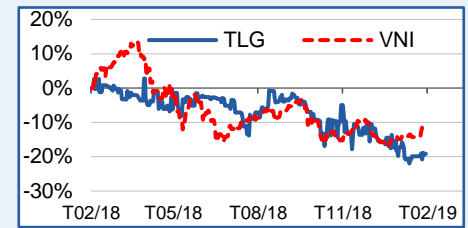


Ngành:	Văn phòng phẩm
Ngày báo cáo:	28/02/2019
Giá hiện tại:	63.500VND
Giá mục tiêu:	80.200VND
Giá mục tiêu trước đây:	80.200VND
TL tăng:	+26,3%
Lợi suất cổ tức:	3,2%
Tổng mức sinh lời:	+29,4%

	2018	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng DT	14,3%	16,0%	15,0%	15,1%
Tăng trưởng EPS*	9,8%	8,7%	15,1%	19,5%
Biên LN gộp	37,4%	37,2%	37,5%	37,8%
Biên LN ròng	10,3%	10,4%	10,4%	10,8%
EV/EBITDA	10,7x	8,3x	7,1x	6,0x
Giá CP/Dòng tiền HĐ	95,9x	10,3x	13,9x	11,8x
P/E	15,8x	14,5x	12,6x	10,5x



GT vốn hóa:	195,8tr USD
Room KN:	130,7tr USD
GTGD/ngày (30n):	0,0tr USD
Cổ phần Nhà nước:	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	65,7tr
Pha loãng*	70,7 triệu
PEG	1,0

	TLG	Peers	VNI
P/E (trượt)	15,8x	18,5x	16,2x
P/B (hiện tại)	3,5x	1,3x	2,5x
Nợ ròng/CSH	6,0%	32,7%	N/A
ROE	25,3%	9,1%	15,5%
ROA	17,5%	4,8%	2,5%

* Điều chỉnh theo đợt phát hành riêng lẻ 5 triệu cổ phiếu tháng 2 với giá phát hành 85.000 đồng/CP

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

Đợt phát hành riêng lẻ giúp dẫn dắt tăng trưởng dài hạn

- Chúng tôi nâng khuyến nghị của CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) từ KHẢ QUAN lên MUA, dù giữ giá mục tiêu không đổi ở mức 80.200 đồng/CP, khi giá cổ phiếu đã giảm hơn 10% trong vòng 3 tháng qua.
- Lượng tiền mặt thu được từ đợt phát hành riêng lẻ đạt 425 tỷ đồng và việc cập nhật mô hình định giá Chiết khấu dòng tiền cao hơn giúp bù đắp cho định giá P/E các công ty cùng ngành thấp hơn.
- Ngày 27/02/2019, TLG đã thực hiện thành công đợt phát hành riêng lẻ 5 triệu cổ phiếu cho NĐT chiến lược, tương ứng với 7,6% lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại của TLG. Chúng tôi kỳ vọng số tiền thu được từ đợt phát hành riêng lẻ này sẽ được sử dụng cho chiến lược tích hợp sản xuất theo chiều dọc của TLG và cải thiện năng lực kho bãi cũng như khả năng phân phối của công ty.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2019/2020/2021 sẽ đạt lần lượt 17%/15%/19% YoY, đến từ tăng trưởng ổn định trong tất cả các phân khúc sản phẩm và sự phục hồi doanh số xuất khẩu.
- Chúng tôi cho rằng đợt điều chỉnh của giá cổ phiếu TLG thời gian qua đã khiến định giá của TLG trở nên hấp dẫn cho các NĐT dài hạn, tìm kiếm các cổ phiếu ổn định và trú ẩn cùng triển vọng tăng trưởng ổn định. Triển vọng dài hạn được củng cố bởi tăng trưởng cơ cấu trong nhu cầu văn phòng phẩm từ ngành giáo dục và văn phòng tăng trưởng cao của Việt Nam, và gia tăng sự thâm nhập vào các thị trường xuất khẩu ở các nước ASEAN của TLG. TLG hiện đang giao dịch với P/E 2019 đạt 14,5 lần. Trong giai đoạn 2018-2023, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 15,3% và CAGR LNST sau lợi ích CĐTS đạt 17,3%.
- Rủi ro: mức giảm biên LN cao hơn dự kiến do giá dầu thô và giá nhựa tăng mạnh.

Doanh số bán trong nước vẫn duy trì mạnh mẽ trong khi thị trường xuất khẩu lấy lại tăng trưởng mạnh. Chúng tôi duy trì giả định tăng trưởng doanh thu khi chúng tôi tiếp tục ghi nhận các diễn biến cơ bản của TLG phù hợp với dự báo. Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng năm 2019 đạt 9% YoY trong bút viết (39% doanh thu) và 17% YoY cho mảng văn phòng phẩm (33% doanh thu). Chúng tôi cũng dự phóng doanh số xuất khẩu sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ 20% YoY khi TLG tiếp tục thúc đẩy hiện diện ở các thị trường ASEAN khác.

Vị trí dẫn đầu thị trường giúp phòng thủ trước biến động giá đầu vào. Chúng tôi duy trì dự báo biên LN gộp trung bình đạt 37,8% trong giai đoạn 2019-2023. Chúng tôi tin rằng với vị trí dẫn đầu thị trường, cùng với thị phần 60% trong nước trong mảng bút viết, cũng như sức mạnh thương hiệu cho phép TLG chuyển một phần chi phí giá nhựa cao hơn sang giá bán. TLG đã nâng giá bán trung bình trong tất cả các phân khúc sản phẩm khoảng 2-10% trong năm 2018 trong bối cảnh giá nhựa tăng 12%, tương ứng với giá dầu thô.

