



CÔNG TY CỔ PHẦN BAO BÌ VÀ IN NÔNG NGHIỆP (APPPRINT)



Báo cáo ra ngày: 21/01/2010

Thông tin doanh nghiệp

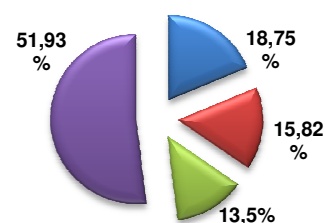
Lĩnh vực kinh doanh

- In bản đồ, sách báo, catalogue, tem nhãn hàng hóa, bao bì...
- Kinh doanh xuất nhập khẩu vật tư thiết bị ngành in
- Kinh doanh bất động sản và văn phòng cho thuê

Cổ phiếu

Mã chứng khoán	INN
Sàn giao dịch	HNX
Tổng số lượng niêm yết	5.400.000
Mệnh giá (VND/cổ phiếu)	10.000
Cổ đông lớn	
• Tổng công ty đầu tư và kinh doanh vốn Nhà nước SCIC	18,75%

Cơ cấu sở hữu cổ phần (28/10/2009)



- Cổ đông Nhà nước
- Hội đồng quản trị, ban giám đốc, ban kiểm soát
- Cán bộ trong Công ty
- Cổ đông ngoài công ty

Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp (APPprint) tiền thân là xưởng in vẽ bản đồ, được thành lập năm 1969. Năm 1983, xưởng được đổi tên thành Xưởng in Nông nghiệp 1, trực thuộc Bộ Nông nghiệp theo quyết định 150NN-TC/QĐ và định hướng phát triển tập trung vào in bao bì và tem nhãn hàng hóa. Ngày 1/7/2004 Xưởng được chuyển đổi thành Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp với tổng số cổ phần niêm yết hiện nay là 5.400.000, tương ứng với 54 tỷ đồng vốn điều lệ, trong đó Nhà nước nắm giữ 18,75%.

Theo lịch của Sở giao dịch Chứng khoán Hà nội, cổ phiếu của Công ty sẽ chính thức giao dịch trên sàn Hà Nội vào ngày 22/1/2010 với mã INN.

Năm 2009 và các năm trước hoạt động kinh doanh của Doanh nghiệp tương đối khả quan với tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khá ổn định. Lợi nhuận sau thuế năm 2009 ước đạt ở mức 15,7 tỷ đồng tương đương với mức EPS là 2.917 vnd/cổ phiếu, tăng khoảng 37% so với năm 2008. Theo đó mức giá cổ phiếu INN theo phương pháp định giá P/E và P/B sẽ vào khoảng 25.100 vnd/cổ phiếu.

Nhưng với triển vọng năm 2010 không quá tiềm năng khi các dự án đầu tư mở rộng quy mô và nâng cao năng lực sản xuất kinh doanh vẫn chưa có quyết định và mốc thời gian đầu tư cụ thể, trong khi đó một số ưu đãi về thuế và lãi suất trong các năm trước không còn, chúng tôi cho rằng cổ phiếu INN ít hấp dẫn đối với nhà đầu tư ngắn hạn và trung hạn.

Tổng quan tình hình tài chính

	2006	2007	2008	9t/2009	2009e	2010f
Tổng tài sản (triệu VND)	56.619	99.514	108.603	135.683		
Vốn chủ sở hữu (triệu VND)	37.929	43.676	73.450	86.184		
Vốn điều lệ (triệu VND)	27.000	27.000	54.000	54.000	54.000	54.000
Doanh thu (triệu VND)	57.108	74.456	115.178	111.806	156.000	171.600
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	6.318	7.219	10.531	13.204	15.750	15.000
Tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu (%)	17,98	18,13	17,93	19,09		
ROA (%)	11,16	7,25	9,7	9,73		
ROE (%)	16,66	16,53	14,34	15,32		
EPS cơ bản (VND)	2.34	2.674	2.127	2.445	2.917	2.778
Tăng trưởng EPS (%)	-	14,26	-	-	37,14	-4,77
BVPS (VND)	13.890	15.922	14.604	15.828	15.900	



TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG NGÀNH BAO BÌ VÀ IN ẤN

Cùng với đà hồi phục và tăng trưởng mạnh mẽ về nhu cầu tiêu dùng, kinh tế và thương mại thế giới trong những năm tới, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh thương hiệu ngày càng gay gắt hơn giữa các doanh nghiệp cùng ngành, nhu cầu bao bì và in ấn toàn cầu được dự báo tăng cao từ nay đến năm 2013. Theo Freedonia Group, nhu cầu nhãn hàng trên thế giới sẽ tăng 4,3%/năm trong giai đoạn từ năm 2009-2013 với tổng sản lượng lên đến 49 tỷ m² và doanh số thành phẩm trên thị trường dự kiến đạt mức 105 tỷ USD.

Tại Việt Nam, tốc độ tăng trưởng lĩnh vực bao bì và in ấn trong 2, 3 năm gần đây cũng đạt ở mức khá cao 15-20%/năm, ước tính chiếm 8-10% GDP cả nước. Với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao và số lượng tăng thêm không nhỏ các doanh nghiệp mới hàng năm (năm 2009 có thêm 83.000 doanh nghiệp mới thành lập), khả năng tốc độ tăng trưởng trong lĩnh vực này sẽ tiếp tục đạt mức cao trong các năm tới, trên 20%/năm.

Tuy nhiên các doanh nghiệp in và bao bì Việt Nam phần lớn là các công ty quy mô vừa và nhỏ nên tính chuyên nghiệp chưa cao. Vì vậy việc hội nhập vào WTO là thách thức khá lớn đối với các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay, đòi hỏi các doanh nghiệp ngành in và bao bì của Việt Nam phải có sự đầu tư nâng cao trình độ con người, công nghệ và máy móc thiết bị để cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài.

