

INN - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 18/4/2016)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	49.000
KLGD TB 10 ngày	15.558
Vốn hoá (tỷ đồng)	463,3
Số lượng CPLH	10.800.000
% sở hữu nước ngoài	7,56%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trần Thu Hằng
tthang@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 117

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

INN là doanh nghiệp có thế mạnh về công nghệ và kinh nghiệm trên thị trường miền Bắc, nguồn khách hàng tốt và triển vọng kinh doanh tích cực khi (1) nhà máy hiện tại đã hoạt động hết công suất; (2) nhà máy mới nhà máy mới đi vào hoạt động từ năm 2017; (3) khấu hao tại nhà máy cũ sẽ hết từ năm 2018.

Năm 2015, INN ghi nhận KQKD tích cực với 763 tỷ đồng doanh thu (+21,4% yoy), LNST đạt 59 tỷ đồng (27,4% yoy). Điều này là do (1) Kinh tế khả quan hơn, các khách hàng đặt hàng nhiều, (2) Năm 2014, INN đã thuê thêm 3.000 m2 nhà xưởng và mua thêm nhiều máy móc giúp tăng năng lực sản xuất, gia tăng sản lượng; (3) Giá nguyên vật liệu giảm trung bình ~3% trong khi giá đơn hàng hầu như không đổi; (4) INN cơ cấu lại hệ thống quản lý tại APP Hưng Yên giúp tiết giảm chi phí

Năm 2016, KQKD của INN có thể chứng lại do (1) áp lực giảm giá do cạnh tranh và phải chuyển lợi thế giá nguyên liệu thấp (năm 2015) cho khách hàng, (2) 2 nhà máy hiện tại đã hoạt động hết công suất, nhà máy mới đang xây dựng. Ước tính doanh thu 2016 đạt 823 tỷ đồng (+7,9%), LNST ước đạt 65,4 tỷ đồng (+10,8% yoy). Với giá đóng cửa 49.000 đồng, INN đang được giao dịch với PE forward 8,5 lần.

Về dài hạn, với đóng góp từ nhà máy mới và việc hết khấu hao từ nhà máy cũ, doanh thu và lợi nhuận có nhiều động lực tăng trưởng. Giá trị hợp lý theo phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối của INN là 55.750 đồng/cổ phiếu, cao hơn 14% so với giá hiện tại. **VCBS khuyến nghị MUA đối với INN cho mục tiêu dài hạn.**

Rủi ro của INN nằm ở (1) Chi phí nguyên liệu hầu hết nhập khẩu, biến động theo giá thế giới và tỷ giá; (2) Áp lực cạnh tranh từ ngành bao bì ngày càng gia tăng; (3) Khả năng biến động khách hàng khi Thuốc lá Thăng Long cổ phần hóa và Kinh Đô bán lại cho nước ngoài. Thuốc lá Thăng Long là khách hàng lớn (35% DT), INN sẽ chịu tác động xấu nếu có biến động. Tuy nhiên khả năng xảy ra không cao do INN là đối tác lâu năm, có dây chuyền chuyên biệt cho Thuốc lá Thăng Long, việc TL Thăng Long chuyển đổi đối tác trong khi giữ được khối lượng và yêu cầu công việc là không dễ dàng. Tác động của mất khách hàng Kinh Đô không đáng ngại do cơ cấu khách hàng bán kẹo đã đa dạng, không phụ thuộc vào 1-2 khách hàng lớn.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đồng)	417	561	628	763
+/- yoy (%)	-15%	34%	12%	22%
LNST (tỷ đồng)	32	42	46	59
+/- yoy (%)	-7%	31%	9%	27%
Nợ/TTS (%)	7,1%	11,9%	12,1%	12,3%
TS LN gộp (%)	18%	17%	17%	17%
ROA – TTM (%)	14,4%	15,5%	13,6%	14,8%
ROE – TTM (%)	21,8%	24,7%	20,7%	22,9%
EPS - TTM (đồng)	5,531	5,238	4,954	5,190

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

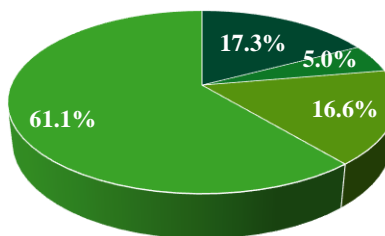
Lịch sử hình thành

Công ty Cổ phần Bao bì và In Nông nghiệp tiền thân là một xưởng in vẽ bản đồ được thành lập năm 1969 với nhiệm vụ là thiết kế, vẽ bản đồ bằng tay phục vụ cho nhu cầu của Nhà nước. Năm 1993, doanh nghiệp được đổi tên thành xí nghiệp in Nông nghiệp và Công nghiệp thực phẩm trực thuộc Bộ Nông nghiệp và Công nghiệp thực phẩm, và xác định lại định hướng phát triển, tập trung vào in bao bì và tem nhãn hàng hóa.

Năm 2004, công ty chuyển đổi thành CTCP, vốn điều lệ 27 tỷ đồng, trong đó nhà nước nắm giữ 25%. Năm 2008, công ty tăng vốn điều lệ lên 54 tỷ đồng, thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu, cổ đông chiến lược và đấu giá ra công chúng và niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội năm 2010.

