Ngành : Tiêu dùng

Khuyến nghị	MUA

Công ty Cổ phần Tập đoàn Thiên Long- (HSX:TLG) CƠ HỘI NÀO CHO 2023?

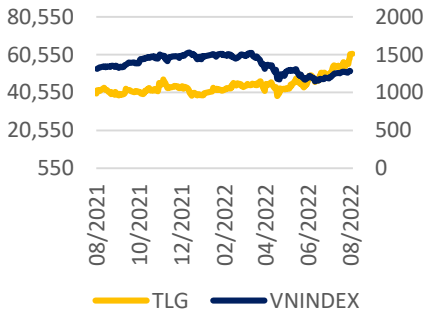
Giá hiện tại:	**63,200**	Ngày viết báo cáo:	6/9/2022	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước đây	**-**	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	77.794	CTCP ĐT Thiên Long An Thịnh	48.01%
Giá mục tiêu mới:	**75,600**	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,917	NWL Cayman Holdings ltd	7.07%
Tỷ suất cổ tức	**4.7%**	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	626,970	Cô Gia Thọ	6.1%
Tiềm năng tăng giá	**20%**	Sỡ hữu nước ngoài còn lại	81.26%		

Bộ phận Equity Research:
Phạm Thị Minh Châu
Chauptm@bsc.com.vn
Ngành Tiêu dùng, bán lẻ

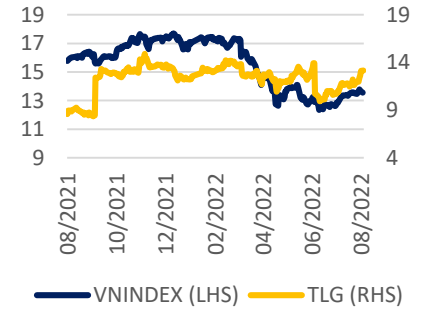
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Vũ Việt Anh
Anhvv@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: VND
Giá cắt lỗ: VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mã cổ phiếu TLG với **giá mục tiêu là 75,600 VND/CP** upside 20% so với giá ngày 5/9/2022 với phương pháp DCF và P/E với tỷ trọng lần lượt là 50%/50%

DỰ BÁO KQKD

BSC kì vọng DTT và LNST của TLG năm 2022 lần lượt đạt 3,725 tỷ đồng (+40%YoY) và 527 tỷ đồng (+97%YoY), EPS FW = 5,290 VND, P/E FW =12 lần nhờ Tăng trưởng trên mức nền thấp và xu hướng giá NVL thấp hơn cùng kì.

Năm 2023**,** DTT và LNST lần lượt đạt 4,514 tỷ đồng (+21%YoY) và 625 tỷ đồng (+19%YoY), tương đương EPS năm 2023 = 6,293 đồng và P/E FW=10lần – thấp hơn mức PE trung bình 5 năm là 12.4 lần

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 2H/2022 quanh mức 44%-45%** nhờ (1) giá bán tăng từ 1H/2022~5%YoY và có lộ trình tăng giá bán theo chiến lược (2) giá nguyên vật liệu có xu hướng giảm (3) tái cấu trúc hệ thống phân phối.
- **Tăng trưởng trong dài hạn** đến từ (1) kỳ vọng nhà máy Thiên Long Long Thành đưa vào vận hành cuối 2022; (2) cao cấp hoá dòng SP hiện hữu (3) tiềm năng tăng trưởng đến từ các sản phẩm OEM và SP mới – dựa trên lợi thế từ việc chủ động nguồn nguyên liệu nhựa sinh học.
- **Cơ cấu tài chính lành mạnh**, tỷ suất cổ tức ổn định từ ~5%/năm.

Catalyst

- Nhà đầu tư chiến lược và CTHĐQT tăng tỷ lệ sở hữu
- Tiềm năng đến từ việc hợp tác đầu tư với các doanh nghiệp lớn mở rộng kênh B2B

RỦI RO

- Biến động giá NVL đầu vào.
- Dư địa tăng trưởng của ngành bút viết và học cụ không còn nhiều dư địa tăng trưởng.

