

Công nghiệp

Báo cáo lần đầu

Tháng 8, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **92.800**

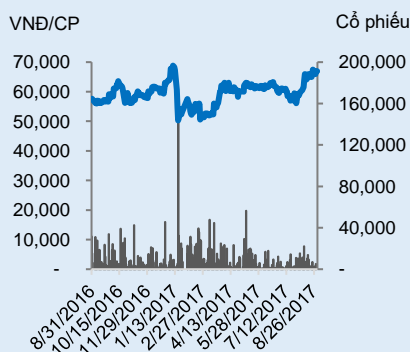
Giá thị trường (31/8/2017) 66.900

Lợi nhuận kỳ vọng 38,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	50.300-68.820
Vốn hóa	723 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	10.800.000
KLGD bình quân 10 ngày	2.622
% sở hữu nước ngoài	14,98%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3%
Beta	0,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
INN	4,6%	11,7%	7,6%	27,8%
VN-Index	16,5%	-0,8%	4,3%	10,2%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhoa@baoviet.com.vn

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp

Mã giao dịch: INN

Reuters: INN.HN

Bloomberg: INN VN

Doanh nghiệp bao bì dẫn đầu khu vực phía Bắc

Tăng trưởng kinh tế thúc đẩy người dân tiêu dùng

Nền kinh tế phục hồi và quay lại tăng trưởng đã thúc đẩy người tiêu dùng tăng chi tiêu lên các sản phẩm thức ăn, đồ uống, làm đẹp, chăm sóc bản thân... Điều này giúp cho ngành Bao bì tăng trưởng tích cực trong tương lai. Hiệp hội bao bì Việt Nam (VINPAS) dự đoán lĩnh vực đóng gói bao bì sẽ tăng trưởng khoảng 15-20%/năm trong những năm tới do nhu cầu của thị trường trong nước và xuất khẩu được dự báo tăng cao.

Tiêu dùng bao bì của Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực.

Sản lượng tiêu dùng sản phẩm bao bì của Việt Nam vẫn đang ở mức thấp trong khu vực. Mức khoảng cách chênh lệch sẽ ở mức xa hơn khi xem xét về mặt giá trị. Giá trị tiêu dùng bao bì Việt Nam vào khoảng 69 USD/người/năm, thấp hơn mức bình quân của thế giới là 113 USD/người/năm.

INN là doanh nghiệp có công nghệ in ấn hiện đại hàng đầu khu vực phía Bắc.

Trong nhiều năm qua, INN luôn thuộc nhóm 4 doanh nghiệp ngành in bao bì hàng đầu của miền Bắc, dẫn đầu về trình độ công nghệ hiện đại và sức cạnh tranh trên thị trường. Ở nhóm sản phẩm mà INN đang kinh doanh, INN là doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn nhất và sở hữu công nghệ hiện đại với lợi thế cạnh tranh hơn đối thủ. INN cũng là một trong hai công ty đạt được chuẩn GMP bao bì được phẩm ở phía Bắc.

Nhà máy mới giúp năng lực sản xuất của INN tăng mạnh.

ĐHCD năm 2015 đã thông qua kế hoạch đầu tư 270 tỷ đồng để mở rộng nhà máy ở Hưng Yên, nâng công suất sản xuất bao bì mềm thêm 15.000 tấn/năm. Dự kiến nhà máy mở rộng sẽ chính thức đi vào hoạt động trong tháng 9/2017. Nhà máy mở rộng sẽ được miễn thuế trong 2 năm đầu hoạt động và giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 4 năm tiếp theo.

Nhà máy cũ hết khấu hao

Hệ thống máy móc đầu tư vào năm 2014 sẽ hết khấu hao vào năm 2017, giúp tiết kiệm khoảng 23 tỷ đồng so với năm 2016. Hệ thống máy móc thiết bị này mặc dù đã hết khấu hao nhưng vẫn hoạt động tốt và vẫn tiếp tục đóng góp vào doanh thu chung của công ty.

Định giá và quan điểm đầu tư.

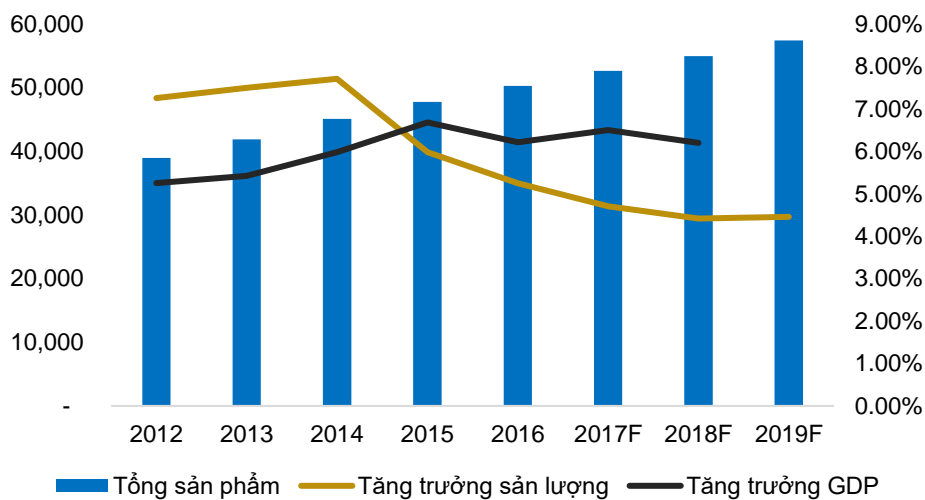
Sử dụng phương pháp định giá FCFE chúng tôi xác định mức giá nội tại cổ phiếu INN là 92.800 VND/CP, tương đương với mức P/E năm 2018 là 10,71 lần và cũng tương đương với mức bình quân P/E của các cổ phiếu bao bì niêm yết. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu INN với mức giá mục tiêu là 92.800 VND/CP.