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu



▪ Nguyễn Thành Nam ▪ Nguyễn Như Song ▪ Ban lãnh đạo khác ▪ Khác

Cổ đông lớn nhất của INN là ông Nguyễn Thành Nam – Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc công ty với 17,3% cổ phần. Theo sau là 1 cổ đông độc lập Nguyễn Như Song 5% cổ phần. Ban lãnh đạo (không tính đến ông Nguyễn Thành Nam) nắm giữ 16,6% cổ phần INN. Khối ngoại hiện nắm giữ 7,56% cổ phần của INN.

Đơn vị thành viên

INN hiện có trụ sở chính tại số 72 Trường Chinh, 1 nhà máy tại Ngọc Hồi (Hà Nội, APP Hà Nội) và 2 công ty con – Công ty TNHH Bao bì INN – Hưng Yên và Công ty TNHH MTV Công nghệ chống giả DAC.

Hầu hết hoạt động sản xuất hiện nay đều được thực hiện ở nhà máy Ngọc Hồi. Trụ sở chính tại số 72 Trường Chinh có tổng diện tích sử dụng 1.045,2 m², chỉ sử dụng 1 phần làm nơi làm việc của Công ty DAC và Phòng Thiết kế - Tạo mẫu, còn lại đang được cho thuê với giá 12.650 USD/tháng.

Công ty TNHH Bao bì INN – Hưng Yên (APP Hưng Yên) được thành lập quý 4/2011, sau khi INN mua lại Công ty sản xuất màng phức hợp An Hưng với giá trị 35,7 tỷ đồng (bao gồm diện tích đất 26.100m², 3.000m² nhà xưởng và 1 số máy móc cơ bản). INN đã thay đổi lại mô hình hoạt động và đầu tư máy móc cho APP Hưng Yên tương tự nhà máy tại Ngọc Hồi. Năm 2015, INN thuê thêm 25.000 m² đất cạnh nhà máy APP Hưng Yên và thành lập chi nhánh tại Hưng Yên. Đồng thời sát nhập Chi nhánh và nhà máy APP hiện tại và dự kiến mở rộng thành nơi sản xuất chính.

Đơn vị	Mối liên hệ	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Ngành nghề	Doanh thu 2015 (tỷ đồng)
APP Hà Nội	Công ty mẹ	108	In ấn	635
Công ty TNHH Bao bì INN - Hưng Yên	Công ty con	27	In ấn	121
Công ty TNHH Công nghệ chống giả DAC	Công ty con	5.4	Dịch vụ chống giả	8

Nguồn: INN

Một số sản phẩm của INN



Hoạt động kinh doanh

Cơ cấu doanh thu

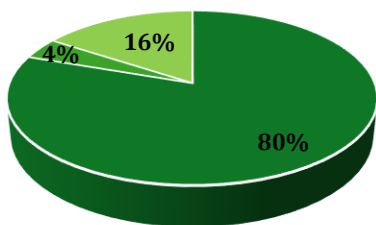
Hoạt động kinh doanh chính của INN là sản xuất bao bì giấy, bao bì phức hợp, màng nhôm ép vi.. cho các doanh nghiệp thuốc lá, bánh kẹo, dược phẩm (chiếm 80%). Hoạt động dịch vụ in ấn (thiết kế, tạo mẫu, làm khuôn in..) đóng góp doanh thu thứ 2 (~16%). 1 phần nhỏ doanh thu còn lại (~4%) là bán vật tư (phát sinh do công ty mẹ nhập nguyên vật liệu và bán lại cho công ty con) và cho thuê bất động sản.

Khách hàng chính của INN là Thuốc lá Thăng Long (~35%), các doanh nghiệp bánh kẹo (~20%), Bóng đèn Rạng Đông (15%), còn lại là bao bì (hộp giấy và màng ép nhôm) dược phẩm. Doanh thu của INN trước đây phụ thuộc mạnh vào Thuốc lá Thăng Long (đã có lúc lên tới 70% doanh thu), tỷ lệ này đã giảm dần trong vài năm trở lại đây, giúp cơ cấu doanh thu của INN đa dạng và ít rủi ro hơn.

Cơ cấu chi phí

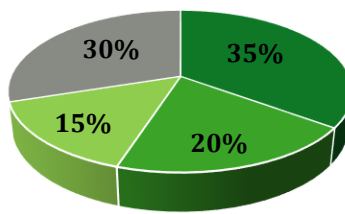
Nguyên liệu chiếm tỷ lệ lớn trong cơ cấu chi phí (~70%), theo sau là nhân công và khấu hao. Nguyên liệu chủ yếu của INN là giấy và mực, hầu hết đều nhập khẩu. Giá nguyên liệu biến động theo thị trường thế giới và chịu tác động của tỷ giá, là rủi ro thường trực đối với INN.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



