bởi:

- **Dân số đông và trẻ:** Dân số đạt 90,5 triệu người, 35% trong số này thuộc nhóm tuổi thiếu nhi và học sinh, 60% đang trong tuổi lao động.
- **Chi tiêu cho giáo dục tăng mạnh:** Từ năm 1998 đến nay, chi tiêu của Chính phủ Việt Nam vào giáo dục đã tăng từ 13% lên hơn 20% tổng ngân sách. Con số này thuộc vào hàng cao nhất trên thế giới. Người dân Việt Nam cũng đặt ưu tiên hàng đầu cho giáo dục, khi các bậc cha mẹ ngày càng đầu tư nhiều hơn cho các dịch vụ và sản phẩm giáo dục của con cái.
- **Thị trường văn phòng phẩm ngày càng đòi hỏi sự đa dạng, kích thích việc đầu tư phát triển sản phẩm:** Do có sự chênh lệch về thu nhập giữa Việt Nam, được xem là nước đang phát triển, và các nước phát triển hơn, người tiêu dùng trong nước ưa chuộng các sản phẩm bút viết cơ bản, giá thành thấp hơn so với các sản phẩm cùng loại được sử dụng tại các nước phát triển. Với thu nhập ngày càng cao, người dân Việt Nam sẽ chi tiêu nhiều hơn cho văn phòng phẩm và chấp nhận giá cả cao hơn để mua các sản phẩm thương hiệu mạnh, chất lượng tốt hơn. Người tiêu dùng giờ đây không còn hài lòng với bút bi mực xanh truyền thống nữa mà đòi hỏi nhiều sản phẩm văn phòng phẩm và bút viết đa dạng. Điều này kích thích các doanh nghiệp sản xuất văn phòng phẩm liên tục tung ra các sản phẩm mới như bút gel, bút lông kim, bút chì bấm, bút dạ quang, xóa kéo, giấy ghi chú, v.v. với nhiều màu sắc khác nhau, từ các màu quen thuộc như đen, xanh lam, đỏ đến vàng chói, hồng, da cam, xanh lá cây v.v.
- **Chất lượng quan trọng hơn giá thành:** Nhiều vụ việc trong thời gian qua về đồ chơi gây nguy hiểm hoặc chứa chất độc hại từ Trung Quốc đã khiến người tiêu dùng đặc biệt chú trọng độ an toàn của sản phẩm dành cho trẻ em và khiến người tiêu dùng Việt Nam ý thức hơn về chất lượng. Nhờ vậy, các nhà sản xuất tuân thủ các tiêu chuẩn quốc tế về chất lượng và độ an toàn có lợi thế cạnh tranh không chỉ trong nước mà còn tại các thị trường xuất khẩu.
- **Người tiêu dùng chuyển sang sử dụng các sản phẩm cao cấp hơn:** Với mức thu nhập đầu người ngày càng cao, người tiêu dùng Việt Nam có xu hướng chấp nhận các sản phẩm bút viết chất lượng cao, sang trọng, không chỉ đơn thuần vì mục đích sử dụng mà còn để khẳng định vị trí trong xã hội.

Tập đoàn văn phòng phẩm số một Việt Nam

Doanh nghiệp dẫn đầu nhờ mảng sản phẩm cốt lõi vững chắc

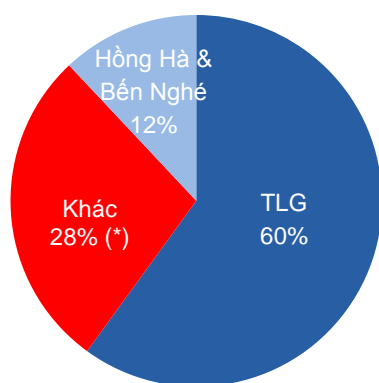
Kể từ khi thành lập từ một công ty gia đình quy mô nhỏ năm 1981, TLG luôn tập trung vào việc xác định và phát triển lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của mình: sản xuất văn phòng phẩm, với nền móng là dòng sản phẩm bút viết. Chính sự kiên định này là yếu tố dẫn dắt giúp TLG có CAGR lợi nhuận đạt mức 20% giai đoạn 2009-2014 và thị phần 60% trong mảng bút viết, bỏ xa 2 đối thủ cạnh tranh chính trong nước là Văn phòng phẩm Hồng Hà và Bút bi - Văn phòng phẩm Bến Nghé, vốn chỉ chiếm tổng cộng khoảng 15% thị phần trong phân khúc này. 25% còn lại thuộc về các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc và các thương hiệu cao cấp của nước ngoài.

Danh mục sản phẩm đa dạng giúp nắm bắt được toàn bộ nhu cầu của khách hàng qua từng lứa tuổi

Mở rộng danh mục sản phẩm... Trong những ngày đầu thành lập, TLG chỉ sản xuất bút viết nhưng công ty đã dần đa dạng hóa danh mục sản phẩm bao gồm bốn dòng sản phẩm chính, giúp thỏa mãn nhu cầu cụ thể của khách hàng thuộc các lứa tuổi khác nhau: dụng cụ mỹ thuật thương hiệu Colokit cho lứa tuổi mẫu giáo, dụng cụ học sinh thương hiệu Điểm 10 cho học sinh, bút viết thương hiệu TL phục vụ khách hàng phổ thông và thương hiệu cao cấp Bizner cho khách hàng trung niên, thu nhập cao.

...thỏa mãn tất cả nhu cầu khách hàng. Việc phát triển từng dòng sản phẩm riêng biệt cho từng nhóm tuổi cho phép TLG xây dựng quan hệ khăng khít với khách hàng từ khi còn nhỏ tuổi đến trung niên, qua đó khai thác tối đa giá trị từ khách hàng trong suốt cuộc đời của họ. Những sản phẩm của TLG cũng đáp ứng được nhu cầu mua sắm của các khách hàng có mức thu nhập khác nhau, từ phân khúc phổ thông đến những phân khúc thu nhập cao. Cuối cùng, sự tương đồng của các dòng sản phẩm khác nhau đồng nghĩa với việc TLG có thể khai thác tối đa giá trị từ khách hàng thông qua việc bán chéo các dòng sản phẩm khác nhau cho cùng một khách hàng (Ví dụ một nhân viên văn phòng mua bút viết cũng rất có thể sẽ mua kẹp hồ sơ, tài liệu hoặc dụng cụ đánh dấu).

