



## Công ty cổ phần tập đoàn Thiên Long

Lô 6-8-10-12 đường số 3  
KCN Tân Tạo, P. Tân Tạo  
Quận Bình Tân, Tp. Hồ Chí Minh

Mã chứng khoán: TLG

Sàn giao dịch: HoSE

Ngành: Sản xuất khác

Lĩnh vực: Văn phòng phẩm

### Khuyến nghị: **BÁN**



Giá mục tiêu: 25,000 VND

Giá chào sàn(26/3/2009): 38,000 VND

EPS\_2009: 3,770 VND

P/E : 10.079

BVPS\_2009: 11,134 VND

P/B : 1.617

### THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY

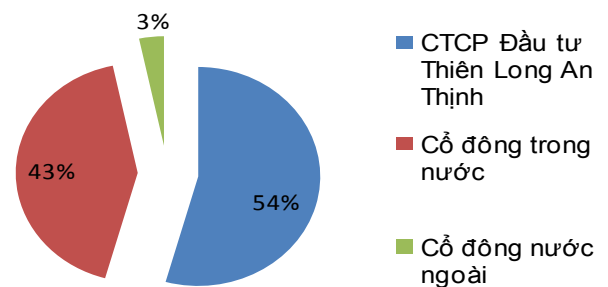
#### Lĩnh vực hoạt động chính

Sản xuất và mua bán văn phòng phẩm; dụng cụ học sinh; đồ dùng dạy học bằng nhựa, hàng gia dụng.

In tampon (pad); in lụa; ép nhũ trên bao bì và sản phẩm

- Chủ tịch Hội đồng quản trị của TLG là ông Cô Gia Thọ đồng thời cũng là chủ sở hữu của CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh nắm giữ hơn 60% cổ phiếu tập đoàn. Tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu TLG của HĐQT lên tới 69% nên số lượng thực tế lưu hành bên ngoài không nhiều.
- Bút bi Thiên Long là sản phẩm chính của tập đoàn với thương hiệu đã được khẳng định từ nhiều năm nay, thị phần dẫn đầu trong cả nước.
- TLG đã bước vào giai đoạn hoạt động ổn định. Mặc dù phải phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu ở nước ngoài nhưng tỷ suất sinh lời vẫn được duy trì tương đối tốt qua các năm.
- Hiện nay đối thủ cạnh tranh trong nước với TLG là Công ty văn phòng phẩm Hồng Hà; Bút bi Bến Nghé ngoài ra công ty cũng còn gặp phải sự cạnh tranh từ các công ty của Thái Lan, Trung Quốc....

#### Cơ cấu cổ đông



#### Chỉ tiêu tài chính

ĐV: Triệu đồng

Chỉ tiêu tài chính	2007	2008	2009
<b>Doanh thu thuần</b>	411,906	484,497	618,510
<b>Lợi nhuận gộp</b>	155,257	192,479	234,761
<b>Lợi nhuận SXKD</b>	48,012	60,800	79,467
<b>LNST</b>	37,412	46,949	58,360
<b>Tổng tài sản</b>	367,929	538,907	593,752
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	161,242	352,257	380,643
<b>ROE</b>	23.20%	13.33%	15.33%
<b>ROA</b>	10.17%	8.71%	9.83%
<b>EPS (VNĐ)</b>	3,118	3,041	3,770
<b>Book value(VNĐ)</b>	12,350	21,040	23,350