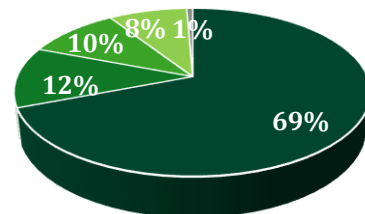
- Thành phẩm
- Hàng hóa, vật tư
- Dịch vụ

Cơ cấu doanh thu theo khách hàng



- Thuốc lá Thăng Long
- DN bánh kẹo
- Bóng đèn Rạng Đông
- Dược phẩm và khác

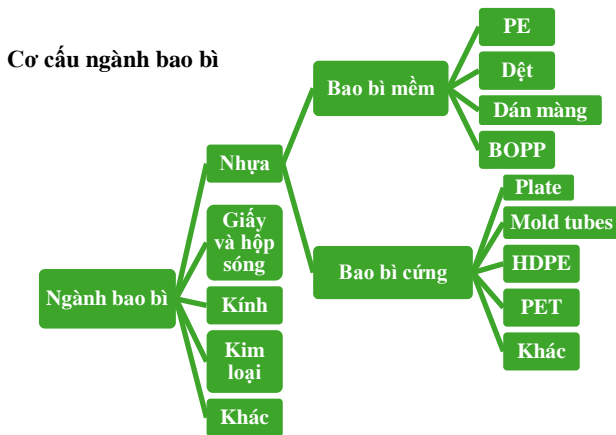
Cơ cấu chi phí



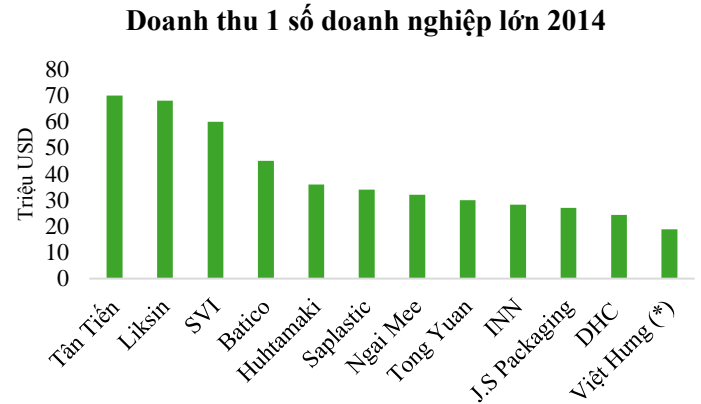
- Nguyên liệu
- Nhân công
- Khấu hao
- Dịch vụ mua ngoài
- Khác

Nguồn: INN, VCBS tổng hợp

ĐẶC ĐIỂM NGÀNH



Nguồn: Stoxplus



Nguồn: Stoxplus, VCBS tổng hợp

(*) Số liệu cũ, ước lượng theo quy mô so với DN khác khoảng 50 triệu USD

Ngành bao bì có mức độ phân hóa mạnh mẽ, cả về quy mô doanh nghiệp và cơ cấu sản phẩm.

Ngành bao bì Việt Nam có quy mô tương đối lớn (~6,3 tỷ USD – StoxPlus 2014) với nhiều phân nhánh sản phẩm. Trong đó, lớn nhất là bao bì nhựa (chiếm 64%). Mỗi nhánh sản phẩm có sự **phân hóa mạnh mẽ về nguyên liệu, công nghệ, chất lượng... để phục vụ đa dạng các ngành sản xuất khác nhau.**

Quy mô các doanh nghiệp bao bì ở Việt Nam không lớn. Thị trường có khoảng 10-20 doanh nghiệp lớn có doanh thu trên 30 triệu USD/năm và rất nhiều doanh nghiệp nhỏ doanh thu dưới 5 triệu USD/năm.

Sự đa dạng về sản phẩm và chất lượng khiến thị trường phân hóa về nhiều phân khúc riêng biệt. Các doanh nghiệp lớn với công nghệ in hiện đại, nắm bắt thị hiếu khách hàng tốt thường có tệp khách hàng ổn định hơn. Tuy nhiên, nhìn chung **các doanh nghiệp bao bì có quyền lực thấp khi đàm phán với khách hàng (low bargaining power).**

Các doanh nghiệp lớn tập trung ở phía Nam

Thị trường bao bì phía Nam phát triển nhanh và mạnh hơn, khi đây là nơi tập trung vốn đầu tư công nghiệp lớn nhất trên cả nước. 9-10 trong số 12 doanh nghiệp bao bì lớn chúng tôi thống kê thuộc địa phận phía Nam, và hầu hết các doanh nghiệp có quy mô lớn nhất cũng ở khu vực này. Thị trường miền Bắc, ngoài nhu cầu khách hàng thấp hơn phía Nam, còn chịu cạnh tranh từ các DN bao bì Trung Quốc. Hầu hết các doanh nghiệp miền Bắc có quy mô trung bình và nhỏ, công nghệ đầu tư vừa phải.

