



CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) [MUA +26,1%]

Cập nhật

Ngành Văn phòng phẩm

Ngày báo cáo 29/07/2021

Giá hiện tại 38.700VND

Giá mục tiêu 46.800VND

Giá mục tiêu gần nhất 47.000VND

TL tăng +20,9%

Lợi suất cổ tức 5,2%

Tổng mức sinh lời +26,1%

	2020A	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng DT	-17,5%	13,3%	17,2%	13,5%
Tăng trưởng EPS	-31,3%	10,8%	39,0%	14,6%
Biên LN gộp	38,4%	37,5%	38,1%	38,4%
Biên LN ròng	8,9%	8,7%	10,4%	10,5%
EV/EBITDA	6,5x	6,0x	4,1x	3,6x
P/B	1,7x	1,7x	1,5x	1,4x
P/E	13,9x	12,6x	9,1x	7,9x

GT vốn hóa 130,9tr USD

Room KN 98,8tr USD

GTGD/ngày (30n) 0,2tr USD

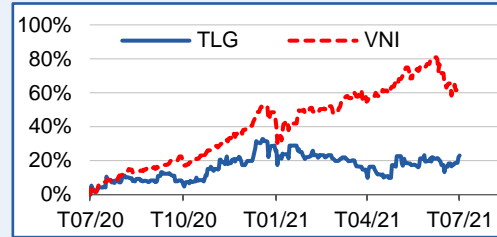
Cổ phần Nhà nước 0,0%

SL cổ phiếu lưu hành 77,8 tr

Pha loãng 77,8 tr

	TLG	Peers*	VNI
P/E (trượt)	8,4x	14,7x	17,0x
P/B (hiện tại)	1,6x	1,2x	2,6x
Nợ ròng/CSH	-33,0%	-10,1%	N/A
ROE	21,9%	6,7%	15,4%
ROA	16,5%	4,5%	2,5%

* CT cùng ngành trên toàn cầu



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. TLG hiện hợp tác với Newell Brands, công ty dẫn đầu ngành tiêu dùng toàn cầu có trụ sở tại Mỹ, kể từ đầu năm 2019.

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

Lợi nhuận dự báo giảm trong nửa cuối năm do tình hình dịch COVID-19

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và giá mục tiêu gần như không thay đổi ở mức 46.800 đồng/CP dành cho CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) khi cắt giảm 7% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 do dự báo chi phí bán hàng & hành chính cao hơn được bù đắp một phần bởi số dư tiền cao hơn vào cuối quý 2/2021. Chúng tôi không thực hiện thay đổi đáng kể nào đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2022-2025 của chúng tôi.
- TLG báo cáo KQKD 6 tháng đầu năm 2021 mạnh mẽ với LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 176 tỷ đồng (+929% YoY), chủ yếu là do 1) nhu cầu văn phòng phẩm phục hồi, 2) TLG tiếp tục hưởng lợi từ nhựa nguyên liệu đầu vào giá rẻ và 3) TLG đẩy mạnh doanh số bán các loại sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 7% LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 xuống 266 tỷ đồng (11% YoY) chủ yếu do chúng tôi tăng dự báo chi phí bán hàng & hành chính khi chúng tôi kỳ vọng 1) Chi phí logistics và chi tiêu của TLG liên quan đến việc thực hiện các biện pháp phòng chống dịch COVID-19 tại các địa điểm sản xuất tăng và 2) TLG sẽ tích cực hơn trong việc thúc đẩy doanh số bán hàng trong bối cảnh tình hình COVID-19 kéo dài trong quý 3/2021.
- Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù nửa cuối năm thường là mùa cao điểm đối với TLG và LNST sau lợi ích CĐTTS 6 tháng đầu năm 2021 của TLG đã hoàn thành 66% dự báo cả năm của chúng tôi, chúng tôi cho rằng nửa cuối năm 2021 sẽ ghi nhận kết quả lợi nhuận khiêm tốn hơn khi 1) biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ chịu áp lực trong nửa cuối năm 2021 do giá nhựa nguyên liệu tăng trong 6 tháng đầu năm 2021 và 2) làn sóng dịch COVID-19 thứ tư ở Việt Nam tạo ra rủi ro đóng cửa trường học kéo dài trong quý 3/2021 (mùa tựu trường)
- Chúng tôi cho rằng định giá của TLG là hấp dẫn với P/E 2021/2022 là 12,6/9,1 lần so với mức trung bình P/E trượt của các công ty cùng ngành trong 12 tháng là 14,5 lần dựa trên dự báo của chúng tôi về CAGR EPS 21% trong giai đoạn 2020-2023.
- Rủi ro: Biên suất lợi nhuận thấp hơn dự kiến do chi phí nhựa cao; đóng cửa trường học kéo dài.

