

TLG – NĂM GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(Ngày 30/05/2016)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	78.000
KLGD TB 10 ngày	1.034
Vốn hoá (tỷ đồng)	2.988
Số lượng CPLH (triệu)	38,3

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trần Thị Thu Trang
ttttrang_hcm@vcbs.com.vn
+84-8 38 205 510 (Ext: 641)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

- **KQKD năm 2015 của TLG khá ấn tượng với DT và LN đều tăng trưởng so với năm trước và vượt kế hoạch đề ra.** Cụ thể, năm 2015, DTT của TLG đạt 1.883,7 tỷ đồng (+16,7% yoy, vượt 4,7% kế hoạch), LNST đạt 187,8 tỷ đồng (+27.4% yoy, vượt 13,9% kế hoạch).
- **Sự sụt giảm của giá dầu khiến giá nhựa đầu vào giảm theo giúp lợi nhuận tăng trưởng.** Giá nhựa, vốn chiếm 20% giá vốn hàng bán của TLG, năm 2015 giảm 24% so với năm 2014. Điều này giúp biên lợi nhuận gộp trong năm 2015 tăng 22% so với năm 2014.
- **Năm 2015, TLG đã tăng vốn chủ sở hữu từ 732,2 tỷ đồng lên gần 821,6 tỷ đồng (+12,2% yoy) thông qua việc phát hành 2.67 triệu cổ tức để trả cổ phiếu.** Công ty cũng đã hoàn tất thủ tục lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản về Phương án phát hành cổ phiếu để tăng vốn với tỷ lệ phát hành 30%, với số lượng cổ phiếu niêm yết và lưu ký bổ sung là 8.8 triệu cổ phiếu. Theo đó, số lượng cổ phiếu đang lưu hành của TLG tăng từ 29,5 triệu lên 38,3 triệu. Việc phát hành thêm cổ phiếu này dẫn đến EPS pha loãng của TLG trong năm 2015 giảm xuống, còn 4.802 đồng/cổ phiếu. Trong khi một vài doanh nghiệp đã giảm tỷ lệ chi trả cổ tức sau khi phát hành thêm cổ phiếu, chương trình phát hành này không ảnh hưởng đến kế hoạch trả cổ tức tương ứng 20% mệnh giá đã công bố cho năm 2015 của TLG.
- **Tại ĐHCĐ 2015, TLG đặt kế hoạch 2,150 tỷ doanh thu (+14,1% yoy) và 215 tỷ LNST (+30% yoy).** Theo đó, chúng tôi ước tính EPS Forward năm 2016 là 5,612 đồng/cổ phiếu. Tại mức giá 78,000 đồng/cổ phiếu ngày 26/05/2016, chỉ tiêu P/E forward là 13,9. Từ đầu năm 2016 đến nay, thị giá TLG đã tăng giá 20%. Với kế hoạch 2016 khả quan cùng tốc độ tăng trưởng bền vững của TLG và chính sách chi trả cổ tức đều đặn, chúng tôi khuyến nghị Năm Giữ đối với cổ phiếu TLG.

Chỉ tiêu tài chính	2013A	2014A	2015A	Q1.2016
DTT (tỷ đồng)	1.406,2	1.613,6	1.883,7	420,9
+/- yoy (%)	15,6%	14,7%	16,7%	18,2%
LNST (tỷ đồng)	116,6	147,4	187,8	48,3
+/- yoy (%)	16,4%	26,5%	27,5%	72,0%
VCSH (tỷ đồng)	1.631,2	2.681,3	4.641,4	5.692,4
Nợ/TTS (%)	37,6%	33,9%	36,5%	31,8%
TS LN gộp (%)	36,8%	36,9%	38,6%	26,4%
ROA – TTM (%)	11,6%	13,3%	14,5%	3,8%
ROE – TTM (%)	18,5%	20,1%	22,8%	5,6%
EPS (đồng) (*)	4.351	3.463	4.413	4.802
BVPS (đồng)	23.499	19.110	21.446	22.428

