

MUA

Mã CK : TLG | Sàn HOSE
Ngành tiêu dùng | Hàng cá nhân
Giá mục tiêu : 132,200 VNĐ
Thời gian đầu tư: Dài hạn

Diễn biến giá 6 tháng:



Cổ đông lớn	Tỷ lệ
CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh (cùng chủ tịch với TLG)	52.44%
Cô Gia Thọ (CT HĐQT)	6.45%
Vietnam Holding Ltd.	5.91%

Key facts	
Số lượng CP lưu hành	38,312,672
Book Value (đồng)	24,900
EPS 4 quý (đồng)	6,507
P/E	16x
KLGD trung bình 10 phiên (cổ phiếu)	2,394
Hệ số beta (lần)	0.16
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,831.27
% NĐTNN đang sở hữu	12.98%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH
VÕ THẾ VINH
vinhvt@ivs.com.vn

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong dài hạn với giá mục tiêu **132,229 đồng/cp** – upside 29% so với giá tại ngày 13/02/2017 với các luận điểm chính như sau:

- ❖ TLG là doanh nghiệp **đầu ngành** văn phòng phẩm với hoạt động kinh doanh **tập trung vào lĩnh vực cốt lõi, với thị phần đứng đầu** trong các nhóm sản phẩm mà tập đoàn cung cấp gồm bút viết, văn phòng phẩm, đồ dùng học sinh và đồ dùng mỹ thuật (học sinh).
- ❖ Chiến lược tăng trưởng dựa trên đa dạng hóa danh mục sản phẩm đã thể hiện sự đúng đắn với mức tăng trưởng bình quân **CAGR 21% trong 10 năm** dù thị trường sản phẩm bút bi chủ lực cho thấy sự bão hòa
- ❖ **Động lực tăng trưởng mới** đến từ 2 dòng sản phẩm văn phòng và sản phẩm đồ dùng mỹ thuật với tiềm năng tăng trưởng lớn từ thị trường nội địa chưa phát triển đi cùng với khả năng xuất khẩu.
- ❖ **Năng lực sản xuất tốt** với khả năng cung cấp hàng hóa theo kịp với mức độ tăng trưởng chung mà không cần đầu tư lớn trong 5 năm kế tiếp
- ❖ **Hệ thống phân phối rộng khắp, độ phủ thương hiệu cao.** TLG đã thực hiện tái cơ cấu hệ thống phân phối truyền thống đi cùng với việc **áp dụng các phương thức phân phối mới với chi phí thấp hơn** (B2B, online). Điều này giúp cho chi phí quản lý và bán hàng tăng chậm hơn doanh thu, cải thiện biên lợi nhuận trong lâu dài.
- ❖ **Dòng tiền lớn và ổn định** từ hoạt động bán hàng giúp TLG duy trì **sức khỏe tài chính lành mạnh**, hầu như không phụ thuộc vào nợ vay và có chính sách **cổ tức ổn định** hằng năm.
- ❖ **Sự hồi phục của giá hạt nhựa**, nguyên liệu đầu vào, và **xu hướng tăng của tỷ giá VND/USD** sẽ có tác động tiêu cực tới lợi nhuận của doanh nghiệp.
- ❖ Giá cổ phiếu có xu hướng đi lên trong dài hạn tuy nhiên **thanh khoản ở mức rất thấp** là một rủi ro đầu tư đáng chú ý đối với cổ phiếu TLG.



I. HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

1. Hoạt động chính

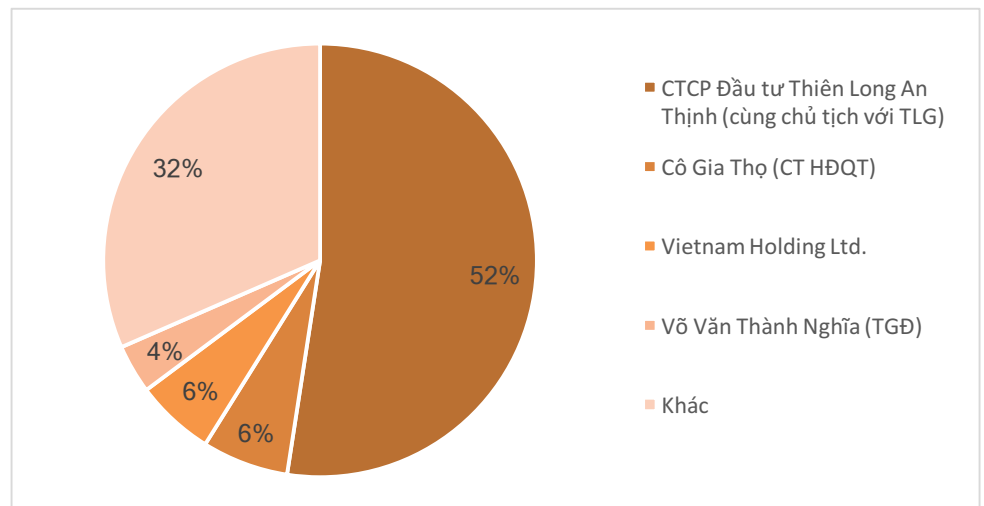
Được chủ tịch hiện tại là ông Cô Gia Thọ thành lập vào năm 1981 dưới hình thức 1 cơ sở bút bi Thiên Long trước khi chuyển đổi thành Công ty TNHH SX-TM Thiên Long vào năm 1996. Tháng 03 năm 2005, Công ty TNHH SX-TM Thiên Long chính thức chuyển đổi thành Công ty Cổ phần SX-TM Thiên Long với vốn điều lệ là 100 tỷ đồng. Đến năm 2010, công ty chính thức niêm yết tại HSX với mã TLG, lúc này vốn điều lệ đạt 176.5 tỷ đồng.

Đặt trụ sở tại Khu công nghiệp Tân Tạo, TP.HCM, TLG có các mảng hoạt động chính bao gồm:

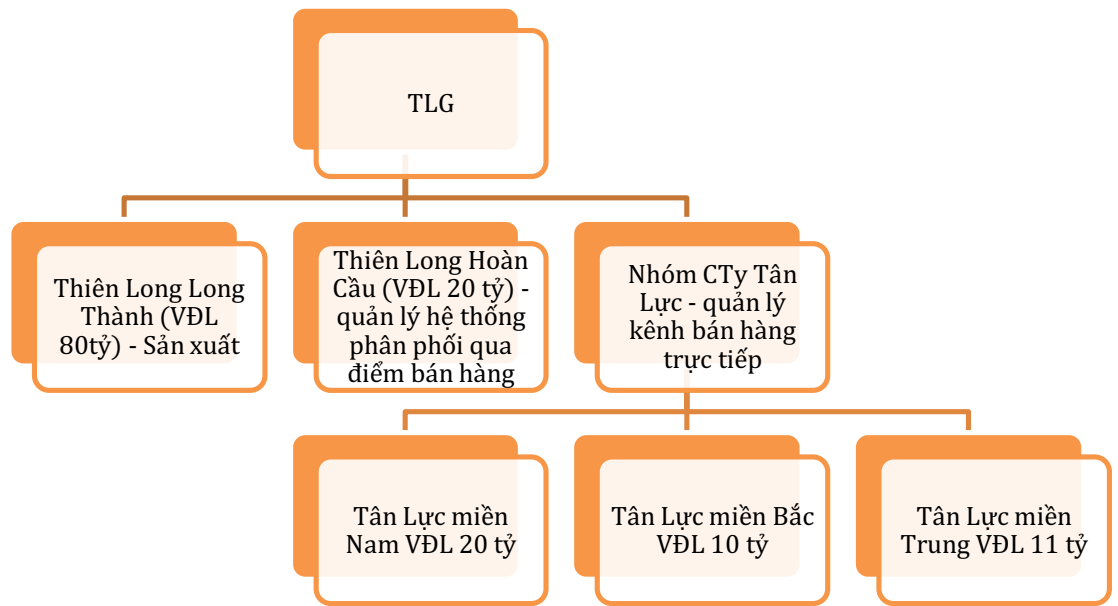
- Sản xuất và phân phối sản phẩm có thương hiệu do TLG sở hữu bao gồm bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ giáo dục
- Phân phối sản phẩm văn phòng phẩm
- In ấn bao bì và lên sản phẩm của công ty
- Mua bán máy móc, trang thiết bị phục vụ hoạt động sản xuất của công ty