Nguồn nguyên liệu chủ yếu phục vụ cho ngành bao bì và in ấn là các loại giấy, nhựa, màng nhôm và các loại mực. Theo đó lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành sẽ chịu ảnh hưởng không nhỏ từ sự biến động về giá cả các loại nguyên nhiên liệu này. Và đối với các doanh nghiệp Việt Nam sẽ còn chịu thêm ảnh hưởng từ biến động tỷ giá VND/USD do 95% nguyên liệu và máy móc thiết bị đầu vào là nhập khẩu từ nước ngoài.

CÔNG TY CỔ PHẦN BAO BÌ VÀ IN NÔNG NGHIỆP (APPPRINT)

Lĩnh vực kinh doanh chính

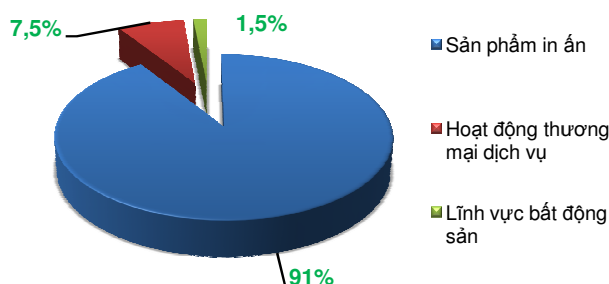
APPprint hoạt động chủ yếu trên lĩnh vực bao bì và in ấn bao gồm các sản phẩm, dịch vụ như in bao bì, tem nhãn hàng hóa, tạp chí, tờ rơi, tờ gấp và catalogue; thực hiện chế bản Flexo (chế bản cho khổ in lớn) cho các công ty khác; sản xuất màng nhôm ép vĩ cho ngành dược; thiết kế và tạo mẫu cho các sản phẩm in, đồng thời cung cấp vật tư thiết bị liên quan đến ngành in (giấy in các loại, mực in,...). Lĩnh vực kinh doanh này hàng năm đóng góp trên dưới 90% tổng doanh thu và trên 70% lợi nhuận trước thuế toàn Công ty.

Bên cạnh lĩnh vực in ấn, từ quý IV/2008 Công ty đã mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực mới đó là nhập khẩu và phân phối lại cho các đối tác trong nước mặt hàng vĩ nhựa dành cho đóng gói thuốc viên. Đây là thị trường mới hứa hẹn nhiều tiềm năng phát triển đặc biệt trong bối cảnh ngành dược phẩm đang được quan tâm và chú trọng phát triển như hiện nay. Vì vậy chiến lược của APPprint sẽ tiếp tục nghiên cứu và đẩy mạnh hoạt động thương mại trên lĩnh vực này nhằm nâng cao doanh số và lợi nhuận trong những năm tiếp theo.

Ngoài hai mảng hoạt động trên, APPprint còn có thêm nguồn thu từ hoạt động bất động sản thông qua việc cho thuê văn phòng tại số 72, đường Trường Chinh, Quận Thanh Xuân, Hà Nội từ năm 2008, với mức giá thuê vào khoảng 8.900 USD/tháng. Hàng năm hoạt động này đóng góp khoảng 1,7 tỷ đồng vào doanh thu chung của Công ty.



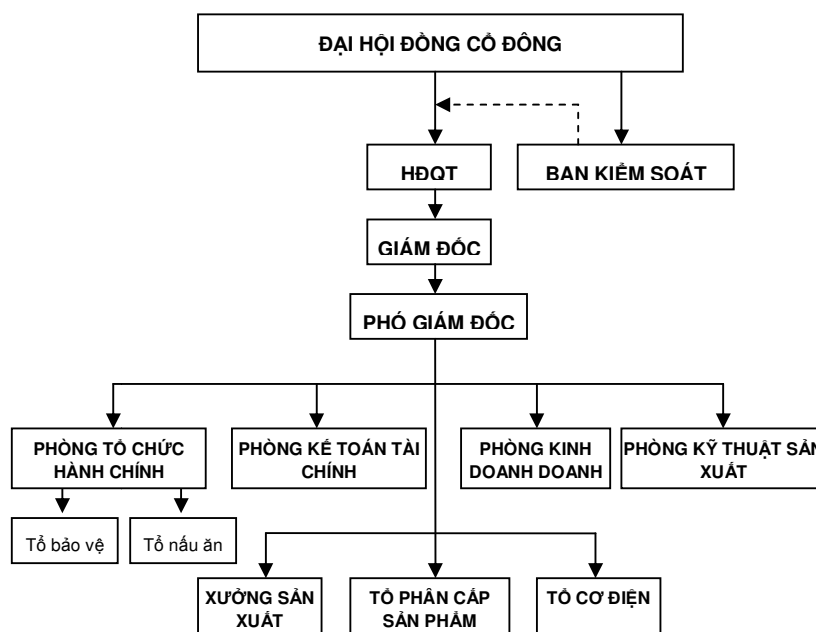
Cơ cấu doanh thu năm 2008



Nguồn: Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp

Cơ cấu tổ chức hoạt động và quản lý

Cơ cấu tổ chức của Công ty tương đối gọn nhẹ với Hội đồng Quản trị bao gồm 5 người, trong đó bao gồm toàn bộ 3 thành viên trong Ban giám đốc: Ông Nguyễn Thành Nam_Chủ tịch Hội đồng Quản trị, kiêm Giám đốc, ông Vũ Hồng Tuyển_Phó chủ tịch Hội đồng Quản trị, kiêm Phó giám đốc và bà Trần Thị Thanh Vân_Ủy viên Hội đồng Quản trị, kiêm Kế toán trưởng. Ban kiểm soát bao gồm 3 người hoạt động độc lập với Hội đồng Quản trị và Ban giám đốc, nhằm kiểm tra tính xác thực, hợp lý, hợp pháp trong hoạt động quản lý của Hội đồng Quản trị và Giám đốc. Phía dưới bộ máy quản lý có 4 phòng nghiệp vụ, 1 xưởng sản xuất và 2 tổ chức năng, chịu sự quản lý trực tiếp của Phó giám đốc và Giám đốc Công ty.