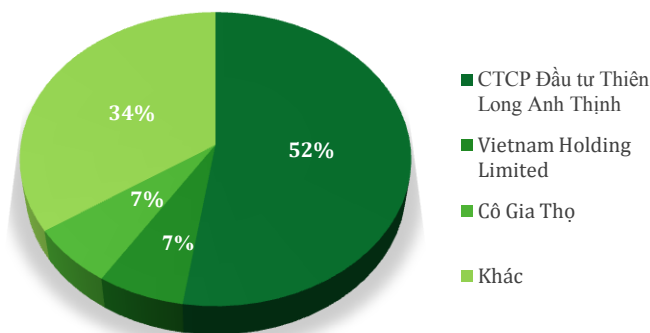
Nguồn: TLG, VCBS

Ghi chú: (*) Việc tính EPS có phản ánh đóng góp vào quỹ khen thưởng, phúc lợi cho nhân viên trích từ LNST theo Thông tư 200.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành	Công ty Cổ phần Tập đoàn Thiên Long tiền thân là cơ sở bút bi Thiên Long được thành lập năm 1981 do ông Cô Gia Thọ làm chủ. Cuối năm 1999, công ty đầu tư xây dựng nhà xưởng mới tại Khu Công nghiệp Tân Tạo (quận Bình Tân) và chính thức đi vào hoạt động tháng 05/2000. Tháng 03/2005, công ty chính thức chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần với vốn điều lệ 100 tỷ đồng.
Quá trình tăng vốn	Kể từ khi chính thức chuyển đổi mô hình sang công ty cổ phần với số vốn điều lệ 100 tỷ đồng, TLG đã trải qua một quá trình tăng vốn qua các năm. Cuối tháng 3/2016, TLG đã hoàn tất việc phát hành hơn 8.8 triệu cp thường, nâng tổng VDL của TLG lên 383,1 tỷ đồng.
Các hoạt động chính	TLG có ba mảng hoạt động chính sau: <ul style="list-style-type: none"> (1) Sản xuất và mua bán văn phòng phẩm, dụng cụ học sinh, đồ dùng dạy học bằng nhựa, hàng nhựa gia dụng. (2) In tampon (pad), in lụa, ép nhũ trên bao bì và sản phẩm của công ty. (3) Mua bán máy móc, trang thiết bị phục vụ ngành sản xuất của công ty.
Các sản phẩm chính	Các sản phẩm của TLG chia thành 4 nhóm chính: <ul style="list-style-type: none"> (1) Bút viết (nhãn hàng Thiên Long và Bizner) Đây là nhóm sản phẩm chính của TLG, chiếm hơn 65% thị phần trong nước, đóng vai trò là nhóm sản phẩm chủ lực, tạo nền tảng trong quá trình phát triển của TLG. Bên cạnh thương hiệu bút viết Thiên Long, còn có bút cao cấp nhãn hàng Bizner dành cho giới doanh nhân và người có thu nhập cao. (2) Dụng cụ văn phòng (Nhãn hàng Flexoffice) Đây là nhóm sản phẩm được TLG tập trung đầu tư nhiều nhất trong những năm gần đây, với những sản phẩm như bìa, flie, bút lông bảng...nhằm đem đến nhiều chủng loại đáp ứng thị hiếu của người tiêu dùng. (3) Dụng cụ học sinh (nhãn hàng Điểm 10) Bao gồm các nhóm sản phẩm như bảng học sinh, phấn, thước kẻ, chuốt bút chì, gôm, hồ dán, compa, kéo, tập... (4) Dụng cụ học sinh (Nhãn hàng Colokit) Bao gồm các sản phẩm phục vụ cho bộ môn mỹ thuật, sáng tạo như sáp nặn, sáp màu, màu nước...đạt tiêu chuẩn chất lượng cao của Châu Âu.
Vị thế công ty	TLG hiện dẫn đầu thị phần văn phòng phẩm, chiếm 65% thị phần của thị trường bút viết trong nước (theo báo cáo nghiên cứu của AC Nielsen Việt Nam) và 30% thị phần dụng cụ văn phòng. Các sản phẩm của công ty được xuất khẩu đến 45 nước trên thế giới. Sản phẩm của công ty đã được xuất khẩu sang các nước phát triển như Pháp, Đức, Tây Ban Nha, Ý, Mỹ, Mexico, Nhật Bản, Trung Quốc, Singapore... Công ty đã có văn phòng đại diện ở Lào, Campuchia và Trung Quốc.

**Cơ cấu cổ đông đến thời
điểm ngày 23/02/2016**



Nguồn: TLG

Công ty con, công ty liên kết

STT	Tên	Ngành nghề kinh doanh chính	VĐL (VNĐ)	% TLG sở hữu
1	Công ty TNHH SXTM Thiên Long Thành	Sản xuất và kinh doanh văn phòng phẩm	80 tỷ	100%
2	Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Thiên Long Hoàn Cầu	Kinh doanh văn phòng phẩm	20 tỷ	100%
3	Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Tân Lực Miền Nam	Kinh doanh văn phòng phẩm	20 tỷ	100%
4	Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Tân Lực Miền Bắc	Kinh doanh văn phòng phẩm	10 tỷ	100%
5	Công ty TNHH MTV Thương mại Dịch vụ Tân Lực Miền Trung	Kinh doanh văn phòng phẩm	11 tỷ	100%

Nguồn: TLG

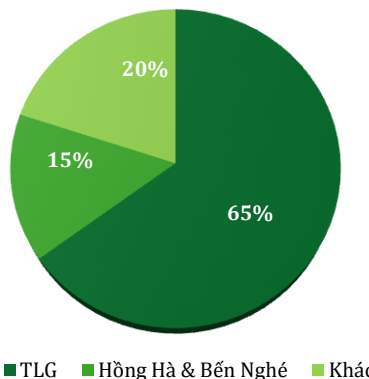
CẬP NHẬT NHANH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA TLG

Thị phần

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 23,3% giai đoạn 2012-2015 và thị phần trên 65% 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. 20% còn lại thuộc về các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc và các thương hiệu cao cấp của nước ngoài.

Thị phần của TLG trong phân khúc bút viết



Nguồn: VCBS tổng hợp

Về mạng lưới phân phối

Hiện tại, các hình thức phân phối sản phẩm của TLG bao gồm: hệ thống các nhà phân phối, điểm bán hàng, tồn kho, hệ thống siêu thị, nhà sách, B2B (bán trực tiếp đến các cơ quan, trường học), bán lẻ trực tiếp cho người tiêu dùng và bán qua mạng do ba công ty con của TLG phụ trách, gồm Công ty TNHH MTV Tân Lực Miền Nam, Tân Lực Miền Bắc và Tân Lực Miền Trung. Đối với mạng lưới xuất khẩu, các sản phẩm của TLG hiện được xuất khẩu sang 45 quốc gia. 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.