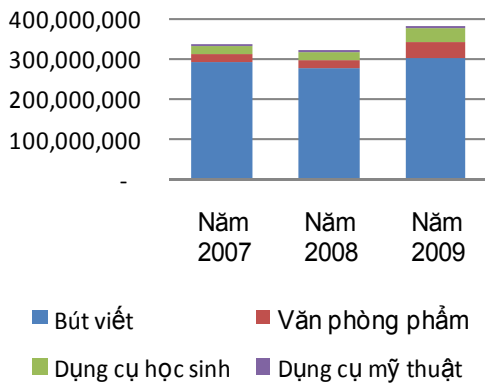
#### Thông tin chính liên quan

Ngày	Tin tức	Nguồn
26/02/2010	TLG: Thay đổi giá tham chiếu và ngày giao dịch đầu tiên	Www.tvsi.com.vn
10/02/2010	TLG: Niêm yết và giao dịch ngày đầu tiên vào ngày 26/03/2010	Www.tvsi.com.vn
08/12/2009	TLG: Nộp hồ sơ đăng ký niêm yết lần đầu	Www.tvsi.com.vn

Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

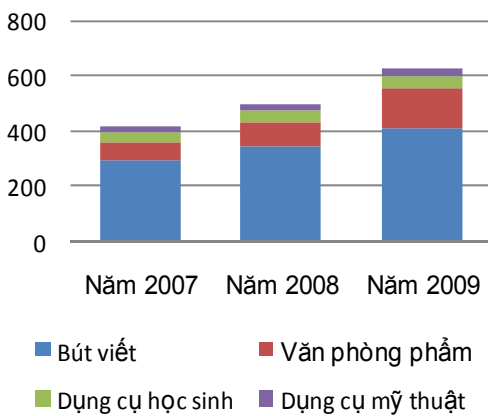
### Sản lượng sản phẩm tiêu thụ



Đơn vị: SKU

Nguồn: BCTC của

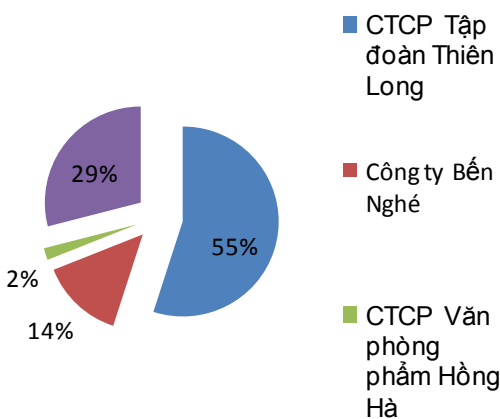
### Doanh thu qua các năm



Đơn vị: Tỷ đồng

Nguồn: BCB của TLG

### Thị phần thị trường bút bi tại Việt Nam



Nguồn: AC Neilsen Việt Nam

Công ty cổ phần Tập đoàn Thiên Long (TLG) được hình thành từ một cơ sở chuyên sản xuất bút bi từ năm 1981. Trải qua nhiều thay đổi cho đến nay công ty đã trở thành một tập đoàn hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và phân phối văn phòng phẩm tại Việt Nam, với chất lượng được đông đảo người tiêu dùng trong nước chấp nhận. Cùng với việc tiến hành cổ phần hóa vào năm 2005, năm 2010 cổ phiếu TLG sẽ được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh càng mở ra những cơ hội mới cho việc mở rộng và phát triển kinh doanh.

**Sản phẩm chính và cũng là sản phẩm truyền thống của TLG được nhiều người biết đến đó chính là bút bi.** Mặt hàng này không chỉ dẫn đầu về sản lượng tiêu thụ (trên 80%) mà còn góp phần quan trọng khi chiếm đến hơn 65% doanh thu của của công ty. Tuy nhiên khi theo dõi tình hình hoạt động trong một vài năm gần đây chúng tôi nhận thấy tỷ trọng của mặt hàng truyền thống này đang có xu hướng giảm xuống cả về sản lượng cũng như doanh thu mang lại. Tốc độ tăng trưởng theo năm của bút bi cũng vì thế mà giảm theo, thay vào đó là sự tăng tốc của văn phòng phẩm (VPPP). Trong năm 2009 mặc dù chỉ chiếm có 10% sản lượng tiêu thụ nhưng VPPP mang về cho TLG tới hơn 20% doanh thu hoạt động. Điều này có thể lý giải được khi mặt hàng bút bi đã trở thành mặt hàng chủ lực của TLG trong gần 30 năm qua; chiếm thị phần lớn nhất tại Việt Nam cho nên tốc độ tăng trưởng của mặt hàng này sẽ bị chậm lại thay vào đó văn phòng phẩm sẽ là nhân tố thúc đẩy doanh thu tăng lên trong tương lai. Dụng cụ học sinh và dụng cụ mỹ thuật là những sản phẩm đặc thù chỉ chuyên phục vụ đối tượng học sinh...cho nên tốc độ tăng trưởng không cao cho những năm sắp tới.