Đầu tư vào các chính sách cải thiện hiệu quả hoạt động sẽ mang lại thành quả trong dài hạn. TLG tiếp tục đầu tư vào gia tăng tỷ lệ tự động hóa và tích hợp sản xuất theo chiều dọc, cũng như tối ưu hóa hệ thống phân phối. Cụ thể, công ty đang cải thiện công suất nhà kho, phát triển loại mực và đầu bút riêng, cũng như áp dụng vận hành Hệ thống Quản lý Phân phối (DMS).

Báo cáo Tài chính

KQLN (triệu USD)	2018A	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	2.856	3.312	3.807	4.381
Giá vốn hàng bán	-1.789	-2.081	-2.379	-2.725
Lợi nhuận gộp	1.067	1.231	1.428	1.657
Chi phí bán hàng	-433	-505	-584	-677
Chi phí quản lí DN	-273	-313	-356	-405
LN thuần HĐKD	361	413	488	574
Doanh thu tài chính	14	13	4	13
Chi phí tài chính	-17	-6	-6	-5
Trong đó, chi phí lãi vay	-11	-5	-6	-4
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	10	10	10	10
LNTT	368	431	496	592
Thuế TNDN	-74	-86	-99	-118
LNST trước CĐTS	294	344	397	474
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	294	344	397	474
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	294	344	397	474

EBITDA	427	512	599	701
EPS báo cáo, VND	4.031	4.384	5.047	6.031
EPS điều chỉnh, VND	4.031	4.384	5.047	6.031
EPS pha loãng, VND	4.031	4.384	5.047	6.031
DPS, VND	2.000	2.500	3.000	3.000
DPS/EPS (%)	50%	57%	59%	50%

TỶ LỆ	2018A	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	14,3%	16,0%	15,0%	15,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	15,1%	14,3%	18,0%	17,8%
Tăng trưởng LNTT	10,1%	16,9%	15,1%	19,5%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	9,8%	8,7%	15,1%	19,5%

Khả năng sinh lời	2018A	2019F	2020F	2021F
Biên LN gộp %	37,4%	37,2%	37,5%	37,8%
Biên LN từ HĐ %	12,7%	12,5%	12,8%	13,1%
Biên EBITDA	15,0%	15,5%	15,7%	16,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	10,3%	10,4%	10,4%	10,8%
ROE %	25,3%	22,2%	20,8%	22,8%
ROA %	17,5%	16,9%	16,7%	18,3%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018A	2019F	2020F	2021F
Số ngày tồn kho	122,6	122,6	118,5	120,7
Số ngày phải thu	31,4	34,1	32,3	34,1
Số ngày phải trả	29,1	26,1	25,8	24,9
TG luân chuyển tiền	124,9	130,6	124,9	130,0

Thanh khoản	2018A	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	2,4	3,4	3,4	3,7
CS thanh toán nhanh	1,0	1,7	1,6	1,7
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,9	0,8	0,7
Nợ/Tài sản	12,4%	4,4%	4,6%	3,2%
Nợ/Vốn sử dụng	14,9%	5,1%	5,5%	3,9%
Nợ/Vốn CSH	6,0%	-14,4%	-12,4%	-12,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	34,3	87,7	87,8	136,2

BẢNG CĐKT (triệu USD)	2018A	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương	146	364	358	348
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	316	303	370	449
Hàng tồn kho	684	713	832	971
TS ngắn hạn khác	30	30	30	30
Tổng TS ngắn hạn	1.177	1.411	1.589	1.799
TS dài hạn (gộp)	879	1.235	1.367	1.517
- Khấu hao lũy kế	-427	-526	-638	-765
TS dài hạn (ròng)	451	709	729	752
Đầu tư TC dài hạn	20	20	20	20
TS dài hạn khác	146	141	135	130
Tổng TS dài hạn	618	870	885	903
Tổng Tài sản	1.795	2.281	2.474	2.701

Phải trả ngắn hạn	137	160	177	195
Nợ ngắn hạn	222	99	114	88
Nợ ngắn hạn khác	136	158	182	209
Tổng nợ ngắn hạn	496	418	473	492
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	30	30	30	30
Tổng nợ	526	448	503	522

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	657	707	707	707
Thặng dư vốn CP	28	403	403	403
Lợi nhuận giữ lại	425	523	614	765
Vốn khác	158	199	247	304
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.269	1.833	1.972	2.180
Tổng cộng nguồn vốn	1.795	2.281	2.474	2.701

CP lưu hành cuối năm * (triệu) 66 71 71 71

(*) không tính đợt chia cổ tức cổ phiếu/cổ phiếu thưởng sắp tới

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu USD)	2018A	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	354	146	364	358
Lợi nhuận sau thuế	294	344	397	474
Khấu hao	66	99	112	127
Thay đổi vốn lưu động	-333	29	-145	-174
Điều chỉnh khác	16	-35	-40	-48
Tiền từ hoạt động KD	44	437	323	379
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-216	-356	-132	-150
Đầu tư, ròng	9	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-206	-356	-132	-150
Cổ tức đã trả	-101	-164	-212	-212
Tăng (giảm) vốn	0	425 (*)	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	61	-123	15	-27
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-5	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-45	138	-197	-239
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-208	218	-6	-10
Tiền cuối năm	146	364	358	348

Nguồn: Báo cáo Tài chính công ty, VCSC dự báo. Ghi chú: (*) Bao gồm 425 tỷ đồng tiền mặt được nhận từ đợt phát hành riêng lẻ 5 triệu cổ phiếu sắp tới với mức giá 85.000 đồng/CP.

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 HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán 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

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tổng Nguyễn Tiến Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

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

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

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@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

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

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

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huỳnh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

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.