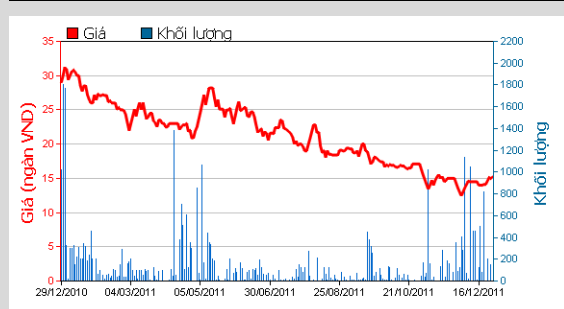


MCK: TLG (HSX)**CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN THIÊN LONG****NĂM GIỮ****DÀI HẠN****ĐỊNH GIÁ****20.600****Chuyên viên: Đặng Thảo Nguyên****Email: nguyen.dt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 08/02/12) (VND)	17.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	28.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	12.400
Số CP đang lưu hành	17.650.000
KLGBQ/phần (10 phần gần nhất)	29.425
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	308,9
Trailing P/E (x)	3,5
P/BV (BV 30/06/11) (x)	0,6

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010	9T2011	KH11	2011E
DT	813,4	791,8	950,0	950,9
LNTT	93,5	85,0	N/A	99,9
LNST	71,1	64,9	80,0	74,9
VĐL	155,0	176,5		176,5
VCSH	391,6	466,5		522,0
TTS	752,1	903,3		956,8
ROE (%)	18,0%	-		14,3%
ROA (%)	9,5%	-		7,8%
EPS (VND)	4.590	3.885		4.245
GTSS (VND)	25.262	26.430		29.576
Cổ tức	20%	-	20%	20%

Nguồn: BCTC TLG, RongVietSecurities tổng hợp

HÀNG TIỂU DÙNG – VĂN PHÒNG PHẨM

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu TLG tại thời điểm này xoay quanh mức 20.600 đồng (tương đương mức vốn hóa 363,6 tỷ đồng) cao hơn 17,7% so với giá tham chiếu ngày 9/2/2012. Người phân tích khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu **TLG** cho mục tiêu đầu tư **DÀI HẠN**. Khuyến nghị này dựa trên những luận điểm đầu tư như sau:

Văn phòng phẩm là ngành có tốc độ tăng trưởng ổn định và ít biến động.

Theo khảo sát của công ty nghiên cứu thị trường Nielsen, tăng trưởng bình quân của ngành vào khoảng 10-12% trong giai đoạn 2009-2012. Ngoài ra, đây cũng là ngành ít biến động hơn so với các ngành khác khi nền kinh tế biến động do văn phòng phẩm được xếp vào mặt hàng thiết yếu. Sự tăng trưởng dung lượng của thị trường văn phòng phẩm, sự phát triển của dân số, phổ cập giáo dục và tăng thu nhập bình quân đầu người là các yếu tố quan trọng đảm bảo khả năng tăng trưởng ổn định trong dài hạn của TLG.

Tập đoàn Thiên Long là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành với thị phần khoảng 47%. Hơn 30 năm hoạt động trong lĩnh vực văn phòng phẩm, TLG đã xây dựng được một thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối sâu rộng (104 nhà phân phối, hơn 40.000 điểm bán hàng và 4 văn phòng đại diện nước ngoài) là những lợi cạnh tranh mà không phải bất kỳ doanh nghiệp nào cũng có được.

Tại thị trường nội địa, TLG đã khẳng định được vị thế dẫn đầu của mình đối với sản phẩm bút viết, chiếm hơn 55% thị phần. Ngoài ra, các nhóm sản phẩm khác là dụng cụ văn phòng, dụng cụ học sinh, dụng cụ mỹ thuật chiếm lần lượt 15%, 14% và 9% và khả năng mở rộng thị phần là còn rất lớn.

Năng lực sản xuất lớn và đang được đầu tư để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng. Trong những năm gần đây, mặc dù nhà máy đã hoạt động 100% công suất song vẫn không đủ đáp ứng nhu cầu ngày một tăng của ngành. Năm 2011, TLG đã mở rộng năng lực sản xuất lên 50-55 triệu SKU/tháng (~ 660 triệu SKU/năm) so với mức 45 triệu SKU/tháng năm 2010 và dự kiến sẽ đạt mức 80 triệu SKU/tháng năm 2014.

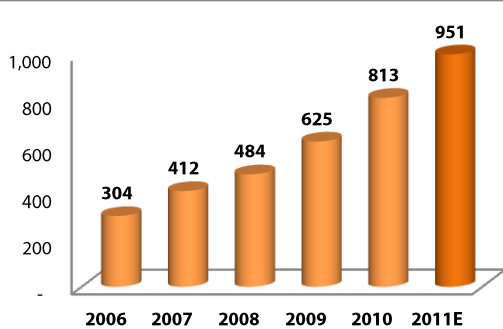
Hoạt động kinh doanh ổn định. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của TLG tương đối cao, bình quân vào khoảng 22% giai đoạn 2006-2010. Động lực tăng trưởng của TLG đến từ việc phát triển thêm các sản phẩm mới và mở rộng năng lực sản xuất. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh của TLG khá ổn định, thể hiện ở các chỉ số như tỷ suất lợi nhuận gộp, chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu, chi phí bán hàng/doanh thu không có nhiều thay đổi giữa các năm.

Năm 2011 khả năng TLG sẽ hoàn thành kế hoạch doanh thu, song lợi nhuận chỉ đạt khoảng 90-95% kế hoạch. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước tính lần lượt đạt 951 tỷ đồng và 74,9 tỷ đồng, tăng 17% và 5,3% so với năm 2010.

Rủi ro. Rủi ro mà TLG có thể gặp phải là sự tăng cao của giá nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, mức tăng giá nguyên liệu đầu thường có xu hướng được chuyển một phần cho người tiêu dùng bằng cách tăng giá bán. Bên cạnh đó là rủi ro cạnh tranh từ các sản phẩm thay thế. Sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ thông tin là một trong những rào cản cho sự tăng trưởng của ngành bút viết - một nhóm sản phẩm chủ chốt của ngành văn phòng phẩm nói chung.