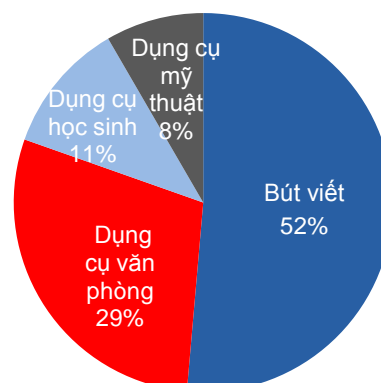
Hình 6: Thị phần của TLG trong phân khúc bút viết



(*) Bao gồm các nhà sản xuất trong nước và hàng nhập khẩu

Nguồn: TLG, ước tính của VCSC














Hình 7: Đóng góp của từng dòng sản phẩm TLG vào doanh thu tổng (*)



(*) Tổng doanh thu bao gồm thành phẩm (trong nước và xuất khẩu) và hàng hóa thương mại

Nguồn: TLG

Bảng 8: Danh mục sản phẩm và thương hiệu của TLG theo đối tượng khách hàng tương ứng

Thương hiệu	Dòng sản phẩm	Sản phẩm	Đối tượng khách hàng
BIZNER [®]	Bút viết	Bút viết cao cấp 	NTD thu nhập cao 
flexoffice [®] <small>Your choice. Your style.</small>	Dụng cụ văn phòng	Bìa hồ sơ, bút lông bảng, v.v. 	NV văn phòng 
	Bút viết	Bút bi, bút gel, v.v. 	Thị trường chung 
	Dụng cụ học tập	Tập vở, bảng đen, phấn, v.v. 	Học sinh, sinh viên 
	Dụng cụ mỹ thuật	Bút sáp, bút sáp dầu, màu nước, v.v. 	Trẻ em mẫu giáo 

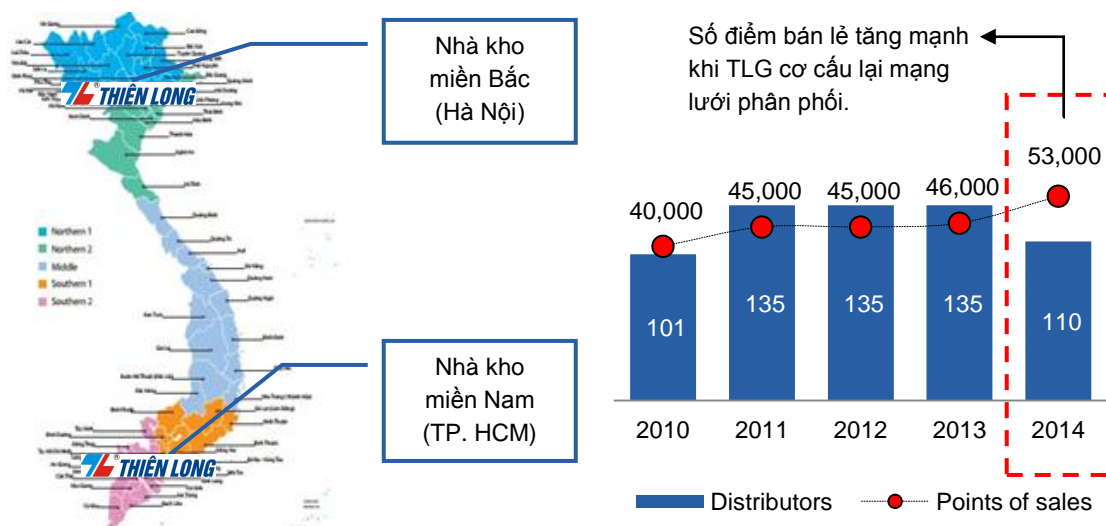
Nguồn: TLG

TLG sở hữu mạng lưới phân phối tốt nhất Việt Nam

Hiện diện khắp mọi nơi trên cả nước. Mạng lưới phân phối trong nước của TLG phủ khắp toàn bộ 63 tỉnh thành với 110 nhà phân phối, phụ trách 53.000 điểm bán lẻ. Mạng lưới phân phối được hai nhà kho chính hỗ trợ, một ở miền Bắc và một ở miền Nam. Phạm vi hoạt động và mức độ hiện diện của mạng lưới giúp công ty giữ một vị thế cạnh tranh cao. CTCP Văn phòng phẩm Hồng Hà, đối thủ theo sát TLG nhất và cũng là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành, chỉ có 10.000 điểm bán lẻ. Có thể nói, bất kỳ người Việt Nam nào khi cần bút viết sẽ thấy mình ở ngay gần một điểm bán lẻ của TLG.

Tái cơ cấu mạng lưới phân phối để tăng cường hiệu quả. Năm 2014, TLG đã tiến hành tái cơ cấu mạng lưới phân phối bằng cách đánh giá lại từng nhà phân phối và chỉ giữ lại các nhà phân phối hiệu quả nhất. Kết quả của đợt sàng lọc là số nhà phân phối giảm từ 135 trong năm 2013 xuống 110 trong năm 2014 nhưng số điểm bán lẻ tăng mạnh lên 7.000. Mạng lưới phân phối cải thiện giúp TLG mở rộng thị phần, nâng cao độ thâm nhập thị trường tại các tỉnh thành. Để đánh giá tính hiệu quả của mạng lưới phân phối TLG, VPP Hồng Hà chỉ có số điểm bán lẻ bằng 1/5 của TLG dù số nhà phân phối gần bằng của TLG (Hồng Hà có 100 còn TLG có 110).