Nguồn: Bản cáo bạch Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp

Nguồn nhân sự và chính sách đối với người lao động

Đến thời điểm 30/9/2009, tổng số lao động làm việc tại Công ty là 180 người, trong đó có 116 lao động trực tiếp và 64 lao động gián tiếp. Và xét về trình độ lao động, Công ty có 38 lao động đạt trình độ Đại học và trên đại học, 21 lao động trình độ cao đẳng và 121 lao động trình độ Trung cấp & công nhân kỹ thuật.

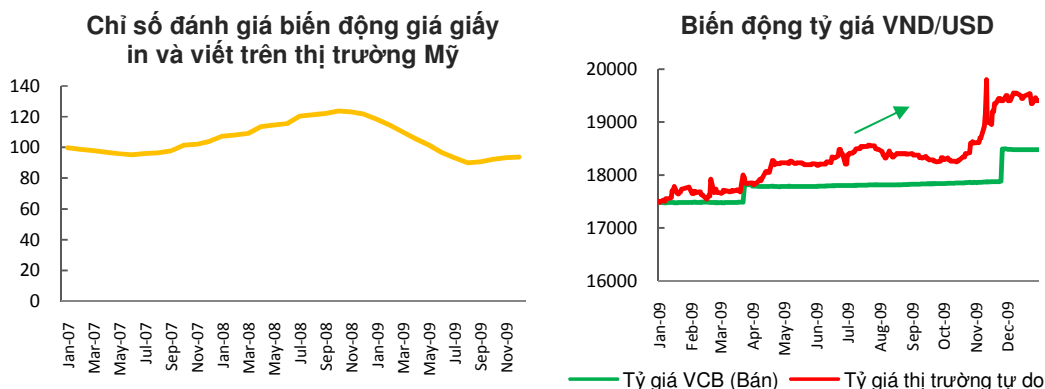
Người lao động tại Công ty được đảm bảo đầy đủ các chế độ lương thưởng và chế độ xã hội theo quy định của Nhà Nước đối với các hợp đồng lao động ký kết từ 1 năm trở lên với mức lương bình quân năm 2008 đạt ở mức 3 triệu VND/ người/ tháng.

Tình hình sản xuất kinh doanh

• Đầu vào

Nguồn nguyên liệu đầu vào của Công ty hiện nay bao gồm 2 loại: *Các loại giấy* (giấy Duplex, giấy IVORY, giấy Couches, giấy tráng nhôm, các loại đề can, màng nhôm và màng BOPP), *mực in và hóa chất*, chủ yếu là nguồn ngoại nhập. Hàng năm chi phí nguyên nhiên liệu chiếm khoảng 65-70% giá vốn hàng bán, trong đó chi phí giấy chiếm tỷ trọng cao nhất 60-65%. Vì vậy biến động giá giấy thế giới và tỷ giá VND/USD sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty.

Năm 2009 do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế thế giới giá giấy giảm khá mạnh so với năm 2008 và hiện đang ở mức thấp mặc dù đang có xu hướng tăng trở lại trong nửa cuối năm 2009. Tuy nhiên tỷ giá VND/USD lại tăng mạnh (tính đến thời điểm 31/12/2009 tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do và tại ngân hàng thương mại lần lượt tăng 5,7% và 10,9% so với thời điểm đầu năm) nên chi phí mua nguyên vật liệu tuy giảm nhưng thực tế giảm không nhiều. Nhưng nhờ chính sách hỗ trợ lãi suất kích cầu của Chính phủ trong năm 2009, Doanh nghiệp đã vay được vốn VND với lãi suất thấp để mua USD và thanh toán tại thời điểm bàn giao hợp đồng mua nguyên vật liệu nên ảnh hưởng biến động tỷ giá có phần giảm nhẹ hơn.



Nguồn: Bloomberg, Báo đầu tư chứng khoán, Vietcombank

Ngoài ra trong năm 2008, 2009 để tăng cường năng lực sản xuất kinh doanh và cạnh tranh, Công ty đã đầu tư mua mới một số thiết bị máy móc hiện đại (máy in offset 5 màu, Máy bồi giấy LAMINA, máy bế Nhật Sugano,...). Theo đó năng suất và chất lượng in ấn được nâng cao giúp doanh nghiệp gia tăng doanh số và vị thế cạnh tranh với các doanh nghiệp trong ngành, đồng thời tiết giảm được nhân công trực tiếp tham gia vào hoạt động sản xuất. Hiện nay, Doanh nghiệp đang dự kiến đầu tư dây chuyền sản xuất bao bì thông minh, đưa công nghệ thông tin vào sản xuất và quản lý bao bì nên trình độ công nghệ hứa hẹn sẽ có sự chuyển biến tích cực hơn nữa trong thời gian tới.

• Đầu ra và thị trường

Hiện nay Công ty cổ phần Bao bì và in Nông nghiệp đang cung cấp các sản phẩm in bao bì, hộp, tem nhãn cho phần lớn các công ty thuốc lá, công ty sản xuất bóng đèn nội địa cũng như xuất khẩu, và hộp đựng thuốc tại thị trường miền Bắc. Ngoài ra Công ty là đơn vị duy nhất tại khu vực miền Bắc in màng nhôm trên công nghệ in Flexo. Vì vậy Công ty đang cung cấp đa phần sản phẩm màng nhôm ép vì cho các công ty Dược phẩm miền Bắc. Bên cạnh đó, Công ty

vẫn tiếp tục duy trì in bản đồ và sách báo lĩnh vực truyền thống từ khi mới thành lập nhưng với tỷ trọng thấp chỉ dưới 5% tổng doanh thu, đồng thời hiện nay chủ yếu là in kỹ thuật, catalogue theo đợt và không in sách báo theo định kỳ.