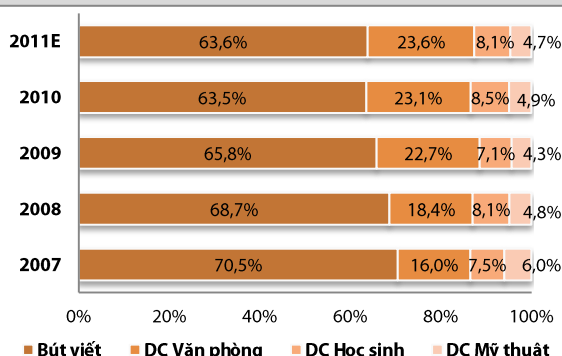
Ngoài ra, nhà đầu tư cần lưu ý thêm việc hàng tồn kho và nợ vay tăng mạnh trong năm 2011 và xem xét hiệu quả quản trị vốn lưu động trong thời gian tới của TLG.

Doanh thu giai đoạn 2006-2011 (tỷ đồng)



Nguồn: TLG, RongViet Securities tổng hợp

Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2007-2011E



Nguồn: TLG, RongViet Securities tổng hợp

PHÂN TÍCH VÀ DỰ PHÓNG

Dự phóng doanh thu

TLG là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường văn phòng phẩm tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng CAGR khoảng 22% giai đoạn 2006-2010. Doanh thu chủ yếu đến từ 4 nhóm sản phẩm chính là bút viết, dụng cụ văn phòng, dụng cụ học sinh và dụng cụ mỹ thuật.

Theo quan điểm của người viết, giai đoạn 2011-2015 doanh thu thuần của TLG sẽ tăng trưởng chậm hơn so với giai đoạn trước với mức tăng trưởng CAGR khoảng 14%. Bên cạnh đó, cơ cấu doanh thu sẽ có sự chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng nhóm dụng cụ văn phòng và giảm tỷ trọng đối với nhóm bút viết, cũng như tăng dần tỷ trọng xuất khẩu. Cụ thể tăng trưởng từng nhóm sản phẩm như sau:

(1) Bút viết

Đây là nhóm sản phẩm chủ lực chiếm khoảng 60-70% cơ cấu doanh thu của TLG và cũng là nhóm sản phẩm TLG giành thị phần áp đảo khoảng hơn 55% tại thị trường văn phòng phẩm Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng của nhóm bút viết đạt khoảng 16% giai đoạn 2007-2010.

Trong chiến lược phát triển dài hạn, nhóm bút viết vẫn tiếp tục là nhóm sản phẩm chủ lực đóng góp chính cho doanh thu của TLG. Với sự vượt trội về năng lực sản xuất so với các đối thủ cạnh tranh chính là Bến Nghé, Hồng Hà, đồng thời TLG quan tâm đầu tư nghiên cứu thêm nhiều mẫu mã mới, hoàn thiện chất lượng nên khả năng duy trì thị phần cao trên 50% trong giai đoạn tới là hoàn toàn có thể.

Tuy nhiên, với sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ thông tin chính là một trong những rào cản cho sự tăng trưởng của ngành bút viết. Do vậy, theo quan điểm của người phân tích, tăng trưởng của nhóm sản phẩm bút viết sẽ có xu hướng chậm dần, tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR giai đoạn 2011-2015 đạt khoảng 13,6%. Năm 2011, doanh thu nhóm sản phẩm bút viết ước đạt khoảng 605,2 tỷ đồng, chiếm 63,6% cơ cấu doanh thu.

(2) Dụng cụ văn phòng

Dụng cụ văn phòng, chiếm khoảng 20% cơ cấu doanh thu, là nhóm sản phẩm có tốc độ tăng trưởng bình quân nhanh nhất của TLG đạt khoảng 30% giai đoạn 2007-2010. Hiện TLG chiếm khoảng 15% thị phần đối với nhóm sản phẩm này.

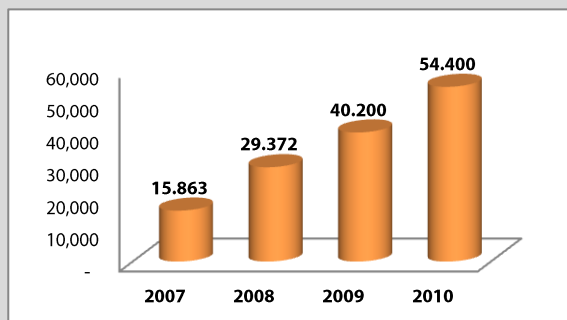
Trong chiến lược phát triển, sản phẩm file bìa hồ sơ được xác định là sản phẩm chiến lược của tập đoàn. Với việc đẩy mạnh phát triển file bìa hồ sơ sẽ là cơ hội giúp TLG mở rộng thị phần trong phân khúc này. Tuy nhiên, sự cạnh tranh tại thị trường văn phòng phẩm tại Việt Nam khá gay gắt do có nhiều nhà cung cấp cả trong nước và nước ngoài. Hơn nữa, rào cản về sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ nói chung là nguyên nhân chính khiến tăng trưởng có xu hướng giảm, dự báo CAGR giai đoạn 2011-2015 đạt khoảng 18,4%. Năm 2011, doanh thu nhóm sản phẩm văn phòng phẩm ước đạt 224,6 tỷ đồng, chiếm 23,6% cơ cấu doanh thu.

(3) Dụng cụ học sinh

Dụng cụ học sinh là nhóm có tăng trưởng khá cao đạt khoảng 22% giai đoạn 2007-2010 và chiếm tỷ lệ ổn định 7-8% cơ cấu doanh thu. Hiện tại, dụng cụ học sinh của TLG đang chiếm khoảng 14% thị phần.