Về năng lực sản xuất

Hiện tại, TLG có 2 nhà máy sản xuất với tổng công suất khoảng 75 triệu SKU/năm. Trong đó, 1 nhà máy tại Khu công nghiệp Tân Tạo (TP.HCM) diện tích 1,6 ha với công suất khoảng 55 triệu SKU/năm và 1 nhà máy tại Khu công nghiệp Long Thành (Đồng Nai) diện tích 3 ha với công suất 20 triệu SKU/năm. TLG cũng có xưởng cơ khí riêng để thiết kế sản xuất khuôn nhựa và trang thiết bị, qua đó giảm chi phí nhập khẩu các trang thiết bị từ nước ngoài, từ đó giảm chi phí sản xuất và tăng cường tính linh hoạt trong sản xuất.

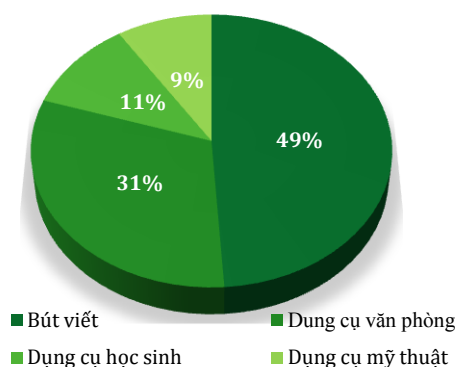
PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2015

Cơ cấu DT theo nhóm sản phẩm

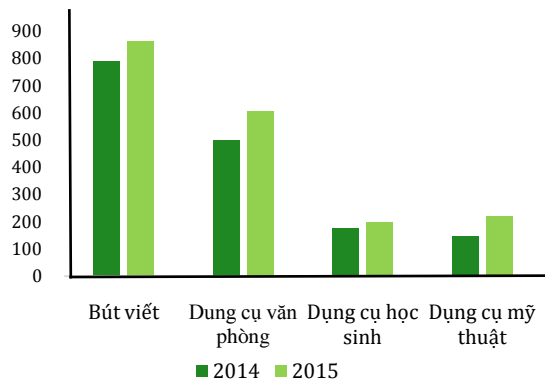
KQKD năm 2015 của TLG khá ấn tượng với các chỉ tiêu DT và LN đều tăng trưởng so với năm trước và vượt kế hoạch đề ra. Cụ thể, năm 2015, TLG đạt 1.883,7 tỷ đồng DTT (+16,7% yoy, vượt 4,7% kế hoạch) và 187, 8 tỷ đồng LNST (+27,4% yoy, vượt 13,9% kế hoạch).

Chiến lược tiếp thị hiệu quả và nỗ lực thúc đẩy xuất khẩu giúp kích thích tăng trưởng doanh thu. Với việc giữ vững vị thế dẫn đầu trên thị trường bút viết, TLG tiếp tục đẩy mạnh nỗ lực tiếp thị các dòng sản phẩm khác và mang về kết quả ấn tượng. Cụ thể trong năm 2015, nhóm sản phẩm bút viết thu về 863 tỷ đồng cho doanh thu của TLG, đóng góp 45,8% tỷ trọng và tăng trưởng 9,3% so với năm 2014. Cùng với đó, các mảng Văn phòng phẩm, Dụng cụ học tập và Dụng cụ mỹ thuật đều có mức tăng trưởng trên 20%.

Cơ cấu doanh thu 2015



Tăng trưởng Doanh thu 2014-2015 (Tỷ VND)



Nguồn: TLG, VCBS

Cơ cấu DT theo thị trường: nội địa và xuất khẩu

Doanh thu từ hoạt động xuất khẩu tăng 38,5% so với năm 2014, đóng góp 13,3% vào tổng doanh thu của TLG. TLG xuất khẩu hai nhóm sản phẩm chính: (1) các sản phẩm có thương hiệu FlexOffice và Colokit, (2) các sản phẩm gia công (Original Equipment Manufacturers). 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. Do đó, chiến lược xuất khẩu của TLG là tập trung vào các sản phẩm mang thương hiệu của chính Thiên Long. Trong năm 2015, TLG đã có sự đầu tư mạnh mẽ vào các hoạt động bán hàng và phát triển thương hiệu tại những quốc gia như Myanmar, Philippines, Cambodia, Thái Lan, Brunei, Malaysia. Doanh thu từ hoạt động xuất khẩu trong năm 2015 đạt 251 tỷ đồng, tăng 38,5% so với năm 2014 và đóng góp 13,3% vào tổng doanh thu của tập đoàn.