	2021	2022F	2023F	Peer
P/E (x)	24	12	10	17.2
P/B (x)	2.7	2.3	2.0	1.1
EV/EBITDA (x)	6.9	6.9	6.9	5.7
ROA (%)	11%	18%	18%	2%
ROE (%)	15%	25%	25%	4%

	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	2,685	2,668	3,725	4,514
Lợi nhuận gộp	1,030	1,127	1,662	2,037
LNST	240	277	527	625
EPS	2,960	2,652	5,290	6,293
Tăng trưởng EPS	-31%	-10%	99%	19%

KQKD 1H/2022 phục hồi từ mức nền thấp

Cơ cấu doanh thu	Q2/2022	Q2/2021	%YoY	1H/2022	1H/2021	%YoY
Bút				778	581	34%
% DT				41%	41%	
Dụng cụ VP				652	502	30%
% DT				35%	35.1%	
Học cụ				169	126	35%
% DT				9%	9%	
Dụng cụ mỹ thuật				257	209	23%
% DT				14%	15%	
	Q2/2022	**Q2/2021**	**%YoY**	**1H/2022**	**1H/2021**	**%YoY**
Doanh thu thuần	1,087	748	45%	1,882	1,428	32%
Lãi gộp	486	325	49%	824	611	35%
GPM	44.71%	43%		43.8%	42.8%	
Chi phí bán hàng	(181)	(138)	31%	(315)	(256)	23%
Chi phí QLDN	(86)	(84)	3%	(152)	(149)	2%
SG&A/Rev	24.5%	30%		24.82%	28.397%	
Lợi nhuận HĐKD	220	104	112%	357	205	
Biên LN HĐKD	20%	14%		18.97%	14.36%	
Thu nhập tài chính	14	8	77%	23	15.2	51%
Chi phí tài chính	(4)	2	-358%	(6)	(1)	571%
Thu nhập khác, ròng	3	2	111%	4	3	62%
LNTT	233	115	103%	378	222	70%
LNST	**186**	**91**	**104%**	**300**	**176**	**71%**
Biên LNST	17.06%	12.16%		15.95%	12.32%	

Nguồn Fiinpro

Trong 1H.2022, TLG ghi nhận DTT = 1,882 tỷ VNĐ (+32% yoy) và LNST = 300 tỷ VNĐ (+71% yoy) – hoàn thành 58%KH DT và 107%KH LN. Động lực tăng trưởng hai chữ số đến từ tất cả các ngành hàng sau khi các hoạt động học tập và sinh hoạt bình thường trở lại sau dịch, đặc biệt trong Q2/2022 là mùa cao điểm bán hàng.

Biên lợi nhuận hoạt động nửa đầu năm 2022 tăng từ 14.4% (1H.2021) lên 19% (1H.2022) nhờ

(1) **Biên lợi nhuận gộp tăng từ 42.8% (1H.2021) lên 43.8% (1H.2022**) chủ yếu đến từ (1.1) việc công ty dự trữ được nguyên vật liệu giá thấp từ cuối năm 2021 và việc cơ cấu lại tổ chức của các công ty thương mại và (1.2) cải thiện danh mục sản phẩm trong 1H.2022, giúp tăng giá bán trung bình ~+5%YoY.

(2) **Tỷ lệ chi phí SG&A/ DT giảm từ 28.4% (1H.2021) xuống còn 24.8% (1H.2022)** do phần lớn các chi phí liên quan tới Marketing chưa được ghi nhận trong 6T 2022. Theo TLG, các chương trình tiếp thị trọng điểm được định hướng tập trung vào các quý cuối năm để tăng độ nhận diện các nhãn hàng của Thiên Long và hỗ trợ mùa bán hàng Back2school do đó tỷ lệ SG&A/DT được kì vọng quanh mức 30%-31% trong 2h/2022.

Triển vọng tích cực KQKD 2H/2022:

Dựa trên số liệu tăng trưởng +62%YoY về doanh thu và +195% YoY về lợi nhuận trong tháng 7/2022 trên cơ sở mức nền thấp. Chúng tôi kì vọng KQKD 2H/2022 duy trì tăng trưởng hai chữ số nhờ (1) nhu cầu nội địa và xuất khẩu tăng trưởng tích cực vào mùa tựu trường (2) biên lợi nhuận cải thiện khi giá bán tăng 5%YoY trong 1H/2022 và xu hướng giảm giá NVL (gồm các loại nhựa và giá thép cuộn) trong Q3 từ -7.9% đến -34.5%YoY.

KQKD CÓ THỂ TĂNG TRƯỞNG TRÊN MỨC NỀN CAO CỦA 2022?