Trong tương lai thị trường tiêu thụ của nhóm sản phẩm này sẽ được mở rộng do xu hướng xã hội hóa giáo dục và sự gia tăng số lượng học sinh sinh viên. Mặt khác, đối tượng khách hàng sử dụng nhóm sản phẩm này lại thuộc nhóm khách hàng mục tiêu đối với sản phẩm bút viết của TLG. Vì vậy khả năng mở rộng thị phần cũng như tăng trưởng trong mảng này của TLG là còn rất lớn. Tăng trưởng bình quân CAGR giai đoạn 2011-2015 dự báo đạt khoảng 13,5%.

Doanh thu xuất khẩu giai đoạn 2007-2010



Nguồn: TLG, RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời

Đvt: %	2008	2009	2010	9T11	2011E
LN Gộp/DT	39,7	37,6	35,9	39,3	38,2
LN HĐKD/DT	15,0	14,4	14,4	10,5	15,7
LNST/DT	9,7	9,4	8,7	8,2	7,9
ROE	13,5	14,2	15,0	-	14,3
ROA	8,7	9,7	9,5	-	7,8

Nguồn: BCTC TLG, RongViet Securities tổng hợp

Hệ thống phân phối của TLG giai đoạn 2007-2011

Năm	2007	2008	2009	2011
Nhà phân phối	84	101	101	104
Điểm bán hàng	22.481	28.470	>30.000	~40.000

Nguồn: TLG, RongViet Securities tổng hợp

(4) Dụng cụ mỹ thuật

Dụng cụ mỹ thuật là nhóm có doanh thu nhỏ nhất của TLG, chỉ chiếm khoảng 4% trong cơ cấu doanh thu, tăng trưởng bình quân CAGR giai đoạn 2007-2010 đạt 13%. Hiện tại, TLG chiếm khoảng 9% thị phần trong phân khúc này.

Tuy nhiên với chiến lược phát triển thêm nhiều sản phẩm phục vụ đối tượng thiếu nhi, như sáp nặn, bút tô màu thì khả năng trong tương lai thị phần của TLG sẽ được cải thiện tốt hơn. Dự báo tăng trưởng bình quân của nhóm sản phẩm này giai đoạn 2011-2015 đạt khoảng 14,2%. Năm 2011, doanh thu ước tính đạt khoảng 44,5 tỷ đồng, chiếm 4,7% cơ cấu doanh thu.

(5) Doanh thu xuất khẩu

Xuất khẩu có xu hướng ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng doanh thu. Năm 2010, xuất khẩu đóng góp khoảng 6,6%, tương đương 54,4 tỷ đồng. Ngoài các thị trường truyền thống trong khu vực ASEAN, TLG đã mở rộng thị trường sang các nước khác như Mỹ, Nhật, Trung Quốc. Với tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR khoảng 44% giai đoạn 2006-2010, ước tính xuất khẩu có thể đóng góp khoảng 8-10% doanh thu cho TLG trong những năm sắp tới.

Dự phóng doanh thu theo sản phẩm					
(Đvt: tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015
Bút viết	605,2	708,1	828,4	952,7	1.095,6
Dụng cụ văn phòng	224,6	269,5	328,7	410,9	521,9
Dụng cụ học sinh	76,7	88,2	101,4	119,7	141,2
Dụng cụ mỹ thuật	44,4	51,1	58,8	69,4	81,8
Tổng Doanh thu	950,9	1.116,8	1.317,4	1.552,7	1.840,6

Dự phóng khả năng sinh lời

Giai đoạn 2006-2010, hoạt động sản xuất kinh doanh của TLG tương đối ổn định. Theo đó, các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời như tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận biên, lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) không có nhiều thay đổi giữa các năm.

Nguyên liệu nhập khẩu bao gồm hạt nhựa, mực và đầu bi chiếm khoảng 70% tổng chi phí sản xuất. Từ đầu năm 2011 đến nay, giá nguyên liệu đã tăng bình quân 10%, riêng giá hạt nhựa đã tăng khoảng 28% do diễn biến phức tạp của giá dầu. Tuy nhiên, TLG đã chuyển phần lớn chi phí này cho người tiêu dùng thông qua việc tăng giá bán nhằm bảo đảm biên lợi nhuận gộp giữ ở mức 35-40%.

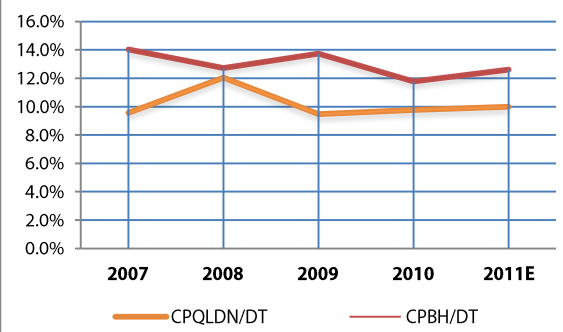
Song về lâu dài, do cạnh tranh trong ngành ngày càng gay gắt bên cạnh sự phát triển mạnh mẽ của các sản phẩm thay thế khiến khả năng chuyển chi phí cho người tiêu dùng sẽ khó được chấp nhận. Vì vậy, theo quan điểm của người viết, tỷ suất lợi nhuận gộp đối với từng nhóm sản phẩm sẽ có xu hướng giảm nhẹ dần qua các năm. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp chung vẫn có thể duy trì dao động quanh mức 38% nhờ sự chuyển dịch cơ cấu doanh thu theo hướng tăng tỷ trọng nhóm có biên lợi nhuận gộp cao khoảng 39-40% là dụng cụ văn phòng, mỹ thuật và giảm tỷ trọng nhóm có biên lợi nhuận gộp thấp hơn là bút viết 35-37%.

Dự phóng lợi nhuận gộp					
Đvt: tỷ đồng	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	950,9	1.116,8	1.317,4	1.552,7	1.840,6
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38,2%	38,5%	37,9%	37,9%	38,0%
Lợi nhuận gộp	363,7	429,9	499,1	588,9	699,1

Dự phóng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

TLG là doanh nghiệp có hệ thống phân phối mạnh. Năm 2011, TLG có khoảng

CPBH/DT và CPQLDN/DT giai đoạn 2006-2011



Nguồn: BCTC TLG, RongViet Securities tổng hợp

104 nhà phân phối (đội ngũ bán hàng của Thiên Long) đảm nhận nhiệm vụ phân phối sỉ và lẻ cho hơn 40.000 điểm bán hàng. Bên cạnh đó, hệ thống các công ty Tân Lực thuộc tập đoàn Thiên Long ra đời vào cuối năm 2010 nhằm tập trung vào các kênh tiêu thụ khác như mảng bán hàng trực tiếp cho doanh nghiệp, siêu thị, trường học, bán lẻ và bán hàng qua mạng. Do vậy tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu của TLG khá lớn, dao động lần lượt quanh mức 13% và 10%.