**Nguyên liệu chính được TLG sử dụng để sản xuất ra các sản phẩm của mình là: đầu bút; hạt nhựa; mực; ống ruột; lò xo và các bột màu hóa chất...**được nhập khẩu trực tiếp hoặc thông qua các nhà nhập khẩu chuyên nghiệp tại Việt Nam. Chi phí nguyên liệu đầu vào này là một yếu tố quan trọng khi chiếm đến 65% đến 70% giá thành sản xuất của TLG. Tuy nhiên phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu sẽ khiến cho công ty chịu sự biến động về giá trên thế giới và biến động về tỷ giá trong nước. Hiện nay cùng với sự phục hồi kinh tế thế giới giá dầu thô đang có xu hướng nhích dần lên khiến cho giá hạt nhựa và giá thành vận chuyển cũng sẽ chịu tác động. Đây cũng có thể thấy là một nhân tố tác động vào chi phí sản xuất.

**TLG mới chỉ đẩy mạnh mở rộng thị trường sang các nước như Lào; Campuchia; Trung Quốc và châu Âu kể từ năm 2007** cho nên doanh thu xuất khẩu hiện nay mới chỉ chiếm khoảng 6.5% tổng doanh thu; còn lại vẫn là doanh thu từ trong nước. Khi giá nguyên vật liệu thế giới tăng thì trong ngắn hạn sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận của TLG do không thể điều chỉnh tăng ngay trong giá bán sản phẩm. Do đó rủi ro về tỷ giá sẽ là một nhân tố tác động đến tình hình kinh doanh của công ty.

Hoạt động tương đối lâu năm nên TLG hiện nay đã có khoảng hơn 30,000 điểm bán lẻ mang thương hiệu Thiên Long trên cả nước. Ngoài ra tập đoàn còn thiết lập hai kênh phân phối là hệ thống siêu thị nhà sách và bán trực tiếp qua các trường học. Thương hiệu Thiên Long cũng được biết đến với các chương trình hỗ trợ học sinh, sinh viên như Tiếp sức mùa thi ....

## TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

**Hoạt động không có tính mùa vụ và sản phẩm chính không nhiều giá trị gia tăng nên nhìn chung các chỉ tiêu tài chính của TLG tương đối ổn định và không có sự đột biến qua các năm.**

Chi tiêu tài chính cơ bản	2007	2008	2009
<b>Khả năng thanh toán</b>			
Khả năng thanh toán tổng quát	1.780	2.887	2.786
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.162	2.208	1.932
Khả năng thanh toán nhanh	0.417	0.579	0.550
Khả năng thanh toán tức thời	0.066	0.344	0.330
<b>Khả năng hoạt động</b>			
Vòng quay hàng tồn kho	2.599	1.597	1.714
Vòng quay các khoản phải thu	6.869	16.947	16.644
Kỳ thu tiền bình quân	52.413	21.242	21.629
Vòng quay tổng tài sản	1.120	0.899	1.042
Vòng quay tài sản cố định	3.266	2.303	2.847
<b>Khả năng cân đối vốn</b>			
Nợ phải trả/Nguồn vốn CSH	1.282	0.530	0.560
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	56.18%	34.63%	35.89%
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Lợi nhuận biên gộp	37.69%	39.73%	37.96%
Lợi nhuận biên trước thuế	12.05%	12.96%	12.76%
Lợi nhuận biên sau thuế	9.08%	9.69%	9.44%
ROA	10.17%	8.71%	9.83%
ROE	23.20%	13.33%	15.33%
<b>Tỷ số giá trị thị trường</b>			
Số lượng cổ phiếu	12,000,000	15,500,000	15,500,000
Book value (nghìn đồng)	12.347	21.044	23.353
EPS (nghìn đồng)	3,118	3,041	3,770
<b>Phân tích Dupont (ROE)</b>			
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	9%	10%	9%
Doanh thu/Tổng tài sản	112%	90%	104%
Tổng tài sản/ VCSH	228%	153%	156%
Vòng quay tài sản cố định	327%	230%	285%
Tài sản cố định/ Tài sản	34%	39%	37%