TỔNG QUAN NGÀNH BAO BÌ

Tăng trưởng kinh tế thúc đẩy người dân tiêu dùng

Nền kinh tế phục hồi và quay lại tăng trưởng đã thúc đẩy người tiêu dùng tăng chi tiêu lên các sản phẩm thức ăn, đồ uống, làm đẹp, chăm sóc bản thân... Các doanh nghiệp nước ngoài ưa thích yếu tố dân số trẻ và nền kinh tế tăng trưởng nhanh vì vậy dòng vốn FDI vào Việt Nam liên tục tăng trưởng trong những năm qua. Những yếu tố này đã giúp cho ngành bao bì tăng trưởng và tiềm năng tiếp tục tăng trưởng trong tương lai. Hiệp hội bao bì Việt Nam (VINPAS) dự đoán lĩnh vực đóng gói bao bì **sẽ tăng trưởng khoảng 15-20%/năm về mặt giá trị** trong những năm tới mặc dù chỉ tăng khoảng 4-5% về sản lượng (theo Euro Monitor).

Tổng sản phẩm bao bì (triệu cái), tăng trưởng sản lượng sản phẩm bao bì và tăng trưởng GDP

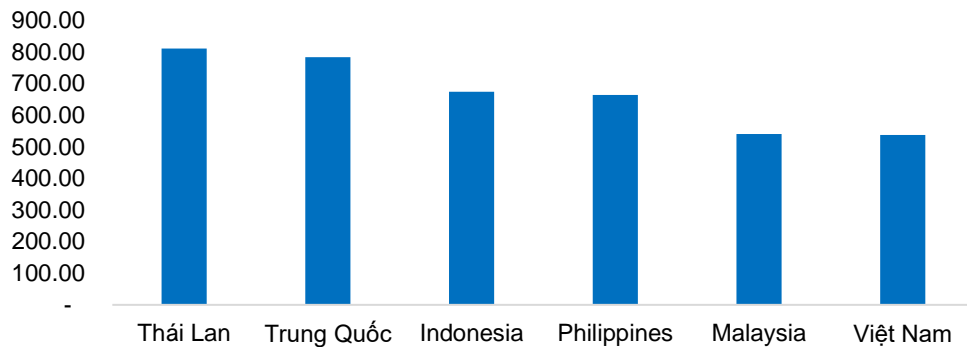


Nguồn: Euro Monitor, World Bank và Tổng cục thống kê

(Ghi chú: tổng sản phẩm bao bì ở đây được thống kê từ các ngành: Thực phẩm, đồ uống, làm đẹp và chăm sóc con người, đồ gia dụng, thuốc lá, khăn giấy, dược phẩm và thực phẩm cho chó mèo).

Tiêu dùng bao bì của Việt Nam còn thấp so với các nước trong khu vực.

Sản lượng tiêu dùng sản phẩm bao bì của Việt Nam vẫn đang ở mức thấp trong khu vực. Năm 2016, mỗi người Việt Nam tiêu thụ trung bình khoảng 538 sản phẩm bao bì, thấp hơn khá nhiều so với hai quốc gia lân cận là Trung Quốc và Thái Lan với sản lượng tiêu thụ lần lượt là 784 và 811 sản phẩm. Khoảng cách chênh lệch sẽ ở mức xa hơn khi xem xét về mặt giá trị. Giá trị ngành bao bì Việt Nam vào khoảng 6,4 tỷ USD (Stoxplus, năm 2014) tương ứng với khoảng 69 USD/người/năm, thấp hơn mức bình quân của thế giới là 113 USD/người/năm (Statista, năm 2014). Điều này cho thấy ngành Bao bì còn rất nhiều cơ hội tăng trưởng phía trước và những doanh nghiệp dẫn đầu như INN có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao như những năm gần đây.