2. Sở hữu

Ông Cô Gia Thọ là người sáng lập và hiện là chủ tịch của công ty cổ phần Tập đoàn Thiên Long. Đồng thời, ông Thọ cũng là chủ tịch của CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh, cổ đông lớn nhất nắm trên 52% cổ phần TLG.



Xác định không đầu tư ngoài ngành, TLG hiện chỉ có các công ty con (TLG nắm 100% vốn) nhằm phục vụ cho việc phát triển ngành dọc của doanh nghiệp bao gồm:



3. Triển vọng phát triển ngành

Ngành văn phòng phẩm nói chung, bao gồm trong đó là ngành bút và các dụng cụ viết, là một trong những ngành bị đặt dấu hỏi về sự tăng trưởng thậm chí là khả năng tồn tại trong tương lai trước sự ra đời, phát triển mạnh mẽ với tốc độ nhanh chóng của các sản phẩm điện tử thay thế chẳng hạn máy tính, máy tính bảng hay điện thoại thông minh đi cùng với các phương thức lưu trữ dữ liệu mới như điện toán đám mây giúp cho việc sử dụng công cụ điện tử để ghi chép ngày càng thuận tiện với chi phí ngày càng thấp.

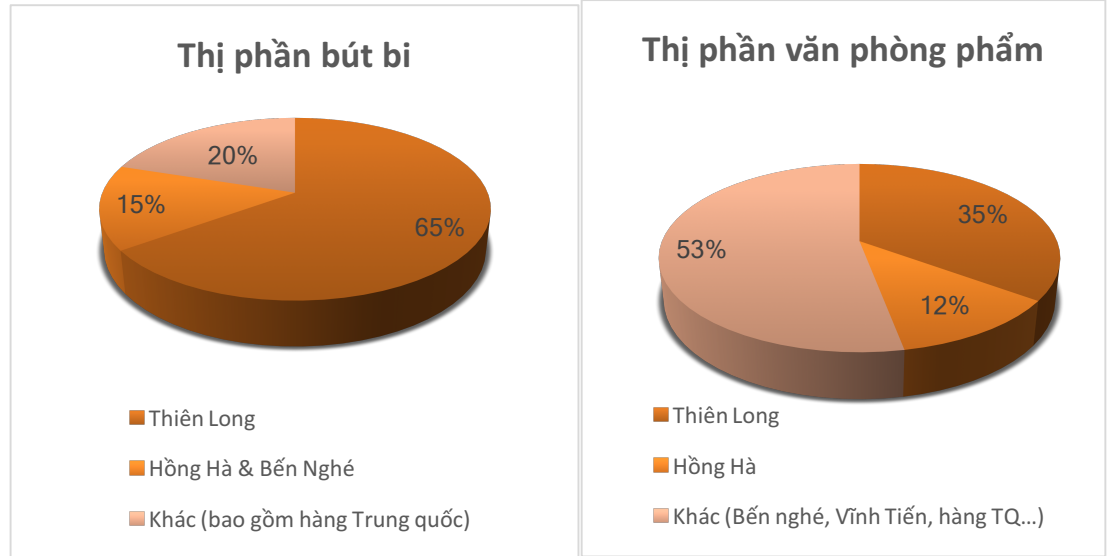
Tuy nhiên, riêng tại Việt Nam thị trường văn phòng phẩm vẫn còn rất nhiều tiềm năng, một phần đã thể hiện ở tốc độ tăng trưởng kép giữ trên 20% của công ty đầu ngành như TLG trong 10 năm qua. Thống kê từ Cimigo cho thấy mỗi năm Việt Nam chi khoảng 4.000 tỷ đồng cho trang thiết bị văn phòng phẩm.

Chi phí sử dụng bút – giấy thấp hơn so với thiết bị điện tử, dân số trẻ, mức độ sẵn sàng chi tiêu cho giáo dục khá cao, mức độ sử dụng văn phòng phẩm thấp thể hiện qua quy mô thị trường còn rất khiêm tốn là các điều kiện thuận lợi chính để thị trường văn phòng phẩm Việt Nam sẽ tiếp tục phát triển. Tổ chức nghiên cứu thị trường Technavio (Anh) đưa ra mức dự báo mức tăng trưởng CAGR 10% cho thị trường văn phòng phẩm Việt Nam trong giai đoạn từ nay đến 2019.

4. Vị thế trong ngành

Thiên Long là tập đoàn đứng đầu Việt Nam ở thị trường văn phòng phẩm với thị phần số 1 ở các mặt hàng mà công ty cung cấp, đặc biệt là thị trường bút viết, dòng sản phẩm truyền thống của hãng. Áp dụng chiến lược tăng trưởng thông qua đa dạng hóa sản phẩm để mở rộng thị trường sang các phân khúc khác trong ngành văn phòng phẩm, trong vòng 10 năm, từ việc phụ thuộc chủ yếu vào dòng sản phẩm bút bi (chiếm trên 70% nguồn thu vào 2006), đến năm 2015, dòng sản phẩm chiến lược này vẫn giữ vai trò đầu tàu tuy nhiên

chỉ đóng góp gần 50% tổng doanh thu của tập đoàn trong khi doanh nghiệp vẫn giữ được vị thế và thị phần lớn. Cụ thể ở thị phần bút viết TLG bỏ xa các đối thủ cạnh tranh chủ yếu với 60-65% thị phần, thị phần ở các mảng còn lại lần lượt là văn phòng phẩm 30%, đồ dùng giáo dục 6%, và đồ dùng mỹ thuật chiếm khoản 20% thị phần.