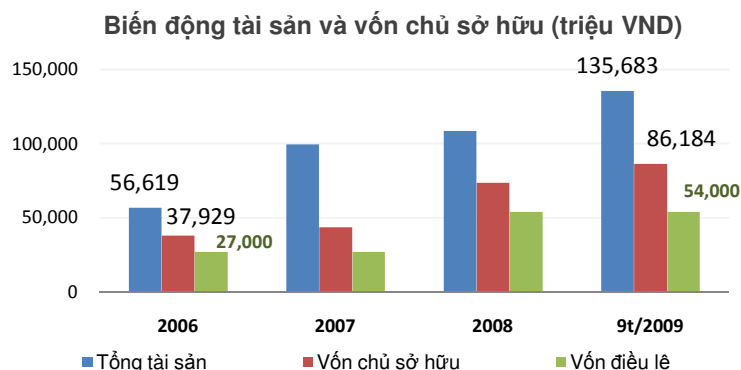
Một số khách hàng thường xuyên của Công ty xếp theo trình tự giảm dần về giá trị hợp đồng ký kết trong năm 2009

Tên công ty	Tổng giá trị hợp đồng ký kết năm 2009 (triệu đồng)
- Công ty Thuốc lá Thăng Long	54.790
- Công ty CP Bóng đèn phích nước Rạng Đông	18.860
- Công ty CP Dược Traphaco	17.680
- Công ty Thuốc lá Bắc Sơn	10.190
- Công ty Bánh kẹo Hải Hà	4.900
- Công ty TNHH Dược phẩm Nata Hoa Linh	8.200
- Công ty Dược phẩm Nam Hà	4.500
- Công ty CP CNC Traphaco	9.800

Nguồn: Bản cáo bạch Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp

Nhận định kết quả sản xuất kinh doanh, tình hình tài chính và vị thế

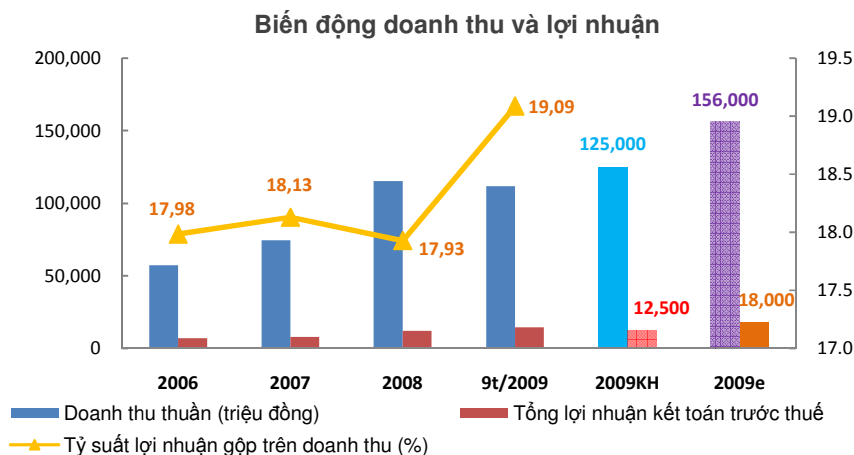
Trong 3 năm vừa qua, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của APPprint không ngừng tăng lên mạnh mẽ. Tính đến thời điểm 30/9/2009, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của APPprint đã tăng hơn gấp 2 lần so với năm 2006 và tương ứng tăng 24,9% và 17,3% so với năm 2008. Cùng với đà phát triển chung của ngành bao bì, in ấn và chiến lược mở rộng sản xuất kinh doanh sang một số lĩnh vực mới của Ban lãnh đạo, khả năng quy mô tài sản và vốn chủ sở hữu của APPprint sẽ tiếp tục tăng trong các năm tới nhằm đáp ứng nhu cầu trong nước và tăng cường khả năng cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài.



Nguồn: Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp

Năm 2008, 2009 được nhận định là năm khó khăn chung của kinh tế Việt Nam và thế giới nhưng kết quả kinh doanh của Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp vẫn duy trì được mức tăng trưởng khá cao so với các năm trước và một số doanh nghiệp cùng ngành là nhờ việc đầu tư trang thiết bị hiện đại, góp phần tăng công suất in ấn trên cơ sở vốn điều lệ được tăng lên gấp 2 lần thông qua hoạt động phát hành thêm cổ phiếu trong năm 2008 (tăng từ 27 tỷ đồng lên 54 tỷ đồng). Bên cạnh đó là xu hướng sụt giảm của giá giấy trên thị trường quốc tế, góp phần giúp Doanh nghiệp tiết giảm được chi phí sản xuất.

Doanh thu và lợi nhuận năm 2008 đạt 115,2 tỷ đồng và 10,5 tỷ đồng, tương ứng tăng 54,7% và 45,9% so với năm 2007. Doanh thu và lợi nhuận 9 tháng 2009 cũng đang đạt ở mức 111,8 tỷ đồng và 13,2 tỷ đồng gần bằng và vượt so với cả năm 2008. Đồng thời tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu cũng đang ở mức cao hơn so với các năm trước (19% tính đến 30/9/2009), cho thấy hiệu quả sản xuất kinh doanh của Doanh nghiệp đang được nâng lên. Theo nhận định của Doanh nghiệp trong buổi trao đổi vào giữa tháng 1/2010, Doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2009 sẽ vượt kế hoạch đưa ra đầu năm và ước tính đạt ở mức 156 tỷ đồng và 18 tỷ đồng, tương ứng tăng 35,4% và 49,2% so với năm 2008.



Nguồn: Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp

• Khả năng sinh lời

Các chỉ tiêu sinh lời chính của APPprint sau khi sụt giảm trong năm 2007 do việc phát hành thêm cổ phần nâng vốn chủ sở hữu từ 27 tỷ đồng lên 54 tỷ đồng, đã phục hồi và tăng trở lại trong năm 2008 và 9t/2009 nhờ kết quả hoạt động kinh doanh khả quan và năng suất sản xuất được cải thiện thông qua hoạt động đầu tư máy móc trang thiết bị mới và hiện đại. Hiện tại các chỉ tiêu sinh lời của APPprint đang cao hơn so với mức trung bình của các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghiệp và đứng đầu trong nhóm các doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực bao bì và in ấn (theo chuẩn ICB).

