

CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) [MUA +69,8%]

Cập nhật

Ngành: Văn phòng phẩm

Ngày báo cáo: 20/11/2019

Giá hiện tại: 41.000VND

Giá mục tiêu: 67.600VND

Giá mục tiêu trước đây: 66.400VND

TL tăng: +64,9%

Lợi suất cổ tức: 4,9%

Tổng mức sinh lời: +69,8%

GT vốn hóa: 138,7tr USD

Room KN: 92,6tr USD

GTGD/ngày (30n): 31.200USD

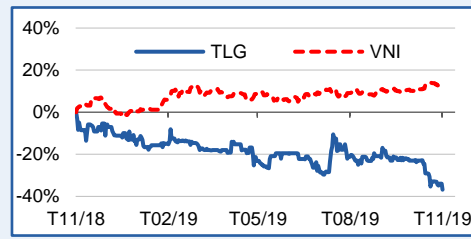
Cổ phần Nhà nước: 0,0%

SL cổ phiếu lưu hành: 77,8 tr

Pha loãng: 77,8 tr

PEG 3 năm: 0,8

	2018A	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng DT	14,3%	14,3%	13,2%	13,2%
Tăng trưởng EPS	9,8%	5,8%	10,2%	13,3%
Biên LN gộp	37,4%	37,5%	37,0%	36,9%
Biên LN ròng	10,3%	10,3%	10,0%	10,0%
EV/EBITDA	7,6x	6,5x	5,1x	4,5x
P/B	2,3x	1,7x	1,6x	1,5x
P/E	11,2x	10,6x	9,6x	8,5x



	TLG	Peers	VNI
P/E (trượt)	11,7x	17,2x	16,4x
P/B (hiện tại)	1,8x	1,6x	2,4x
Nợ ròng/CSH	-29,7%	28,2%	N/A
ROE	18,3%	7,3%	14,7%
ROA	13,8%	4,9%	2,5%

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

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Định giá hấp dẫn và triển vọng ổn định

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho TLG và tăng giá mục tiêu 2% đạt 67.800 đồng/cổ phiếu khi chúng tôi gia hạn định giá và áp dụng P/E mục tiêu cao hơn là 15,9 lần so với 15,3 trước đây.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2019F 4% còn 335 tỷ đồng (+14% YoY) khi tăng trưởng doanh thu bán hàng từ mảng dụng cụ văn phòng và thương mại trong 9 tháng 2019 thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lượng đơn hàng bị trì hoãn trong quý 3/2019 sẽ được ghi nhận trong quý 4/2019, hỗ trợ KQKD cả năm.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020F đạt 369 tỷ đồng (+10% YoY) khi TLG tiếp tục gia tăng vị thế tại thị trường trong nước thông qua việc đưa ra các sản phẩm mới và các chiến dịch quảng cáo ấn tượng, cùng với kỳ vọng tăng trưởng doanh số xuất khẩu mạnh mẽ.
- TLG duy trì là một trong những lựa chọn hàng đầu cho các nhà đầu tư dài hạn, đánh giá cao một cổ phiếu ổn định và an toàn cùng với triển vọng tăng trưởng bền vững. Nhận định của chúng tôi được củng cố bởi nhu cầu cho mảng văn phòng phẩm đến từ ngành giáo dục và văn phòng vốn có tốc độ tăng trưởng cao, bên cạnh việc thâm nhập sâu hơn của TLG vào thị trường xuất khẩu ở các quốc gia Đông Nam Á có cấu trúc nhu cầu tương tự như Việt Nam.
- TLG hiện giao dịch với định giá hấp dẫn tại P/E năm 2019/2020F lần lượt là 10,6/9,6 lần với dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 13% trong giai đoạn 2019-2024F. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu của TLG đang bị quá bán do ảnh hưởng từ KQKD quý 3/2019 thấp với lượng đơn hàng lớn bị trì hoãn sang quý 4/2019. Chúng tôi cho rằng điều này không phản ánh đúng KQKD cả năm.
- Rủi ro: biên lợi nhuận giảm mạnh hơn dự kiến do chi phí dầu và nhựa tăng.

Vấn duy trì triển vọng tăng trưởng năm 2019/2020F dù KQKD quý 3 thấp. Chúng tôi cho rằng diễn biến kinh doanh quý 3/2019 của TLG là bất thường với doanh thu chỉ tăng 9% YoY và LNST sau lợi ích CĐTTS giảm 19% YoY. KQKD quý 3 thấp này đến từ một số đơn hàng lớn (chủ yếu là xuất khẩu bút viết và dụng cụ nghệ thuật) bị trì hoãn sang quý 4/2019. Tình trạng này đã từng xảy ra trong quý 1/2019 khi các nhà phân phối trong nước hoãn tăng lượng hàng tồn kho trước dịp nghỉ Tết dài. Theo ban lãnh đạo công ty, một số đơn hàng bị trì hoãn đã được chốt trong tháng 10/2019 và công ty kỳ vọng tăng sản lượng trong 2 tháng cuối năm 2019.