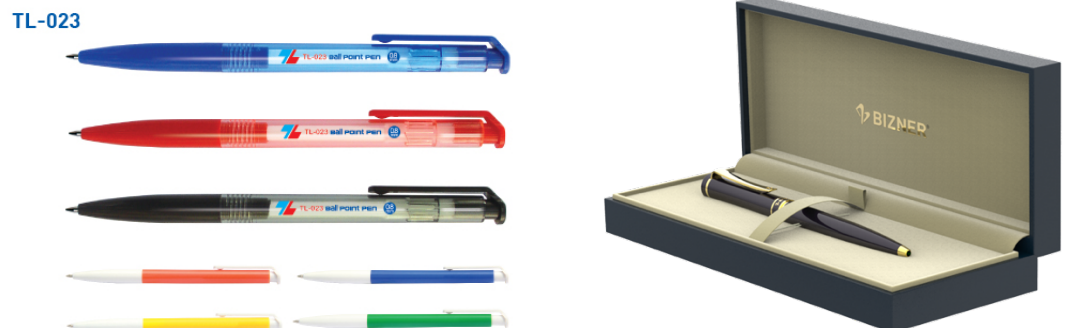
Với ưu thế về giá cả hợp lý đi cùng với chất lượng, dù bên cạnh các đối thủ cạnh tranh chính còn có sự xuất hiện của hàng hóa xuất xứ từ Trung Quốc thì TLG vẫn hoàn toàn có khả năng đảm bảo được vị thế dẫn đầu trong ngành.

5. Sản phẩm

TLG hiện cung cấp 4 nhóm sản phẩm chính, bao gồm:

a) Bút bi (bút viết)

Sản phẩm truyền thống của tập đoàn là các loại bút bi mang thương hiệu Thiên Long, và hiện TLG đã phát triển cả mảng bút bi cao cấp với thương hiệu Bizner:



Chúng tôi đánh giá việc Thiên Long phát triển thêm thương hiệu cao cấp BIZNER là chiến lược nhằm hoàn thiện danh mục sản phẩm của TLG do phân khúc bút viết cao cấp hiện

có mặt của các thương hiệu ngoại với sức cạnh tranh mạnh tại hầu hết các phân khúc giá cao cấp, bao gồm cả phân khúc của BIZNER. Dòng sản phẩm quan trọng đối với tập đoàn vẫn là các dòng bút phổ thông Thiên long với thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối rộng khắp. Mục tiêu trong tương lai đối với dòng sản phẩm này là tiếp tục duy trì mức thị phần dẫn đầu như hiện tại.

b) Văn phòng phẩm – thương hiệu FlexOffice

Gồm các sản phẩm như bìa, file, folder, bút, giấy, mực... với các sản phẩm đa dạng nhằm khai thác được nhu cầu văn phòng phẩm ngày càng tăng cao của thị trường.



Khi nhận thấy sự bão hòa của thị trường bút bi, TLG đã định hướng chuyển dần trọng tâm sang thị trường văn phòng phẩm vốn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Tận dụng lợi thế từ thương hiệu và hệ thống phân phối vốn có của Thiên long đi cùng với việc mở rộng sang các kênh bán hàng trực tiếp đồng thời là mặt hàng phù hợp với thị trường quốc tế, FlexOffice và sản phẩm văn phòng sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính của TLG trong tương lai gần.

c) Dụng cụ học sinh – thương hiệu Điểm 10

Bao gồm các nhóm sản phẩm giáo dục như bút, bảng viết với thiết kế bao bì, mẫu mã hướng tới lứa tuổi học sinh như thiết kế với hình ảnh nhân vật hoạt hình.

Bên cạnh việc TLG thực hiện marketing hiệu quả nhắm tới tâm lý mua sắm đồ dùng học tập cho con cái của phụ huynh Việt, mức xuất phát điểm thấp trong các năm trước cũng là lời giải thích cho mức tăng trưởng rất cao trong các năm gần đây của ngành hàng này.



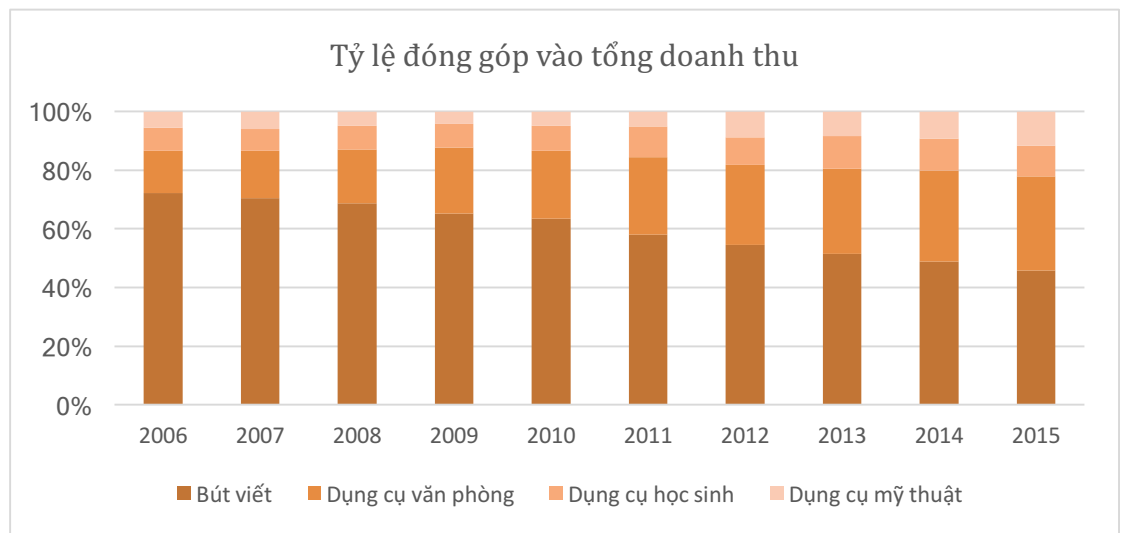
d) Dụng cụ mỹ thuật – thương hiệu Colokit

Bao gồm các sản phẩm chủ yếu vẫn dành cho học sinh nhưng tập trung vào các môn học mỹ thuật, sáng tạo như bút nhựa màu, sáp màu, bút màu nước, sáp nặn, vở vẽ và tô màu. Nhóm sản phẩm này được TLG đầu tư, nghiên cứu để cho ra các sản phẩm với nhiều tính năng độc đáo, ví dụ như bút lông màu rửa được (Washable Colokit).