Tốc độ tăng trưởng nhanh, nhu cầu ngày càng đa dạng

Là ngành công nghiệp phụ trợ, tăng trưởng thị trường bao bì phụ thuộc mạnh vào nhu cầu khách hàng (bán kẹo, rượu bia, hóa mỹ phẩm...). Trong những năm qua, nhu cầu ở hầu hết các ngành sử dụng bao bì đều tăng trưởng, với tốc độ từ 5-16% CAGR, giúp ngành bao bì không ngừng mở rộng quy mô. Ngoài tốc độ tăng trưởng cao, nhu cầu khách hàng ngày càng đa dạng, đòi hỏi sản phẩm ngày càng bắt mắt và sang trọng. Vì vậy, **việc nhanh nhạy với thị hiếu khách hàng và tích cực đầu tư công nghệ để đáp ứng nhu cầu mới là yếu tố tiên quyết đối với các doanh nghiệp trong ngành.**

Nguyên liệu và máy móc phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu

Hầu hết máy móc và nguyên liệu cho sản xuất (giấy, ni lông, mực...) của các doanh nghiệp bao bì hiện nay là nhập khẩu. Với riêng nhánh bao bì nhựa, tỷ lệ này lên tới 90%. Điều này khiến **các DN trong ngành chịu rủi ro lớn về tỷ giá và hạn chế tính chủ động trong sản xuất.**

Các hiệp định tự do mang đến cả cơ hội và thách thức

Trong thời gian tới, làn sóng đầu tư vào Việt Nam đón cơ hội từ các hiệp định thương mại tự do đã ký kết, nhu cầu cho ngành bao bì dự kiến sẽ còn tăng trưởng cao hơn nữa. Điều này mở ra cơ hội lớn cho các DN trong ngành, vì đây là 1 trong số ít ngành công nghiệp phụ trợ mà Việt Nam có thể làm được. Tuy nhiên, đi liền với đó là làn sóng DN bao bì FDI với lợi thế về vốn và công nghệ đầu tư vào Việt Nam, gia tăng sức ép cạnh tranh. Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp bao bì nước ngoài là bạn hàng lâu năm của các DN sản xuất lớn (như Samsung, LG...) đã chủ động đầu tư tại Việt Nam theo khách hàng, khiến việc xâm nhập nguồn khách hàng mới khó khăn hơn.

VỊ THẾ VÀ TRIỂN VỌNG

INN nằm trong nhóm các doanh nghiệp đứng đầu thị trường miền Bắc

INN nằm trong nhóm 4 doanh nghiệp lớn nhất miền Bắc, sản xuất hộp giấy, màng nhôm dẹt và màng phức hợp. Công ty có thị phần lớn trong lĩnh vực in vỏ bao thuốc lá và bao bì dẹt trên thị trường miền Bắc. INN là đơn vị duy nhất miền Bắc in màng nhôm trên công nghệ Flexo.

Công suất hoạt động cao, liên tục đầu tư máy móc

2 nhà máy sản xuất hiện tại đang hoạt động với công suất cao, nhà máy Ngọc Hồi (Hà Nội): 100% công suất, nhà máy APP Hưng Yên: 90%. Năm 2015, trước nhu cầu khách hàng lớn trong khi nhà máy Hưng Yên mới chưa đáp ứng kịp, INN đã phải chuyển bớt khoảng 40 tỷ giá trị đơn hàng gia công tại đơn vị khác.

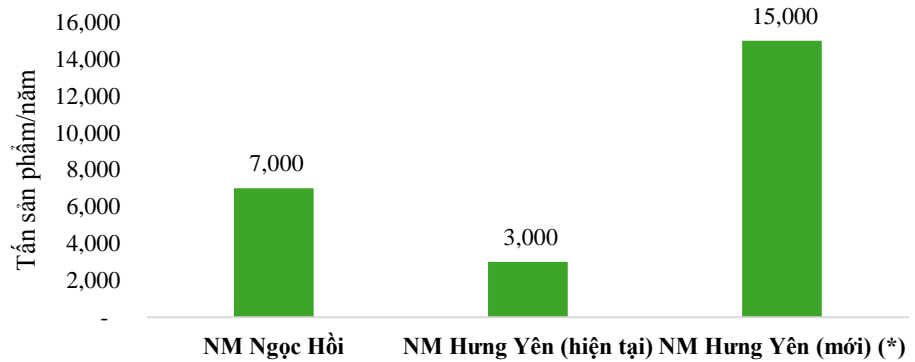
Chúng tôi nhận thấy INN liên tục đầu tư máy móc mới trong vài năm trở lại đây, với vốn đầu tư trung bình 30-40 tỷ đồng/năm. Hầu hết các máy móc hiện tại là máy mới nhập khẩu từ Bỉ và Đức. Việc sở hữu các máy móc hiện đại giúp INN tập trung phân khúc chất lượng cao, công nghệ in phức tạp (như hiệu ứng sần bóng, sần mờ, flexo 4 màu, 8 màu...).