Trong thời gian tới, tăng trưởng vẫn là ưu tiên hàng đầu của TLG nên dự báo công ty vẫn tiếp tục đẩy mạnh mở rộng phân phối và quảng cáo do vậy tỷ lệ CPBH/DT dự báo vẫn giữ ở mức cao, dao động trong khoảng từ 13-15%. Chi phí quản lý hiện vẫn đang trong xu hướng tăng nhẹ qua từng năm, dự báo tỷ lệ CPQLDN/DT dao động trong khoảng từ 11-12%.

Dự phóng doanh thu tài chính và chi phí tài chính

Thu nhập từ hoạt động tài chính của TLG chủ yếu là từ lãi tiền gửi ngân hàng và lãi chênh lệch tỷ giá, song không có nhiều thay đổi giữa các năm. Tỷ số thu tài chính so với đầu tư tài chính dự báo dao động ở mức 20% giai đoạn 2011-2015.

Chi phí tài chính phần lớn là chi phí lãi vay ngân hàng. Người phân tích ước tính tổng chi phí tài chính của TLG trong năm 2011 sẽ vào khoảng 63,5 tỷ đồng, và tăng khoảng 10% mỗi năm những năm tiếp theo.

Dự phóng lợi nhuận

Mặc dù tỷ suất lợi nhuận biên của TLG duy trì ổn định ở mức khá cao 37-39%/năm, song do chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm lần lượt 13-15% và 11-12% doanh thu, bên cạnh chi phí tài chính ngày càng tăng mạnh đã khiến tỷ suất lợi nhuận ròng chỉ duy trì ở mức 8-9%/năm.

Theo các thông tin dự phóng ở trên, lợi nhuận sau thuế năm 2011 đạt khoảng 80,6 tỷ đồng, tăng 13,4% so với năm 2010, tương ứng với mức EPS 2011 vào khoảng 4.566 đồng/cp.

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh					
Đvt: tỷ đồng	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần	950,9	1.116,8	1.317,4	1.552,7	1.840,6
Lợi nhuận trước thuế	99,9	113,0	123,4	135,7	167,8
Lợi nhuận sau thuế	74,9	84,8	92,6	101,7	125,9
EPS (đồng/cp)	4.245	4.803	5.245	5.765	7.131

Dự phóng bảng cân đối kế toán

Trong những năm gần đây giá nguyên vật liệu biến động mạnh theo xu hướng tăng do đó hàng tồn kho chiếm tỷ trọng ngày càng lớn khoảng trên 50% trong cấu trúc tài sản của TLG. Dự báo những năm sau, hàng tồn kho sẽ vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao, chiếm khoảng 45-50% tổng tài sản.

Ngoài ra, TSCĐ cũng chiếm một tỷ lệ khá cao trong cấu trúc tài sản. TLG đang ở giai đoạn phát triển về năng lực sản xuất nên nhà xưởng, máy móc đều được đầu tư thêm hàng năm. Năm 2011, TLG đã mở rộng năng lực sản xuất lên 50-55 triệu SKU/tháng (*) (~ 660 triệu SKU/năm) so với mức 45 triệu SKU/tháng năm 2010 và dự kiến sẽ đạt mức 80 triệu SKU/tháng năm 2014. TSCĐ trong 3 năm từ 2008-2010 đạt mức tăng trưởng bình quân 18,3%. Tuy nhiên tỷ trọng TSCĐ/DT đang có xu hướng giảm do doanh thu tăng với tốc độ nhanh hơn. Năm 2011, dự kiến nguyên giá tài sản cố định đạt khoảng 380 tỷ đồng.

Xét về cấu trúc vốn, do nguồn tiền mặt công ty chỉ chiếm khoảng 4% tổng tài sản nên tỷ lệ sử dụng nợ vay của TLG khá cao, chiếm trên 25% tổng tài sản. Mục đích sử dụng vốn vay là để tài trợ cho hàng tồn kho và xây dựng nhà xưởng, mua sắm

Cấu trúc tài chính

Đvt: %	2008	2009	2010	2011E
Cấu trúc tài sản				
Tiền/TTS	7,6	8,2	5,0	4,0
Phải thu/TTS	5,3	6,0	6,9	6,9
HTK/TTS	33,9	39,1	45,2	52,0
TSCĐ/TTS	36,3	32,3	26,0	23,5
Cấu trúc vốn				
Nợ ngắn hạn/TTS	22,6	30,0	40,8	39,3
Tổng nợ/TTS	34,6	37,2	45,2	45,2
Vay ngắn hạn/TTS	13,1	17,0	26,2	24,8
Vay dài hạn/TTS	10,8	6,2	3,3	4,9

Nguồn: BCTC TLG, RongViet Securities tổng hợp

(*)**Chú thích:** SKU (stock keeping unit) là đơn vị phân loại hàng hóa bằng việc kết hợp tính duy nhất về hình dạng, sự thích hợp, chức năng.

máy móc thiết bị nhằm mở rộng năng lực sản xuất. Sử dụng vốn vay nhiều và hầu như không có ưu đãi nào về lãi suất (chi phí lãi vay USD hiện tại là 6-7% và chi phí lãi vay tiền đồng khoảng 20%) hiện đang tạo gánh nặng tài chính cho TLG.