Bình quân tiêu thụ sản phẩm bao bì/người/năm


Nguồn: Euromonitor và BVSC

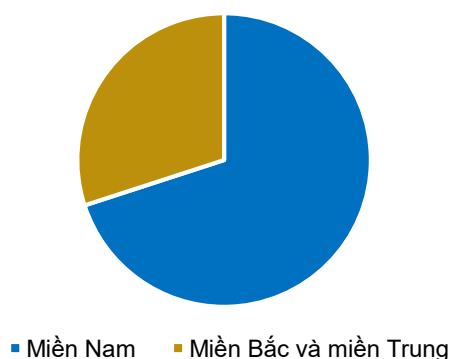
Xu hướng chú trọng vào bao bì trong ngành thực phẩm

Trong những năm gần đây, người dân Việt Nam tiếp cận nhiều thông tin về chăm sóc và đảm bảo sức khỏe nhiều hơn. Nhiều vụ việc về thực phẩm bẩn, thực phẩm kém an toàn và thực phẩm giả được đăng tải lên các phương tiện thông tin đại chúng đã làm cho người tiêu dùng ngày càng chú trọng hơn đến vấn đề vệ sinh an toàn thực phẩm, đặc biệt là thực phẩm cho trẻ em và sữa. Do đó, các nhà sản xuất thực phẩm có xu hướng chú trọng hơn vào bao bì chất lượng cao, với thiết kế bao bì đẹp hơn, chất lượng hơn, cung cấp các thông tin chi tiết về sản phẩm trên bao bì và các yếu tố nhận diện nhằm thu hút người tiêu dùng.

Xu hướng dịch chuyển này sẽ làm cho các công ty bao bì nhỏ, thiếu sự đầu tư về máy móc và công nghệ cũng như thiết kế khó cạnh tranh hơn. Bên cạnh đó, điều này cũng là yếu tố tích cực cho các doanh nghiệp bao bì lớn, doanh nghiệp bao bì dẫn đầu nhờ ưu thế công nghệ vượt trội và có sẵn nguồn lực để đầu tư để đáp ứng yêu cầu ngày càng cao của khách hàng.

Ngành bao bì có quy mô khá lớn

Ngành bao bì Việt Nam có quy mô khoảng 6,3 tỷ USD (nguồn Stoxplus năm 2014), với nhiều nhóm sản phẩm, quy mô, công nghệ, nguyên liệu, chất lượng... để phục vụ các đối tượng khách hàng đa dạng. Theo VINPAS, hiện Việt Nam có gần 1.000 nhà máy đóng gói bao bì với các chủng loại sản phẩm khác nhau như bao bì giấy, carton, nhựa, màng kim loại, chai nhựa PET... Trong đó có nhiều doanh nghiệp nhỏ. Sự phân mảnh làm cho tình hình cạnh tranh trong ngành bao bì khá gay gắt đặc biệt là ở khu vực phía Nam khi mà 70% doanh nghiệp ngành bao bì tập trung ở khu vực này.

Phân bố ngành bao bì


Nguồn: Vinpas

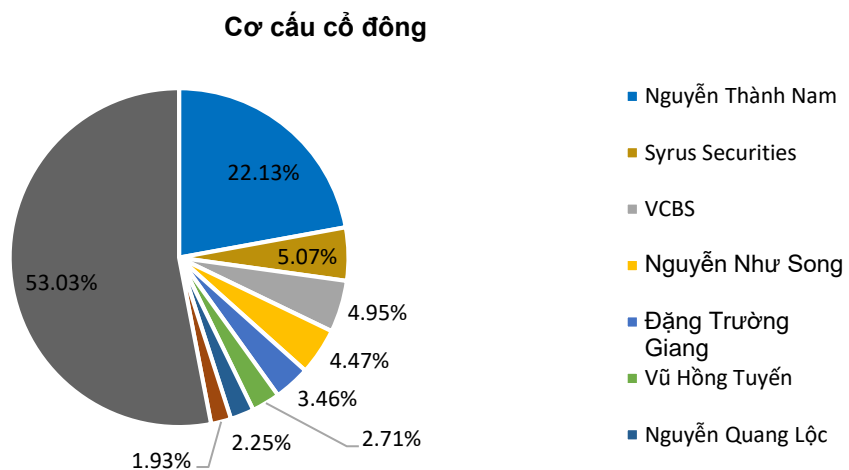
CÔNG TY CỔ PHẦN BAO BÌ VÀ IN NÔNG NGHIỆP

Giới thiệu tổng quan.

Công ty cổ phần bao bì và in nông nghiệp (INN) có tiền thân là xưởng in vẽ bản đồ được thành lập vào năm 1969. Công ty được cổ phần hóa vào năm 2004 và niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội vào năm 2010 với mã giao dịch là INN. Trải qua gần 50 năm xây dựng và phát triển, INN đã trở thành doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực in bao bì ở khu vực phía Bắc.

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông lớn nhất của INN là Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc công ty. Cổ đông lớn thứ hai là Finansia Syrus Securities Public Company Ltd, là công ty chứng khoán Thái Lan và vừa trở thành cổ đông lớn trong năm 2017.



Nguồn: Stockbiz

Ban lãnh đạo

Ban lãnh đạo chủ chốt của INN gia nhập INN sau khi tốt nghiệp đại học và có hơn 30 năm làm việc tại công ty. Trong quá trình công tác, họ đã kinh qua nhiều vị trí khác nhau như sản xuất, kinh doanh, tài chính trong công ty. Điều này giúp ban lãnh đạo có một góc nhìn sâu sắc và toàn diện về hoạt động sản xuất kinh doanh trong công ty cũng như có hiểu biết sâu sắc và xây dựng được mối quan hệ rộng lớn trong ngành bao bì cũng như mạng lưới khách hàng.