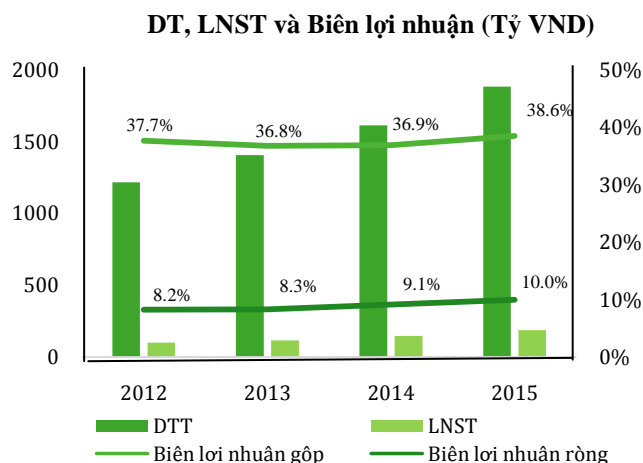
Phát triển kênh phân phối nhằm nâng cao hiệu quả bán hàng. Để bổ sung kênh phân phối truyền thống, từ năm 2010 TLG đã tiến hành phát triển các kênh bán hàng mới, trực tiếp, bao gồm mô hình doanh nghiệp với doanh nghiệp (B2B) và thương mại điện tử. Các nỗ lực này nằm trong chiến lược phát triển quan hệ 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. Năm 2015, TLG thành lập thêm công ty Tân Lực Miền Trung. Hệ thống công ty Tân Lực tập trung chủ yếu vào mảng phân phối chuyên nghiệp, bán hàng trực tiếp cho các doanh nghiệp (B2B), bán hàng qua mạng và bán sản phẩm quảng cáo. Năm 2015, doanh thu thuần của toàn hệ thống Tân Lực đạt 490 tỷ đồng, (+38,1% yoy). Đến cuối năm 2015, TLG có tổng cộng 57.600 điểm bán lẻ, phủ khắp 63 tỉnh thành trong cả nước.

Giá nhựa giảm mạnh tương ứng với giá dầu thô, giúp lợi nhuận tăng mạnh. Trong cơ cấu GVHB, chi phí nguyên vật liệu (nhựa nhập khẩu từ Đài Loan, Hàn Quốc và Thái Lan, đầu bi cho bút bi nhập khẩu từ Thụy Sĩ và Ấn Độ, mực nhập khẩu từ Mỹ, Nhật và Đức) chiếm khoảng 65-70% chi phí. Trong số này, mực và đầu bi có giá ổn định nhưng giá nhựa biến động tương tự giá dầu. Do đó, biến động của giá nhựa có ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận gộp. Nhựa chiếm khoảng 30% chi phí nguyên liệu, tương đương 20% GVHB. TLG sử dụng ba loại nhựa chính trong sản xuất: nhựa GPPS, nhựa GPPP và nhựa HDPE. Trong năm 2015, do sự sụt giảm của giá dầu, giá nhựa đã sụt giảm mạnh kể từ tháng 6/2015, giảm 24% so với năm 2014. Do đó, biên lợi nhuận gộp của TLG tăng nhẹ trong năm 2015, đạt 38,5%.

Chi phí tài chính trong năm 2015 của TLG tăng 9,8% sau khi giảm mạnh (khoảng 31%) trong giai đoạn 2012-2014. Các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá tăng mạnh 288% từ 2,306 tỷ đồng của năm 2014 lên 6,654 tỷ đồng trong năm 2015 và đây cũng là lý do chính khiến chi phí tài chính năm 2015 tăng so với năm trước. Như đã trình bày ở trên, nguồn nguyên liệu của TLG đa phần là nhập khẩu từ nước

ngoài nên rủi ro tỷ giá cũng là một yếu tố ảnh hưởng đến lợi nhuận của TLG.

LNTT và LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2015 đạt lần lượt 249,2 và 187,8 tỷ đồng, tăng trưởng ấn tượng 30,1% và 27,4% dẫn đến biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của TLG cũng đạt tỷ lệ cao, tương ứng 38,5% và 10%.



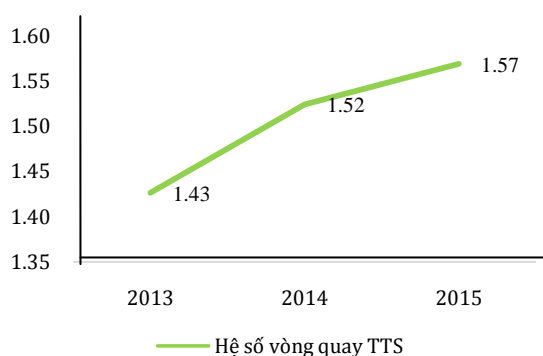
Nguồn: TLG, VCBS

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH NĂM 2015

Về cơ cấu tài sản

Năm 2015, cơ cấu tài sản của TLG không có nhiều thay đổi đáng kể so với năm ngoài. TTS tăng mạnh 16,7% yoy đạt 1,293 tỷ đồng. Hệ số vòng quay tổng tài sản cũng tăng đều qua các năm cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản của TLG rất tốt. Bên cạnh đó, tiền và tương đương tiền trong cơ cấu tổng tài sản luôn chiếm tỷ trọng cao nhất và tăng mạnh qua các năm. Là một doanh nghiệp sản xuất và thương mại, lượng tiền mặt thường xuyên được duy trì tốt như vậy giúp cho TLG luôn chủ động được về mặt nguyên vật liệu, mua bán hàng hóa và mở rộng cũng như duy trì hoạt động bán hàng.