Động lực tăng trưởng từ đầu tư nhà máy mới và hết khấu hao từ nhà máy cũ

Định hướng của INN trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2020 là đầu tư Nhà máy Hưng Yên thành nơi sản xuất chính và đẩy mạnh màng bao bì màng phức hợp. **Công suất nhà máy mới (bao gồm cả sát nhập nhà máy Hưng Yên cũ hiện tại) khoảng 15.000 tấn sản phẩm, gấp rưỡi tổng công suất 2 nhà máy hiện tại. Sau khi hoàn thành dự kiến INN sẽ tăng công suất lên 2,2 lần.** Tuy nhiên, các doanh nghiệp in đặc thù tăng công suất bằng máy móc nên với kế hoạch đầu tư cuốn chiếu như hiện tại thì INN có thể sản xuất được ngay khi hoàn thiện nhà xưởng và lắp đặt các máy móc ban đầu (năm 2017). Tổng công suất sẽ tăng từ từ trong vài năm cho đến khi đầu tư đầy đủ cho cả dự án.

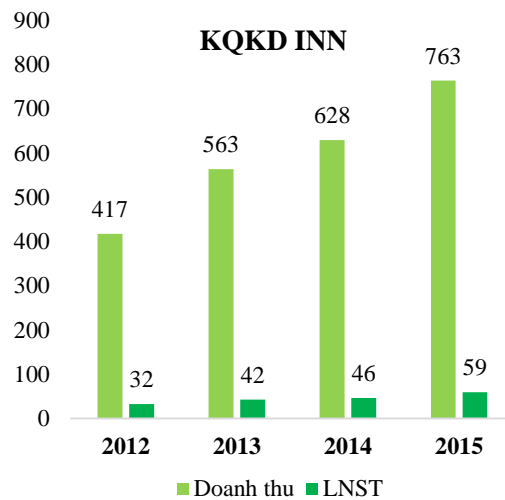
Tài sản lớn nhất của INN hiện nay là máy móc. INN đang thực hiện chế độ khấu hao nhanh cho các máy móc hiện tại. Thời gian khấu hao trung bình chỉ từ 4-5 năm, trong khi phần lớn các máy móc có thời gian sử dụng thực tế trên 10 năm. Với chi phí khấu hao trung bình 40-50 tỷ/năm, giá trị máy móc còn lại tính đến cuối năm 2015 là 76 tỷ. **Như vậy tính đến năm 2018, máy móc tại nhà máy Ngọc Hồi sẽ không còn chi phí khấu hao.** Và đến khi nhà máy mới đi vào hoạt động, chúng tôi cho rằng chi phí khấu hao thậm chí có thể giảm, do chỉ còn khấu hao cho nhà máy mới và với lộ trình đầu tư máy móc dần dần, chi phí khấu hao cho máy móc mới cũng thấp hơn so với mức ghi nhận khấu hao hiện tại. Với thời gian khấu hao trung bình 5 năm, khấu hao cho máy móc mới phải tối thiểu 50 tỷ đồng/năm (tương đương giá trị máy móc 250 tỷ đồng) mới bằng mức khấu hao máy móc của nhà máy cũ hiện tại. Trong khi tổng giá trị đầu tư cho cả nhà máy mới chỉ khoảng 200 tỷ đồng.

Công suất nhà máy

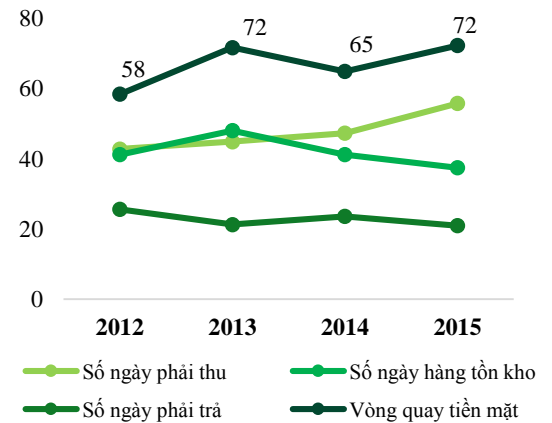


(*) Bao gồm cả NM Hưng Yên hiện tại sau khi sát nhập.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH



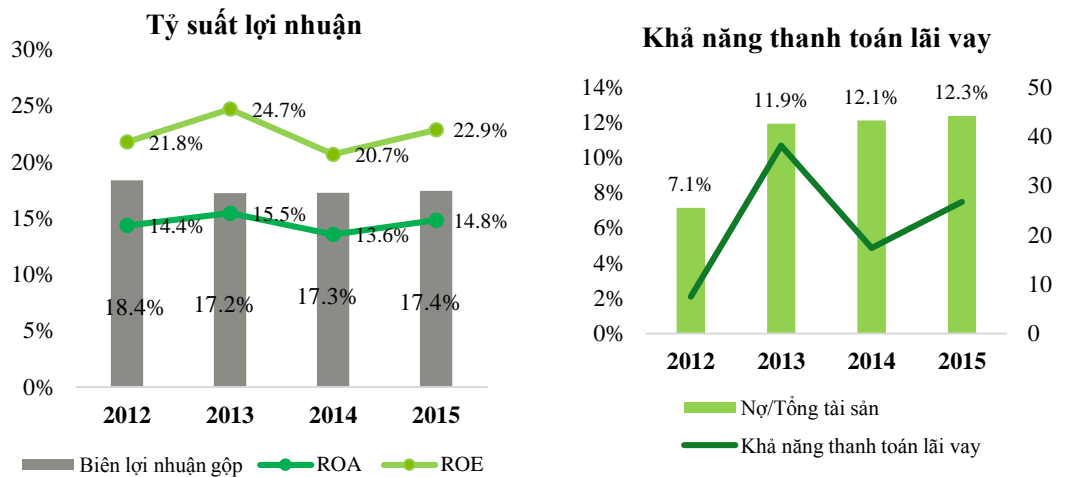
Hiệu quả hoạt động



Nguồn: INN, VCBS tổng hợp

KQKD của INN tăng trưởng khá ổn định. Doanh thu và lợi nhuận tăng đều qua các năm. KQKD của INN thường phụ thuộc các yếu tố sau (1) Tăng trưởng của khách hàng; (2) Giá nguyên liệu đầu vào; (3) Công suất nhà máy. 2 yếu tố (1) và (3) vẫn đang hỗ trợ hoạt động KD của INN, riêng yếu tố (2) INN khá bị động do phải nhập khẩu phần lớn nguyên liệu đầu vào. Riêng năm 2013 doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng nhanh do đóng góp của nhà máy Hưng Yên (INN mua lại từ công ty An Hưng và chuyển đổi mô hình hoạt động).

Vòng quay tiền mặt đang có xu hướng tăng, chủ yếu đến từ số ngày phải thu do INN đang gia tăng khách hàng là các công ty dược (Có số ngày phải thu dài hơn khách hàng thông thường). Trong quá khứ (năm 2011), INN đã từng phải trích lập 318 triệu do nợ xấu từ 2 công ty HA Pharma và CTCP Liên doanh Lily Pháp. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá mức gia tăng số ngày phải thu hiện tại không đáng ngại do phần lớn đơn hàng dược hiện tại là ở các khách hàng lớn và từ năm 2011 đến nay, INN chưa phải trích lập thêm khoản nợ xấu mới (Nợ cũ năm 2011 đã trích lập 100%).



Biên gộp giảm nhẹ nhưng tỷ suất lợi nhuận trên vốn tăng và giữ ở mức cao.

Biên lợi nhuận gộp của INN có xu hướng giảm từ 18,4% (2012) xuống 17,4% (2015), do (1) thị trường cạnh tranh hơn; (2) việc đầu tư máy móc mạnh và khấu hao nhanh khiến chi phí khấu hao tăng cao. Trung bình 4 năm doanh thu tăng trưởng 22% CAGR nhưng chi phí khấu hao tăng 38%. Với tốc độ khấu hao nhanh như hiện tại, đến năm 2018 nhà máy tại Ngọc Hồi sẽ hết khấu hao, giúp cải thiện biên lợi nhuận cho INN.

Mặc dù biên gộp giảm, INN đang có mức biên gộp khá cao so với trung bình ngành bao bì nói chung (~17% so với trung bình 13%) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn cao (~22%).

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của INN ở mức thấp và giữ ổn định ở mức 12% trong 3 năm gần nhất. Khả năng thanh toán lãi vay giữ ở mức cao (EBIT/Lãi vay ~20 lần), cho thấy rủi ro thanh toán ở mức thấp và INN còn nhiều dư địa tăng nợ vay để đầu tư nhà máy mới tại Hưng Yên trong năm nay.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh 2015

Năm 2015, INN ghi nhận KQKD tích cực với 763 tỷ đồng doanh thu (+21,4% yoy), LNST đạt 59 tỷ đồng (27,4% yoy). Với kết quả này, INN đã vượt 14% kế hoạch doanh thu và 16,7% kế hoạch lợi nhuận cho cả năm. Điều này là do

- (1) Tình hình kinh tế khả quan hơn, các khách hàng đặt hàng nhiều.
- (2) Năm 2014, INN đã thuê thêm 3.000 m2 nhà xưởng của Công ty cơ khí Ngô Gia Tự và mua thêm nhiều máy móc (tổng trị giá 110 tỷ đồng) giúp tăng năng lực sản xuất, gia tăng sản lượng.
- (3) Giá nguyên vật liệu giảm trung bình ~3% trong khi giá đơn hàng hầu như không đổi. Với chi phí nguyên liệu đóng góp 70% tổng chi phí, giảm giá nguyên liệu là lợi thế lớn cho INN
- (4) INN cơ cấu lại hệ thống quản lý tại APP Hưng Yên giúp tiết giảm chi phí

Dự báo KQKD 2016

INN đặt kế hoạch kinh doanh thấp cho năm 2016 với 728.5 tỷ đồng doanh thu (-4,5% yoy), 62,3 tỷ đồng LNNT (-17,6% yoy). Lí giải của doanh nghiệp cho việc đặt kế hoạch kinh doanh thấp là

- (1) Đa phần các đơn hàng ký mới trong năm nay chịu áp lực giảm giá 4-5% do giá nguyên liệu đã ở mức thấp trong năm 2015 và sức ép cạnh tranh giá từ Nhà máy in Viettel.
- (2) Chi phí nguyên liệu (mực in, giấy..) có thể tăng do giá dầu đã tăng khá từ đầu năm và áp lực tỷ giá. Chi phí nhân công tăng cao do cách tính chi phí bảo hiểm mới.