Hình 9: Mạng lưới phân phối rộng khắp của TLG



Nguồn: TLG

Tiến triển tích cực trong việc phát triển kênh phân phối mới. Để bổ sung kênh phân phối truyền thống, từ năm 2010 TLG đã tiến hành phát triển các kênh bán hàng mới, trực tiếp, bao gồm mô hình doanh nghiệp với doanh nghiệp (B2B) và thương mại điện tử. Các nỗ lực này nằm trong chiến lược phát triển quan hệ trực tiếp với người tiêu dùng, do hai công ty con Tân Lực phụ trách, gồm Tân Lực Miền Nam và Tân Lực Miền Bắc. Các công ty thương mại này không chỉ bán sản phẩm của TLG trực tiếp đến tay người tiêu dùng mà còn mua bán các sản phẩm của các thương hiệu được ưa chuộng khác. Qua đó, TLG hình thành mô hình “một điểm đến”, trong đó người tiêu dùng có thể đặt hàng bất kỳ sản phẩm nào thông qua website FlexOffice hoặc qua tổng đài điện thoại. Năm 2014, tổng doanh thu của hai công ty trên tăng 70%, đạt 355 tỷ đồng, tương đương khoảng 21% tổng doanh thu của TLG.

Các kênh bán hàng trực tiếp dự kiến sẽ giúp tăng cường tương tác với khách hàng, qua đó đáp ứng nhu cầu khách hàng tốt hơn, cũng như cải thiện biên lợi nhuận nhờ giành lại phần giá trị trong chuỗi giá trị hiện đang thuộc về trung gian. Việc bán hàng trực tiếp cho các siêu thị và nhà sách cũng có tiềm năng to lớn nhờ vào sự xuất hiện và tăng trưởng nhanh chóng của các chuỗi bán lẻ. Việc bán sỉ như trên có thể góp phần giảm bớt chi phí bán hàng và cải thiện hơn nữa biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trong tương lai.

Bảng 10: Các công ty con của TLG

Công ty	Chức năng	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Cổ phần của TLG
1 Công ty TNHH SXTM Thiên Long Long Thành	Sản xuất, kinh doanh VPP	80	100%
2 Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Thiên Long Hoàn Cầu	Kinh doanh VPP (Quản lý kênh phân phối truyền thống)	20	100%
3 Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Tân Lực Miền Nam	Kinh doanh VPP (Quản lý các kênh bán hàng trực tiếp)	20	100%
4 Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Tân Lực Miền Bắc	Kinh doanh VPP (Quản lý các kênh bán hàng trực tiếp)	10	100%

Nguồn: TLG

Hình 11: Các kênh phân phối truyền thống và hiện đại của TLG



Nguồn: TLG

Từ dẫn đầu thị trường trong nước đến tham vọng vươn ra thế giới

Xuất khẩu sản phẩm đến hơn 40 nước; doanh thu từ xuất khẩu đạt tăng trưởng kép hàng năm 2008-2014 là 35%. Đây là kết quả ấn tượng trong bối cảnh khủng hoảng kinh tế toàn cầu trong thời gian qua, có được nhờ quyết tâm và nỗ lực không ngừng của TLG để đưa thương hiệu Thiên Long ra ngoài lãnh thổ Việt Nam. Tập đoàn tích cực tham gia vào nhiều cuộc triển lãm, hội chợ văn phòng phẩm quốc tế trong nhiều năm qua và xuất khẩu sản phẩm sang hơn 40 nước tại cả năm châu lục. Trong khi các thị trường xuất khẩu quen thuộc của TLG chủ yếu là khối ASEAN, trong các năm gần đây công ty đã thâm nhập thành công các thị trường khó tính và cạnh tranh cao hơn như Mỹ, Châu Âu và Trung Quốc, nước sản xuất văn phòng phẩm lớn nhất thế giới. Doanh thu từ xuất khẩu đóng góp 11,3% tổng doanh thu năm 2014, tăng mạnh từ mức 6,1% của năm 2008.

Hình 12: TLG rất tích cực giới thiệu sản phẩm tại các cuộc triển lãm và hội chợ quốc tế



London Stationery Show 2014



International Stationery & Office
Products Fair Tokyo 2014

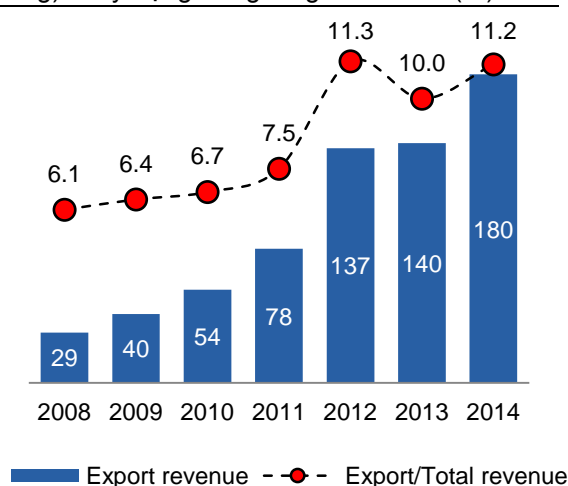


Paperworld Frankfurt 2014

Nguồn: TLG

Chuyển dịch sang các mặt hàng xuất khẩu có tăng trưởng bền vững hơn. TLG xuất khẩu hai nhóm sản phẩm: (1) các sản phẩm có thương hiệu FlexOffice và Colokit; và (2) các sản phẩm gia công (Original Equipment Manufacturers), bao gồm sản phẩm chưa dán nhãn mác theo đơn đặt hàng và sản phẩm sản xuất theo hợp đồng cho bên thứ ba sở hữu thương hiệu. Tuy cả hai đối tượng sản phẩm đều đóng vai trò quan trọng trong chiến lược xuất khẩu của TLG, doanh thu từ OEM phụ thuộc vào các đơn hàng lớn nên nhìn chung không ổn định. Vì vậy, chiến lược xuất khẩu của tập đoàn là ưu tiên tăng trưởng bền vững bằng cách gia tăng tỷ trọng doanh thu của các sản phẩm mang thương hiệu của chính Thiên Long. Theo ước tính của chúng tôi, trước năm 2012, các sản phẩm mang thương hiệu của Thiên Long chỉ đóng góp chưa đến 40% doanh thu xuất khẩu nhưng con số này đã tăng lên 55% trong năm 2014, cho thấy TLG hiện đang có độ nhận biết thương hiệu cao hơn trên thị trường thế giới. Điều này sẽ giúp TLG chủ động hơn khi đưa ra giá sản phẩm, qua đó tăng biên lợi nhuận.