Ban lãnh đạo của INN cũng nắm giữ một lượng lớn cổ phiếu. Tổng số lượng nắm giữ cổ phiếu INN của ban lãnh đạo công ty chiếm khoảng 37%, đây là động lực cho cam kết đồng hành và định hướng lâu dài của Ban lãnh đạo với doanh nghiệp và giúp cho INN phát triển bền vững.

Đơn vị thành viên

INN chỉ có một đơn vị thành viên Công ty TNHH Công nghệ Chống giả DAC có vốn điều lệ là 5,4 tỷ đồng. INN sở hữu 100% công ty này.

Năm 2011, INN mua lại Công ty sản xuất màng phức hợp An Hưng và chuyển thành Công ty TNHH bao bì INN – Hưng Yên. Năm 2015, INN chuyển đổi mô hình công ty này thành chi nhánh Hưng

Báo cáo lần đầu INN

Yên. Tổng diện tích đất chi nhánh Hưng Yên thuê là 51.000 m², sẵn sàng cho INN mở rộng trong những năm tới.

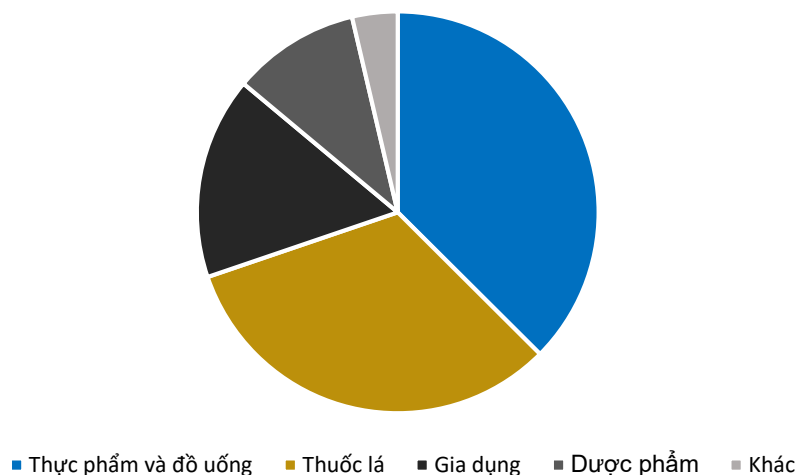
Hoạt động kinh doanh.

Hoạt động kinh doanh chính của INN là in ấn bao bì và các dịch vụ liên quan đến in ấn bao bì. Hơn 99% doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty. Một phần nhỏ doanh thu đến từ hoạt động cho thuê BĐS tại 72 Trường Chinh và mảnh đất dịch vụ tại GP4-13 (Khu công nghiệp Ngọc Hồi).

Các nhóm sản phẩm dịch vụ chính của INN:

- Cung cấp các sản phẩm in ấn bao bì trên các chất liệu giấy, bìa và giấy phủ nhôm, đề can, đề can nhựa, hộp carton sóng E. Công ty nhận in cho các mặt hàng chủ yếu như bao thuốc lá, bóng đèn, hộp thuốc tân dược, bánh, kẹo, chè, rượu...
- In tờ rơi, tờ gấp, tạp chí, tem nhãn và catalogue.
- Sản xuất màng nhôm ép vĩ cho ngành dược phẩm.
- Chế bản Flexo cho các đơn vị khác
- Thiết kế tạo mẫu, tư vấn bao bì nhãn mác cho sản phẩm.
- Cung cấp vật tư thiết bị liên quan đến ngành in bao gồm giấy in các loại, mực in, vật tư ngành in, phế liệu ngành in như bản nhôm đã qua in, giấy lề.

Cơ cấu doanh thu theo phân ngành hoạt động của khách hàng



Nguồn: BVSC

Đối tượng khách hàng chính của INN là các doanh nghiệp hoạt động trong ngành tiêu dùng như:

- Các doanh nghiệp trong ngành thuốc lá: Vinataba Thăng Long, Vinataba Thanh Hóa, Vinataba Bắc Sơn và Vinataba Sài Gòn. Doanh thu từ nhóm khách hàng thuốc lá chiếm khoảng 32% doanh thu của INN. Các sản phẩm thuốc lá sử dụng bao bì của INN chủ yếu phục vụ cho công tác xuất khẩu.

Báo cáo lần đầu INN

- Các doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống: Orion, Bánh kẹo Hải Hà, Hữu nghị, Sabeco, Halio, Hải Hưng, Kinh Đô, Hải Châu... Nhóm khách hàng ngành thực phẩm và đồ uống đóng góp khoảng 38% doanh thu INN.
- Các doanh nghiệp dược phẩm: Traphaco, Hoa Linh, Nam Hà, Mediplantex, Hanvet... Nhóm khách hàng ngành dược phẩm đóng góp khoảng 10% doanh thu INN.