- (3) INN tập trung cho việc xây dựng nhà máy mới tại Hưng Yên.
- (4) Hiện tại 2 nhà máy Ngọc Hồi và Hưng Yên đã hoạt động hầu như hết công suất. Năm 2015, INN đã phải chuyển bớt khối lượng hàng trị giá ~40 tỷ đồng sang gia công tại các đơn vị khác. Việc chuyển bớt công việc sang đơn vị khác khiến công ty không chủ động được năng lực sản xuất, nhất là khi các đơn vị khác đã có đủ đơn hàng sản xuất của riêng họ.

Tuy nhiên, INN thường đặt kế hoạch thận trọng và theo thống kê 4 năm trở lại đây thì doanh nghiệp vượt ít nhất 15-20% kế hoạch lợi nhuận. Chúng tôi cho rằng các áp lực trên là đáng kể cho năm 2016. Dự báo KQKD INN cho năm 2016 của chúng tôi như sau:

Doanh thu ước đạt 823 tỷ đồng (+7,9%), doanh thu từ in ấn chỉ tăng nhẹ 5% do áp lực giảm giá. Động lực tăng doanh thu chủ yếu đến từ doanh thu cung cấp dịch vụ do (1) từ 1/2016 INN đã đàm phán lại thuê tại số 72 Trường Chinh từ 9.790 USD lên 12.650 USD/tháng; (2) các dịch vụ làm khuôn, làm bản... có nhu cầu ổn định và ít phụ thuộc hơn so với in ấn thông thường.

Giá định giá mục tăng 3%, giá giấy tăng 1% trong năm 2016. Các chi phí lãi vay và khấu hao chưa đột biến do mới bắt đầu xây dựng nhà máy mới, các chi phí đầu tư đang được vốn hóa.

Thuế thu nhập DN điều chỉnh giảm theo quy định mới từ 22% xuống 20%.

Theo đó, LNST ước đạt 65,4 tỷ đồng (+10,8% yoy), EPS forward 5.752 đồng/cổ phiếu. Với giá đóng cửa 49.000 đồng, INN đang được giao dịch với PE forward 8,5 lần.

Dự báo KQKD 2017 - 2020

Doanh thu: Chúng tôi ước tính doanh thu INN sẽ tăng trưởng khoảng 18% CAGR trong giai đoạn từ 2017-2020. Động lực tăng trưởng đến từ gia tăng công suất của nhà máy mới. Trong đó, năm 2017 doanh thu có thể tăng trưởng chậm do nhà máy mới đi vào hoạt động, có thể không hoạt động đủ năm và cần thời gian để ổn định sản xuất.

Lợi nhuận: Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận có thể lớn hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu (~20%) do so sánh với quy mô chi phí trong giai đoạn này, chi phí khấu hao cho nhà máy mới những năm đầu (2017-2018) khoảng 60-70 tỷ (bao gồm cả khấu hao máy móc và nhà xưởng) chỉ chiếm khoảng 10% GVHB, khó gây áp lực cho KQKD của INN. Trong khi từ năm 2018, khi nhà cũ đã hết khấu hao và máy móc mới khấu hao nhanh thì chi phí này có xu hướng giảm dần. Ngoài ra, (1) việc đầu tư nhà máy mới với định hướng sản xuất thêm các sản phẩm cao cấp hơn có thể cải thiện phần nào biên lợi nhuận; (2) Nhà máy mới tại Hưng Yên được hưởng ưu đãi thuế: miễn thứ 2 năm đầu kể từ khi có lãi và giảm 50% số thuế phải nộp trong 4 năm tiếp theo.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Xác định dòng tiền tự do

Năm	2016	2017	2018	2019	2020
LNST	65,370	68,467	83,864	110,978	128,257
Chi phí ngoài tiền mặt	69,295	75,678	60,065	39,361	34,391
Chi phí lãi (điều chỉnh thuế)	2,948	6,041	13,293	17,675	19,262
Thay đổi vốn lưu động	(11,780)	(35,150)	(25,323)	(35,239)	(45,538)
Đầu tư capex	99,834	(28,660)	41,340	26,340	26,340
Dòng tiền FCFF	23,051	137,655	77,265	88,760	90,770

Các giả định khác

Chi phí vốn chủ sở hữu	17,8%
Chi phí lãi vay	9%
Tỷ lệ chiết khấu	15,7%
Tăng trưởng vĩnh viễn	2%

Theo đó, giá trị hợp lý theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là 54.000 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp so sánh tương đối

Chúng tôi cũng so sánh INN với 1 số doanh nghiệp cùng ngành. Bảng so sánh cho thấy INN thuộc top các doanh nghiệp có doanh thu cao, vay nợ ít và hiệu quả hoạt động tốt. Chúng tôi cho rằng INN xứng đáng có mức định giá cao hơn so với trong ngành với PE ~ 10 lần. Với dự phóng doanh thu 2016 đạt 823 tỷ đồng (+7,9%), LNST ước đạt 65,4 tỷ đồng (+10,8% yoy), EPS forward 5.752 đồng/cổ phiếu, giá mục tiêu theo phương pháp PE là 57.500 đồng.