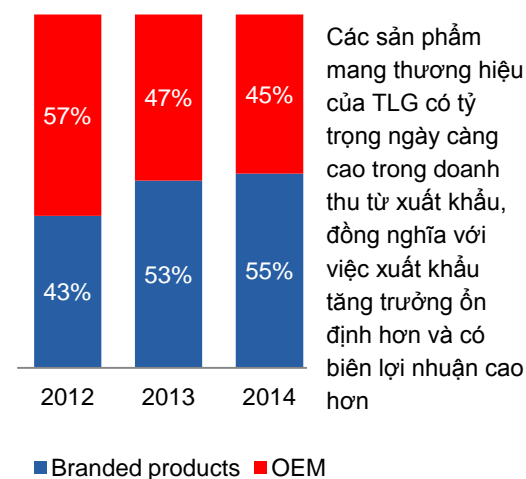
Hình 13: Doanh thu từ xuất khẩu của TLG (tỷ đồng) và tỷ trọng trong tổng doanh thu (%)



(*) Tăng trưởng bao gồm tác động của việc tiền đồng Việt Nam giảm 35% giá trị so với đồng USD, tăng 0,5% so với đồng EUR trong giai đoạn này

Nguồn: TLG

Hình 14: Tỷ trọng các sản phẩm mang thương hiệu của TLG và OEM trong xuất khẩu của TLG



Nguồn: TLG, ước tính của VCSC

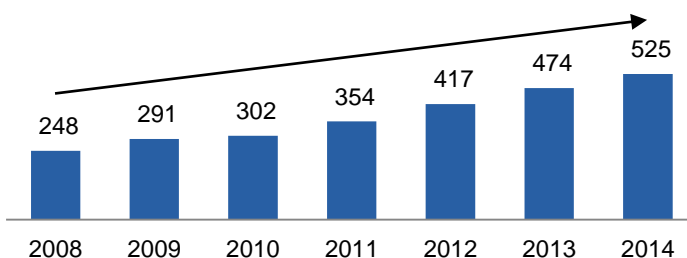
Không ngừng nâng cao chất lượng, tiến hành đổi mới và cải tiến kỹ thuật

Cơ sở vật chất và nhà máy sản xuất tốt nhất trong ngành. Hiện TLG sở hữu hoàn toàn hai nhà máy Thiên Long (TP. HCM) và Thiên Long Long Thành (tỉnh Đồng Nai). TLG cũng có xưởng cơ khí riêng để thiết kế và sản xuất khuôn nhựa và trang thiết bị, qua đó giảm chi phí nhập khẩu các trang thiết bị từ nước ngoài, nghĩa là giảm chi phí sản xuất và tăng cường tính linh hoạt trong sản xuất. Năm 2014, TLG sản xuất được khoảng 595 triệu đơn vị sản phẩm, tăng 10% so với năm 2013.

Bảng 15: TLG hiện đang tăng cường tự động hóa sản xuất

Nhà máy	Địa điểm	Đi vào hoạt động	Diện tích (m ²)
Thiên Long	KCN Tân Tạo (TP. HCM)	1999 (xây dựng) 2003 (nâng cấp)	16.000
Thiên Long Long Thành	KCN Long Thành (tỉnh Đồng Nai)	2009	30.000

■ Total revenue / Total employees (VNDmn / total employees)



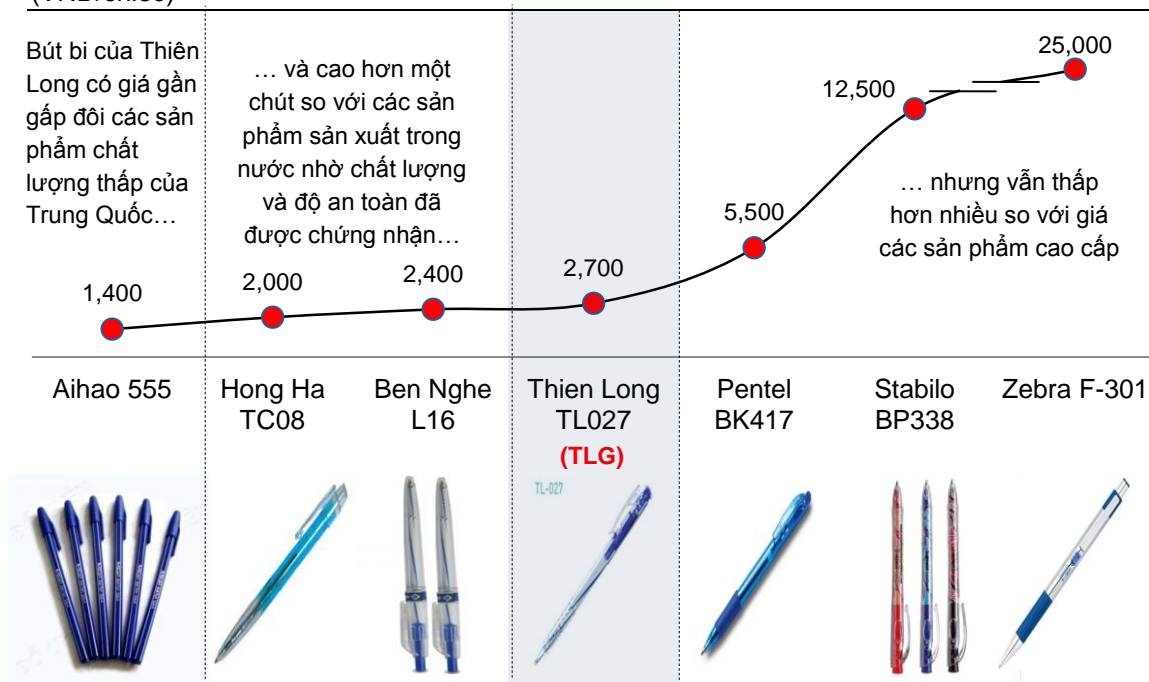
Cả sản lượng và doanh thu đều tăng mạnh theo thời gian nhưng tổng số nhân viên trên thực tế lại không thay đổi nhiều, qua đó giá trị doanh thu trên mỗi nhân viên tăng đáng kể