Vòng quay tổng tài sản 2013-2015

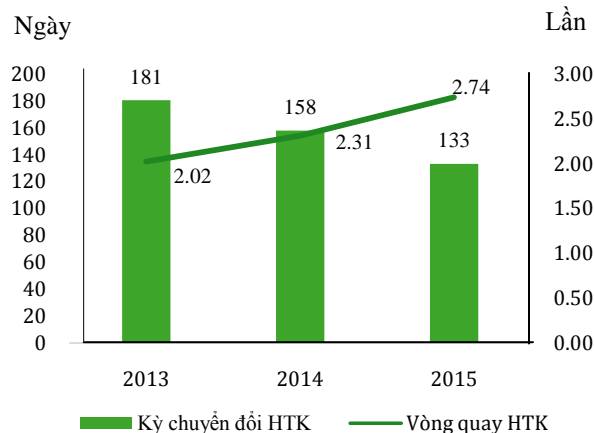


Nguồn: TLG, VCBS

Hàng tồn kho của TLG giảm nhẹ (-1,06% yoy), chiếm 32,5% TTS. Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là thành phẩm, nguyên vật liệu và hàng hóa – lần lượt theo tỉ trọng 42%, 37% và 13%. Hệ số vòng quay hàng tồn kho tăng đều qua các năm cho thấy khả năng quản lý hàng tồn kho của TLG khá tốt, không bị ứ đọng nhiều. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá hệ số vòng quay hàng tồn kho của TLG cũng khá an toàn, TLG vẫn có khả năng đáp ứng được nhu cầu của thị trường trong mùa cao điểm. Bên cạnh đó,

số ngày chuyển đổi hàng tồn kho cũng giảm dần đều thể hiện khả năng tiêu thụ hàng tồn kho của TLG cải thiện tốt qua các năm.

Vòng quay hàng tồn kho và kỳ chuyển đổi hàng tồn kho 2013-2015

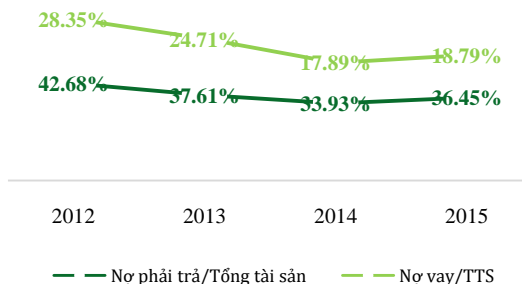


Nguồn: TLG, VCBS

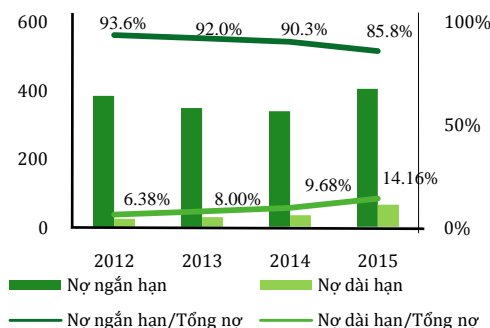
Tài sản cố định của TLG tăng nhẹ 0,64% yoy, chiếm tỷ trọng 15,3% TTS. Chủ yếu trong tài sản cố định của TLG là nhà, xưởng và máy móc thiết bị. Trong năm 2015, chi phí khấu hao của TLG là 35 tỷ đồng, trong đó, khoảng 71% là chi phí khấu hao của nhà xưởng và máy móc thiết bị.

Hệ số nợ/TTS của TLG đạt 36,5%, (+7,4% yoy). Đối với một doanh nghiệp sản xuất và thương mại, đây là mức nợ khá thấp và an toàn, trong đó, nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng cao nhất (85,8%). Đáng chú ý, vì một phần nguyên vật liệu của TLG phải nhập khẩu từ nước ngoài nên TLG vẫn phải vay ngoại tệ (cụ thể là USD), do đó rủi ro tỷ giá là không tránh khỏi. Đồng thời sắp tới, khi NHNN không cho doanh nghiệp vay ngoại tệ nữa, TLG sẽ phải chuyển qua vay nội tệ, sau đó khi nhập hàng, sẽ phải mua USD để thanh toán cho nước ngoài. Như vậy, chúng tôi cho rằng sẽ có 2 vấn đề mà TLG sẽ phải đối diện: (1) TLG chịu lãi suất vay nội tệ cao hơn và (2) rủi ro tỷ giá.

Đòn bẩy tài chính



Cơ cấu nợ vay (Tỷ VND)



Nguồn: TLG, VCBS

Về cơ cấu nguồn vốn

Đáng chú ý, trong năm 2015, TLG đã tăng VDL từ 267,9 tỷ đồng lên 294,7 tỷ đồng thông qua phát hành 2.679.038 cổ phiếu để trả cổ tức của năm 2014. Công ty cũng đã hoàn tất thủ tục lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản về Phương án phát hành cổ phiếu để tăng vốn với tỷ lệ phát hành 30%, với số lượng cổ phiếu niêm yết và lưu ký bổ sung là 8.841.439 cổ phiếu. Theo đó, số lượng cổ phiếu đang lưu hành của TLG tăng từ 29,5 triệu lên 38,3 triệu. Việc phát hành thêm cổ phiếu này dẫn đến EPS pha loãng của TLG trong năm 2015 giảm xuống, còn 4.802 đồng/cổ phiếu. Trong khi một vài doanh nghiệp đã giảm tỷ

lệ chi trả cổ tức sau khi phát hành thêm cổ phiếu, chương trình phát hành này không ảnh hưởng đến kế hoạch trả cổ tức tương ứng 20% mệnh giá đã công bố cho năm 2015.