	Vốn hóa (tỷ)	PE	Tăng trưởng DT 3 năm	ROE 3 năm	Nợ/Tài sản
INN	463,320	6.5	22.3%	24.9%	12.3%
SVI	473,901	6.8	16.3%	13.8%	43.3%
TTP	716,440	7.9	-1.2%	24.5%	30.4%
TPC	151,010	14.5	-1.0%	7.0%	46.5%
SPP	127,797	14.5	21.8%	6.6%	44.1%
VBC	185,699	5.1	6.0%	4.3%	61.5%
DHC	609,239	6.3	23.4%	19.3%	12.9%
CLC	746,918	5.8	8.5%	28.2%	43.6%
Trung bình	434,290	8.4	12.0%	16.1%	36.8%

Giá định vai trò của 2 phương pháp định giá như nhau, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của INN là 55.750 đồng/cổ phiếu, cao hơn 30% so với giá hiện tại.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO

Chúng tôi cho rằng các rủi ro khi đầu tư vào INN gồm có

(1) Rủi ro mất khách hàng khi Thuốc lá Thăng Long cổ phần hóa và Kinh Đô bán cho nước ngoài

Thuốc lá Thăng Long là khách hàng lớn nhất của INN, chiếm ~35% doanh thu. Việc mất khách hàng này sẽ tác động rất lớn đến hoạt động kinh doanh của INN. Chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức trung bình, do INN đã là đối tác lâu năm, và đã có dây chuyền riêng để làm các đơn hàng gấp cho Thuốc lá Thăng Long bên cạnh dây chuyền sản xuất thông thường. Việc Thuốc lá Thăng Long chuyển đổi tác trong khi giữ nguyên khối lượng và yêu cầu tiền độ là không dễ dàng, nhất là khi bộ máy lãnh đạo mới cần có thời gian để ổn định tổ chức, trước khi có quyết định lớn.

Khả năng mất khách hàng Kinh Đô có thể cao hơn do sản phẩm không đặc thù, nhưng cơ cấu khách hàng đặt các đơn hàng hộp bán kẹo của INN khá đa dạng nên tác động của việc mất khách hàng Kinh Đô sẽ không nghiêm trọng.

(2) Rủi ro biến động giá nguyên liệu

Hầu hết các nguyên liệu đầu vào hiện nay là nhập khẩu, chịu rủi ro biến động giá cung cầu thế giới và tỷ giá VND/USD. Đây là rủi ro thường trực của INN và tác động cao vào KQKD hàng năm.

(3) Áp lực cạnh tranh từ các đối thủ mới tham gia vào ngành

Rào cản gia nhập ngành bao bì và in ấn ở mức thấp, áp lực cạnh tranh khá lớn giữa các doanh nghiệp trong ngành, nhất là khi mỗi khách hàng thường đặt hàng ở nhiều doanh nghiệp in khác nhau để giảm thiểu rủi ro. Điều này tạo thế bị động và áp lực cạnh tranh giá đối với các doanh nghiệp in. Trong năm nay, rủi ro cạnh tranh từ Nhà máy in Viettel (với động thái cạnh tranh giá) đã khiến INN giảm giá các đơn hàng 4-5%. Tuy nhiên, về dài hạn chúng tôi vẫn đánh giá khá cao INN ở chất lượng sản phẩm, tiến độ đơn hàng và linh động cải tiến với yêu cầu mới. Việc tập trung vào chất lượng và các khách hàng lớn, yêu cầu cao sẽ giúp INN khó phải giảm giá sâu theo các doanh nghiệp khác.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA INN cho mục tiêu đầu tư dài hạn

INN là doanh nghiệp có thế mạnh về công nghệ và kinh nghiệm trên thị trường miền Bắc, nguồn khách hàng tốt và triển vọng kinh doanh tích cực khi (1) nhà máy hiện tại đã hoạt động hết công suất; (2) nhà máy mới nhà máy mới đi vào hoạt động từ năm 2017; (3) khấu hao tại nhà máy cũ sẽ hết từ năm 2018.

Năm 2016, KQKD của INN có thể chững lại do (1) áp lực giảm giá do cạnh tranh và phải chuyển lợi thế giá nguyên liệu thấp (năm 2015) cho khách hàng, (2) 2 nhà máy hiện tại đã hoạt động hết công suất, nhà máy mới đang xây dựng. Ước tính doanh thu 2016 đạt 823 tỷ đồng (+7,9%), LNST ước đạt 65,4 tỷ đồng (+10,8% yoy). Với giá đóng cửa 49.000 đồng, INN đang được giao dịch với PE forward 8,5 lần. Giá trị hợp lý theo phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối của INN là 55.750 đồng/cổ phiếu, cao hơn 14% so với giá hiện tại. **VCBS khuyến nghị MUA đối với INN cho mục tiêu dài hạn.**

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS 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.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Anh Tuấn, CFA
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
tatuan@vcbs.com.vn

Trần Thu Hằng
Chuyên viên Phân tích
tthang@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	314 Đại lộ Bình Dương - Phường Phú Hòa - Thành phố Thủ Dầu Một - Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771