Rủi ro đầu tư kinh doanh

- *Rủi ro về nguyên vật liệu.* Với diễn biến khá phức tạp của giá dầu trong thời gian qua, giá hạt nhựa có thể sẽ còn biến động nhiều. Giá bán của TLG sẽ có những thời điểm không thể tăng nhanh và bằng với giá nguyên vật liệu, có thể dẫn đến kết quả kinh doanh không khả quan.
- *Rủi ro về tỷ giá.* Do doanh nghiệp nhập khẩu tới gần 70% lượng nguyên vật liệu nên biến động tỷ giá sẽ làm tăng giá thành sản xuất. Mức tăng trưởng có thể sẽ không cao như kỳ vọng vì lỗ tỷ giá.
- *Rủi ro về lãi suất.* Lãi suất vay cao sẽ tạo áp lực tăng lên chi phí sản xuất và giá bán. Chủ trương duy trì biên lợi nhuận trong khoảng 35% - 40% bằng cách điều chỉnh giá bán có thể sẽ khó đạt được vì giá bán cao sẽ làm giảm sức cạnh tranh và thị phần của TLG.
- *Rủi ro từ các sản phẩm thay thế.* Sự phát triển mạnh mẽ của công nghệ thông tin chính là một trong những rào cản cho sự tăng trưởng của ngành bút viết - một nhóm sản phẩm chủ chốt của ngành văn phòng phẩm nói chung.

ĐỊNH GIÁ

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để định giá cổ phiếu TLG. Phương pháp FCFF được sử dụng với tỷ suất chiết khấu (WACC) giai đoạn 2011 – 2015 là 19,6% và từ 2015 trở đi là 17,6%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 7,4%. Kết quả cho ra giá trị cổ phiếu TLG là **20.600 đồng/cp**.

Dự phóng dòng tiền	2011	2012	2013	2014	2015
Lợi nhuận sau thuế	74,9	84,8	92,6	103,2	128,4
+ Khấu hao	34,7	36,6	38,3	39,8	41,4
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	24,4	26,0	30,6	27,7	26,8
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	134,0	147,4	161,5	170,8	196,6
Thay đổi vốn lưu động	-153,6	-46,8	-75,6	-71,9	-78,7
Chi phí đầu tư thuần	-18,5	-23,3	-21,6	-20,1	-20,8
DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY (FCFF)	-38,0	77,4	64,2	78,7	97,1

CTCP Tập đoàn Thiên Long

Lô 6-8-10-12 Đường số 3, KCN Tân Tạo

Q. Bình Tân, Tp. Hồ Chí Minh

ĐT: (84 – 08) 375 055 55

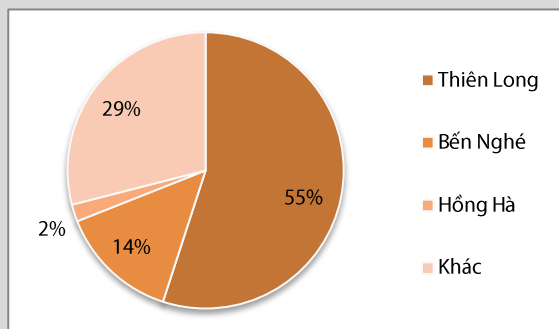
Fax: (84 – 08) 375 055 77

Website: www.thienlong.vn

Thành lập:	Năm 1981
Cổ phần hóa:	Năm 2005
Niêm yết:	Năm 2010
Lao động	2.838 người

Quản trị - Điều hành

- Cô Gia Thọ, CT. HĐQT
- Trần Kim Thành, PCT. HĐQT
- Trần Lệ Nguyên, TV. HĐQT
- Cô Cẩm Nguyệt, TV. HĐQT
- Trần Thái Như, TV.HĐQT
- Cô Ngân Bình, TV.HĐQT
- Huỳnh Văn Thiện, TV.HĐQT
- Võ Văn Thành Nghĩa, TGĐ

Thị phần bút viết tại Việt Nam năm 2011

Nguồn: TLG, RongViet Securities tổng hợp

TỔNG QUAN CÔNG TY

TLG được thành lập từ năm 1981 với VDL 100 tỷ đồng, cổ phần hóa năm 2005 và niêm yết trên HSX vào 3/2010. Sau 2 lần tăng vốn, hiện TLG hoạt động với VDL 155 tỷ đồng.

Cổ đông lớn gồm có: CTCP Đầu tư Thiên Long An Thịnh (đại diện ông Cô Gia Thọ - CT.HĐQT) 54,29%; BVS 7,05%; Ông Cô Gia Thọ - CT.HĐQT 6,68%; KDC (đại diện ông Trần Lệ Nguyên – TV.HĐQT) 2,22%; Ông Trần Lệ Nguyên TV.HĐQT 2,23%...

Cơ cấu tổ chức của TLG gồm 5 công ty con là Thiên Long Long Thành (VDL 80 tỷ đồng - TLG 65%); Thiên Long Hoàn Cầu (VDL 20 tỷ đồng - TLG 100%); Tân Lực (VDL 20 tỷ đồng - TLG 100%); Tân Lực Miền Bắc (VDL 5 tỷ đồng – TLG 100%); Tân Lực Miền Tây (VDL 5 tỷ đồng – TLG 100%) và 4 văn phòng đại diện tại Lào, Cambodia, Trung Quốc, Thái Lan.

Hoạt động sản xuất kinh doanh**Sản phẩm chính và Thị phần****(1) Bút viết**

Đây là nhóm sản phẩm chủ lực tạo nền tảng cho sự phát triển của TLG, đóng góp khoảng 60-70% trong cơ cấu doanh thu. Các sản phẩm chính gồm có: bút viết cao cấp, bút bi, bút gel, bút butter gel, bút lông kim, ruột bút.

Sự cạnh tranh trong nhóm mặt hàng này chủ yếu diễn ra giữa các doanh nghiệp trong nước, chiếm hơn 70% thị phần. Trong đó, 3 doanh nghiệp dẫn đầu là Thiên Long, Bến Nghé, Hồng Hà với thị phần lần lượt là 55%, 14%, 2%. Hàng nhập khẩu đến từ Trung Quốc mặc dù có giá rẻ và hình thức khá đẹp mắt nhưng do chất lượng và nguồn hàng cung cấp không ổn định, nên chỉ chiếm thị phần khá khiêm tốn ở thị trường Việt Nam. Một số ít nhập từ các nước phát triển như EU, Nhật, Mỹ chủ yếu là hàng cao cấp song do giá cao và khác nhau về thị hiếu nên không có nhiều ưu thế.