Về khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của TLG cải thiện rất tốt qua các năm do công ty luôn có một lượng tiền và tương đương tiền dồi dào, trong khi vay nợ rất ít. Năm 2015, khả năng thanh toán hiện thời, khả năng thanh toán nhanh và khả năng thanh toán tiền mặt của TLG đạt lần lượt 2,37 lần; 1,33 lần; 1,05 lần so với 2,47 lần; 1,22 lần và 0,93 lần trong năm 2014.

Hệ số khả năng thanh toán	2012	2013	2014	2015
Khả năng thanh toán hiện thời	1,69	2,10	2,49	2,39
Khả năng thanh toán nhanh	0,59	0,80	1,22	1,33
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,39	0,51	0,93	1,05

Nguồn: TLG, VCBS

CẬP NHẬT KQKD Q1.2016

Công ty đã công bố KQKD Q1.2016 với các chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2015, cụ thể DT đạt 428,9 tỷ đồng (+18,2% yoy, hoàn thành 20% KH năm), LNTT đạt 60,3 tỷ đồng (+58,7% yoy) và LNST đạt 48,3 tỷ đồng (+72% yoy, đạt 22,5% KH năm). GVHB tăng khoảng 12,3% so với cùng kỳ, đạt 259,2 tỷ đồng, do đó, biên lợi nhuận gộp tăng 8,7% lên 39,6%. Đạt được kết quả khả quan như vậy là do những nguyên nhân sau:

- (1) Năng suất sản xuất được nâng cao, giá nguyên vật liệu chính ổn định so với cùng thời điểm giúp cho tỷ lệ lãi gộp tốt hơn.
- (2) Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt với tỷ lệ tăng thấp hơn mức tăng trưởng doanh thu thuần.

Trong Q1.2016, chi phí hoạt động đạt 112,9 tỷ đồng (+15% yoy), trong đó, chi phí tài chính tăng mạnh 35,2% do các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá tăng mạnh 89,2% nhưng chỉ chiếm 4,2% trong tổng chi phí hoạt động. Các chi phí còn lại hầu như tỷ trọng thay đổi không đáng kể so với năm trước. Sự gia tăng của chi phí hoạt động vẫn thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu nên biên lợi nhuận ròng của TLG vẫn tăng 45,5%, đạt 11,3%.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2016

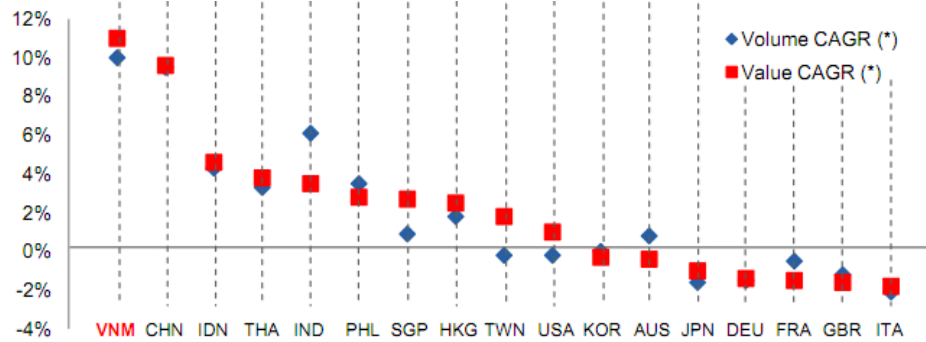
Nhu cầu văn phòng phẩm ở Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 10% giai đoạn 2015-2019 (theo Technavio), Con số này bỏ xa các quốc gia châu Á khác với tỷ lệ tăng trưởng giá trị nằm trong khoảng 1-5% cũng như các thị trường phát triển như Mỹ và Châu Âu với tỷ lệ tăng trưởng âm. Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi các nhân tố chính sau:

- (1) **Chi tiêu cho giáo dục tăng mạnh:** trong năm 2015, tổng nguồn ngân sách nhà nước dành cho lĩnh vực giáo dục đào tạo là 224.826 tỷ đồng, chiếm khoảng 20% tổng chi ngân sách nhà nước. Con số này đã tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 1998 đến nay với mức chi 13% và thuộc hàng cao nhất thế giới.
- (2) **Thị trường văn phòng phẩm ngày càng đòi hỏi sự đa dạng, kích thích việc đầu tư phát triển sản phẩm mới.** Là một quốc gia đang phát triển, với tỷ lệ dân cư thu nhập trung bình chiếm đa số, người dân Việt có xu hướng yêu thích các sản phẩm bút viết cơ bản, giá thành thấp. Còn đối với tầng lớp thu nhập cao và các doanh nghiệp, họ sẽ chi tiêu nhiều hơn cho các sản phẩm văn phòng phẩm và các sản phẩm bút thương hiệu mạnh, chất lượng tốt hơn. Điều này kích thích các doanh nghiệp trong ngành không ngừng cho ra các sản phẩm mới, đáp ứng

thị hiếu của người tiêu dùng.