Nguồn: TLG, VCSC

Liên tục đổi mới sản phẩm. TLG không ngừng đầu tư vào hoạt động nghiên cứu và phát triển sản phẩm và chu kỳ phát triển sản phẩm nhanh chóng của TLG giúp công ty vượt xa các đối thủ cạnh tranh. Mỗi năm TLG đều tung ra hàng chục sản phẩm mới, trong đó nhiều sản phẩm mang tính đột phá về mặt kỹ thuật như mực có thể giặt sạch, thân thiện với môi trường dùng trong dụng cụ học tập và dụng cụ mỹ thuật, lần đầu tiên có mặt tại Việt Nam.

Đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế về chất lượng và độ an toàn sản phẩm. TLG luôn bền bỉ nỗ lực trong việc đảm bảo chất lượng và độ an toàn của sản phẩm, được phản ánh qua việc công ty được cấp hàng loạt giấy chứng nhận. Tuân thủ chặt chẽ tiêu chuẩn quốc tế không chỉ cho phép các sản phẩm của TLG thâm nhập thành công các thị trường nước ngoài mà còn giúp TLG tạo ra lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ trong nước cũng như các nhà sản xuất Trung Quốc, đặc biệt tại phân khúc thấp cấp. Vì ngày càng có nhiều lo ngại về độ an toàn của các sản phẩm Trung Quốc đối với trẻ em nên người tiêu dùng Việt Nam hiện nay sẵn sàng mua các sản phẩm an toàn hơn với giá cao hơn. Một điều thú vị là tình hình tương tự cũng diễn ra tại Trung Quốc – một trong những thị trường xuất khẩu của TLG. Người tiêu dùng Trung Quốc không tin tưởng các sản phẩm trong nước nữa và không phải ai cũng có đủ điều kiện để mua sản phẩm nhập khẩu từ Phương Tây, qua đó mở ra cơ hội cho TLG.

Hình 16: So sánh giá sản phẩm TLG và các đối thủ khác trên thị trường bút bi trong nước (VND/chiếc)



Nguồn: VCSC

Bảng 17: Các chứng nhận tiêu chuẩn về chất lượng và quản lý của TLG

Chứng nhận	Lĩnh vực	Chứng nhận	Lĩnh vực
ISO 9001	Quản lý chất lượng	ISO 17025	Hệ thống Quản lý Phòng thử nghiệm
ISO 14001	Quản lý môi trường	ICTI	Hội đồng Quốc tế Công nghiệp Đồ chơi
OHSAS 18001	Tiêu chuẩn về Hệ thống quản lý An toàn sức khỏe nghề nghiệp	EN-71 Part 3; EN-71 Part 9	Tiêu chuẩn Châu Âu đối với các biện pháp chống độc hại / đảm bảo an toàn
SA 8000	Trách nhiệm giải trình xã hội	D- 4236	Tiêu chuẩn Mỹ đối với các biện pháp chống độc hại / đảm bảo an toàn