Chúng tôi tiếp tục dự báo doanh số sẽ tăng trưởng tích cực trong năm 2021 dù dịch COVID-19 tái bùng phát gần đây. TLG ghi nhận doanh số tăng trưởng mạnh hơn dự kiến trong 6 tháng đầu năm 2021 trên tất cả các phân khúc sản phẩm trong bối cảnh nhu cầu văn phòng phẩm phục hồi. Ngoài ra, công ty đã nỗ lực hơn trong việc thúc đẩy doanh số bán hàng. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu năm 2021 đạt 3,0 nghìn tỷ đồng (+13% YoY) khi chúng tôi tin rằng tình hình dịch COVID-19 đang diễn ra tại Việt Nam có thể rút ngắn mùa bán hàng chính của TLG còn từ tháng 6 đến tháng 9, vốn thường kéo dài từ tháng 4 đến tháng 9.

Giá nhựa nguyên liệu đầu vào thấp đã hỗ trợ biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2021 - chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ giảm trong nửa cuối năm. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2021 sẽ giảm so với năm 2020 do giá nhựa đã tăng trở lại kể từ cuối năm 2020. Tuy

nhiên, chúng tôi tăng dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2021 lên 37,5% so với mức 36,7% trước đây do biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến trong 6 tháng đầu năm 2021.

Ban lãnh đạo hướng đến các sáng kiến tăng trưởng dài hạn mới. Tại ĐHCĐ gần đây, ban lãnh đạo TLG đã công bố thông tin về các dự án đang triển khai của công ty, tập trung vào 1) phát triển các sản phẩm mới liên quan chặt chẽ đến mảng văn phòng phẩm hiện tại của TLG - nhưng với các ứng dụng rộng rãi hơn, và 2) tiếp tục phát triển các kênh thương mại điện tử - bao gồm thông qua website do TLG tự phát triển và các nền tảng thương mại điện tử khác (xem thêm thông tin chi tiết trong [báo cáo ĐHCĐ](#) của chúng tôi, ngày 29/06/2021). Các dự án này vẫn đang trong giai đoạn đầu; tuy nhiên, chúng tôi tin rằng đây là những diễn biến tích cực cho sự tăng trưởng dài hạn của TLG - đặc biệt khi trải nghiệm kỹ thuật số trong đại dịch dần trở thành thói quen của người tiêu dùng.

Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	2,685	3,041	3,565	4,045
Giá vốn hàng bán	-1,655	-1,899	-2,205	-2,493
Lợi nhuận gộp	1,030	1,141	1,360	1,551
Chi phí bán hàng	-489	-502	-570	-647
Chi phí QLDN	-255	-319	-321	-364
LN hoạt động (EBIT)	286	320	469	540
Doanh thu tài chính	27	15	7	7
Chi phí tài chính	-16	-10	-20	-24
- trong đó, chi phí lãi vay	-12	-9	-20	-24
LN từ công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	7	7	7	7
LN trước thuế	304	332	462	529
Thuế TNDN	-64	-66	-92	-106
LNST trước CĐTS	240	266	369	423
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	240	266	369	423