Hơn 80% doanh thu của INN là từ các khách hàng trong ngành tiêu dùng cơ bản. Đây là nhân tố quan trọng giúp cho INN có thể hoạt động ổn định ngay cả khi xảy ra khủng hoảng kinh tế tương tự như các công ty tiêu dùng cơ bản.

INN là doanh nghiệp có công nghệ in ấn hiện đại hàng đầu khu vực phía Bắc.

Trong nhiều năm qua, INN luôn thuộc nhóm 4 doanh nghiệp ngành in bao bì hàng đầu ở miền Bắc về trình độ công nghệ hiện đại và sức cạnh tranh trên thị trường. Công nghệ và máy móc của công ty được nhập khẩu từ các quốc gia có công nghệ in hàng đầu thế giới như Đức, Anh và Thụy Sĩ. Ở nhóm sản phẩm mà INN đang kinh doanh, INN là doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn nhất và sở hữu công nghệ hiện đại nhất khu vực phía Bắc. Cùng với đó, INN sở hữu đội ngũ nhân viên có kinh nghiệm lâu năm, được đào tạo bài bản và có tay nghề cao.

Theo thông tư 14/2012/TT-BT và 2/2016/TT-BYT quy định bao bì thuốc cấp 1 (bao bì tiếp xúc trực tiếp với thuốc lưu hành tại Việt Nam) phải được sản xuất tại các cơ sở đạt chuẩn GMP bao bì dược phẩm, GMP-EU, PIC/S và FDA. Hiện nay, ở phía Bắc, INN là một trong hai công ty đạt được chuẩn GMP bao bì dược phẩm. Sản phẩm bao bì cấp 1 mà INN đang cung cấp là các màng nhôm ép vĩ thuốc tây cho các công ty dược phẩm. Đây là lợi thế lớn cho INN trong việc đẩy mạnh bán hàng màng nhôm ép vĩ cũng như xây dựng hình ảnh thương hiệu ở khu vực phía Bắc.

Bên cạnh hệ thống công nghệ máy móc hiện đại, INN cũng thu được hiệu quả hoạt động cao nhờ khả năng quản lý sản xuất. INN tổ chức khoán chi phí đến từng tổ sản xuất từ đó nâng cao ý thức tiếp kiệm nguyên nhiên liệu cũng như nâng cao chất lượng sản phẩm giúp cho biên lợi nhuận gộp của INN vượt trội so với các doanh nghiệp trong ngành.

Mạng lưới khách hàng rộng lớn và không ngừng gia tăng.

Với lợi thế là một doanh nghiệp nhà nước lâu năm, INN đã dành được hợp đồng từ những doanh nghiệp nhà nước và những doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa như các doanh nghiệp sản xuất thuốc lá, Công ty bóng đèn phích nước Rạng Đông, Sabeco, Halico... Bên cạnh đó, chất lượng của sản phẩm và chất lượng dịch vụ của INN ở mức cao đã giúp công ty không những duy trì được mạng lưới khách hàng lâu năm mà còn giúp công ty phát triển sang các khách hàng là các công ty có nguồn vốn nước ngoài như Orion, Dorco, Éloge France Vietnam...

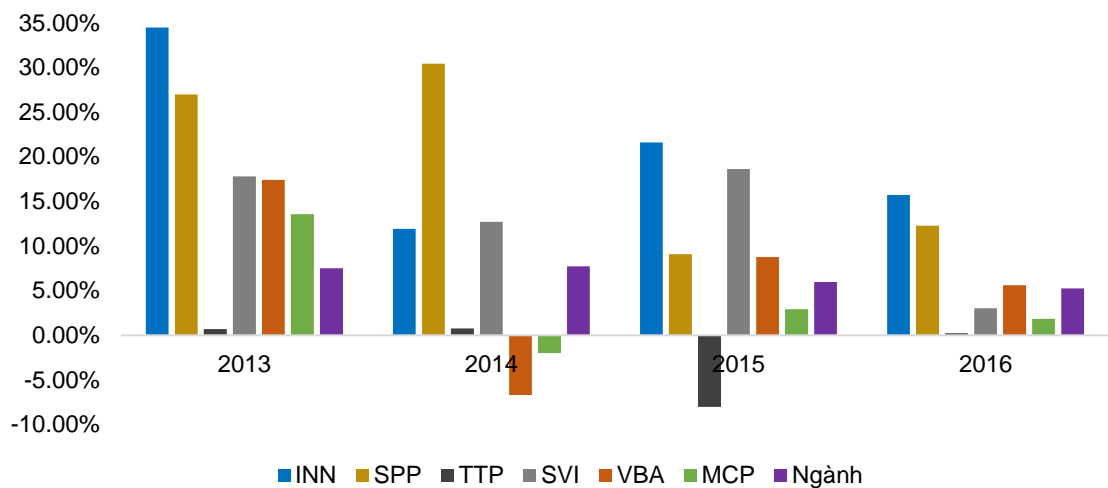
Với xu hướng ngày càng chú trọng vào bao bì nhằm thu hút khách hàng, chúng tôi cho rằng điều này sẽ mang đến lợi thế cho công ty có công nghệ và dịch vụ hàng đầu khu vực phía Bắc như INN, giúp INN có thể tiếp tục tăng trưởng mạnh và giữ vững vị trí dẫn đầu trong tương lai.