(2) Dụng cụ văn phòng

Đây là nhóm sản phẩm có tốc độ tăng trưởng cao nhất của TLG và ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu. Các sản phẩm chính bao gồm: bìa file, bút lông bảng, bút lông dầu, bút dạ quang.

Sự cạnh tranh trong nhóm này tại thị trường Việt Nam khá gay gắt. Trong nước, các đối thủ chính của Thiên Long là Hồng Hà, Cửu Long, Trần Vĩnh Phát. Tuy nhiên, sản phẩm của các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và của Thiên Long nói riêng cung cấp ra thị trường còn hạn chế về chủng loại cũng như mẫu mã. Rất nhiều chủng loại dụng cụ văn phòng do các nhà sản xuất nước ngoài chiếm thị phần áp đảo như dao rọc giấy, máy bấm lỗ, nhãn sticker, sổ tay...

(3) Dụng cụ học sinh

Nhóm dụng cụ học sinh của Thiên Long bao gồm các sản phẩm: bút chì bấm, bút chì gỗ, gôm, kéo, gọt bút chì, keo, hồ dán, bảng học sinh, thước kẻ, bút máy, mực bút máy, phấn không bụi. Hiện TLG chiếm khoảng 14% thị phần đối với nhóm dụng cụ học sinh. Đối thủ cạnh tranh trong nước chủ yếu là Hồng Hà, MIC.

(4) Dụng cụ mỹ thuật

Đây là nhóm sản phẩm có đóng góp nhỏ nhất trong cơ cấu doanh thu, chỉ chiếm

khoảng hơn 5%. Các sản phẩm chính gồm có: bút sáp, màu nước, bút chì màu, bút lông tô màu và sáp dầu. Thị phần hiện tại của TLG đối với nhóm sản phẩm này khoảng 9%.

Năng lực sản xuất

Hiện tại, TLG có 1 nhà máy sản xuất tại KCN Tân Tạo, Bình Tân, HCM với công suất thiết kế 540 SKU/năm. Hiệu suất hoạt động nhà máy đạt khoảng 95-100%. Vị thế của nhà máy nằm cạnh quốc lộ 1A thuận tiện cho việc vận chuyển nguyên vật liệu và phân phối thành phẩm tới tất cả các đầu mối phân phối tại các thị trường chính.

Ngoài ra, sản phẩm file bìa hồ sơ được sản xuất tại nhà máy Thiên Long Long Thành (TLG 65%) tại KCN Long Thành, Đồng Nai. Công suất thiết kế 200 SKU/năm.

Nguyên vật liệu

Hầu hết các nguyên vật liệu chính sử dụng như đầu bút, hạt nhựa, mực đều được TLG nhập khẩu từ nước ngoài, một số nguyên vật liệu khác như ống ruột, ống vỏ bút lông, lò xo thì được mua từ các nhà cung cấp trong nước. Đối với các loại nguyên vật liệu trên, hạt nhựa là nguyên liệu có giá biến động nhất do phụ thuộc vào diễn biến giá dầu thô trên thế giới.

Đa số các nhà cung ứng nguyên vật liệu cho Công ty là đối tác truyền thống, các nhà cung cấp nổi tiếng, uy tín đã có mối quan hệ làm ăn lâu dài. Chính vì vậy Thiên Long luôn đảm bảo và chủ động được về nguồn nguyên liệu đầu vào phục vụ cho sản xuất.

Vị thế công ty

Với hơn 30 năm hoạt động, TLG đã xây dựng được cho mình một thương hiệu mạnh trong lĩnh vực sản xuất và cung cấp văn phòng phẩm tại Việt Nam. Đặc biệt với nhóm sản phẩm bút viết, Thiên Long đã trở thành thương hiệu dẫn đầu với việc chiếm hơn 55% thị phần.

Ngoài ra, hệ thống phân phối mạnh cũng là một lợi thế cạnh tranh lớn của TLG. Đối với thị trường trong nước, mạng lưới phân phối của TLG phủ khắp 63/63 tỉnh thành với hơn 104 nhà phân phối và 40.000 điểm bán lẻ. Bên cạnh đó, TLG cũng thiết lập và trực tiếp quản lý 2 kênh phân phối là hệ thống siêu thị, nhà sách và bán trực tiếp cho cơ quan, trường học.

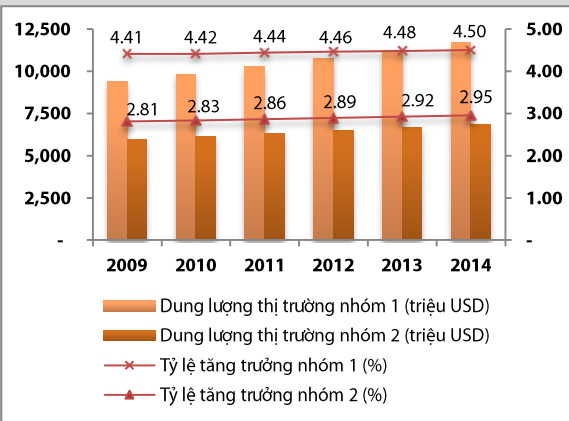
Đối với thị trường nước ngoài, sản phẩm mang thương hiệu TLG chủ yếu được xuất khẩu sang một số nước châu Á như Lào, Campuchia, Trung Quốc thông qua văn phòng đại diện và xuất theo đơn đặt hàng, gia công cho một số nước ở châu Âu, Mỹ.

Tiềm năng tăng trưởng

Nhìn chung, ngành bút viết và văn phòng phẩm là ngành tương đối ổn định, có tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 10% - 12% và không bị ảnh hưởng quá nhiều khi nền kinh tế biến động.

Sự tăng trưởng dung lượng của thị trường văn phòng phẩm, sự phát triển của dân số, phổ cập giáo dục và tăng thu nhập bình quân đầu người là các yếu tố quan trọng đảm bảo khả năng tăng trưởng ổn định trong dài hạn của TLG.