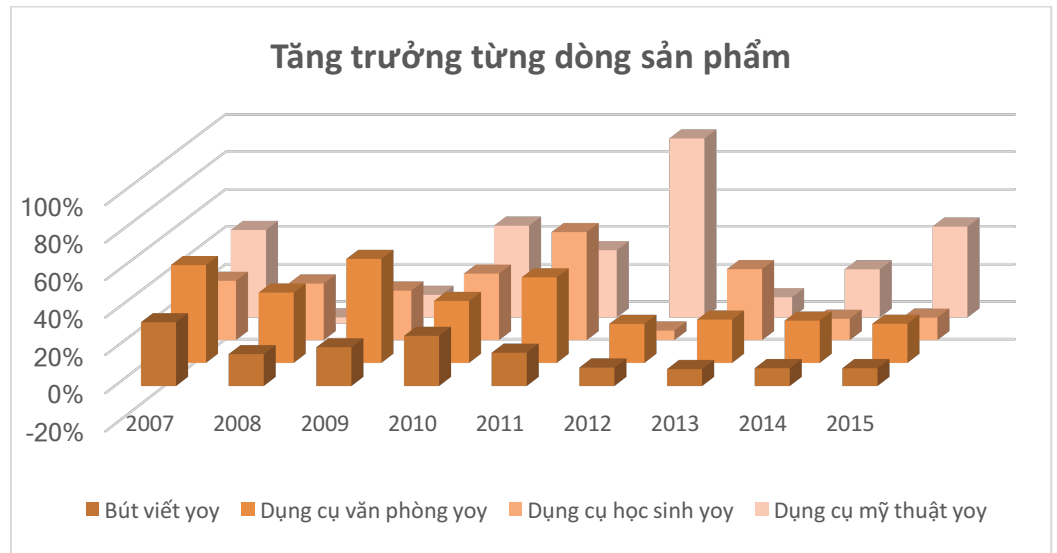


e) Cơ cấu

Nhóm hàng văn phòng phẩm Flexoffice, sản phẩm mỹ thuật Colokit là 2 mặt hàng xuất khẩu chính giúp cho doanh thu từ hoạt động xuất khẩu luôn giữ mức tăng trưởng hằng năm ở 30% trong những năm gần đây. Đặc biệt từ 2012, với việc bắt đầu ký kết được với các khách hàng xuất khẩu lớn đến từ New Zealand, trong đó phần lớn là các tổ chức giáo dục, doanh số của các nhóm sản phẩm này đã bật tăng mạnh mẽ và đóng góp đáng kể hơn vào tổng doanh thu của tập đoàn.



Chiến lược đa dạng hóa đã thể hiện được sự hiệu quả khi thị trường bút bi đang bước dần vào giai đoạn bão hòa và Thiên Long đang chuyển dần trọng tâm sang các nhóm sản phẩm khác đặc biệt là Văn phòng phẩm với tăng trưởng tăng trưởng doanh thu hằng năm vượt trội so với mức CAGR 9% của nhóm bút bi.

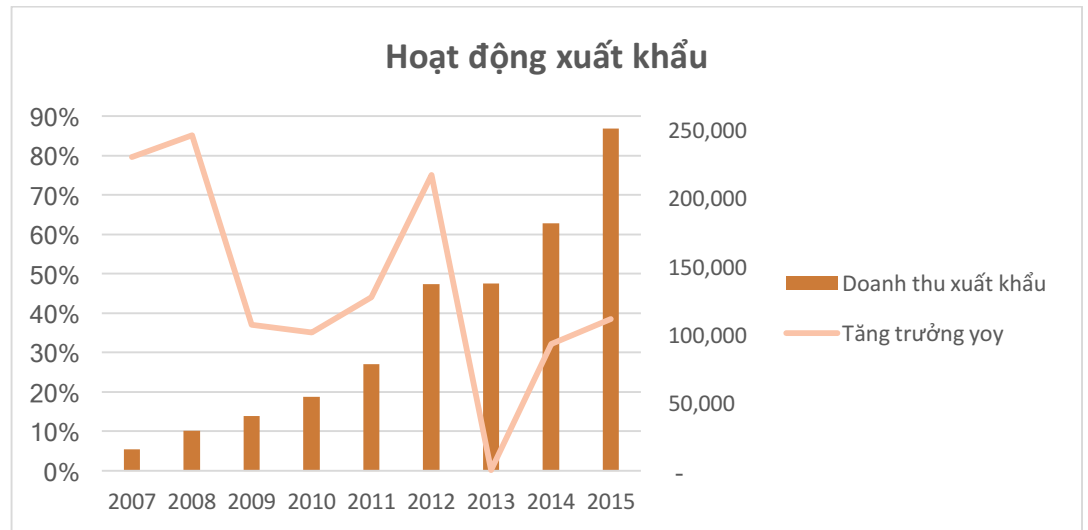


6. Hệ thống phân phối

Hệ thống điểm bán hàng có mặt ở 63 tỉnh thành là nền tảng cho việc TLG giữ vị thế dẫn đầu trên thị trường nội địa, hiện tập đoàn 57,600 điểm bán lẻ quản lý bởi hơn 100 nhà phân phối. Số lượng điểm bán lẻ lớn sẽ đi kèm với thách thức về khả năng quản trị chuỗi bán hàng. Bên cạnh đó, Thiên Long cũng phát triển hệ thống bán hàng qua nhà sách vào siêu thị, bán hàng trực tiếp tới trường học hoặc doanh nghiệp (B2B) và trực tuyến (qua cổng tại từng vùng do hệ thống các công ty Tân Lực (3 miền Bắc/Trung/Nam) phụ trách.



Trên lĩnh vực xuất khẩu, TLG đã mở rộng sự có mặt của sản phẩm tập đoàn ra 45 nước và quốc gia trên thế giới, Asean vẫn là thị trường truyền thống. Hoạt động xuất khẩu của TLG bao gồm sản phẩm của (i) tập đoàn tập trung vào 2 thương hiệu FlexOffice và Colokit và (ii) các sản phẩm gia công (Original Equipment Manufacturers). Điểm tích cực là doanh thu xuất khẩu của nhóm sản phẩm thương hiệu TLG đã tăng lên quá bán từ 2013, thể hiện độ nhận diện thương hiệu của tập đoàn trên thị trường thế giới đã được cải thiện.



Với xuất phát điểm khá khiêm tốn, doanh thu hoạt động xuất khẩu luôn đạt mức tăng trưởng 2 con số trong khoảng 10 năm trở lại đây, với mức CARG 41.84%. Đóng góp của khu vực xuất khẩu vào tổng doanh thu cũng tăng dần theo các năm và đạt 13.3% tổng doanh thu 2015.

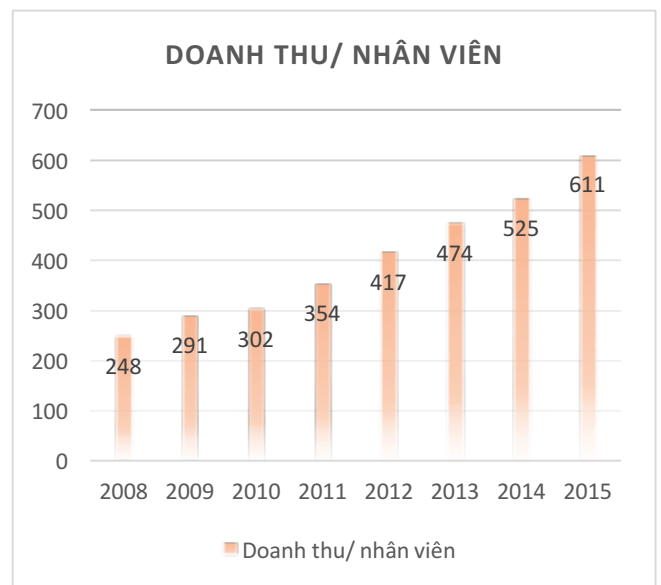
7. Năng lực sản xuất

Thiên Long hiện có 2 nhà máy sản xuất với tổng công suất khoảng 75 triệu sản phẩm lưu kho SKU/năm, gồm nhà máy tại Khu công nghiệp Tân tạo (TP HCM) (55 triệu SKU/năm) và nhà máy Thiên Long – Long Thành (20 triệu SKU/năm) tại khu Công nghiệp Sonadezi (Long Thành - Đồng Nai). Với sản lượng hiện tại, TLG đang đạt khoảng 85% - 90% công suất thiết kế. TLG chưa có kế hoạch tìm kiếm và mở mới 1 cơ sở sản xuất trong khoảng 5 năm tới, nếu có nhu cầu phát sinh thì sẽ xem xét đến việc mở thêm phân xưởng tại Khu CN Tân tạo.