EBITDA	367	398	588	659
EPS cơ bản (đồng)	2,775	3,074	4,274	4,898
EPS pha loãng (đồng)	2,775	3,074	4,274	4,898
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2,000	2,000	2,500	3,000
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	72%	65%	58%	61%

CHỈ SỐ	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng:				
Doanh thu thuần	-17.5%	13.3%	17.2%	13.5%
EBIT	-30.6%	12.0%	46.3%	15.2%
LN trước thuế	-30.5%	9.4%	39.0%	14.6%
EPS cơ bản	-31.3%	10.8%	39.0%	14.6%

Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	38.4%	37.5%	38.1%	38.4%
Biên EBIT	10.7%	10.5%	13.1%	13.4%
Biên EBITDA	13.7%	13.1%	16.5%	16.3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	8.9%	8.7%	10.4%	10.5%
ROE	13.5%	14.9%	19.6%	20.9%
ROA	10.1%	11.2%	14.4%	14.8%

Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	123	115	121	128
Số ngày phải thu	63	53	57	59
Số ngày phải trả	32	23	23	22
Chu kỳ luân chuyển tiền	153	145	155	165

Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	3.4	3.2	2.6	2.5
CS thanh toán nhanh	2.3	2.0	1.5	1.4
CS thanh toán tiền mặt	0.7	0.6	0.3	0.3
Nợ vay/ Tài sản	7.7%	9.5%	13.6%	15.2%
Nợ vay/ Vốn	9.3%	11.1%	16.0%	17.9%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	-32.3%	-15.9%	-4.8%	-0.9%
CS khả năng thanh toán lãi vay	26.6	36.5	24.6	23.5

CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương tiền	372	304	252	259
Đầu tư TC ngắn hạn	372	215	215	215
Các khoản phải thu	387	500	606	709
Hàng tồn kho	530	665	802	941
TS ngắn hạn khác	41	41	41	41
Tổng TS ngắn hạn	1,702	1,725	1,915	2,165
TS cố định (nguyên giá)	1,003	1,160	1,417	1,557
- Khấu hao lũy kế	-551	-629	-748	-867
TS cố định (ròng)	452	532	669	690
Đầu tư TC dài hạn	22	22	22	22
TS dài hạn khác	139	133	128	123
Tổng TS dài hạn	613	687	820	835
Tổng Tài sản	2,315	2,412	2,735	3,001

Phải trả ngắn hạn	113	130	145	157
Nợ vay ngắn hạn	147	207	356	445
Nợ ngắn hạn khác	239	194	228	258
Tổng nợ ngắn hạn	500	531	729	860
Nợ vay dài hạn	32	21	16	11
Nợ dài hạn khác	35	35	35	35
Tổng nợ	566	588	780	906

Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	778	778	778	778
Thặng dư vốn cổ phần	362	362	362	362
Lợi nhuận giữ lại	609	684	815	955
Vốn khác	200	232	276	327
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1,748	1,824	1,954	2,094
Tổng nguồn vốn	2,315	2,412	2,735	3,001

SL cổ phiếu tại cuối năm (triệu)	78	78	78	78
----------------------------------	----	----	----	----

LCTT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	191	372	304	252
LNST sau lợi ích CĐTS	240	266	369	423
Khấu hao	80	78	119	119
Thay đổi vốn lưu động	209	-276	-194	-200
Điều chỉnh khác	-160	-29	-40	-45
LCTT từ HĐ kinh doanh	369	39	255	298

Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-85	-157	-257	-140
Khác	124	157	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	39	0	-257	-140

Cổ tức đã trả	-153	-156	-194	-233
Tăng (giảm) vốn	15	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-48	60	150	88
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	6	-10	-5	-5
Khác	-46	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	-227	-106	-50	-150

Lưu chuyển tiền thuần	181	-68	-52	8
Tiền cuối năm	372	304	252	259

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 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, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

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 & Hà Nội

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

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

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.