



## CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG)

KHẢ QUAN +15,6%

Ngành	Văn phòng phẩm
Ngày báo cáo	30/06/2023
Giá hiện tại	58.200VND
Giá mục tiêu	63.800VND
Giá mục tiêu gần nhất	55.400VND
TL tăng	9,6%
Lợi suất cổ tức	6,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>15,6%</b>
GT vốn hóa	189,7tr USD
Room KN	147,1tr USD
GTGD/ngày (30n)	0,2tr USD
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	77,8tr
Pha loãng	78,6tr

	TLG	VNI
P/E (trượt)	13,0x	15,5x
P/B (hiện tại)	2,2x	1,7x
ROA	13,7%	2,0%
ROE	19,5%	12,8%

## 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.

## Diễn biến giá cổ phiếu



## Bùi Xuân Vinh

Chuyên viên cao cấp

[vinh.bui@vietcap.com.vn](mailto:vinh.bui@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.191

## Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng

[vy.nguyen@vietcap.com.vn](mailto:vy.nguyen@vietcap.com.vn)

+8428 3914 3588 ext.147

	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.521	3.986	4.665	5.443
% YoY	32%	13%	17%	17%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	401	420	512	600
% YoY	45%	5%	22%	17%
EPS	38%	9%	22%	17%
Biên LN gộp	43,3%	43,3%	43,6%	43,7%
Biên EBITDA	15,6%	15,0%	15,9%	15,8%
Biên LN từ HĐKD	13,2%	12,9%	13,6%	13,7%
Biên LN ròng	11,4%	10,6%	11,0%	11,0%
Dòng tiền tự do/DT	5,0%	6,8%	6,3%	6,9%
EV/EBITDA	8,0x	7,3x	5,9x	5,1x
P/E	2,3x	2,2x	2,1x	1,9x
P/B	13,2x	12,1x	9,9x	8,5x
ROE	21,2%	21,0%	24,4%	26,5%

## Định giá cao hơn cho cổ phiếu phòng thủ

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với CTCP Tập đoàn Thiên Long (TLG) dù đã tăng giá mục tiêu thêm 15% do giá cổ phiếu của công ty đã tăng 16% trong 2 tháng qua.
- Chúng tôi tăng dự báo LNST năm 2023/24/25 thêm lần lượt 4%/7%/7% do doanh thu của TLG vượt kỳ vọng của chúng tôi – thể hiện qua doanh thu 4T 2023 tăng 9% YoY.
- Chúng tôi nâng P/E mục tiêu trên EPS trung bình giai đoạn 2023-24 từ 11x lên 12x vì chúng tôi tin rằng đặc tính phòng thủ của TLG có thể được định giá cao hơn. Điều này có thể thấy trong diễn biến vượt trội của cổ phiếu so với chỉ số VN-Index trong 12 tháng qua.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2022-2025 đạt 14%, được hỗ trợ bởi (1) vị trí dẫn đầu thị trường của công ty nhờ danh mục sản phẩm đa dạng và mạng lưới phân phối rộng khắp, (2) tăng cường nỗ lực xây dựng thương hiệu và cao cấp hóa sản phẩm nhằm cải thiện danh mục sản phẩm, và (3) thâm nhập sâu hơn vào các thị trường xuất khẩu.
- Giá mục tiêu của chúng tôi cho TLG tương ứng P/E năm 2023/24 đạt 13,3x/10,9x so với P/E trượt trung bình 5 năm là 11,8x.
- Rủi ro: Biên lợi nhuận yếu hơn dự kiến do chi phí nhựa cao; các chiến dịch marketing và bán hàng không hiệu quả.

**Nhu cầu văn phòng phẩm đã được phục hồi.** Theo TLG, thị trường chỉ bị ảnh hưởng bởi việc giảm lượng hàng dự trữ và đầu tư tại các điểm bán chứ không phải do nhu cầu yếu hơn của người tiêu dùng cuối do văn phòng phẩm là sản phẩm thiết yếu. Chúng tôi dự báo doanh thu của TLG sẽ tăng 13% YoY trong năm 2023 trước khi tăng 17% YoY vào năm 2024 và 2025 nhờ những nỗ lực tăng cường tối ưu hóa sản phẩm và thương hiệu.

**Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao, được hỗ trợ bởi giá nhựa đầu vào yếu và cải thiện cơ cấu doanh thu.** Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2023 là 43,3% – không đổi so với mức cơ sở cao của năm 2022. Điều này tương ứng dự báo tăng trưởng từ 42% trong 4 tháng đầu năm 2023 do TLG sẽ được hưởng lợi từ giá nhựa đầu vào thấp hiện nay. Giá nhựa HDPE đầu vào đã giảm so với đầu năm và thấp hơn 20% so với cùng kỳ năm ngoái. TLG cũng có kế hoạch giảm các dòng sản phẩm trading kém hiệu quả, điều này sẽ giúp hỗ trợ biên lợi nhuận gộp của công ty.

**Chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A)/doanh thu sẽ duy trì ở mức 30% do công ty cần nhân sự và chi phí tiếp thị để chuẩn bị cho đà tăng trưởng trong tương lai.**

Chi phí SG&A/doanh thu trong 4 tháng đầu năm 2023 duy trì ở mức 30% – không thay đổi so với năm 2022 và cao hơn khoảng 25% so với mức trước COVID-19. Ban lãnh đạo có kế hoạch tiếp tục chi mạnh tay cho hoạt động tiếp thị so với trước năm 2022. Trong năm 2022, TLG đã tích cực triển khai các hoạt động khuyến mãi và quảng cáo để hỗ trợ bán hàng trước mùa tựu trường và tận dụng nhu cầu bị dồn nén do các đợt giãn cách xã do dịch COVID-19 vào năm 2021. Hiện tại, TLG đang tuyển dụng nhân viên kinh doanh, triển khai diện mạo mới chuẩn hóa và hiện đại hóa cho các cửa hàng của nhà phân phối, đồng thời giới thiệu chuỗi bán lẻ văn phòng phẩm Clever Box.

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.521</b>	<b>3.986</b>	<b>4.665</b>	<b>5.443</b>
Giá vốn hàng bán	-1.997	-2.259	-2.633	-3.065
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.524</b>	<b>1.727</b>	<b>2.032</b>	<b>2.377</b>
Chi phí bán hàng	-739	-833	-956	-1.116
Chi phí quản lí DN	-319	-379	-443	-517
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>466</b>	<b>515</b>	<b>633</b>	<b>745</b>
Thu nhập tài chính	62	26	25	22
Chi phí tài chính	-9	-23	-24	-24
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-9	0	-15	-15
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	8	0
Lỗ/lãi thuần khác	8	8	8	751
<b>LNTT</b>	<b>507</b>	<b>526</b>	<b>641</b>	<b>751</b>
Thuế TNDN	-106	-105	-128	-150
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>401</b>	<b>421</b>	<b>513</b>	<b>601</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
<b>LN ròng sau CĐTS báo cáo</b>	<b>401</b>	<b>420</b>	<b>512</b>	<b>600</b>
<b>LN ròng sau CĐTS điều chỉnh</b>	<b>401</b>	<b>420</b>	<b>512</b>	<b>600</b>
EBITDA	549	598	741	862
EPS báo cáo, VND	4.402	4.812	5.866	6.873
EPS điều chỉnh, VND	4.402	4.812	5.866	6.873
EPS pha loãng, VND	4.402	4.812	5.866	6.873
DPS, VND	3.000	4.000	4.500	4.500
DPS/EPS	68%	83%	77%	65%

TỶ LỆ	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	32,0%	13,2%	17,0%	16,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	41,2%	10,5%	22,8%	17,6%
Tăng trưởng LNTT	41,3%	3,8%	21,9%	17,2%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	37,5%	9,3%	21,9%	17,2%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	43,3%	43,3%	43,6%	43,7%
Biên LN từ HĐ %	13,2%	12,9%	13,6%	13,7%
Biên EBITDA	15,6%	15,0%	15,9%	15,8%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	11,4%	10,6%	11,0%	11,0%
ROE %	21,2%	21,0%	24,4%	26,5%
ROA %	15,1%	14,3%	16,3%	17,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	146,9	148,3	139,3	141,2
Số ngày phải thu	35,2	33,2	34,1	35,0
Số ngày phải trả	41,4	41,7	38,5	38,5
TG luân chuyển tiền	140,7	139,8	134,9	137,8
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	2,6	2,5	2,4	2,4
CS thanh toán nhanh	1,5	1,4	1,3	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,4	0,5
Nợ/Tài sản	8,6%	8,7%	9,0%	9,2%
Nợ/Vốn sử dụng	11,2%	11,4%	12,1%	12,4%
Nợ/Vốn CSH	-26,5%	-24,6%	-23,6%	-24,7%
Khả năng thanh toán lãi vay	58,1	39,5	42,7	52,5