	2020	2021	2022F	2023F
Bút	1,066	1,177	1,628	1,791
% DT	40%	44%	44%	40%
Dụng cụ VP	871	910	1,246	1,396
% DT	32%	34%	33%	31%
Học cụ	*211*	*233*	*326*	*349*
% DT	8%	9%	9%	8%
Dụng cụ mỹ thuật	*322*	*328*	*492*	*615*
% DT	12%	12%	13%	14%
DTT	2,685	2,668	3,725	4,514
%YoY	-17%	-1%	40%	21%
Lãi gộp	1,030	1,127	1,662	2,037
GPM	38.4%	42.2%	44.6%	45.1%
Chi phí bán hàng	(489)	(505)	(745)	(925)
Chi phí QLDN	(255)	(292)	(292)	(363)
SG&A/Rev	27.7%	29.9%	27.9%	28.5%
EBIT	286	330	624	748
Biên EBIT	10.7%	12.4%	16.8%	16.6%
Thu nhập tài chính	27	32	47	47
Chi phí tài chính	*(16)*	*(7)*	*(11)*	*(11)*
Thu nhập khác, ròng	*7*	*3*	*3*	*3*
LNTT	304	359	664	788
LNST	240	277	527	625
Biên LNST	8.9%	10.4%	14.1%	13.8%
%YoY	-31%	15%	90%	19%
EPS	2,960	2,652	5,290	6,293
P/E	21.4	23.8	11.9	10.0
P/B	2.8	2.7	2.3	2.0

Nguồn: BSC research

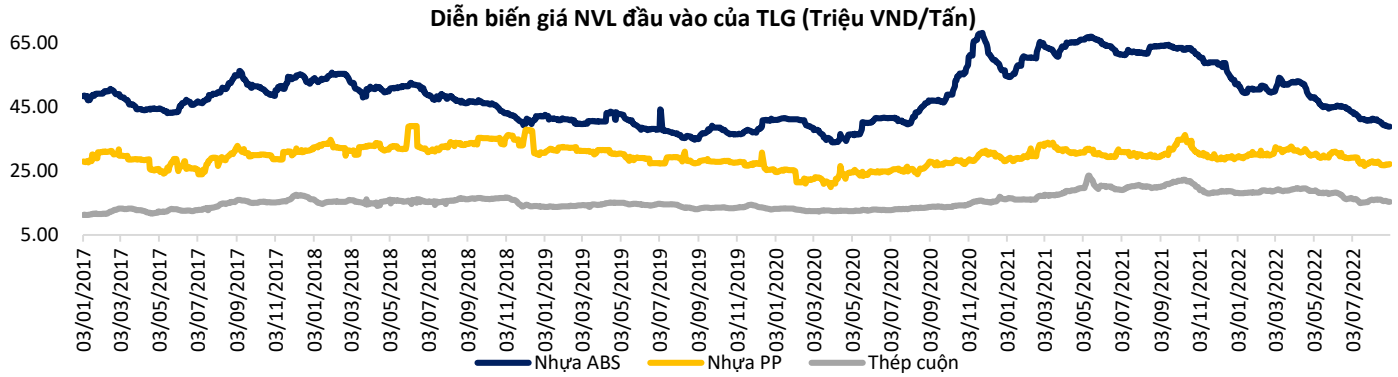
BSC kì vọng DTT và LNST của TLG năm 2022 lần lượt đạt 3,725 tỷ đồng (+40%YoY) và 527 tỷ đồng (+90%YoY), EPS FW = 5,290 VND, P/E FW =11.9 lần. Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ

(1) Nhu cầu nội địa và xuất khẩu phục hồi trên mức nền thấp của 2021.
(2) Biên lợi nhuận gộp tăng từ 42.2% (2021) lên 44.6% (2022) do Cơ cấu lại danh mục sản phẩm giúp giá bán TB tăng +5%YoY và tích trữ NVL giá rẻ từ cuối 2021 và xu hướng giảm của giá NVL.