INN có tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ so với ngành.

Theo đánh giá của Hiệp hội in Việt Nam, lĩnh vực sản xuất bao bì, in nhãn bao bì, in ấn phục vụ công nghiệp chế biến và xuất khẩu trong những năm qua tăng trưởng khá, trên dưới 10%. Trong khi đó, VINPAS dự đoán lĩnh vực đóng gói bao bì sẽ tăng trưởng khoảng 15-20%/năm trong những năm tới. Điều này cho thấy tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn của ngành Bao bì trong những năm tới.

Với vị thế dẫn đầu ở khu vực phía Bắc, INN đã tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm qua với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân hàng năm từ năm 2006 đến nay là 31,5%. Mức tăng trưởng của INN là vượt trội so với mức tăng trưởng của ngành cũng như tốc độ tăng trưởng của đại đa số các doanh nghiệp bao bì niêm yết. Điều này làm chúng tôi tin tưởng INN có thể đạt được kế hoạch tăng gấp đôi doanh thu vào năm 2019, đạt mức xấp xỉ 1.800 tỷ đồng.

Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp ngành Bao bì



Nguồn: Euromonitor và BCTC

Nhà máy mới giúp năng lực sản xuất của INN tăng mạnh.

Để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng cao của khách hàng, kể từ năm 2010 trở lại đây, INN luôn đầu tư mở rộng nhà máy hàng năm với mức đầu tư khoảng 30-70 tỷ đồng mỗi năm. Năm 2014, INN đưa các máy móc thiết bị mở rộng giá trị hơn 100 tỷ đồng đi vào hoạt động nhưng với đà tăng trưởng nhanh chóng của INN thì nhà máy đã phải sản xuất liên tục 3 ca trong suốt năm 2016. Công suất đã hết và chưa kịp thời mở rộng là nguyên nhân làm tốc độ tăng trưởng năm 2016 của INN giảm nhẹ so với những năm trước đó.

ĐHCD năm 2015 đã thông qua kế hoạch đầu tư 270 tỷ đồng, nâng công suất sản xuất bao bì mềm thêm 15.000 tấn/năm. Theo kế hoạch, nhà máy mở rộng sẽ hoạt động vào tháng 3/2017 tuy nhiên sự cố chập điện đã làm hư hỏng máy móc thiết bị làm cho thời gian đi vào hoạt động của dự án bị trễ. Hỏa hoạn gây thiệt hại khoảng 70 tỷ đồng, tuy nhiên INN đã mua bảo hiểm và khả năng rất cao sẽ được bồi thường 100% thiệt hại. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý trong trường hợp bảo hiểm không đền bù đủ 100% có thể sẽ làm giảm khoảng 10 tỷ đồng lợi nhuận trong kỳ.

Báo cáo lần đầu INN

Đến thời điểm hiện tại, công ty đã khắc phục xong sự cố và đang trong quá trình chạy thử nhà máy mở rộng. Dự kiến nhà máy sẽ chính thức đi vào hoạt động trong tháng 9/2017. Nhà máy mở rộng sẽ được miễn thuế trong 2 năm đầu hoạt động và giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 4 năm tiếp theo. Chúng tôi cho rằng với vị thế của công ty cũng như đà tăng trưởng nhanh của ngành bao bì sẽ giúp cho nhà máy mở rộng có thể hoạt động hiệu quả nhanh chóng giúp cho INN tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới.