Nguồn: TLG, dự báo của Vietcap

CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và tương đương tiền	405	406	446	559
Đầu tư TC ngắn hạn	360	360	360	360
Các khoản phải thu	331	395	475	570
Hàng tồn kho	914	921	1.088	1.284
TS ngắn hạn khác	123	123	123	123
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>2.133</b>	<b>2.206</b>	<b>2.493</b>	<b>2.896</b>
TS cố định (nguyên giá)	1.237	1.397	1.492	1.587
- Khấu hao lũy kế	-681	-763	-871	-989
TS cố định (ròng)	557	634	621	599
Đầu tư TC dài hạn	59	59	59	59
TS dài hạn khác	121	118	115	112
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>736</b>	<b>810</b>	<b>795</b>	<b>769</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.869</b>	<b>3.016</b>	<b>3.288</b>	<b>3.665</b>
Phải trả ngắn hạn	260	256	299	348
Nợ vay ngắn hạn	183	199	233	272
Nợ ngắn hạn khác	388	439	514	600
Tổng nợ ngắn hạn	831	895	1.046	1.220
Nợ vay dài hạn	64	64	64	64
Nợ dài hạn khác	16	16	16	16
<b>Tổng nợ</b>	<b>911</b>	<b>975</b>	<b>1.126</b>	<b>1.300</b>
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư chủ sở hữu	778	786	786	786
Thặng dư vốn cổ phần	362	362	362	362
Lợi nhuận giữ lại	555	602	689	853
Vốn khác	262	290	324	363
Lợi ích CĐTS	1	2	2	2
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.958</b>	<b>2.041</b>	<b>2.162</b>	<b>2.365</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.869</b>	<b>3.016</b>	<b>3.288</b>	<b>3.665</b>
SL cổ phiếu cuối năm (tr)	78	79	79	79

LCTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>503</b>	<b>405</b>	<b>406</b>	<b>446</b>
LNST sau lợi ích CĐTS	401	420	512	600
Khấu hao	83	82	108	117
Thay đổi vốn lưu động	-1	-24	-130	-155
Điều chỉnh khác	176	-30	-35	-40
<b>LCTT từ HĐ kinh doanh</b>	<b>289</b>	<b>448</b>	<b>455</b>	<b>523</b>
Chi mua sắm TSCĐ	-170	-160	-95	-95
Khác	-121	0	0	0
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	<b>-291</b>	<b>-160</b>	<b>-95</b>	<b>-95</b>
Cổ tức đã trả	-156	-311	-354	-354
Tăng (giảm) vốn	1	8	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn	10	16	34	39
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	52	0	0	0
Khác	-3	-1	0	0
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	<b>-96</b>	<b>-288</b>	<b>-320</b>	<b>-315</b>
<b>Lưu chuyển tiền thuần</b>	<b>-98</b>	<b>1</b>	<b>41</b>	<b>113</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>405</b>	<b>406</b>	<b>446</b>	<b>559</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Bùi Xuân Vinh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi đối với các 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 Vietcap

**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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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 Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Nguyễn Anh Duy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Vũ Hoàng Khánh, Chuyên viên, ext 130

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 365
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

#### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

##### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

##### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

##### Nguyễn Quốc Dũng,

##### Giám đốc

##### Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Pasteur

Tòa nhà Sailing, tầng 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald

##### Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ví mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thùy Dương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532
- Bạch Chấn Mãn, Chuyên viên, ext 135
- Trần Thị Thùy Linh, Chuyên viên, ext 196
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.