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	9t/2009	TB lĩnh vực công nghiệp *
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu (%)	17,98	18,13	17,93	19,09	15,73
ROA (%)	11,16	7,25	9,70	9,73	6,56
ROE (%)	16,66	16,53	14,34	15,32	14,01

* Tính trung bình 4 quý liền kề đến hết quý III/2009

Nguồn: Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp, VCBS

• Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của Công ty trong 4 năm qua luôn duy trì ở mức tốt với hệ số thanh toán hiện thời luôn đạt ở mức trên 1 lần với mức trung bình từ năm 2006 đến tháng 9/2009 ở mức 2,83 lần. Số vốn lưu động thuần (tài sản ngắn hạn trừ nợ ngắn hạn) cũng được duy trì ở mức dương 28,4 tỷ đồng, cho thấy Doanh nghiệp không thực hiện đầu tư rủi ro bằng cách sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho hoạt động đầu tư dài hạn. Đồng thời tính đến thời điểm hiện nay, Doanh nghiệp chưa có khoản nợ xấu nào tại ngân hàng và hạn mức tín dụng tại các ngân hàng vẫn còn dư khá nhiều. Đây là thuận lợi đối với Doanh nghiệp trong việc vay vốn đầu tư mở rộng sản xuất sau này.

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	9t/2009
Vốn lưu động thuần (triệu đồng)	21.109	31.601	20.980	39.899
Hệ số thanh toán hiện thời (lần)	5,24	2,01	1,77	2,01
Hệ số thanh toán nhanh (lần)	2,45	1,30	0,92	1,20

Nguồn: Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp, VCBS

• Hiệu quả hoạt động

Hiệu quả hoạt động của Doanh nghiệp hiện nay tương đối tốt với chỉ số vòng quay hàng tồn kho và vòng quay các khoản phải thu năm 2008 nhanh hơn nhiều so với các năm trước. Đồng thời hệ số tạo doanh thu của tài sản cố định và tài sản ngắn hạn (tài sản cố định/doanh thu và tài sản ngắn hạn/doanh thu) thấp hơn 1 lần. Khả năng các chỉ tiêu này sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2009 với doanh thu ước tính năm 2009 tăng 35,4% so với năm 2008. Có được kết quả này là nhờ việc Doanh nghiệp đầu tư thêm máy móc trang thiết bị hiện đại phục vụ hoạt động in ấn, góp phần tăng công suất in ấn trong thời gian vừa qua.

Chỉ tiêu	2006	2007	2008
Vòng quay các khoản phải thu bình quân (vòng/năm)	5,93	2,08	6,95
Vòng quay hàng tồn kho (vòng/năm)	3,37	2,76	4,07
Hệ số tạo doanh thu của Tổng tài sản (lần)	0,99	1,34	0,94
Hệ số tạo doanh thu của Tài sản cố định (lần)	0,53	0,48	0,52
Hệ số tạo doanh thu của Tài sản cố định (lần)	0,46	0,85	0,42

Nguồn: Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp, VCBS

• Cơ cấu nguồn vốn và tổng tài sản

Với đặc thù của ngành in ấn và bao bì phải tích lũy nguyên vật liệu để phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh nên lượng hàng tồn kho (90% là nguyên nhiên vật liệu) của Công ty luôn được duy trì ở mức khá cao, chiếm 20-25% tổng tài sản. Đồng thời, tỷ trọng giữa tài sản ngắn hạn và dài hạn cũng được duy trì ở mức khá cân bằng.

Về cơ cấu nguồn vốn, vốn chủ sở hữu vẫn chiếm tỷ trọng cao vào khoảng 60% tổng nguồn vốn. Nợ phải trả chiếm khoảng 40% còn lại. Trong đó khoản vay ngắn hạn và dài hạn chiếm 23% tổng nguồn vốn tính đến thời điểm cuối tháng 9/2009 và đa phần là khoản vay ngắn hạn bằng VND nên doanh nghiệp chỉ chịu biến động về lãi suất đối với các khoản vay và không phải trích lập dự phòng rủi ro do biến động tỷ giá như nhiều công ty khác.

Tương quan với các doanh nghiệp trong ngành và vị thế

APPprint là một trong những đơn vị mạnh trong ngành in tại Việt Nam, đồng thời là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu về công nghệ hiện đại và sức cạnh tranh trên thị trường phía Bắc. Ngoài ra APPprint là doanh nghiệp duy nhất tại miền Bắc in màng nhôm trên công nghệ Flexo và cung cấp đa phần sản phẩm màng nhôm ép vì cho các doanh nghiệp Dệt phẩm miền Bắc.

Tương quan với các doanh nghiệp niêm yết đang hoạt động trong lĩnh vực bao bì và in ấn, APPprint đang dẫn đầu về quy mô vốn và tổng tài sản. Đồng thời Doanh nghiệp cũng đang dẫn đầu về khả năng sinh lời trên tổng tài sản, vốn chủ sở hữu và khả năng sinh lời trên một cổ phần, mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu chỉ đứng ở vị trí thứ 2 sau SGD. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh của APPprint có phần hơi đặc thù so với các doanh nghiệp cùng ngành vì các sản phẩm in bao bì, tem nhãn hàng hóa và catalogue chiếm tỷ trọng chủ yếu trong hoạt

động kinh doanh của Công ty còn các doanh nghiệp khác mảng in sách giáo khoa, tạp chí, bản đồ là chính. Điều này tạo nên sự khác biệt phần nào về kết quả hoạt động kinh doanh và chu kỳ kinh doanh giữa APPprint và các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành theo chuẩn cấp 4 ICB. Việc so sánh này là chưa hoàn toàn đồng cấp theo đặc thù kinh doanh và mức độ tương quan lỏng, tuy nhiên chúng tôi vẫn đưa vào so sánh để nhà đầu tư tiện đánh giá và theo dõi.