Năm 2023, DTT và LNST lần lượt đạt 4,514 tỷ đồng (+21%YoY) và 625 tỷ đồng (+19%YoY), tương đương EPS năm 2023 = 6,293 đồng và P/E FW= 10 lần – thấp hơn mức PE trung bình 5 năm là 12.4 lần.
Dựa trên những giả định:

(1) Dự án nâng công suất nhà máy Thiên Long Long Thành giúp tăng hơn 60% công suất hiện tại của TLG- đáp ứng được nhu cầu OEM và phát triển các sản phẩm mới có biên lợi nhuận tốt hơn trong giai đoạn 2023-2027. Trong đó: Giai đoạn 1 của dự án dự kiến hoàn thành vào cuối 2022 đến đầu 2023 sẽ hoạt động ~33% công suất nâng cấp, tương ứng với sản lượng kinh doanh tăng +20%YoY; Giai đoạn 2 của dự án mở rộng sẽ được triển khai dựa theo nhu cầu các đơn đặt hàng OEM và khả năng hấp thụ của sản phẩm mới đến năm 2027.

(2) Biên lợi nhuận gộp gia tăng từ 44.6% lên 45.1% nhờ (1) xu hướng giảm giá nguyên vật liệu trong khi công ty hướng tới phân khúc cao hơn cải hiện giá bán trung bình các sản phẩm và (2) hiệu quả của việc tái cấu trúc kênh bán hàng và kích cầu nhờ đẩy mạnh hoạt đông marketing.



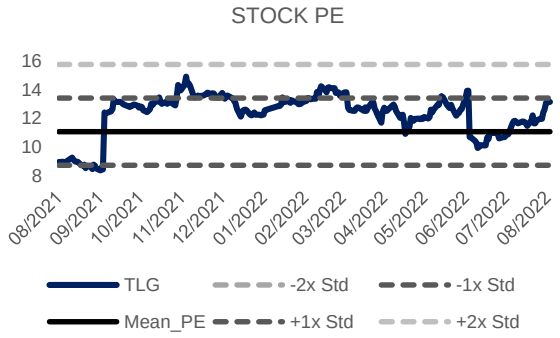
Tiềm năng tăng giá của TLG?

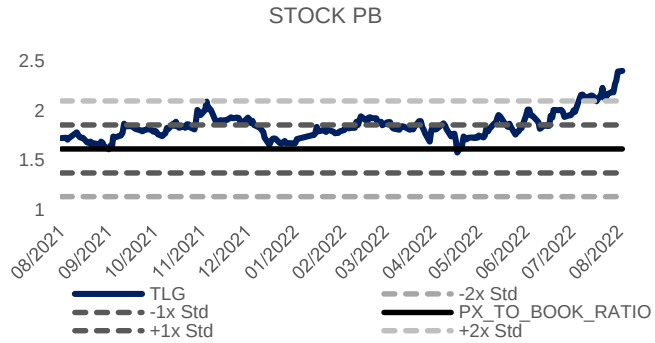
Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với mã cổ phiếu TLG với **giá mục tiêu là 75,600 VND – Upside 20% so với giá đóng cửa ngày 5/9/2022**, theo phương pháp DCF (50%) với WACC =11.3% và phương pháp P/E (50%) với P/E mục tiêu là 12.4 lần – Tương đương P/E trung bình 5 năm của TLG là 12.4 lần.

chiết khấu giá trị cuối cùng	2022	2023	2024	2025	2026
Dòng tiền tự do công ty (FCFF)	366	413	471	527	601
Tổng giá trị chiết khấu dòng tiền tự do 5 năm	353	358	367	369	377
Gía trị cuối cùng	5,414				
Chiết khấu giá trị cuối cùng	3,399				
Tổng giá trị chiết khấu	5,223				
(-) Nợ	(229)				
(+) Tiền mặt	943				
Tổng giá trị công ty	5,937				
SLCP Lưu hành (triệu)	78				
Gía trị hợp lý	**76,313**				
Phương pháp P/E					
EPS Pha loãng	6,043				
P/E mục tiêu	12.4				
Gía hợp lý	**74,928**				

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Gía bình quân		Chi phí sử dụng vốn
DCF	76,313	50%	38,157	Rf	6%
P/E	74,928	50%	37,464	Beta	0.74
Gía mục tiêu			**75,600**	Ke	12%
Gía Hiện tại			63,200	Kd	5%
Upside			20%	E/A	9%
Khuyến nghị			**MUA**	D/A	91%
Tỷ lệ cổ tức			4.7%	Thuế	23%
P/E 5 năm			12.4	WACC	11.3%