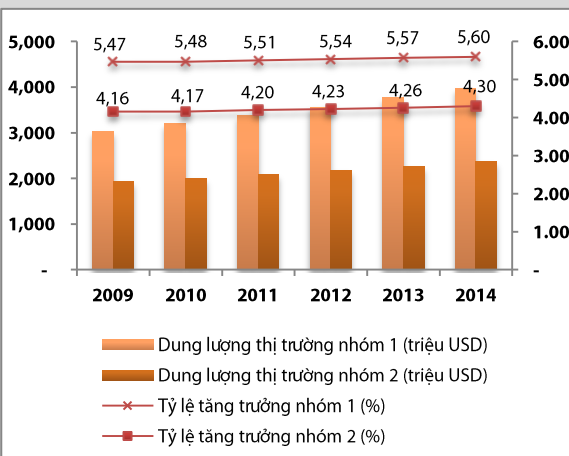
Thị trường văn phòng phẩm thế giới giai đoạn 2009-2014



Nguồn: ICON Group International, 2008

Báo cáo niêm yết TLG, RongViet Securities tổng hợp

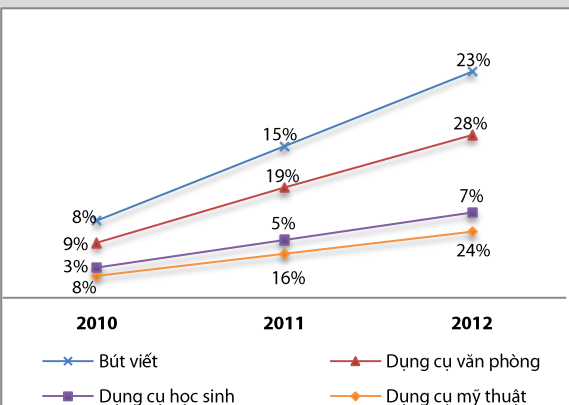
Thị trường văn phòng phẩm châu Á giai đoạn 2009-2014



Nguồn: ICON Group International, 2008

Báo cáo niêm yết TLG, RongViet Securities tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng hàng năm theo nhóm sản phẩm giai đoạn 2010-2012



Nguồn: Nielsen, Báo cáo bạch TLG

RongViet Securities tổng hợp

SƠ LƯỢC NGÀNH VĂN PHÒNG PHẨM

Ngày nay, văn phòng phẩm nói chung và bút viết nói riêng đã trở thành loại hàng tiêu dùng đáp ứng nhu cầu thường xuyên của con người. Cùng với việc tăng thu nhập bình quân đầu người và phổ cập giáo dục thì ngành văn phòng phẩm đã không còn chịu ảnh hưởng nhiều của tính thời vụ hay phụ thuộc hoàn toàn vào trường học nữa. Bên cạnh đó, sự phát triển của ngành văn phòng phẩm cũng đến từ sự gia tăng nhu cầu sử dụng các sản phẩm có tính tiện ích cao.

Nghiên cứu của tổ chức ICON Group International về thị trường văn phòng phẩm thế giới. Cuộc điều tra được tiến hành trên 200 nước và điều tra trên 2 mảng chính của nhóm văn phòng phẩm: (1) Bút và ruột bút các loại, bút chì bấm, bút lông các loại; (2) Bút chì các loại, dụng cụ mỹ thuật, dụng cụ học sinh. Theo đó, dự kiến thị trường văn phòng phẩm thế giới giai đoạn 2010-2014 như sau:

Tóm tắt		2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nhóm 1	Dung lượng thị trường (triệu \$)	9.413,8	9.829,6	10.265,8	10.723,67	11.204,3	11.709,0
	Tỷ lệ tăng mỗi năm (%)	4,41	4,42	4,44	4,46	4,48	4,50
	Tỷ lệ tăng so với năm 2009 (%)		4,42	9,05	13,91	19,02	24,38
Nhóm 2	Dung lượng thị trường (triệu \$)	5.948,5	6.116,9	6.291,8	6.473,5	6.662,3	6.858,7
	Tỷ lệ tăng mỗi năm (%)	2,81	2,83	2,86	2,89	2,92	2,95
	Tỷ lệ tăng so với năm 2009 (%)		2,83	5,77	8,83	12,00	15,30

Nguồn: Báo cáo bạch TLG

Qua các số liệu điều tra có thể thấy ngành văn phòng phẩm vẫn có sự tăng trưởng trong những năm tiếp theo mặc dù có những trở ngại như điện tử hóa, số hóa trên toàn cầu.

Bên cạnh đó, báo cáo cũng đề cập đến dung lượng thị trường giữa các châu lục, trong đó châu Á chiếm tỷ trọng cao nhất thế giới về dung lượng thị trường của cả 2 nhóm văn phòng phẩm.

Nghiên cứu của Nielsen về thị trường bút viết và văn phòng phẩm Việt Nam cho thấy tiềm năng tăng trưởng của ngành là khá lớn. Theo nghiên cứu, tăng trưởng của thị trường Việt Nam khoảng 7%/năm và tổng tỷ lệ tăng trưởng đến năm 2012 là 21%, cao hơn tăng trưởng chung của khu vực châu Á. Ngoài ra, trong các nhóm sản phẩm, dụng cụ văn phòng có tốc độ tăng trưởng cao nhất 10%, tiếp đến là bút viết, dụng cụ mỹ thuật 8%, dụng cụ học sinh 2%.