Một số chỉ tiêu tài chính của các doanh nghiệp trong ngành bao bì và in ấn xếp theo chuẩn cấp 4 của ICB và theo trình tự ROE giảm dần

Mã Công ty	Tổng tài sản (triệu VND)	VCSH (triệu VND)	Nợ phải trả/tổng tài sản (%)	ROA (%)	ROE (%)	Tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu (%)	EPS (VND)
INN	135.683	86.184	36,48	9,73	15,32	19,09	2.445
HTP	21.087	15.361	27,16	8,06	11,06	16,02	1.348
SAP	19.914	14.934	25,01	7,43	9,91	14,75	1.150
SGD	93.873	49.801	46,95	3,79	7,15	22,29	860
TPH	49.981	23.048	53,89	2,66	5,77	11,01	660
DHI	23.776	15.790	33,59	3,10	4,66	9,11	532
Trung bình	57.386	34.186	37,18	5,80	8,98	15,38	1.166

ROA, ROE, tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu, EPS tính theo 3 quý đầu năm 2009

Nguồn: HNX, Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp, VCBS

NHẬN ĐỊNH MÔ HÌNH SWOT

• Điểm mạnh (S)

Theo chúng tôi, điểm mạnh của APPprint trước hết là trình độ máy móc và công nghệ sản xuất tương đối hiện đại so với nhiều công ty trong ngành. Đặc biệt, chiến lược phát triển sản xuất của Công ty luôn hướng đến việc nâng cao trình độ kỹ thuật, công nghệ và đảm bảo mục tiêu thân thiện với môi trường_mục tiêu mà cộng đồng thế giới đang yêu cầu ngành in ấn bao bì nói riêng và lĩnh vực sản xuất nói chung hướng đến.

Thứ hai, Doanh nghiệp có kết quả hoạt động kinh doanh tương đối tốt và có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tương đối ổn định trong thời gian qua. Bên cạnh đó hạn mức tín dụng tại ngân hàng Nông nghiệp và Phát triển Nông thôn vẫn còn nhiều và không có khoản vay quá hạn. Theo đó khả năng vay vốn để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai sẽ tương đối thuận tiện.

• Điểm yếu (W)

Quy mô sản xuất kinh doanh và nguồn nhân lực hiện tại hơi nhỏ, sẽ khó đáp ứng được nhu cầu tăng trưởng của ngành trong thời gian tới.

Thứ hai, nguồn thu của Doanh nghiệp hiện nay chủ yếu là VND, có một số khoản thu bằng ngoại tệ thông qua việc cho thuê tòa nhà tại 72 Trường Chinh nhưng chi trả bằng VND tính theo tỷ giá ngân hàng tại thời điểm chi trả. Theo đó khả năng chủ động ngoại tệ trong hoạt động kinh doanh thấp.

• Cơ hội (O)

Tiềm năng phát triển của ngành bao bì và in ấn tương đối khả quan và triển vọng trong các năm tới khi nhu cầu tiêu dùng và sản xuất tăng cao. Theo đó các doanh nghiệp trong ngành nói chung và APPprint nói riêng sẽ có cơ hội để mở rộng sản xuất kinh doanh, gia tăng doanh thu và lợi nhuận.

Bên cạnh đó, vấn đề bảo vệ môi trường đang ngày càng được quan tâm trên thế giới đòi hỏi các doanh nghiệp và người tiêu dùng hướng tới sản xuất và tiêu dùng các sản phẩm thân thiện với môi trường. Theo đó, APPprint sẽ có cơ hội tăng cao vị thế cạnh tranh so với các công ty trong ngành với định hướng phát triển kinh doanh từ trước tới nay luôn hướng đến và thực hiện tốt các quy định về bảo vệ môi trường.

- **Thách thức (T)**

Việt Nam hội nhập vào WTO làm tăng tính cạnh tranh trong lĩnh vực bao bì và in ấn với sự xuất hiện nhiều công ty nước ngoài với trình độ chuyên môn, kỹ thuật và công nghệ cao.

Ngoài cạnh tranh về trình độ công nghệ kỹ thuật, APPprint còn phải đối mặt với tình trạng cạnh tranh về giá của nhiều cơ sở in ấn nhỏ lẻ ít chú trọng đến chất lượng và môi trường nên có giá thành in thấp. Trong khi đó tại Việt Nam, nhiều người tiêu dùng vẫn có tập quán tiêu dùng hàng giá rẻ và không quan tâm đến chất lượng.

Thách thức nữa đối với APPprint nói riêng và nhiều doanh nghiệp trong lĩnh vực bao bì in ấn nói chung là nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu nhập khẩu từ nước ngoài. Theo đó hoạt động kinh doanh ngoài chịu biến động về giá nguyên vật liệu còn chịu biến động về tỷ giá VND/USD. Trong khi đó tại Việt Nam, chế độ tỷ giá tương đối bất cập vì duy trì cả tỷ giá thị trường tự do và tỷ giá trong hệ thống ngân hàng với sự chênh lệch khá lớn. Khi tỷ giá chịu áp lực tăng nóng như trong năm 2009, nhiều doanh nghiệp không mua được ngoại tệ tại ngân hàng và phải mua ngoại tệ với giá cao trên thị trường tự do, làm tăng chi phí và gây khó khăn cho việc hoạch toán kinh doanh.

TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Với triển vọng của ngành bao bì và in ấn trên thế giới và Việt Nam khá khả quan và hấp dẫn, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh về nhãn hiệu hàng hóa ngày càng gay gắt hơn giữa các doanh nghiệp cùng ngành, tiềm năng phát triển của ngành nói chung và của APPprint nói riêng trong thời gian tới là rất lớn. Tuy nhiên mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành sẽ ngày càng cao hơn do việc Việt Nam hội nhập vào WTO, theo đó đòi hỏi APPprint phải tăng cường nâng cao trình độ công nghệ kỹ thuật, máy móc, trang thiết bị và người lao động để nâng cao tính cạnh tranh và vươn ra thị trường quốc tế.