Tỷ lệ chi trả cổ tức	
Năm 2007	16%
Năm 2008	16%
Năm 2009	18%

**Trong năm 2009 công ty đã tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ là 10%. Với mức EPS năm 2009 là 3,770 VNĐ, TLG hoàn toàn có thể thực hiện được kế hoạch cổ tức đã đề ra.**

### Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán ngắn hạn của TLG qua các năm giao động trong khoảng 1.78 đến 2.2, chúng tôi cho rằng đây là mức có thể chấp nhận được đối với một doanh nghiệp vừa có hoạt động sản xuất lại vừa kinh doanh. Hàng tồn kho chiếm tới 33% tổng tài sản chủ yếu là nguyên vật liệu và thành phẩm. Điều này cũng bởi vì vừa sản xuất vừa kinh doanh nên TLG luôn phải đảm bảo có đủ nguyên liệu để hoạt động vừa phải cung cấp đủ hàng hóa đáp ứng nhu cầu của thị trường. Lượng tiền mặt được duy trì tương đối lớn hơn nhiều so với các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn.

### Khả năng hoạt động

Hàng tồn kho (HTK) thường được TLG lên kế hoạch nhập khẩu theo năm và được điều chỉnh theo mỗi quý cho nên giá trị tương đối lớn, vòng quay HTK không nhiều giúp cho TLG có thể chủ động hơn trong hoạt động và tránh được những biến động do giá thế giới hoặc tỷ giá trong nước gia tăng. Việc bán hàng thông qua hơn 30,000 đại lý bán lẻ trên toàn quốc khiến cho TLG không gặp phải nhiều khó khăn trong việc thu tiền. Tỷ trọng khoản phải thu có xu hướng giảm xuống trong cơ cấu tài sản năm 2008 và 2009 nhờ có chính sách thanh toán tiền trước khi giao hàng, đã góp phần đáng kể trong việc rủi ro thanh toán và rủi ro thanh khoản cho công ty.

### Cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn càng ngày càng được cải thiện bởi tỷ trọng nợ dài hạn được hạ thấp xuống. Nợ dài hạn chiếm khoảng 10% trong cơ cấu vốn còn lại là nợ ngắn hạn. Giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay bên ngoài sẽ làm giảm chi phí lãi vay cho TLG và điều đó giúp cho lợi nhuận ít bị biến động hơn.

### Khả năng sinh lời

TLG là công ty đã có thời gian hoạt động tương đối lớn trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bút bi nên khả năng sinh lời tương đối ổn định. **Chi phí nguyên vật liệu chiếm 65% - 70% giá thành nên có thể thấy giá trị gia tăng cho sản phẩm là không cao**, tỷ lệ lãi biên sau thuế nếu như so với một số ngành khác không thật hấp dẫn. Tuy nhiên TLG ít phải chịu rủi ro kinh tế cũng như rủi ro trong lĩnh vực kinh doanh nên nhà đầu tư có thể cân nhắc lựa chọn.

