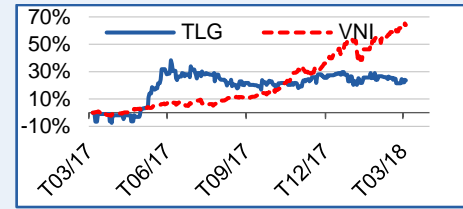


Ngành:	Văn phòng phẩm		<u>2017</u>	<u>2018F</u>	<u>2019F</u>	<u>2020F</u>
Ngày báo cáo:	06/04/2018	Tăng trưởng DT	15,5%	17,6%	16,1%	15,7%
Giá hiện tại:	99.100VND	Tăng trưởng EPS*	13,9%	8,2%	11,6%	12,5%
Giá mục tiêu:	116.700VND	Biên LN gộp	37,4%	36,6%	36,4%	36,3%
Giá mục tiêu trước đây:	110.400VND	Biên LN ròng	10,7%	10,0%	9,6%	9,4%
TL tăng:	+17,8%	EV/EBITDA	13,3x	11,9x	10,3x	8,9x
Lợi suất cổ tức:	<u>2,0%</u>	Giá CP/Dòng tiền HĐ	41,1x	17,1x	18,7x	16,9x
Tổng mức sinh lời:	+19,8%	P/E	20,5x	19,0x	17,0x	15,1x



GT vốn hóa:	222,7tr USD		<u>TLG</u>	<u>Peers**</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	160,5tr USD	P/E (trượt)	20,5x	26,0x	21,5x
GTGD/ngày (30n):	0,0tr USD	P/B (hiện tại)	4,7x	1,8x	3,3x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/Vốn CSH	-17,7%	32,7	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	50,6tr	ROE	27,0%	13,4%	15,1%
Pha loãng hoàn toàn:	50,6tr	ROA	18,2%	7,3%	2,3%
PEG 3 năm	1,9	* các CT cùng ngành nước ngoài sử dụng hệ số TT điều chỉnh			

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 60% thị trường bút viết trong nước và hiện đang đẩy mạnh xuất khẩu.

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên Cao cấp

Lucy Huynh, CFA
Trưởng phòng Cao cấp

Xây dựng nền tảng cho tăng trưởng ổn định dài hạn

- Chúng tôi nâng khuyến nghị cho CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) lên KHẢ QUAN và nâng giá mục tiêu thêm 6% lên 116.700 đồng/CP. Triển vọng cơ bản của chúng tôi đối với TLG vẫn duy trì không đổi nhưng giá mục tiêu mới được tăng lên nhờ lãi suất phi rủi ro thấp hơn và hệ số P/E so sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực cao hơn.
- Bút viết và văn phòng phẩm tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của công ty trong năm 2017, trong khi doanh số xuất khẩu dụng cụ mỹ thuật giảm khi một số đơn hàng OEM từ khách hàng Mỹ giảm.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu 18% năm 2018, đến từ tăng trưởng lành mạnh của mảng bút viết và văn phòng phẩm, cùng với sự phục hồi của doanh số xuất khẩu dụng cụ mỹ thuật.
- Chúng tôi dự phóng biên LN gộp 36,6% năm 2018, giảm nhẹ so với mức trước đây vì giá nhựa tiếp tục phục hồi trong năm 2018.
- Do đó chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTTS sẽ tăng 10% năm 2018 đạt 294 tỷ đồng.
- Nhà máy Nam Thiên Long và dự án R&D (Nghiên cứu & Phát triển) đầu bút bi sẽ hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.
- Định giá tỏ ra hấp dẫn với P/E 2018 đạt 19 lần, phản ánh triển vọng tăng trưởng ổn định và nền tảng cơ bản vững chắc. Chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu TLG cho các nhà NĐT dài hạn, tìm kiếm các cổ phiếu ổn định và an toàn.

Doanh số Dụng cụ mỹ thuật sụt giảm nhưng được tăng trưởng từ bút viết và dụng cụ văn phòng bù đắp. Bút viết (chiếm 41% tổng doanh thu) tiếp tục tăng trưởng lành mạnh 11% trong khi dụng cụ văn phòng đạt tăng trưởng đến 28% năm 2017 vì công ty tiếp tục khai thác vị thế dẫn đầu thị trường. Như chúng tôi đã đề cập trong các báo cáo trước, doanh thu từ dụng cụ mỹ thuật năm 2017 (9% tổng doanh thu) giảm 17% do một số đơn hàng OEM từ khách hàng Mỹ giảm. Điều này cũng khiến doanh thu từ xuất khẩu tăng trưởng kém. Trong năm 2018, chúng tôi tiếp tục lạc quan về tăng trưởng của mảng bút viết và dụng cụ văn phòng, đồng thời dự báo doanh thu xuất khẩu dụng cụ mỹ thuật sẽ phục hồi nhờ tăng trưởng từ các thị trường ASEAN.