Tóm tắt (ĐVT: triệu đồng)	Dung lượng thị trường từ 2009-2012			
	2009	2010	2011	2012
Nhóm bút viết	627.121	674.359	724.256	772.439
Nhóm dụng cụ văn phòng	1.297.654	1.414.332	1.539.686	1.660.336
Nhóm dụng cụ học sinh	682.605	705.083	717.649	730.551
Nhóm dụng cụ mỹ thuật	9.852	10.594	11.431	12.179
Tổng cộng	2.617.232	2.804.368	2.981.591	3.175.505

Nguồn: Báo cáo bạch TLG

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2008A	2009A	2010A	2011E
Doanh thu thuần	484,5	625,4	813,4	950,9
Giá vốn	292,0	390,3	521,3	587,2
Lãi gộp	192,5	235,1	292,0	363,7
Chi phí bán hàng	61,7	86,0	95,7	114,1
Chi phí quản lý	58,3	59,3	79,5	99,8
Lợi nhuận từ HĐKD	72,5	89,8	116,8	149,8
Lợi nhuận từ HĐTC	(11,7)	(10,8)	(25,9)	(52,7)
Lợi nhuận khác	2,0	(0,1)	2,6	2,8
EBIT	62,8	91,4	116,6	142,6
Lợi nhuận trước thuế	62,8	79,0	93,5	99,9
Thuế TNDN	21,2	28,0	22,5	25,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	(5,4)	(7,6)	(0,2)	-
Lợi nhuận sau thuế	46,9	58,6	71,1	74,9

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2008A	2009A	2010A	2011E
Tăng trưởng				
Doanh thu	17,6%	29,1%	30,1%	16,9%
Lợi nhuận HĐKD	24,6%	24,0%	30,0%	28,2%
EBIT	6,4%	45,6%	27,6%	22,3%
Lợi nhuận trước thuế	26,5%	25,8%	18,3%	6,9%
Lợi nhuận sau thuế	25,5%	24,9%	21,3%	5,4%
Tổng tài sản	46,5%	11,9%	24,8%	27,2%
Vốn chủ sở hữu	120,2%	10,9%	9,5%	32,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	12,7%	14,1%	17,9%	7,6%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	39,7%	37,6%	35,9%	38,2%
LN HĐKD / Doanh thu	15,0%	14,4%	14,4%	15,7%
EBIT/ Doanh thu	13,0%	14,6%	14,3%	15,0%
LN TT/ Doanh thu	13,0%	12,6%	11,5%	10,5%
LN ST/ Doanh thu	9,7%	9,4%	8,7%	7,9%
ROA	8,7%	9,7%	9,5%	7,8%
ROIC or RONA	11,3%	13,9%	16,0%	12,9%
ROE	14,4%	16,2%	18,0%	14,3%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	16,9	17,3	15,7	14,3
Vòng quay hàng tồn kho	1,6	1,7	1,5	1,2
Vòng quay khoản phải trả	5,7	5,0	4,8	4,2
Vòng quay TSCĐ	2,5	3,2	4,2	4,2
Vòng quay Tổng tài sản	0,9	1,0	1,1	1,0

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2,2	1,9	1,5	1,7
Nhanh	0,7	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	0,3	0,3	0,2	0,1

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	57,2%	62,0%	85,8%	82,8%
Tổng nợ / Tổng tài sản	34,6%	37,2%	45,2%	45,3%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	21,7%	28,3%	49,8%	45,4%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	17,8%	10,4%	6,3%	9,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2008A	2009A	2010A	2011E
Tiền	41,2	49,7	37,4	36,0
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,8	10,9	15,1	15,1
Các khoản phải thu	28,6	36,2	51,7	66,6
Tồn kho	182,9	235,5	339,9	499,1
Tài sản ngắn hạn khác	15,7	7,1	8,4	17,6
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	269,2	339,3	452,5	634,4
Tài sản cố định hữu hình	171,9	171,1	172,4	202,4
Nguyên giá	275,2	302,7	325,7	380,4
Khấu hao	(103,4)	(131,6)	(153,3)	(178,0)
Tài sản cố định vô hình	23,6	23,7	23,2	23,0
Nguyên giá	26,5	27,3	27,6	28,1
Khấu hao	(2,9)	(3,6)	(4,3)	(5,1)
Xây dựng cơ bản dở dang	14,9	22,6	55,0	20,0
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	50,9	36,0	33,7	38,8
Tài sản dài hạn khác	8,4	10,2	15,3	38,2
TSCĐ và đầu tư dài hạn	269,7	263,5	299,7	322,4
TỔNG TÀI SẢN	538,9	602,8	752,1	956,8

Các khoản phải trả ngắn hạn	121,9	181,0	306,9	377,0
Tiền hàng phải trả và ứng trước	26,8	42,0	73,1	82,2
Khoản phải trả ngắn hạn khác	24,4	36,5	36,4	57,1
Vay và nợ ngắn hạn	70,7	102,5	197,4	237,7
Các khoản phải trong dài hạn	64,8	43,1	32,7	56,3
Vay và nợ dài hạn	58,1	37,4	24,9	47,3
Khoản phải trả dài hạn khác	6,6	5,7	7,9	9,1
Tổng nợ	186,6	224,1	339,6	433,3
Vốn chủ sở hữu	323,3	358,8	391,6	522,0
Vốn đầu tư của CSH	155,0	155,0	155,0	176,5
Thặng dư vốn	130,7	130,8	130,8	145,9
Cổ phiếu ngân quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	22,1	52,4	79,0	88,2
Quỹ đầu tư và phát triển	9,7	12,1	15,0	17,8
Quỹ dự phòng tài chính	6,4	8,8	11,7	14,6
Khác	21,5	52,2	79,0	79,0
Nguồn kinh phí và quỹ khác	2,9	2,9	4,5	1,5
Nguồn vốn chủ sở hữu	326,2	361,7	396,1	523,5
Lợi ích cổ đông thiểu số	26,1	17,0	16,4	-
TỔNG NGUỒN VỐN	538,9	602,8	752,1	956,8

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2008	2009	2010A	2011E
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	15.500	15.500	15.500	17.650
Giá thị trường cuối năm(VND)	N/A	N/A	30.000	21.600
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	3.150	3.790	4.590	4.245
Giá trị sổ sách (VND)	20.856	23.150	25.262	29.576
Cổ tức (tiền mặt) VND	N/A	N/A	2.000	2.000
P/E (x)	N/A	N/A	6,5	5,1
P/B (x)	N/A	N/A	1,2	0,7
Dividend Yield (%)	N/A	N/A	6,7	9,3

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
----------------	--------------	-------------	------------------------	--------------

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Người phân tích đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của người phân tích.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà người phân tích cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, người phân tích không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của người phân tích có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2012.**