Để phục vụ cho mục tiêu phát triển ổn định và đảm bảo tuân thủ các nguyên tắc về môi trường trong sản xuất kinh doanh in ấn bao bì, Doanh nghiệp đang dự kiến xây dựng dây chuyền sản xuất bao bì thông minh (loại bao bì có mã hóa kỹ thuật số, giúp người tiêu dùng có thể nhận biết nhãn hàng thông qua internet và điện thoại...). Ngoài ra, Doanh nghiệp cũng đang có kế hoạch mua thêm nhà máy mới ở Hưng Yên để sản xuất bao bì túi bằng chất liệu màng mỏng, tự hủy (thân thiện với môi trường). Việc triển khai các dự án này, sẽ giúp Doanh nghiệp nâng cao được vị thế trong ngành in ấn bao bì, nâng cao tính cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước và nước ngoài, đồng thời góp phần vào đà tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ổn định và cao trong những năm tới. Tuy nhiên những dự án này đang trong giai đoạn bàn thảo và chưa có quyết định đầu tư cụ thể.

Trong năm 2010, Doanh nghiệp dự kiến đầu tư mua thêm một số máy móc và trang thiết bị hiện đại với tổng vốn đầu tư vào khoảng 15-16 tỷ đồng. Hoạt động đầu tư này sẽ góp phần nâng cao năng suất in ấn của Doanh nghiệp. Nhưng mốc thời điểm đầu tư cũng chưa được xác định cụ thể là vào đầu năm hay cuối năm. Nên kỳ vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2010 của APPprint không cao chỉ vào khoảng 10% so với năm 2009. Vì hiện tại dây chuyền và máy móc thiết bị mới đầu tư trong năm 2008, 2009 đang vận hành với công suất vào khoảng 70% nên mức độ tăng công suất nhiều khả năng sẽ không tăng quá cao trong năm 2010. Ngoài ra, với xu hướng hồi phục và ổn định dần của kinh tế thế giới và Việt Nam trong năm 2010 khả năng giá giấy sẽ tiếp tục phục hồi, trong khi lãi suất và tỷ giá VND/USD đang được dự báo sẽ tiếp tục tăng. Hơn nữa, từ năm 2010, một số ưu đãi về lãi suất và thuế (giảm

50% thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp) sẽ không còn. Vì vậy Doanh nghiệp sẽ khó tiết giảm được chi phí như năm 2009. Theo đó kỳ vọng tăng trưởng kinh doanh trong năm 2010 của Doanh nghiệp không cao mặc dù tiềm năng phát triển dài hạn tương đối khả quan.

ĐỊNH GIÁ

Trong khuôn khổ báo cáo ngắn và trong bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn tiềm ẩn những biến động bất thường, chúng tôi lựa chọn phương pháp định giá theo cách tiếp cận thị trường (market approach) - định giá theo hệ số P/E, P/B để nhà đầu tư tham khảo và so sánh giá cổ phiếu INN trong tương quan với các cổ phiếu đã niêm yết trên thị trường chứng khoán tại thời điểm hiện nay. Tuy nhiên nhà đầu tư cần lưu ý các nội dung chúng tôi đã trình bày ở phần so sánh tương quan các doanh nghiệp.

Giá các cổ phiếu sử dụng tính trong hai phương pháp này là mức giá các cổ phiếu tại ngày 21/1/2010.

Mã Công ty	HTP	SAP	SGD	TPH	Trung bình
P/B	0,97	1,08	1,73	0,82	1,32
P/E	8,91	9,60	8,83	13,96	10,02
Tỷ trọng Mkt.cap (%)	14,15	13,25	42,24	18,01	

Nguồn: HNX, Bloomberg, VCBS

Với lợi nhuận trước thuế ước tính vào khoảng 18 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế của APPprint trong năm 2009 sẽ đạt ở mức 15,75 tỷ đồng tương ứng với EPS năm 2009 là 2.917 vnd/cổ phiếu. Vì vậy mức giá cổ phiếu INN theo phương pháp P/E sẽ vào khoảng 29.228 vnd/cổ phiếu với P/E kỳ vọng đạt bằng mức trung bình ngành.

Theo phương pháp P/B giá cổ phiếu INN sẽ vào khoảng 20.988 vnd/cổ phiếu với Book value của APPprint trong năm 2009 dự kiến đạt ở mức 15.900 vnd.

Như vậy với mức độ tin cậy hai phương pháp là 50-50, mức giá cổ phiếu INN được chấp nhận trong bối cảnh thị trường hiện nay là **25.100 vnd/cổ phiếu**.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Với triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trước thuế trong năm 2010 dự kiến ở mức 10%, trong khi từ năm 2010 APPprint sẽ không được ưu đãi thuế (giảm 50% thuế suất) như các năm trước và phải thực hiện thuế suất hàng năm ở mức 25% như các doanh nghiệp khác, khả năng lợi nhuận sau thuế năm 2010 sẽ thấp hơn so với năm 2009. Theo đó EPS năm 2010 theo dự tính thận trọng của chúng tôi có thể giảm khoảng 4,77% so với năm 2009. Trong khi đó mức trả cổ tức năm 2009 và 2010 có khả năng ở mức 12-14%. Vì vậy chúng tôi cho rằng cổ phiếu INN của APPprint ít hấp dẫn đối với nhà đầu tư ngắn hạn và trung hạn.

Tuy nhiên trong dài hạn, với tiềm năng phát triển của ngành, chiến lược phát triển bền vững trong dài hạn với một số dự án đầu tư nâng cao công nghệ và mở rộng quy mô sẽ được thực hiện trong 1-2 năm tới, chúng tôi cho rằng triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của APPprint sẽ tăng cao hơn. Vì vậy nhà đầu tư trung dài hạn có thể xem xét tích lũy trong khoảng giá phù hợp khi có những thông tin chắc chắn hơn về các dự án đầu tư mở rộng sản xuất của Doanh nghiệp.