- (3) **Người tiêu dùng chú trọng chất lượng và mẫu mã hơn là giá thành sản phẩm.** Điều này tạo động lực cho các doanh nghiệp trong ngành tuân thủ các tiêu chuẩn quốc tế về chất lượng và độ an toàn, từ đó tạo ra lợi thế cạnh tranh không chỉ trong nước mà còn tại các thị trường xuất khẩu.

Tỷ lệ tăng trưởng ngành văn phòng phẩm toàn cầu 2015-2019



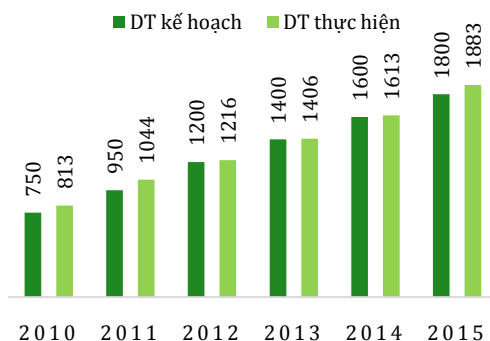
Nguồn: Technavio, 2014

Định hướng phát triển những nhóm sản phẩm chính:

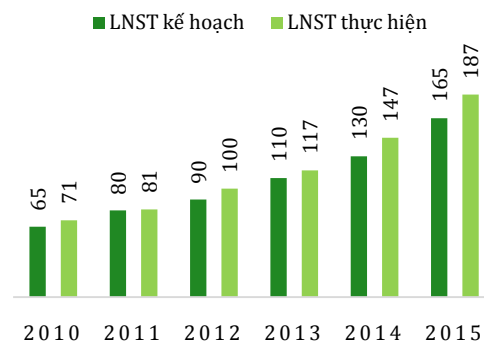
- **Nhóm Bút viết:** TLG vẫn tiếp tục duy trì nhóm này là nhóm sản phẩm truyền thống và chủ đạo. Trong vòng 3 năm gần đây, thị phần nội địa của nhóm sản phẩm này đã được mở rộng và tăng lên rất tốt, từ 55% (năm 2012) lên hơn 65% (năm 2013) và duy trì cho đến hiện nay, giúp TLG giữ vững vị trí số 1 nội địa.
- **Nhóm Dụng cụ văn phòng:** tiếp tục đẩy mạnh các hoạt động sản xuất và tiêu thụ dòng sản phẩm nhằm giữ vững vị trí số 1 tại Việt Nam.
- **Nhóm Dụng cụ học sinh:** tiềm năng tăng trưởng của nhóm sản phẩm này trong thời gian tới dự kiến sẽ tiếp tục ở mức cao do đặc điểm Việt Nam phần lớn là dân số trẻ và tỷ lệ tăng trưởng dân số tự nhiên cao.
- **Nhóm dụng cụ mỹ thuật:** nhãn hàng Colokit đang dần được chấp nhận ở thị trường nước ngoài và trong nước. Dự kiến nhóm sản phẩm này sẽ đạt được tốc độ tăng trưởng cao trong tương lai gần.

Tại ĐHCĐ 2015, TLG đặt kế hoạch 2,150 tỷ doanh thu (+14,1% yoy) và 215 tỷ LNST (+30% yoy). Kế hoạch này được xây dựng dựa trên dự báo của TLG về tình hình tiêu thụ các sản phẩm và hàng hóa của TLG tại thị trường Việt Nam và thị trường xuất khẩu trong những năm sắp tới. Thêm vào đó, ban lãnh đạo của TLG có quan điểm khá thận trọng và thường đặt kế hoạch mục tiêu thấp hơn so với khả năng thực hiện được của doanh nghiệp. Trung bình giai đoạn 2010 – 2015, TLG hoàn thành vượt mức kế hoạch doanh thu 4%, LNST 9%.

So sánh DT thực hiện được và KH



So sánh LNST thực hiện được và KH



Nguồn: TLG, VCBS

Về công suất nhà máy: TLG hiện có hai nhà máy hoạt động tại KCN Tân Tạo và KCN Long Thành. Tổng công suất thiết kế nhà máy vào khoảng 850 triệu sản phẩm/năm. Hiện tại, các nhà máy của TLG đang chạy với công suất thông thường khoảng 80-90%, tuy nhiên vào những thời điểm cần nhu cầu sản lượng lớn có thể đẩy công suất lên gần 95%. Công suất nhà máy của TLG vẫn đáp ứng đủ sản lượng cho năm kế hoạch 2016 nên TLG chưa có ý định mở rộng và xây dựng thêm nhà máy mới.

Về kế hoạch gia tăng tốc độ tự động hóa: TLG hiện đánh giá tốc độ tự động hóa dựa trên những KPI chính là sản lượng, tỷ lệ lao động, sản lượng sản xuất. Trong 3 năm tới, TLG dự kiến sẽ tăng tốc độ tự động hóa lên khoảng 10-15%. TLG tiếp tục nâng mức đầu tư vào tự động hóa sản xuất thông qua tập trung nguồn chi cho máy móc thiết bị, khuôn mẫu, dây chuyền, chuẩn hóa các cơ cấu máy, cụm máy, thiết kế máy đi cùng với đầu tư phát triển nguồn nguyên vật liệu. Bên cạnh đó, TLG cũng đã nghiên cứu và sản xuất một số loại mực nhằm chủ động nguồn nguyên liệu đầu vào.