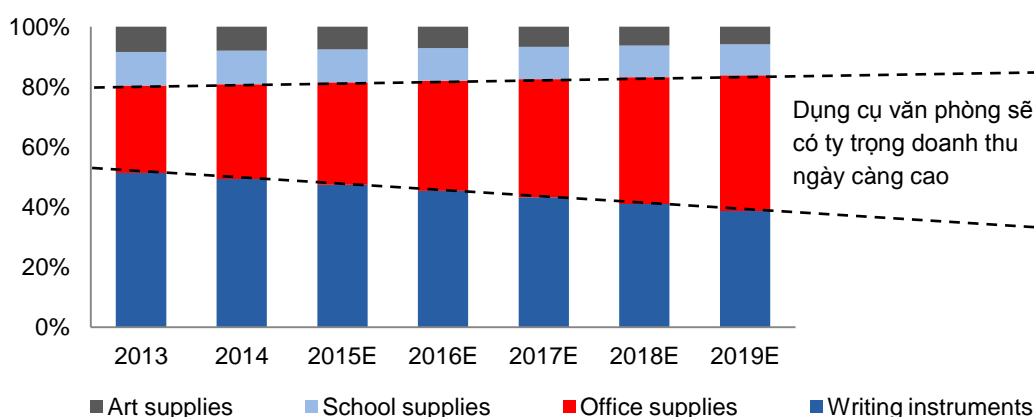
Nguồn: TLG

Triển vọng lợi nhuận

Doanh thu đạt tăng trưởng kép hàng năm 15% giai đoạn 2015-2019

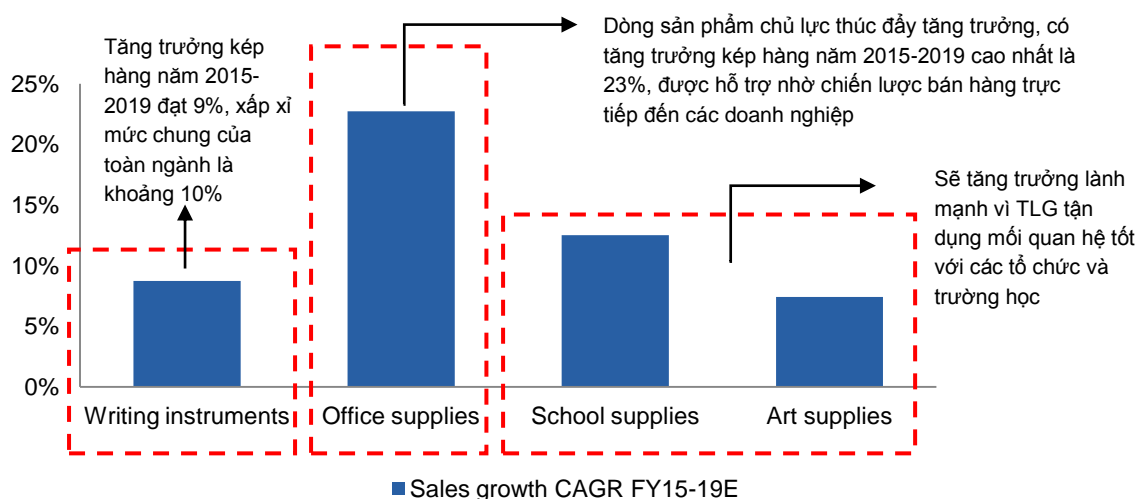
Dụng cụ văn phòng sẽ là lĩnh vực chính thúc đẩy tăng trưởng. Bút viết và dụng cụ văn phòng đóng góp lần lượt 52% và 29% doanh thu của TLG, trong đó bút viết luôn là dòng sản phẩm chính từ những ngày đầu thành lập. Tuy nhiên, vì TLG đã giành được đến 60% thị phần trên thị trường bút viết và gây dựng được uy tín vững chắc trong 34 năm qua với dòng sản phẩm này, hoạt động kinh doanh bút viết hiện đang đạt đến mức bão hòa và tăng trưởng từ nay trở đi nhiều khả năng chỉ bằng tăng trưởng chung của ngành là khoảng 10%/năm. Nhận thức được vấn đề này, TLG đã tìm cách đẩy mạnh hoạt động kinh doanh dụng cụ văn phòng thông qua các kênh bán hàng trực tiếp đến các văn phòng và doanh nghiệp. Chúng tôi dự báo dòng sản phẩm này sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 23% trong giai đoạn 2015-2019, qua đó đến năm 2019 sẽ thay thế bút viết để trở thành dòng sản phẩm đóng góp doanh thu cao nhất của TLG.

Hình 18: Cơ cấu doanh thu thị trường trong nước theo dòng sản phẩm 2013-2019



Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 19: Tăng trưởng doanh thu trong nước theo dòng sản phẩm 2015-2019

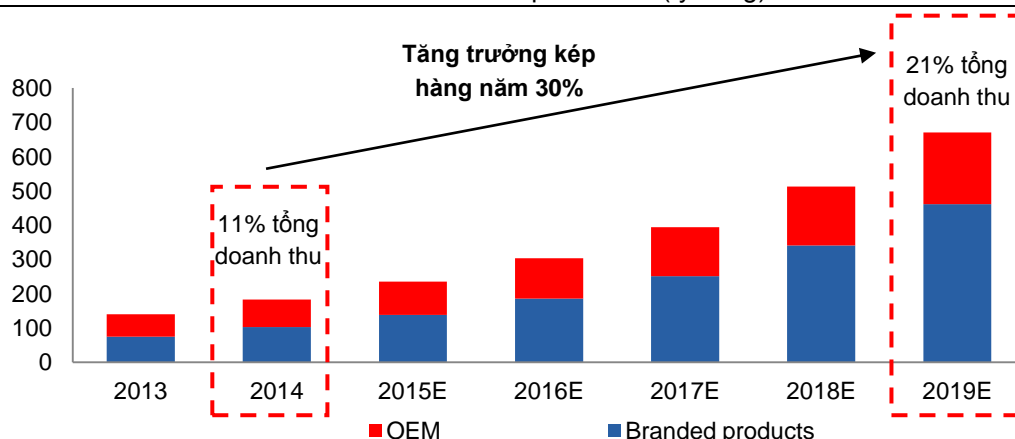


Nguồn: Dự báo của VCSC

Doanh thu từ xuất khẩu dự báo đạt tăng trưởng kép hàng năm 30% giai đoạn 2015-2019. Xuất khẩu là một trong những hoạt động mang tính chiến lược cao của TLG vì công ty có tham vọng trở thành một nhà sản xuất mang tầm vóc quốc tế. Thực tế, TLG đã thâm nhập các thị trường nước ngoài bằng cách giới thiệu sản phẩm tại các hội chợ và triển lãm quốc tế và sau đó trúng thầu các hợp đồng OEM hoặc bán thành phẩm mang thương hiệu FlexOffice and Colokit thông qua các đơn hàng lớn từ các nhà bán sỉ nước ngoài. Cách tiếp cận này giúp TLG không cần xây dựng mạng lưới phân phối tại từng thị trường xuất khẩu và phải cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp lớn khác tại các thị trường này.

Các nước ASEAN là thị trường đầy hứa hẹn và nhận thức được tiềm năng này, TLG đang đẩy mạnh mức độ thâm nhập với việc thành lập văn phòng đại diện tại Lào và Myanmar. Các nước này, với vị trí địa lý gần Việt Nam và dân số có đặc điểm tương tự Việt Nam, là môi trường tốt để TLG mở rộng mạng lưới phân phối tại Việt Nam một cách tự nhiên. Trong khi đó, TLG sẽ tiếp tục thâm nhập các thị trường Mỹ, khối EU và Trung Quốc với các sản phẩm mang thương hiệu của mình. Chúng tôi dự báo doanh thu từ xuất khẩu từ nay đến năm 2019 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 30% và tính chung cả giai đoạn này sẽ đóng góp 1/5 tổng doanh thu.