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN TÓM TẮT

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	9t/2009
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	56.619	99.514	108.603	135.683
TÀI SẢN NGẮN HẠN	26.085	62.995	48.059	79.426
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.390	5.024	7.847	21.372
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	9.634	35.881	16.568	20.356
Hàng tồn kho	13.900	22.051	23.238	31.859
Tài sản ngắn hạn khác	162	40	406	5.839
TÀI SẢN DÀI HẠN	30.534	36.518	60.544	56.256
Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
Tài sản cố định	30.124	35.848	59.496	55.454
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	10	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	400	660	1.038	793
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	56.619	99.514	108.603	135.683
NỢ PHẢI TRẢ	18.690	55.838	35.153	49.499
Nợ ngắn hạn	4.977	31.394	27.079	39.527
- Vay và nợ ngắn hạn		20.713	11.426	20.857
Nợ dài hạn	13.714	24.444	8.075	9.971
- Vay và nợ dài hạn	13.669	24.400	8.000	9.876
VỐN CHỦ SỞ HỮU	37.929	43.676	73.450	86.184
Vốn chủ sở hữu	37.504	42.990	72.288	85.471
- Vốn đầu tư của chủ sở hữu	27.000	27.000	54.000	54.000
Nguồn kinh phí và quỹ khác	425	686	1.162	713
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

BẢNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	9t/2009
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	57.111	74.467	115.307	111.841
Các khoản giảm trừ	3	11	128	35
Doanh thu thuần (triệu đồng)	57.108	74.456	115.178	111.806
Giá vốn hàng bán	46.837	60.955	94.506	90.460
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	10.271	13.501	20.672	21.347
Doanh thu hoạt động tài chính	97	109	510	389
Chi phí tài chính	414	1.968	3.742	1.741
- Trong đó : Chi phí lãi vay	328	1.818	2.921	1.405
Chi phí bán hàng	248	316	606	653
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2.648	3.556	4.754	5.172
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	7.058	7.770	12.080	14.170
Thu nhập khác	23	20	39	301
Chi phí khác	4	1	57	
Lợi nhuận khác	19	20	-18	301
Tổng lợi nhuận kết toán trước thuế	7.077	7.790	12.062	14.470
Thuế thu nhập doanh nghiệp	758	571	1.531	1.266
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	0	0
Lãi (lỗ thuần) từ công ty liên doanh/liên kết	0	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	6.318	7.219	10.531	13.204

Nguồn: Công ty CP Bao bì và in Nông nghiệp



BẢNG CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	ĐVT	2006	2007	2008	9t/2009
Hệ số khả năng thanh toán					
Vốn lưu động thuần	triệu đồng	21.109	31.601	20.980	39.899
Vốn lưu động thuần/ Tổng tài sản	lần	0,37	0,32	0,19	0,29
Hệ số thanh toán hiện thời	lần	5,24	2,01	1,77	2,01
Hệ số thanh toán nhanh	lần	2,45	1,30	0,92	1,20
Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động					
Vòng quay các khoản phải thu bình quân	vòng/năm	5,93	2,08	6,95	5,49
Số ngày thu tiền bình quân	ngày	61,58	175,90	52,50	66,45
Vòng quay hàng tồn kho	vòng/năm	3,37	2,76	4,07	2,84
Số ngày luân chuyển hàng tồn kho bình quân	ngày	108,32	132,04	89,75	128,55
Vòng trả nợ bình quân	vòng/năm	2,51	1,09	2,69	1,83
Số ngày trả nợ bình quân	ngày	2,06	0,43	0,76	0,54
Hệ số tạo doanh thu của tổng tài sản	lần	0,99	1,34	0,94	1,21
Hệ số tạo doanh thu của tài sản cố định	lần	0,53	0,48	0,52	0,50
Hệ số tạo doanh thu của tài sản ngắn hạn	lần	0,46	0,85	0,42	0,71
Hệ số tạo doanh thu của tài sản khác	lần	0,00	0,00	0,00	0,05
Các chỉ tiêu lợi nhuận hoạt động					
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên doanh thu	%	17,98	18,13	17,93	19,09
Tỷ suất lợi nhuận HĐ KD trên doanh thu	%	12,36	10,43	10,48	12,67
Tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu	%	11,06	9,69	9,13	11,81
ROA	%	11,16	7,25	9,70	9,73
ROE	%	16,66	16,53	14,34	15,32
Cơ cấu vốn và rủi ro tài chính					
Tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu	%	36,16	55,97	10,99	11,57
Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản	%	24,22	24,56	7,43	7,35
Tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu	%	49,28	127,85	47,86	57,43
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng nguồn vốn	%	33,01	56,11	32,37	36,48
Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn	%	66,99	43,89	67,63	63,52
Tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản	%	53,20	36,02	54,78	40,87

Nguồn: VCBS



Miễn trừ trách nhiệm

Bản báo cáo phân tích này thuộc bản quyền VCBS và chỉ nhằm mục đích tham khảo. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được xem xét cẩn trọng. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM VCBS

Hội sở chính

Tầng 17, Tòa nhà Vietcombank, 198 đường Trần Quang Khải

Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Website: www.vCBS.com.vn

Điện thoại: 84-4-39 36 64 26

Fax: 84-4-39 36 02 62

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Lầu 1, Tòa nhà Green Star, 70 đường Phạm Ngọc Thạch,

Phường 6, Quận 3, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: 84-8-38 20 81 16

Fax: 84-8-38 20 81 17

Chi nhánh Đà Nẵng

Lầu 2, 10 đường Hải Phòng, Quận Hải Châu,

Thành phố Đà Nẵng

Điện thoại: 84-511-3 88 89 91

Fax: 84-511-3 88 88 81