Về kế hoạch nghiên cứu và phát triển (R&D): Năm 2016, kế hoạch dự chi cho hoạt động này khoảng 10 tỷ đồng, giai đoạn kế tiếp khoảng từ 1 - 3% ngân sách hoạt động hàng năm.

Về chiến lược mở rộng hệ thống phân phối: trong 5 năm tới, TLG sẽ lập ra những trung tâm bán hàng chuyên về văn phòng phẩm tại 3 miền Bắc, Trung, Nam nhằm chuyên môn hóa hệ thống bán lẻ, đồng thời hình thành chuỗi bán lẻ xuyên suốt cả nước. Đối với thị trường quốc tế, TLG cũng định hướng thành lập công ty 100% vốn tại nước ngoài kết hợp với liên doanh liên kết nhằm chủ động tất cả các khâu từ kho bãi, giao nhận và bán hàng. Tuy nhiên, kế hoạch này hiện chưa thực hiện ngay trong năm 2016. Hiện tại, TLG định hướng tập trung xuất khẩu vào các nước ASEAN với việc thành lập văn phòng tại Lào và Myanmar. Ngoài ra, TLG cũng xem xét chiến lược đầu tư bán lẻ, bán hàng qua mạng cùng với ý định phát triển các sản phẩm kỹ thuật số như bút 3D, bút laser khi thị trường có nhu cầu.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khuyến nghị: NĂM GIỮ

Như vậy có thể thấy, hoạt động SXKD của Thiên Long trong năm 2015 và Q1.2016 tăng trưởng rất ấn tượng. Có ba nhân tố chính quyết định thành công của Thiên Long:

- (1) **Chiến lược tập trung vào mảng B2B:** nhà sách, siêu thị, trường học và các doanh nghiệp. Đi kèm đó là các chính sách đổi trả, chăm sóc khách hàng linh hoạt.

- (2) **Tuân thủ các tiêu chuẩn quốc tế về chất lượng và an toàn sức khỏe.** Do đó, các sản phẩm của TLG được sử dụng rộng rãi ở 45 quốc gia trên thế giới. Bên cạnh đó, công ty không ngừng cải tiến, tạo ra nhiều sản phẩm mới, đáp ứng thị hiếu tiêu dùng ngày càng đa dạng của khách hàng.
- (3) **Không đầu tư ngoài ngành.** Trong khi các doanh nghiệp cùng ngành như Bến Nghé, Hồng Hà tham gia đầu tư vào nhiều lĩnh vực trên thị trường như bất động sản, chăn nuôi thì TLG chỉ tập trung đầu tư vào các công ty con hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh chính. Cụ thể, công ty TNHH SXTM Thiên Long chịu trách nhiệm chính về khâu sản xuất, Công ty TNHH Một Thành viên Thương mại Dịch vụ Thiên Long Hoàn Cầu chịu trách nhiệm về các hoạt động đầu tư phát triển sản phẩm mới và chăm sóc khách hàng, Công ty TNHH Một Thành viên Thương mại Dịch vụ Tân Lực (miền Bắc, miền Trung và miền Nam) chuyên tập trung vào bán hàng trực tiếp cho doanh nghiệp, bán hàng qua mạng và bán sản phẩm quảng cáo.

KQKD quý 1 đã công bố với mức tăng trưởng khá mạnh, TLG đã hoàn thành 20% kế hoạch doanh thu và 22,5% kế hoạch lợi nhuận. Trong 4 năm gần đây, TLG đều đạt mức tăng trưởng kép doanh thu và lợi nhuận trên dưới 20%. Đây được coi là mức tăng trưởng khá ấn tượng trong bối cảnh khủng hoảng tăng trưởng chung của ngành này chỉ đạt mức 4-5%. VCBS đánh giá cao TLG khi là một trong số ít doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh cốt lõi tăng trưởng bền vững, sức khỏe tài chính lành mạnh, phát huy tốt những thế mạnh của mình và không có hiện tượng đầu tư ngoài ngành. Bên cạnh đó, TLG luôn là doanh nghiệp có mức chi trả cổ tức rất tốt, bằng cả cổ phiếu và tiền mặt duy trì xấp xỉ ở mức 20% liên tục trong nhiều năm qua.

Với kế hoạch kinh doanh năm 2016, VCBS tính toán EPS forward cho năm 2016 là 5.612 đồng. Tại mức giá 78,000 đồng/cổ phiếu ngày 26/05/2016, chỉ tiêu P/E forward ở mức 13,9 lần. Từ đầu năm 2016 đến nay, thị giá TLG đã tăng 20%. Với kế hoạch 2016 khả quan cùng tốc độ tăng trưởng bền vững của TLG và chính sách chi trả cổ tức đều đặn, chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ đối với cổ phiếu TLG.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Anh Tuấn, CFA
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tatuan@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang
Chuyên viên phân tích
ttttrang_hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng Đại diện Bình Dương	314 Đại Lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương. ĐT: (+84-650) 385 5771
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630