Hình 20: Cơ cấu doanh thu từ xuất khẩu theo phân khúc (tỷ đồng)



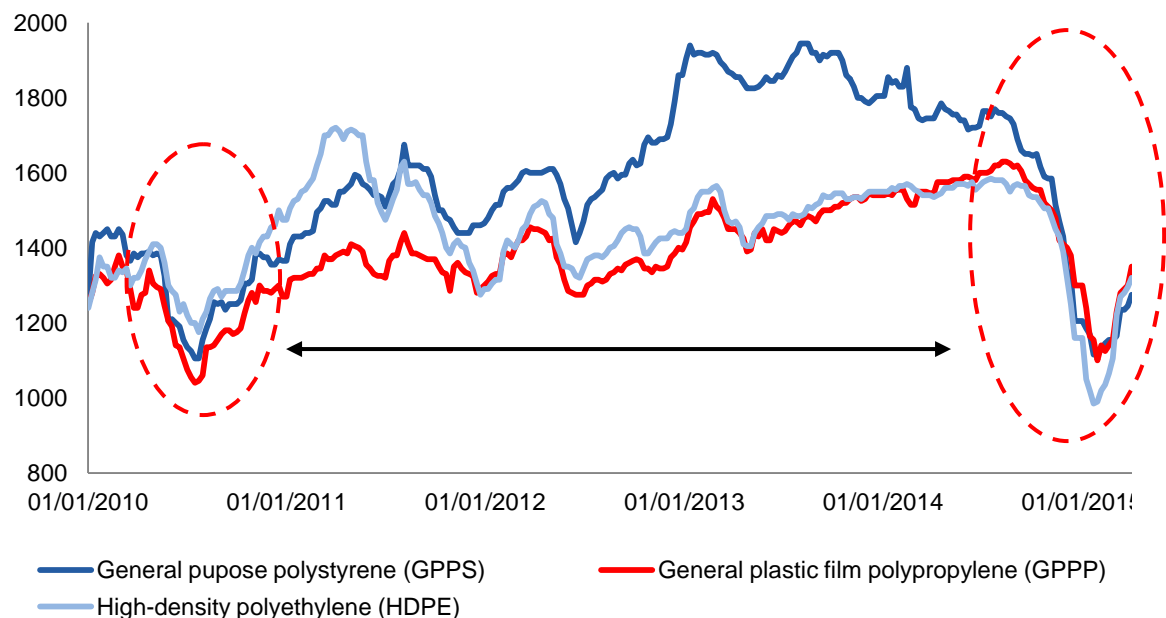
Nguồn: Dự báo của VCSC

Giá nhựa xuống đến mức thấp nhất trong 5 năm qua, hỗ trợ biên lợi nhuận gộp trong năm 2015

Nguyên liệu chiếm 65%-70% giá vốn hàng bán của TLG, chủ yếu là nhựa (nhập khẩu từ Đài Loan, Hàn Quốc và Thái Lan), đầu bi cho bút bi (nhập khẩu từ Thụy Sĩ và Ấn Độ), và mực (nhập khẩu từ Mỹ, Nhật và Đức). Trong số này, mực và đầu bi có giá ổn định nhưng giá nhựa biến động tương tự giá dầu. Nhựa chiếm khoảng 30% chi phí nguyên liệu, tương đương khoảng 20% giá vốn hàng bán. Điều này có nghĩa là biến động của giá nhựa có ảnh hưởng đáng kể đối với biên lợi nhuận gộp.

Vì giá dầu bắt đầu giảm mạnh trong tháng 06/2014, giá nhựa xuống đến mức thấp nhất trong 5 năm qua trong tháng 01/2015 và từ đó đến nay chỉ phục hồi được khoảng 23%. TLG sử dụng ba loại nhựa chính trong sản xuất: nhựa GPPS, nhựa GPPP và nhựa HDPE. So với thời điểm này năm ngoái, giá các loại nhựa này hiện đã giảm như sau: nhựa GPPS giảm 27% xuống 1.275USD/tấn, nhựa GPPP giảm 13% xuống 1.350USD/tấn và nhựa HDPE giảm 14% xuống 1.320USD/tấn. Với giá dầu tiếp tục ở mức thấp, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của TLG sẽ được duy trì ở mức cao trong trung hạn.

Hình 21: Giá nhựa (USD/tấn) đã xuống đến mức thấp nhất 5 năm qua

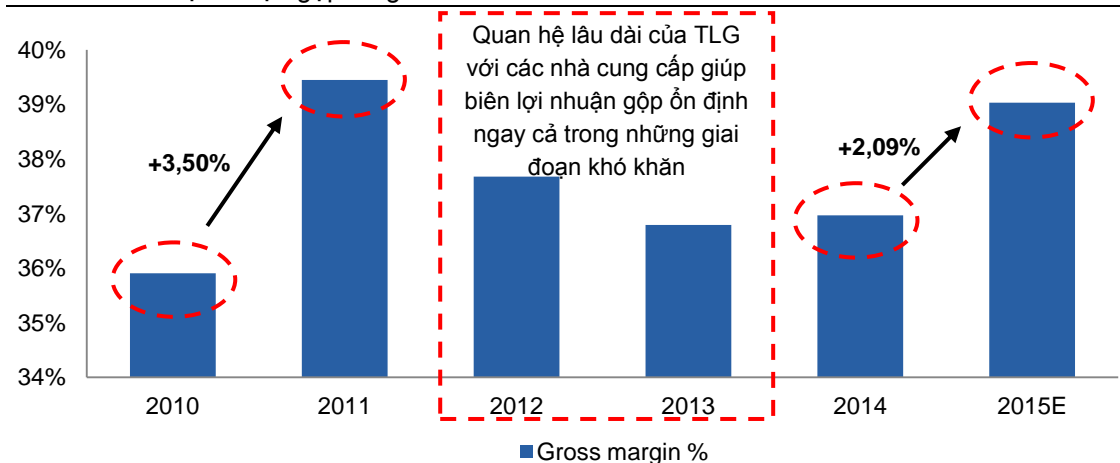


Nguồn: Bloomberg

Tác động của diễn biến giá nhựa đối với biên lợi nhuận gộp của TLG đã được thực tế chứng minh. Khi giá nhựa mất mốc 1.300USD/tấn trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2010 – 6 tháng đầu năm 2011, biên lợi nhuận gộp năm 2011 tăng 3,5% so với năm 2010 lên 39%. Trên cơ sở kịch bản này, nhiều khả năng biên lợi nhuận gộp của TLG sẽ tăng đột biến trong năm 2015 nhờ giá nhựa giảm mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên, TLG vì đã xây dựng được quan hệ lâu dài với các nhà cung cấp nên sẽ chỉ hưởng lợi một phần từ việc giá nhựa giảm (điều này cũng có nghĩa là khi giá dầu tăng trở lại thì công ty sẽ ít chịu ảnh hưởng hơn). Ngoài ra, giá nhựa giảm nhưng bù lại chi phí nhân công và điện tăng. Vì các yếu tố này, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp năm 2015 sẽ tăng 2,09% lên 39%, bằng năm 2011.