Biên lợi nhuận tiếp tục giảm do giá nhựa phục hồi trong năm 2018. Giá dầu tăng khiến giá nhựa từ đầu năm đến nay tăng 13% sau khi đã tăng 10% trong năm 2017. Chúng tôi cho rằng từ nay đến cuối năm, giá nhựa sẽ tiếp tục giữ ở mức cao và biên lợi nhuận gộp cả năm sẽ giảm xuống 36,6% từ mức 37,4% năm 2017.

Quan điểm đầu tư dài hạn được hỗ trợ bởi các dự án mở rộng công suất và tích hợp sản xuất theo chiều dọc Nhà máy Nam Thiên Long với tổng vốn đầu tư khoảng 350 tỷ đồng đã được khởi công. Dự kiến nhà máy sẽ có công suất 800 triệu sản phẩm/năm so với công suất hiện nay của TLG

là 700 triệu sản phẩm/năm. Đợt máy móc đầu tiên của dự án nghiên cứu và phát triển ngòi bút với số vốn 88 tỷ đồng đã chạy thử nghiệm trong tháng 3. Chúng tôi cho rằng các dự án này vẫn còn trong giai đoạn đầu và vốn đầu tư XDCB còn được giải ngân trong 4 năm tới nên sẽ chưa đóng góp lợi nhuận đáng kể cho TLG trong giai đoạn dự báo 5 năm trong mô hình của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ đóng vai trò quan trọng đối với công ty trong việc giữ vững lợi thế cạnh tranh trong dài hạn.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	2.497	2.936	3.409
Giá vốn hàng bán	-1.564	-1.861	-2.167
Lợi nhuận gộp	934	1.075	1.242
Chi phí bán hàng	-371	-440	-514
Chi phí quản lí DN	-248	-294	-341
LN thuần HĐKD	314	342	387
Lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá	19	17	14
Lỗ/lãi ngoài HĐKD	-12	-1	-1
Trong đó, chi phí lãi vay	-10	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	14	14	14
LNTT	335	367	410
Thuế TNDN	-67	-73	-82
LNST trước CĐTS	268	294	328
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	268	294	328
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.833	5.229	5.835
EPS pha loãng, VND	4.833	5.229	5.835

TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	15,5%	17,6%	16,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	5,4%	8,9%	13,3%
Tăng trưởng LNTT	9,2%	9,7%	11,6%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	13,9%	8,2%	11,6%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	37,4%	36,6%	36,4%
Biên LN từ HĐ %	12,6%	11,6%	11,4%
Biên EBITDA	14,6%	13,6%	13,4%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	10,7%	10,0%	9,6%
ROE %	27,0%	25,8%	25,1%
ROA %	18,2%	18,0%	17,9%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017A	2018F	2019F
Số ngày tồn kho	114,1	107,8	106,1
Số ngày phải thu	20,0	22,4	22,9
Số ngày phải trả	32,6	30,8	30,3
TG luân chuyển tiền	101,5	99,4	98,7

Thanh khoản	2017A	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	2,3	2,6	2,7
CS thanh toán nhanh	1,2	1,3	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,7	0,8	0,8
Nợ/Tài sản	10,6%	5,8%	5,5%
Nợ/Vốn sử dụng	13,5%	7,5%	7,1%
Nợ/Vốn CSH	-17,7%	-22,6%	-22,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	36,2	68,8	76,0

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền và tương đương	354	373	424
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	176	185	243
Hàng tồn kho	517	582	678
TS ngắn hạn khác	45	45	45
Tổng TS ngắn hạn	1.092	1.185	1.390
TS dài hạn (gộp)	693	798	923
- Khấu hao lũy kế	-372	-429	-500
TS dài hạn (ròng)	322	369	424
Đầu tư TC dài hạn	20	20	20
TS dài hạn khác	135	129	124
Tổng TS dài hạn	477	518	567
Tổng Tài sản	1.569	1.703	1.956
Phải trả ngắn hạn	148	166	194
Nợ ngắn hạn	161	93	102
Nợ ngắn hạn khác	166	195	226
Tổng nợ ngắn hạn	475	455	522
Nợ dài hạn	5	5	5
Nợ dài hạn khác	29	29	29
Tổng nợ	509	488	556
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	506	506	506
Thặng dư vốn CP	28	28	28
Lợi nhuận giữ lại	400	520	666
Vốn khác	126	161	200
Lợi ích CĐTS	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.060	1.215	1.400
Tổng cộng nguồn vốn	1.569	1.703	1.956

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Tiền đầu năm	424	354	373
Lợi nhuận sau thuế	268	294	328
Khấu hao	50	58	70
Thay đổi vốn lưu động	-65	-26	-95
Điều chỉnh khác	-132	-32	-35
Tiền từ hoạt động KD	120	293	268
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-146	-105	-125
Đầu tư	17	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-130	-105	-125
Cổ tức đã trả	-58	-101	-101
Tăng (giảm) vốn cổ phần	23	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-11	-68	9
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-16	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-61	-169	-92
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-71	19	51
Tiền cuối năm	354	373	424

Nguồn: Báo cáo Tài chính của công ty, dự báo của VCSC

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	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 VCSC 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 HOẢN	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 Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.