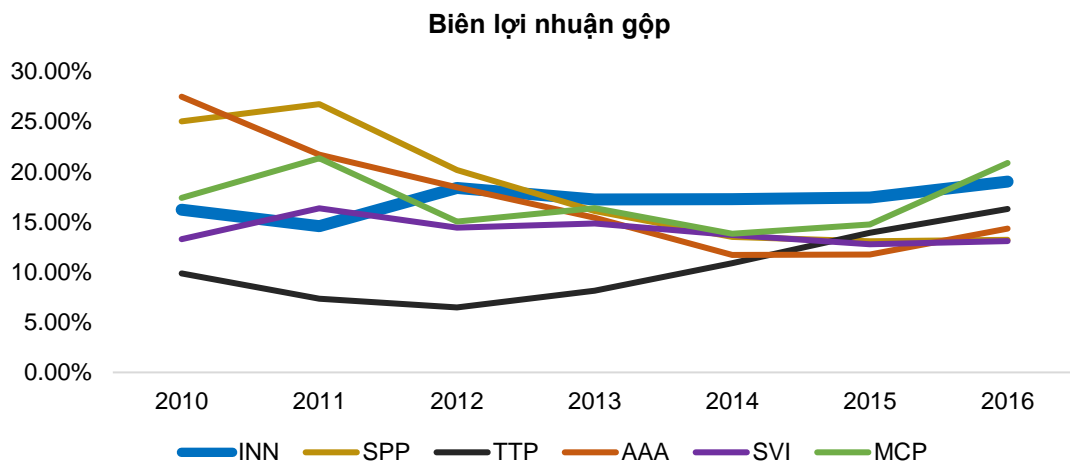
Nhà máy cũ hết khấu hao

Hệ thống máy móc đầu tư vào năm 2014 sẽ hết khấu hao vào năm 2017. Chi phí khấu hao phần máy móc cũ (phần máy móc đầu tư trước năm 2016) vào khoảng 26,5 tỷ đồng, thấp hơn khoảng 23 tỷ đồng so với năm 2016. Hệ thống máy móc thiết bị này mặc dù đã hết khấu hao nhưng vẫn hoạt động tốt và vẫn tiếp tục đóng góp vào doanh thu chung của công ty. Cùng với đó công suất nhà máy mở rộng sẽ tăng mạnh trong năm 2018 sẽ giúp cho chi phí khấu hao trên đơn vị sản phẩm giảm xuống.

Phân tích tài chính.

Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao.

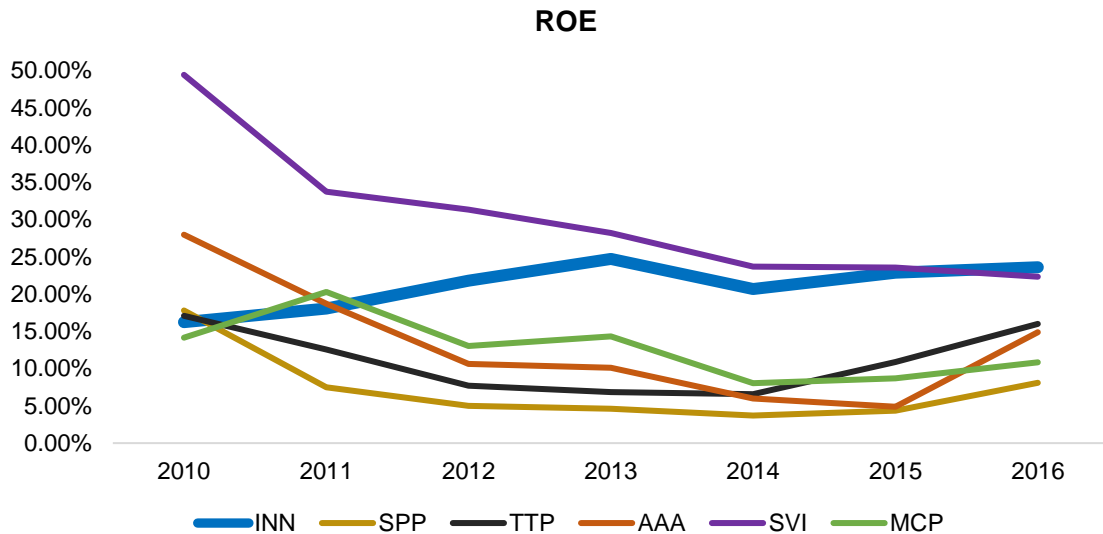
Biên lợi nhuận gộp của INN tương đối ổn định và duy trì ở mức cao. Kể từ sau năm 2012, biên lợi nhuận gộp của INN cao hơn nhiều so với đa số các doanh nghiệp bao bì niêm yết. Biên lợi nhuận ổn định và duy trì ở mức cao là cơ sở quan trọng để INN có thể hoạt động tốt ngay cả trong thời kỳ khó khăn và đạt mức lợi nhuận cao khi điều kiện thuận lợi.



Nguồn: BVSC tổng hợp

Hoạt động hiệu quả cao.

Với chính sách hạn chế sử dụng vốn vay, INN chỉ sử dụng một tỷ lệ rất nhỏ là vốn vay điều này làm cho chi phí tài chính của công ty luôn duy trì ở mức rất thấp. Biên lợi nhuận cao và chi phí tài chính thấp đã giúp cho INN nó có tỷ suất lợi nhuận vượt trội so với đa số các doanh nghiệp trong ngành. Điểm cộng cho INN đó là không chỉ có ROE ở mức cao mà chỉ số này không ngừng cải thiện qua từng năm.



Dự báo kết quả kinh doanh.

Sự cố hỏa hoạn tại nhà máy của INN tại Hưng Yên đã làm cho hoạt động của nhà máy bị trễ 6 tháng so với dự kiến ban đầu. Điều này đã làm cho INN lỡ cơ hội tăng trưởng mạnh trong 2017. Trong 6T2017, INN tăng trưởng doanh thu 11,33% nhờ công ty đã kịp thời lắp đặt thêm một số máy móc ở nhà máy Ngọc Hồi vào cuối năm 2016. Cùng với việc nhà máy mở rộng ở Hưng Yên sẽ đi vào hoạt động vào tháng 9/2017 thì INN khả năng sẽ tăng trưởng doanh thu 14%, đạt mức 1.006 tỷ đồng.

Mặc dù biên gộp sụp giảm nhẹ trong 6T2017, tuy nhiên chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện trong 6 tháng cuối năm 2017 giúp cho biên lợi nhuận gộp cả năm 2017 vào khoảng 19%, tương đương với biên lợi nhuận gộp năm 2016. Tuy nhà máy mới chưa thể hoạt động với công suất tối ưu ngay trong năm 2017 nhưng INN sẽ giảm 23 tỷ đồng khấu hao phần thiết bị cũ cũng như việc những nhân công tuyển dụng năm 2016 sẽ chính thức có nhà máy mới để vận hành khai thác.