STT	Tên công ty con của TLG	Vốn điều lệ	Tỷ lệ góp vốn của TLG	Lĩnh vực hoạt động
1	CTCP Thiên Long Long Thành	80 tỷ đồng	65%	Sản xuất mua bán văn phòng phẩm; dụng cụ học sinh; đồ dùng dạy học bằng nhựa
2	CTCP Thiên Long Miền Bắc		Chuẩn bị giải thể	
3	Công ty TNHH Một thành viên Thương mại Thiên Long Hoàn Cầu	20 tỷ đồng	100%	Mua bán văn phòng phẩm; đồ dùng dạy học bằng nhựa; hàng nhựa gia dụng; mua bán mực in
4	Công ty TNHH Một thành viên Thương mại Dịch vụ Tân Lực	20 tỷ đồng	100%	Bán buôn bán lẻ văn phòng phẩm

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Công ty cổ phần Tập đoàn Thiên Long (TLG) hoạt động dưới mô hình CTCP mới chỉ được gần 5 năm (cổ phần hóa từ năm 2005) nhưng thực chất TLG đã có bề dày hoạt động được gần 30 năm. TLG hiện nay là công ty hàng đầu với thương hiệu mạnh, thị phần lớn nhất trên thị trường bút bi của Việt Nam, hoạt động xuất khẩu mới chỉ được hình thành trong khoảng 3 năm trở lại đây. Do đó có thể nói TLG đã trải qua giai đoạn tăng trưởng cao của mình và đang ở trong giai đoạn tăng trưởng ổn định. Nghiên cứu các số liệu về doanh thu và lợi nhuận; lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu hiện nay của công ty chúng tôi cũng nhận thấy tốc độ tăng trưởng hàng năm ít có sự biến động. Theo phần phân tích các chỉ tiêu tài chính ở trang trước có thể thấy khả năng kiểm soát chi phí đầu vào trước tác động của việc thay đổi giá nguyên liệu đầu vào và tỷ giá của TLG là khá tốt khi các chỉ tiêu lợi nhuận gộp, lợi nhuận biên ròng sau thuế xấp xỉ bằng nhau qua các năm. Hoạt động chính của doanh nghiệp ít chịu những ảnh hưởng từ nền kinh tế và rủi ro kinh doanh là không lớn vì thế nên chúng tôi đánh giá lợi nhuận của công ty sẽ tăng trưởng tương đối ổn định và chính sách cổ tức vẫn được duy trì như trước đây.

Chúng tôi cho rằng phát triển các văn phòng phẩm sẽ là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho TLG trong những năm tới khi thị phần bút bi đã khá lớn thì tốc độ tăng trưởng cũng vì thế mà chậm lại. Tuy nhiên việc phát triển sản phẩm mới này sẽ gặp phải trở ngại khi hiện nay Công ty văn phòng phẩm Hồng Hà đang là đơn vị dẫn đầu trên cả nước. Muốn cạnh tranh được TLG cần phải có sự đầu tư máy móc; công nghệ tạo nên những sản phẩm có chất lượng khác biệt mới có thể phát triển được. TLG có nguồn vốn chủ sở hữu ngày càng lớn nhờ có lợi nhuận giữ lại trong những năm trở lại đây, nợ dài hạn chiếm tỷ trọng nhỏ (10%) do đó khả năng cần phải huy động thêm vốn đầu tư dài hạn từ các năm tới từ các cổ đông được chúng tôi cho rằng khó có khả năng xảy ra và do đó chúng tôi giả định sẽ không có sự pha loãng cổ phiếu trong những năm tới, số lượng cổ phiếu vẫn được giữ nguyên.