Đầu tư cho thương hiệu và lợi thế cạnh tranh dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng TLG sẽ đầu tư khoảng 302 tỷ đồng vốn XDCB trong năm 2020F, chủ yếu cho giai đoạn tiếp theo của dự án phát triển đầu bút, máy móc sản xuất mới, mở rộng nhà kho và kế hoạch hợp tác với nhà đầu tư chiến lược Newell. Các nỗ lực này là một phần trong kế hoạch gia tăng lợi thế cạnh tranh của TLG trong dài hạn, bao gồm gia tăng tỷ lệ tự động hóa (từ 60% trong năm 2012 lên 75% trong năm 2018), lắp đặt hệ thống hoạch định tài nguyên doanh nghiệp (ERP) trong năm 2012 và hệ thống quản lý kênh bán hàng (DMS) trong năm 2018, tự sản xuất khuôn nhựa (hơn 95% nhu cầu khuôn trong năm 2018) và tự cải tiến công nghệ đầu bút (từ năm 2018) và mực (hiện đáp ứng 40-100% nhu cầu tùy loại bút).

Báo cáo tài chính

P&L (VND bn)	2018A	2019F	2020F	2021F
Revenue	2,856	3,263	3,692	4,180
COGS	-1,789	-2,039	-2,328	-2,638
Gross Profit	1,067	1,224	1,365	1,541
Sales & Marketing exp	-433	-511	-565	-639
General & Admin exp	-273	-307	-345	-389
Operating Profit	361	407	454	513
Financial income	14	13	4	8
Financial expenses	-17	-11	-8	-8
- o/w interest expense	-11	-10	-7	-8
Associates	0	0	0	0
Net other income/(loss)	10	10	10	10
Profit before Tax	368	419	461	523
Income Tax	-74	-84	-92	-105
NPAT before MI	294	335	369	418
Minority Interest	0	0	0	0
NPAT less MI, reported	294	335	369	418
NPAT less MI, adjusted	294	335	369	418

EBITDA	427	478	556	632
EPS reported, VND	3,665	3,876	4,271	4,840
EPS adjusted, VND	3,665	3,876	4,271	4,840
EPS fully diluted, VND	3,665	3,876	4,271	4,840
DPS, VND	2,000	2,000	2,000	2,500
DPS/EPS (%)	55%	52%	47%	52%

RATIOS	2018A	2019F	2020F	2021F
Growth				
Revenue growth	14.3%	14.3%	13.2%	13.2%
Op profit (EBIT) growth	15.1%	12.6%	11.7%	12.9%
PBT growth	10.1%	13.7%	10.2%	13.3%
EPS growth, adjusted	9.8%	5.8%	10.2%	13.3%

Profitability				
Gross Profit Margin	37.4%	37.5%	37.0%	36.9%
Op Profit, (EBIT) Margin	12.7%	12.5%	12.3%	12.3%
EBITDA Margin	15.0%	14.7%	15.1%	15.1%
NPAT-MI Margin, adj,	10.3%	10.3%	10.0%	10.0%
ROE	25.3%	21.5%	19.1%	19.9%
ROA	17.5%	16.1%	15.1%	15.9%

Efficiency				
Days Inventory On Hand	123	124	119	121
Days Accts, Receivable	31	35	34	36
Days Accts, Payable	29	27	27	26
Cash Conversion Days	125	132	125	131

Liquidity				
Current Ratio x	2.4	3.8	3.6	3.6
Quick Ratio x	1.0	2.3	1.9	1.8
Cash Ratio x	0.3	0.5	1.0	0.9
Debt / Assets	12.4%	6.7%	4.4%	4.6%
Debt / Capital	14.9%	7.9%	5.2%	5.4%
Net Debt / Equity	6.0%	-4.3%	-18.1%	-14.9%
Interest Coverage x	34.3	41.5	67.7	70.5

B/S (VND bn)	2018A	2019F	2020F	2021F
Cash & equivalents	146	239	475	452
ST investment	0	454	0	0
Accounts receivables	316	313	378	456
Inventories	684	699	814	940
Other current assets	30	30	30	30
Total Current assets	1,177	1,734	1,697	1,878
Fix assets, gross	879	963	1,265	1,437
- Depreciation	-427	-499	-600	-719
Fix assets, net	451	464	665	718
LT investment	20	20	20	20
LT assets other	146	141	135	130
Total LT assets	618	625	820	868
Total Assets	1,795	2,359	2,518	2,746

Accounts payable	137	168	183	198
Short-term debt	222	131	111	125
Other ST liabilities	136	156	176	200
Total current liabilities	496	454	470	523
Long term debt	0	28	0	0
Other LT liabilities	30	30	30	30
Total Liabilities	526	512	500	553

Preferred Equity	0	0	0	0
Paid in capital	657	778	778	778
Share premium	28	393	393	393
Retained earnings	583	676	847	1,022
Other equity	158	198	243	293
Minority interest	0	0	0	0
Total equity	1,269	1,847	2,017	2,193
Liabilities & equity	1,795	2,359	2,518	2,746

Y/E shares out, mn	72	78	78	78
--------------------	----	----	----	----

CASH FLOW (VND bn)	2018A	2019F	2020F	2021F
Beginning Cash Balance	354	146	239	475
Net Income	294	335	369	418
Dep, & amortization	66	71	102	119
Chge in Working Cap	-333	39	-144	-166
Other adjustments	16	-34	-38	-43
Cash from Operations	44	411	289	329

Capital Expenditures, net	-216	-84	-302	-172
Investments, net	9	-454	454	0
Cash from Investments	-206	-538	152	-172

Dividends Paid	-101	-131	-156	-194
Δ in Share Capital	0	415	0	0
Δ in ST debt	61	-92	-20	15
Δ in LT debt	-5	28	-28	0
Other financing C/F	0	0	0	0
Cash from Financing	-45	220	-203	-180

Net Change in Cash	-208	93	237	-23
Ending Cash Balance	146	239	475	452

Nguồn: BCTC 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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 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
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143
- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194

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
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, 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
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, 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.