Chúng tôi dự báo LNST 2015 sẽ đạt 178 tỷ đồng (tăng 20,5% so với năm 2014), với EPS 2015 tương ứng là 6.631 đồng.

Hình 22: Biên lợi nhuận gộp tăng



Nguồn: Dự báo của VCSC

Định giá

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu dành cho TLG với giá mục tiêu trong vòng một năm là 71.500 đồng, TL tăng 19,2% so với giá thị trường hiện tại là 60.000 đồng. Vì cổ phiếu TLG có thanh khoản rất thấp (khối lượng giao dịch trung bình 30 ngày chỉ đạt 1.518 cổ phiếu), chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu 20% vào giá trị nội tại tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là 89.287 đồng.

Giá mục tiêu	71.430
Chiết khấu dòng tiền	89.287
Chiết khấu do thanh khoản thấp	20%

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng 23: Các giả định doanh thu và biên lợi nhuận

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Doanh thu (VND bn)	1.831	2.091	2.402	2.777	3.234	3.795
Tăng trưởng doanh thu (%)	13,5%	14,1%	14,9%	15,6%	16,5%	17,3%
Thành phẩm	15,7%	16,3%	16,9%	17,6%	18,4%	19,2%
Tiêu thụ trong nước	13,5%	13,8%	14,2%	14,5%	14,9%	15,3%
Bút viết	9,1%	8,9%	8,7%	8,5%	8,3%	8,1%
Dụng cụ văn phòng	22,5%	22,6%	22,7%	22,8%	22,9%	23,0%
Dụng cụ học sinh	12,3%	12,4%	12,5%	12,6%	12,7%	12,8%
Dụng cụ mỹ thuật	7,2%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%
Xuất khẩu	28,5%	29,1%	29,7%	30,3%	30,9%	31,4%
Sản phẩm thương hiệu TLG	34,8%	35,0%	35,3%	35,5%	35,7%	35,9%
OEM	20,6%	20,8%	21,0%	21,2%	21,4%	21,6%
Hàng hóa thương mại	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%
Biên lợi nhuận gộp	39,0%	37,6%	37,0%	36,6%	36,4%	36,1%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	12,5%	12,1%	12,0%	11,5%	11,2%	10,8%
Biên lợi nhuận ròng	9,7%	9,7%	9,6%	9,2%	8,9%	8,6%

Bảng 24: Các giả định trong mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Lãi suất phi rủi ro	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Phần bù rủi ro thị trường	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Chi phí chủ sở hữu	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Chi phí nợ	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Hệ số beta	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Tỷ lệ nợ	17,4%	14,8%	12,6%	10,9%	9,4%	8,2%
WACC	7,9%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Tăng trưởng cuối kỳ						2,0%

Bảng 25: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm

Chiết khấu dòng tiền nhiều giai đoạn	
Giai đoạn dự báo (năm)	5
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	559
Giá trị cuối cùng	1.648
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền dự do và giá trị cuối cùng	2.207
cộng: tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	368
trừ: nợ ngắn và dài hạn	183
Vốn CSH trừ giá trị hợp lý của cổ đông thiểu số	2.392
Cổ phiếu lưu hành (triệu)	27
Giá cổ phiếu	89.287

So sánh với các công ty sản xuất văn phòng phẩm khác

Tại mức giá hiện tại 60.000 đồng, TLG hiện đang giao dịch với PER 12 tháng qua là 11,5 lần, thấp hơn 29% so với mức trung bình của các công ty sản xuất văn phòng phẩm khác trong khu vực, dù có ROE cao hơn nhiều. PER tương đối thấp như vậy vì các lý do sau:

- TLG là một công ty có giá trị vốn hóa trung bình, tập trung vào thị trường trong nước, không như các tập đoàn lớn, đa quốc gia như Pilot và Mitsubishi.
- CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh, một công ty thuộc sở hữu của Chủ tịch HĐQT TLG và gia đình, tổng cộng nắm giữ 58,89% cổ phần TLG. Ngoài ra, các nhân viên nắm giữ 12,04% và các tổ chức đầu tư dài hạn nắm giữ 10,23% cổ phần, nên lượng cổ phiếu lưu hành tự do chỉ chiếm tỷ lệ 18,84%.
- Cổ phiếu TLG có thanh khoản tương đối thấp do tỷ lệ lưu hành tự do thấp và chưa được các công ty chứng khoán thực sự theo dõi.

Giá mục tiêu của chúng tôi 71.500 đồng có PER 2015 tương ứng là 10,8 lần, trên cơ sở EPS 2015 là 6.631 đồng. Tại mức giá hiện tại, TLG hiện đang giao dịch với PER 2015 là 9 lần.

Bảng 26: So sánh với các công ty văn phòng phẩm khác

	Quốc gia	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	PER 12 tháng qua	PBR 12 tháng qua	ROA %	ROE %
Pilot Corp.	Nhật Bản	1.310	17,4	2,8	9,6	17,4
Mitsubishi Pencil Co.	Nhật Bản	1.150	17,2	1,8	8,3	11,3
Asia File BHD	Trung Quốc	204	14,2	1,7	9,8	11,9
Linc Pen & Plastic Ltd	Ấn Độ	37	20,1	2,9	7,6	15,4
Trung bình		675	16,1	2,3	8,8	14,0
Thiên Long	Việt Nam	74	11,5	2,2	14,0	21,7

Nguồn: Bloomberg

Giá mục tiêu và khuyến nghị VCSC đã đưa ra



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, 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 VCSC

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	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 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 chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có 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.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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 Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.