Trên thị trường niêm yết trên hai sàn hiện nay không có doanh nghiệp nào có cùng lĩnh vực hoạt động và quy mô tương ứng với TLG nên khả năng sử dụng phương pháp định giá so sánh theo tỷ lệ tương đối là P/E và P/BV tương đối khó. Không thể lựa chọn được giá trị tham chiếu hợp lý để tính toán cho TLG. Do đó để định giá cho cổ phiếu này chúng tôi lựa chọn mô hình chiết khấu luồng cổ tức hai giai đoạn với các tham số được tính toán như sau:

Tốc độ tăng trưởng cổ tức cho giai đoạn 1 được tính bằng tỷ lệ thu nhập giữ lại và ROE trung bình của TLG trong những năm gần đây. Theo như số liệu tính toán được tốc độ tăng trưởng của TLG giai đoạn này là 8%/năm. Lãi suất chiết khấu chính bằng chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp được lấy bằng ROE trung bình của ba năm 2007 đến năm 2009 là 18%/năm.

Tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2 được lấy bằng tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam trong dài hạn ước lượng khoảng 5%/năm; lãi suất chiết khấu lúc này sẽ giảm xuống còn 12% năm (lãi suất phi rủi ro giảm xuống 7% /năm và lạm phát khoảng 5%/năm).

Tốc độ tăng trưởng giai đoạn 1 (2010—2015)	8.55%
Tỷ lệ chiết khấu giai đoạn 1	18.00%
Giá trị hiện tại giai đoạn 1	7,054.53
Tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2 (sau 2015)	5%
Tỷ lệ chiết khấu giai đoạn 2	12%
Giá trị hiện tại giai đoạn 2	17,784.17
Giá trị hiện tại TLG	24,838.71

Như vậy giá cổ phiếu TLG được ước lượng khoảng 25,000 VNĐ cao hơn so với giá trị sổ sách hiện tại của doanh nghiệp là 23,253 VNĐ nhưng nếu so với giá chào sàn 38,000 lại thấp hơn tương đối nhiều. Như vậy chúng tôi cho rằng sẽ có áp lực chốt lãi trong ngày giao dịch đầu tiên của cổ phiếu.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH

Hiện nay trên hai sàn niêm yết chưa có nhiều cổ phiếu thuộc lĩnh vực sản xuất và kinh doanh văn phòng phẩm như TLG nên rất khó có thể so sánh tình hình hoạt động hay khả năng sinh lời của TLG với các doanh nghiệp tương đồng với TLG như Công ty văn phòng phẩm Hồng Hà và Bút bi Bến Nghé. Tuy nhiên có thể nhận thấy rủi ro trong hoạt động kinh doanh của TLG là rất thấp; ít chịu những biến động của chu kỳ kinh tế và thị trường nước ngoài. Vì thế mà lợi nhuận hướng tới sự ổn định nhiều hơn và không có sự gia tăng đột biến qua các năm. Nhân tố mà chúng ta có thể kỳ vọng trong hoạt động của công ty đó là việc mở rộng xuất khẩu sang các thị trường lân cận và xây dựng thương hiệu đẩy mạnh hoạt động outsourcing. Cổ phiếu TLG có thể coi là cổ phiếu phòng vệ tương đối tốt phù hợp với các nhà đầu tư mong muốn có rủi ro thấp; kỳ vọng lợi nhuận ở mức hợp lý.

	<b>Bán với khối lượng lớn</b>
	<b>Nên bán</b>
	<b>Cầm giữ</b>
	<b>Nên mua</b>
	<b>Mua với khối lượng lớn</b>

### Khuyến cáo sử dụng

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

### PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

#### Phó phòng Phân tích đầu tư

Ths. Hoàng Thị Thanh Thùy

#### Chuyên viên phân tích:

Lê Thùy Ngọc Khanh

Email: [khanhltn@tvsi.com.vn](mailto:khanhltn@tvsi.com.vn)

### Sản phẩm phòng phân tích TVSI

#### Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

#### Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

#### Báo cáo thống kê

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

#### Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

### Sản phẩm giao dịch

I-trade Home

I-trade Pro

### Trụ sở

#### Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

#### Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

#### Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

#### Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

#### Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920