Nguồn: BBG, BSC





PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	2,685	2,668	3,725	4,514
Giá vốn hàng bán	(1,655)	(1,541)	(2,063)	(2,478)
Lợi nhuận gộp	1,030	1,127	1,662	2,037
Chi phí bán hàng	(489)	(505)	(745)	(925)
Chi phí QLDN	(255)	(292)	(292)	(363)
Lãi/lỗ HĐKD	286	330	624	748
Doanh thu tài chính	27	32	47	47
Chi phí tài chính	(16)	(7)	(11)	(11)
Chi phí lãi vay	(12)	(7)	(9)	(9)
Lãi/lỗ khác	7	3	3	3
Lợi nhuận trước thuế	304	359	664	788
Thuế thu nhập DN	(64)	(82)	(137)	(162)
LN sau thuế	240	277	527	625
LNST - CĐTS	240	277	527	625
EBITDA	367	415	715	845
EPS	2,960	2,652	5,290	6,293

LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
(Lỗ)/LNST	304	359	664	788
Khấu hao và phân bổ	80	84	90	96
Thay đổi vốn lưu động	126	(85)	(156)	(207)
Điều chỉnh khác	(121)	(109)	(146)	(172)
LCTT từ HĐ KD	369	222	431	481
Tiền chi mua TSCĐ	(85)	(58)	(102)	(110)
Đầu tư khác	124	157	(70)	-
LCTT từ HĐ Đầu tư	39	99	(173)	(110)
Tiền chi trả cổ tức	(153)	(194)	(233)	(233)
Tiền từ vay ròng	(42)	6	44	(11)
Tiền thu khác	(227)	(189)	(233)	(233)
LCTT từ HĐ Tài chính	(227)	(189)	(190)	(245)
Dòng tiền đầu kỳ	191	372	503	572
Tiền trong kì	181	133	69	126
Dòng tiền cuối kỳ	372	504	572	698

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tiền và tương đương tiền	372	503	572	698
Đầu tư ngắn hạn	372	240	370	456
Phải thu ngắn hạn	415	398	548	677
Tồn kho	530	693	802	984
TS ngắn hạn khác	13	33	45	54
TS ngắn hạn	1,702	1,867	2,338	2,869
TS hữu hình	464	446	461	478
Khấu hao	(551)	(606)	(696)	(794)
TS dở dang dài hạn	13	19	16	13
ĐT dài hạn	22	34	34	34
TS dài hạn khác	109	75	75	75
TS dài hạn	613	579	591	605
Tổng TS	2,315	2,446	2,929	3,475
Nợ phải trả	113	193	247	297
Vay ngắn hạn	147	173	225	214
Nợ ngắn hạn khác	233	203	264	328
Tổng Nợ ngắn hạn	500	578	808	984
Vay dài hạn	32	12	3	3
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-
Tổng Nợ dài hạn	67	42	20	20
Tổng Nợ	566	621	828	1,003
Vốn góp	778	778	778	778
Thặng dư vốn cổ phần	362	362	362	362
LN chưa phân phối	409	458	681	989
Vốn chủ khác	-	-	-	-
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	1,748	1,826	2,101	2,471
Tổng nguồn vốn	2,315	2,446	2,929	3,475
Số lượng cổ phiếu lưu hành	78	78	78	78

Chỉ số (%)	2020	2021	2022	2023
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	3.41	3.23	2.89	2.92
Hsố TT nhanh	2.32	1.97	1.77	1.71
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	0.08	0.08	0.08	0.06
Hsố Nợ/VCSH	0.10	0.10	0.11	0.09
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	70.7	94.2	79.2	80.2
Số ngày phải thu	55.3	54.1	54.1	55.1
Số ngày phải trả	25.0	45.7	43.7	43.7
CCC	101.0	102.6	89.6	91.6
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	38.4%	42.2%	44.6%	45.1%
Lợi nhuận LNST	8.9%	10.4%	14.1%	13.8%
ROE	13.7%	15.2%	25.1%	25.3%
ROA	10.4%	11.3%	18.0%	18.0%
Định Giá				
PE	21.35	23.83	11.95	10.04
PB	2.81	2.69	2.34	1.99
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-17.5%	-0.6%	39.6%	21.2%
Tăng trưởng EBIT	10.7%	12.4%	16.8%	16.6%
Tăng trưởng LNTT	-30.5%	18.1%	85.1%	18.6%
Tăng trưởng EPS	-31.3%	-10.4%	99.5%	19.0%

Nguồn: Bloomberg, BSC

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecuritie

Bloomberg: RESP BSCV <GO>