Hoạt động sản xuất của TLG chủ yếu tập trung vào các sản phẩm plastic base, đi cùng với 1 số sản phẩm kim loại. Đối với các loại hình văn phòng phẩm mẫu mã đa dạng nhưng việc sản xuất cũng khá tương đồng do vậy không yêu cầu đầu tư quá nhiều loại hình máy móc.

Bộ phận Tự động hóa của Tập đoàn, với xưởng cơ khí riêng, có năng lực tự thiết kế và sản xuất giúp cho TLG giảm chi phí nhập khẩu trang thiết bị và chủ động trong việc bảo dưỡng máy móc thiết bị đang sử dụng, từ đó tiết kiệm chi phí và tăng thời gian sử dụng máy móc.

Với định hướng tăng cường tự động hóa, hiệu quả sử dụng lao động của TLG cũng được cải thiện hằng năm,



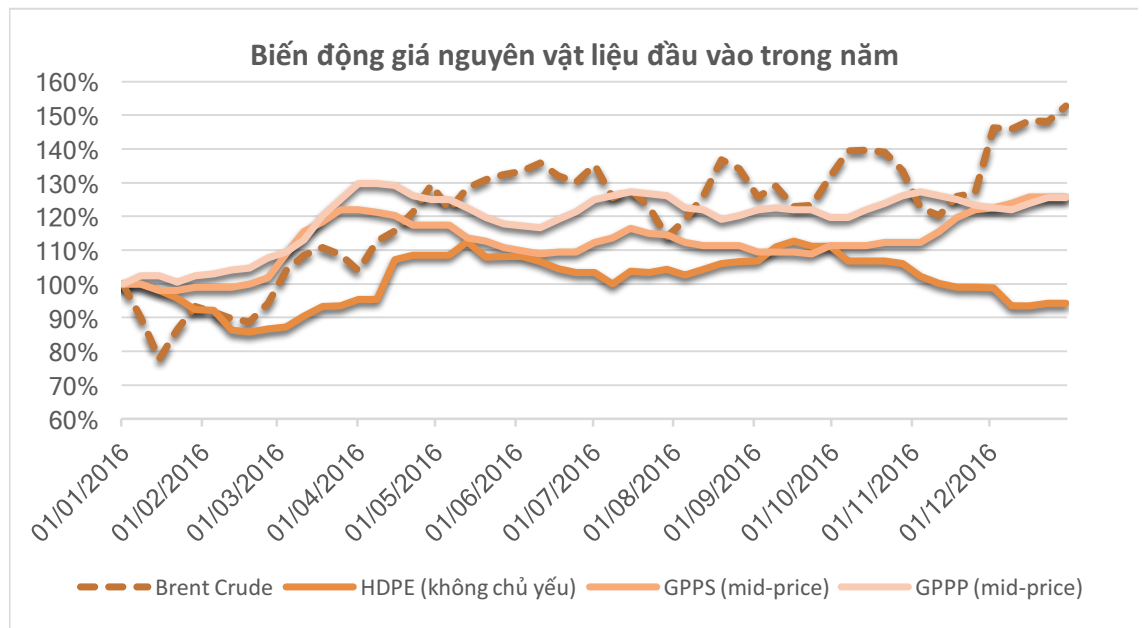
thể hiện qua mức tăng đều đặn 13.75% hằng năm của chỉ tiêu doanh thu/ số lượng cán bộ nhân viên.

8. Rủi ro đầu tư

a) Sự hồi phục của giá hạt nhựa

Việc giá dầu rơi từ giữa năm 2014 đã tác động tiêu cực đến giá các loại hạt nhựa là đầu vào sản xuất của TLG. Từ đầu năm 2015, giá các loại hạt nhựa đã rơi xuống mức đáy trong trung hạn 5 năm giúp biên lợi nhuận của TLG được cải thiện.

Trong cấu phần chi phí đầu vào của TLG, hạt nhựa chiếm khoảng 30% chi phí nguyên liệu tương ứng 20% giá vốn hàng bán.



Tuy nhiên, trong 2016, giá của các loại hạt nhựa nhìn chung có xu hướng tăng nhẹ theo đà hồi phục của giá dầu. Việc các nước sản xuất và phụ thuộc vào xuất khẩu dầu mỏ đang có nhiều động thái nhằm hỗ trợ giá dầu như cắt giảm sản lượng đem đến khả năng giá dầu vẫn có thể tiếp tục đà phục hồi, việc này sẽ tác động tiêu cực tới biên lợi nhuận của TLG.

Hiện lượng hàng tồn kho của TLG vẫn đủ dùng cho khoảng vài tháng đầu 2017, tuy nhiên sau đó nếu giá đầu vào tiếp tục xu hướng tăng sẽ thể hiện tác động tiêu cực.

b) Sự mất giá của VND so với USD

Bên cạnh đó, nguyên vật liệu cũng phần lớn là nhập khẩu với nhựa từ Đài Loan, Hàn Quốc, Thái Lan, đầu bi từ Thụy Sĩ và Ấn độ, mực từ Mỹ, Nhật và Đức, phần nguyên vật liệu nhập khẩu chiếm khoảng 65-70% giá vốn. Hiện tỷ giá VND/USD đang cho thấy dấu hiệu của việc VND đang được định giá khá cao so với USD, nguyên nhân chính đến từ sự can thiệp của ngân hàng nhà nước với mục tiêu ổn định tỷ giá trong 2016. Trong tương lai trước mắt, triển vọng kinh tế Việt Nam kém khả quan hơn khi hiệp định thương mại được kỳ vọng TPP không được thông qua như dự kiến đi cùng với xu hướng thắt chặt

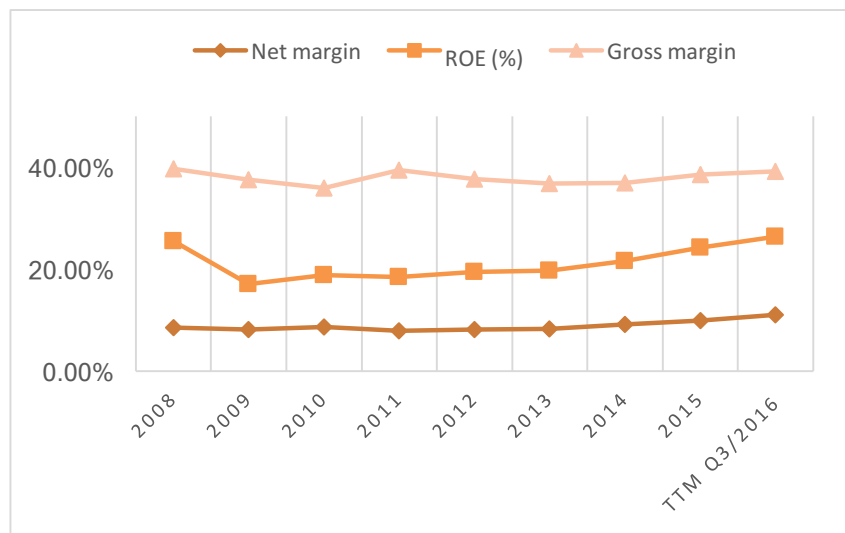
trong chính sách tiền tệ của FED sẽ khiến tỷ giá USD tăng cao hơn nữa, thu hẹp biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Mảng xuất khẩu nếu có thể duy trì tăng trưởng kép hiện đạt trên 30% có thể trở thành nguồn đối ứng ngoại tệ giúp TLG phòng hộ rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên đây là chuyện của tương lai xa đồng thời mức tăng trưởng kép hiện tại một phần đến từ mức xuất phát điểm rất khiêm tốn. IVS cho rằng tỷ giá diễn biến phức tạp sẽ đem đến khó khăn cho TLG.

II. CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

1. Kết quả kinh doanh

Theo báo cáo tài chính tính đến quý 3/2016, TLG đã đạt được 1,661 tỷ đồng doanh thu và 214 tỷ đồng lợi nhuận – gần hoàn thành kế hoạch lợi nhuận 2016 được ban lãnh đạo công ty đưa ra. Khả năng sinh lời của TLG được cải thiện với biên lợi nhuận gộp (39.6%) và biên lợi nhuận thuần (12.9%) tính chung 3 quý đều cao hơn 2015 (lần lượt là 37.9% và 9.8%).



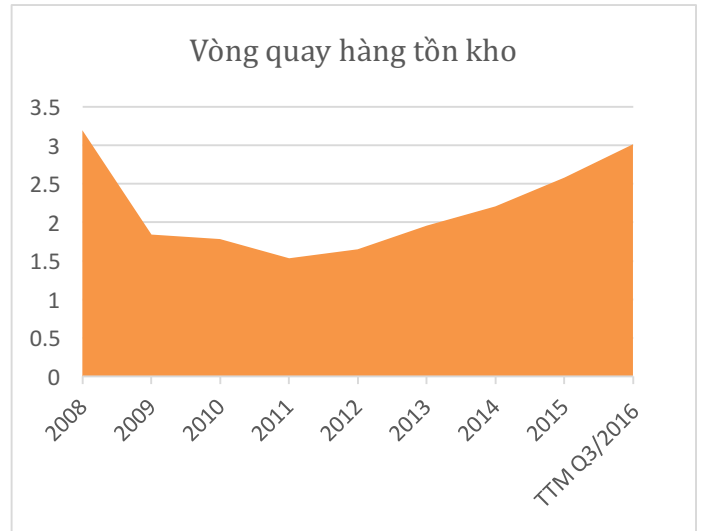
Biên lợi nhuận tăng đến từ (1) giá vốn hàng bán tiếp tục giảm nhẹ nhờ diễn biến thuận lợi của giá nguyên vật liệu đầu vào, (2) chi phí bán hàng giảm xuống là kết quả của việc tinh gọn hệ thống nhà phân phối và chuyển dần sang các kênh bán hàng hiện đại và (3) TLG giảm lần tỷ lệ đòn bẩy giúp chi phí tài chính ở dưới 1% tổng doanh thu.

Theo cập nhật kết quả kinh doanh từ doanh nghiệp, kết thúc năm 2016, TLG đạt 2,180 tỷ đồng doanh thu, vượt nhẹ so với kế hoạch, tăng 13.9% yoy và 239.7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, vượt 11.4% kế hoạch đề ra và tăng 27.6% yoy. Trong khi đà tăng trưởng doanh thu có xu hướng giảm tốc thì tăng trưởng lợi nhuận sau thuế vẫn tiếp tục giữ ở mức cao. Điều này đến từ việc biên lãi thuần tiếp tục được cải thiện, mức tạm tính của 2016 ở 11%, lần đầu tiên vượt trên 10%. Trong 2016 khoản mục tăng đột biến đáng chú ý là chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 26.6%, chủ yếu là tăng chi phí trả cho nhân viên.

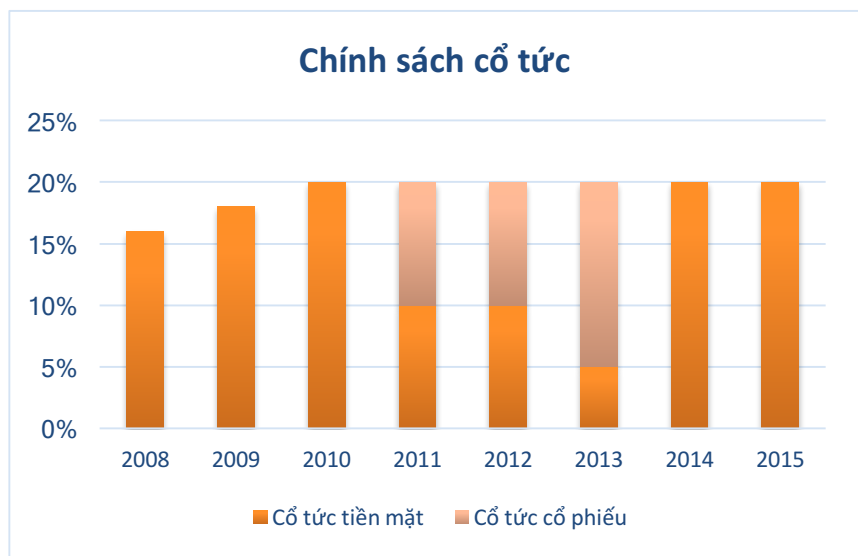
2. Tình hình tài chính

TLG có hoạt động tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào và tỷ lệ nợ vay ở mức thấp. Trong cơ cấu tài sản, tài sản ngắn hạn chiếm $\frac{3}{4}$ tổng tài sản trong đó tiền và các khoản tương đương chiếm đến 34.85% tổng tài sản. Dòng tiền mạnh và ổn định từ hoạt động bán hàng giúp TLG duy trì tỷ lệ tiền mặt và tiền gửi ngân hàng ở mức khá cao, đặc biệt từ cuối 2014 luôn giữ ở mức trên 20% tổng tài sản.

Nhằm đáp ứng nhu cầu của hệ thống phân phối lớn với đặc điểm hàng lưu kho và trưng bày nhiều, tỷ lệ hàng tồn kho cũng luôn giữ ở mức cao trong cơ cấu tài sản. Tuy vậy trong các năm gần đây, TLG tập trung vào tinh lọc và quản lý chuỗi cung ứng đã giúp cho khả năng quản lý hàng tồn kho của tập đoàn được cải thiện. Chỉ số vòng quay hàng tồn kho đã tăng gấp rưỡi trong khoảng 3 năm gần đây.