Chúng tôi dự báo LNST của INN năm 2017 vào khoảng 81 tỷ đồng (+14% yoy) tương ứng với EPS là 7.054 VND/CP. Trong trường hợp INN không được bồi hoàn 100% từ sự cố thì mức lợi nhuận có thể sẽ chỉ còn khoảng 72 tỷ đồng (+1% yoy).

Định giá và quan điểm đầu tư.

Sử dụng phương pháp định giá FCFE với một số giả định chính: (1) INN duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong từ 2017 đến 2019; (2) Giai đoạn 2020-2024 là giai đoạn chuyển tiếp từ tăng trưởng cao sang tăng trưởng ổn định; (3) Chi phí vốn chủ sở hữu là 13,45%; (4) tăng trưởng dài hạn là 2%. Với những giả định này, chúng tôi xác định mức giá nội tại cổ phiếu INN là 92.800 VND/CP, tương ứng với mức P/E năm 2018 là 10,71 lần và cũng tương đương với mức bình quân P/E của các cổ phiếu bao bì niêm yết. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu INN với mức giá mục tiêu là 92.800 VND/CP (tiềm năng tăng giá 38,5%).

Rủi ro.**Rủi ro thời tiết.**

Miền bắc có khí hậu nóng ẩm. Khí hậu ẩm sẽ làm cho năng suất in giảm, khí hậu nóng sẽ làm quần, cong giấy, khó đưa vào máy làm giảm năng suất.

Rủi ro về khách hàng lớn.

Vinataba Thăng Long là khách hàng lớn nhất của INN với mức đóng góp khoảng 28% tổng doanh thu của INN. Việc mất khách hàng này sẽ tác động mạnh đến doanh thu và lợi nhuận của INN. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này là không lớn do INN là đối tác lâu năm và có dây chuyền riêng phục vụ cho các đơn hàng của các công ty thuốc lá cũng như việc Vinataba Thăng Long sử dụng bao bì của INN do yêu cầu chất lượng cao để phục vụ xuất khẩu.

Rủi ro cạnh tranh.

Cạnh tranh trong ngành bao bì tương đối cao do sự phân mảnh của ngành. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp nước ngoài đang tăng cường sự hiện diện trong ngành bao bì thông qua cả đầu tư trực tiếp và đầu tư gián tiếp. Thực tế, trong những năm gần đây đã có nhiều thương vụ M&A lớn được thực hiện mà bên bán là các doanh nghiệp trong nước. Các doanh nghiệp ngoại và các doanh nghiệp liên doanh với ưu thế nguồn vốn và công nghệ sẽ làm cho tình hình cạnh tranh sẽ ngày càng gay gắt.

Các doanh nghiệp có dòng vốn nước ngoài tập trung hiện diện ở khu vực phía Nam. Bên cạnh đó INN là doanh nghiệp hàng đầu ở khu vực phía Bắc. Công ty không những có khả năng cung cấp dịch vụ cho các công ty nước ngoài ở khu vực phía Bắc còn có năng lực cạnh tranh để cung cấp dịch vụ cho cả những doanh nghiệp phía Nam. Vì vậy, chúng tôi cho rằng INN có thể cạnh tranh sòng phẳng và giữ vững vị thế hàng đầu ở phía Bắc trong những năm tới.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu	628	763	883	1.006	1.228
Giá vốn	519	630	715	815	1.001
Lợi nhuận gộp	108	133	168	191	227
Doanh thu tài chính	0	0	1	1	2
Chi phí tài chính	(4)	(3)	(3)	(4)	(3)
Lợi nhuận sau thuế	46	59	71	81	100

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017F	2018F
Tiền & khoản tương đương tiền	29	43	43	83	142
Các khoản phải thu ngắn hạn	81	116	115	132	165
Hàng tồn kho	59	65	63	73	93
Tài sản cố định hữu hình	159	106	94	232	201
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	341	398	491	553	638
Nợ ngắn hạn	36	49	45	40	35
Nợ dài hạn	5	0	17	14	10
Vốn chủ sở hữu	224	258	302	355	420
Tổng nguồn vốn	341	398	491	553	638

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017F	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	11,92%	21,59%	15,70%	14,00%	22,00%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	9,09%	27,47%	20,82%	14,00%	22,74%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	17,27%	17,43%	19,02%	19,00%	18,50%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,38%	7,73%	8,08%	8,08%	8,12%
ROA (%)	15,04%	15,97%	16,03%	15,56%	16,75%
ROE (%)	23,42%	24,50%	25,47%	24,76%	25,77%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	12,10%	12,35%	12,57%	9,75%	7,09%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	18,45%	19,04%	20,46%	15,22%	10,77%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.011	5.113	6.188	7.054	8.659
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.712	23.891	27.941	32.832	38.853

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Phạm Đắc Hoàng Minh
Dệt may
phamdachoangminh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888