Nhờ lượng tiền mặt và vốn lưu động dồi dào, TLG hạn chế sử dụng đòn bẩy tài chính. Doanh nghiệp duy trì tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức khá an toàn 50%. Phần lớn nợ vay của TLG là các hợp đồng vay nợ ngắn hạn hoặc vay ngoại tệ (chiếm đến 85% tổng dư nợ) với lãi suất trung bình chỉ ở mức 5.1% cho dư nợ nội tệ và 1.9% cho dư nợ ngoại tệ. Cũng nhờ dòng tiền tốt, TLG luôn duy trì mức chi trả cổ tức khá ổn định khoảng 20% mệnh giá trong nhiều năm.



Một điểm lưu ý là hầu hết tài sản cố định đã khấu hao gần hết, thực trạng này sẽ dẫn tới nhu cầu đầu tư mới TSCĐ và phát sinh nhu cầu vay nợ dài hạn trong tương lai. Qua trao

đối với doanh nghiệp, TLG chưa có kế hoạch thực hiện đầu tư lớn (mở 1 khu vực sản xuất mới) trong ít nhất 5 năm nữa. Doanh nghiệp chủ trương tận dụng năng lực sản xuất của 2 nhà máy hiện tại, nếu cần sẽ mở thêm 1 phân xưởng tại KCN Tân tạo. Phần nợ vay đáng chú ý sẽ là vay USD để phục vụ hoạt động nhập nguyên vật liệu.

III. DỰ BÁO

Tiềm năng tăng trưởng doanh thu trung bình vẫn sẽ giữ ở mức 15% (tổng doanh thu) trong trung hạn khoảng 3 đến 5 năm sắp tới, động lực chính sẽ đến từ:

- (1) Hoạt động xuất khẩu với mức tăng trưởng trung bình đạt 30% yoy với 2 dòng sản phẩm chiến lược là FlexOffice và Colokit.
- (2) Các sản phẩm mới trong phân khúc văn phòng phẩm cho mức tăng trưởng 20% yoy do thị trường hiện tại nguồn cung vẫn chưa đáp ứng đủ (đặc biệt là về mẫu mã chủng loại văn phòng phẩm). Bên cạnh các sản phẩm do doanh nghiệp sản xuất còn có các sản phẩm mà TLG thực hiện trading nhằm đảm bảo sự phong phú, đa dạng của danh mục sản phẩm.

Về phần máy móc thiết bị, do công tác bảo dưỡng tốt nên dòng đời sản phẩm sử dụng được lâu hơn so với thời gian khấu hao. Bên cạnh đó, nhiều máy móc TLG tự sản xuất nên việc thực hiện bảo trì đạt hiệu quả cao về chi phí cũng như tăng thời gian sử dụng hữu ích của máy. Nhờ đầu tư lớn ở giai đoạn 2011 – 2012, mức đầu tư chỉ dừng lại ở 17-18 tỷ/năm, trong các năm tới chi đầu tư máy móc thiết bị sẽ tăng dần từ 30 đến 50 tỷ/ năm để theo kịp nhu cầu sản xuất.

Biên lợi nhuận dự kiến sẽ tiếp tục được cải thiện do phần chi phí quản lý sẽ tăng chậm. Ảnh hưởng tiêu cực đáng chú ý nhất tới biên lợi nhuận là giá nguyên vật liệu đầu vào. Giá vốn hàng bán trong các năm vừa qua ở mức thấp – đặc biệt 2015 do giá dầu giảm, trường hợp giá nguyên liệu đầu vào tăng nhanh, tập đoàn sẽ thực hiện điều chỉnh giá để đảm bảo biên lợi nhuận (hiện lượng tồn kho nguyên vật liệu nhựa còn đủ dùng trong khoảng 1 số tháng tới tuy nhiên giá dầu hồi phục chắc chắn sẽ có ảnh hưởng bất lợi lên giá của TLG).

TLG sẽ vẫn duy trì tỉ lệ vay nợ như hiện tại dựa trên dòng tiền tốt từ hoạt động kinh doanh. Chính sách cổ tức có khả năng sẽ cao hơn trong 2016 – về dài hạn DN vẫn hướng tới chính sách cổ tức khoảng 2000đ/cổ phiếu.

IV. QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

1. Định giá

Đối với TLG, IVS sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền tự do cho cổ đông (FCFE) 2 giai đoạn với các luận điểm sau:

- (1) Trên cơ sở tiềm năng tăng trưởng tốt của toàn thị trường đi cùng với vị thế tốt và chiến lược kinh doanh với sự chuyển biến khá phù hợp với xu hướng chung của thị trường, IVS cho rằng TLG sẽ tiếp tục giai đoạn tăng trưởng nhanh với CAGR

cho 5 năm tới vào khoảng 15% trước khi đi vào giai đoạn tăng trưởng ổn định khi thị trường bắt đầu đi vào giai đoạn bão hòa, động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng

- (2) Việc sử dụng đòn bẩy nợ vay của TLG được duy trì ổn định ở mức an toàn trong quá khứ với dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng TLG hoàn toàn đủ khả năng duy trì mức đòn bẩy thấp như hiện tại trong tương lai.
- (3) TLG dự kiến duy trì chính sách cổ tức đều đặn, qua trao đổi với doanh nghiệp chúng tôi được biết chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong các năm tới ở mức khoảng 2.000đ/cp – khá thấp so với dòng tiền FCFE mà doanh nghiệp có thể tạo ra, do vậy nếu chỉ nhìn vào cổ tức sẽ không thể hiện hết tiềm năng của doanh nghiệp.
- (4) Trong cùng ngành văn phòng phẩm, ngoài TLG còn cổ phiếu của 2 doanh nghiệp khác là Văn phòng phẩm Hồng Hà (HHA: Upcom) và CTCP Đông Á (DAP: Upcom). Hồng Hà có hoạt động kinh doanh trong cùng phân khúc với TLG nhưng thị phần và quy mô thua kém rõ rệt không phải là doanh nghiệp có yếu tố tương đồng để so sánh trong khi DAP chỉ tập trung vào mảng bao bì và in – không cùng ngành với TLG khi mảng giấy của TLG chủ yếu là hoạt động thương mại. Trên thị trường Việt Nam hiện chưa có doanh nghiệp phù hợp để thực hiện phương pháp so sánh nên IVS chỉ tham khảo định giá theo phương pháp PER (p/e ratio có điều chỉnh) so sánh với một số công ty văn phòng phẩm trong khu vực Châu Á để kiểm định lại kết quả định giá của phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Tóm tắt mô hình định giá FCFE 2 giai đoạn:

Giả định & dự báo	
Giai đoạn tăng trưởng nhanh	5 năm
Beta	0.16
Lãi suất phi rủi ro	6.5%
Phần bù rủi ro	14.09%
Chi phí vốn chủ	8.75%
Tăng trưởng EPS bình quân:	
- Giai đoạn tăng trưởng nhanh	14.51%
- Giai đoạn tăng trưởng ổn định	5%
Tỷ lệ nợ vay	36.45%
Vốn lưu động/ doanh thu	28.92%

Dự báo dòng tiền tự do tới chủ sở hữu FCFE:

Chỉ tiêu tính trên mỗi cổ phiếu (nghìn đồng)	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	Giai đoạn tăng trưởng ổn định
Lợi nhuận sau thuế	6,975	7,987	9,146	10,473	11,993	12,593
A = (Chi đầu tư - Khấu hao) * (1 - tỷ lệ nợ vay)	368	421	483	553	633	4,343
B = Thay đổi vốn lưu động*(1 - tỷ lệ nợ vay)	1,333	1,526	1,747	2,001	2,291	904
Dòng tiền tự do tới vốn chủ sở hữu (FCFE)= LNST - A -B	5,274	6,040	6,916	7,920	9,069	7,346
Giá trị hiện tại (PV)	4,850	5,107	5,377	5,662	5,961	

Output – kết quả	
Giá tại cuối thời kỳ tăng trưởng nhanh (terminal price)	195,659
PV của FCFE trong thời kỳ tăng trưởng nhanh	26,956
PV của terminal price	128,608
Giá trị định giá của TLG	155,564
Chiết khấu do rủi ro thanh khoản	15%
Giá mục tiêu (VND)	132,229

Kết quả định giá với các giả định thận trọng và khách quan về tiềm năng tăng trưởng của TLG cho ra giá trị định giá cổ phiếu tập đoàn Thiên Long ở mức 155,564 đồng. Tuy nhiên đối với TLG, hiện còn có các rủi ro đầu tư chưa thể phản ánh vào giá cổ phiếu là thanh khoản trên sàn thấp khi khối lượng giao dịch bình quân 10 phiên gần nhất của TLG vào khoảng 2,394 tương ứng 0.03% tổng khối lượng cổ phiếu lưu hành. Do vậy chúng tôi để mức chiết khấu trừ 15% đối với kết quả định giá, từ đó cho ra **mức giá mục tiêu trong dài hạn tại 132,229 đồng/cp – upside 29% so với giá tại ngày 13/02/2017.**

Lưu ý: Gần đây Ban quản trị gồm CEO Võ Văn Thành Nghĩa và Phó TGD phát triển kinh doanh nội địa Nguyễn Thượng Việt đã bán gần hết lượng cổ phiếu nắm giữ.

2. Diễn biến giá:

Đồ thị ngày

TLG đang có xu hướng điều chỉnh nhẹ từ khoảng cuối tháng 8, tuy nhiên với thanh khoản ở mức rất thấp đi cùng với mức điều chỉnh không lớn và giá hiện đã nằm trên đường BB dưới trong khi các chỉ báo khác không cho tín hiệu rõ ràng, IVS cho rằng các thông tin tích cực về kết quả kinh doanh 2016 sẽ có thể phản ánh lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn.



Đồ thị tuần

Khi nhìn vào dài hạn, TLG vẫn đang theo một xu hướng tăng giá. Đồ thị với giá đóng cửa theo tuần còn cho thấy cơ hội tăng giá mạnh trong trung hạn khi nến theo tuần đang chạm đường BB dưới.



BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2014	2015	09/2016
TÀI SẢN		<i>Đơn vị</i>	<i>Triệu đồng</i>
A. Tài sản ngắn hạn	838,443	958,249	1,063,712
I. Tiền và tương đương	317,197	426,351	499,194
III. Các khoản phải thu	84,851	99,927	150,132
IV. Hàng tồn kho, ròng	424,792	420,294	400,218
V. Tài sản lưu động khác	11,602	11,676	14,169
B. Tài sản dài hạn	269,760	334,749	368,621
I. Phải thu dài hạn	0	2469	2231
II. Tài sản cố định	202,636	197,960	293,819
1. TSCĐ hữu hình	165,333	165,367	203,657
2. Tài sản thuê tài chính	0	0	0
3. TSCĐ vô hình	31,374	32,593	90,162
4. Xây dựng cơ bản dở dang	5,929	0	0
III. Tài sản đầu tư	0	0	0
IV. Đầu tư dài hạn	20,892	20,170	20,170
V. Tài sản dài hạn khác	46,232	107,644	45,707
TỔNG TÀI SẢN	1,108,203	1,292,998	1,432,333
NGUỒN VỐN			
A. Nợ phải trả	376,029	471,355	475,648
I. Nợ ngắn hạn	339,641	404,618	429,917
II. Nợ dài hạn	36,388	66,737	45,732
B. Vốn chủ sở hữu	732,174	821,643	956,685
I. Vốn và các quỹ	732,174	821,643	956,685
1. Vốn góp	267,924	294,715	383,127
2. Thặng dư vốn CP	128,217	128,217	128,217
7. Quỹ ĐT&PT	33,416	78,290	97,076
8. Quỹ dự phòng TC	30,135	0	0
10. Lãi chưa phân phối	272,482	320,422	348,265
C. Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	1,108,203	1,292,998	1,432,333

KQ KINH DOANH	2014	2015	3Q 2016
1. Doanh số	1,647,968	1,914,545	1,661,578
2. Các khoản giảm trừ	-34,391	-30,803	-8,913
3. Doanh số thuần	1,613,577	1,883,742	1,652,665
4. Giá vốn hàng bán	-1,017,802	-1,157,540	-995,343
5. Lãi gộp	595,775	726,202	657,321
6. Thu nhập tài chính	11,227	17,609	13,252
7. Chi phí tài chính	-17,407	-19,113	-11,735
- Trong đó: Chi phí lãi vay	-14,852	-11,132	-8,340
8. Chi phí bán hàng	-242,031	-285,633	-231,651
9. Chi phí quản lý DN	-162,475	-188,479	-167,180
10. Lãi/(lỗ) từ HĐKD	185,090	250,585	260,007
11. Thu nhập khác	10,301	3,361	4,874
12. Chi phí khác	-3,937	-4,744	-975
13. Thu nhập khác, ròng	6,364	-1,383	3,900
14. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	191,453	249,203	263,906
17. Chi phí thuế TNDN	-44,056	-61,345	-49,844
18. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	147,398	187,858	214,063
19. Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
20. Cổ đông của Công ty mẹ	147,398	187,858	1

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014	2015	3Q 2016
I. TỪ HĐ KINH DOANH	219,055	151,031	183,323
II. TỪ HĐ ĐẦU TƯ	-15,474	-32,881	-27,467
1. Mua TSCĐ và TSDH khác	-29,358	-47,664	-31,394
2. Thu từ thanh lý TSCĐ	5,644	1,421	111
III. TỪ HĐ TÀI CHÍNH	-62,827	-8,936	-71,531
Dòng tiền thuần trong kỳ	140,754	109,214	84,326
Đầu kỳ	176,450	317,197	414,700
Ảnh hưởng chênh lệch tỷ giá	-6	-60	167
Cuối kỳ	317,197	426,351	499,194

Báo cáo này được cung cấp bởi Công ty chứng khoán đầu tư Việt Nam - IVS. Nội dung báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy, nhưng IVS không đảm bảo tính chính xác của các thông tin và không chịu trách nhiệm đối với các quyết định mua bán do tham khảo thông tin này.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẦU TƯ VIỆT NAM	ĐIỆN THOẠI ĐẶT LỆNH	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP. HCM
 Email: ivs@ivs.com.vn Website: www.ivs.com.vn	(04) 35779999 hoặc 1900545461	Tầng 1, Số 9 Đào Duy Anh, Tòa nhà VCCI Điện thoại: (04) 35730073 Fax: (04) 35730088	Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q. 3, Tp.HCM Điện thoại: (08) 38239966 Fax: (08) 38239696