

CÔNG TY CỔ PHẦN BAO BÌ BIÊN HÒA (HSX: SVI)

Đoàn Khắc Lâm

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: lamdk@fpts.com.vn

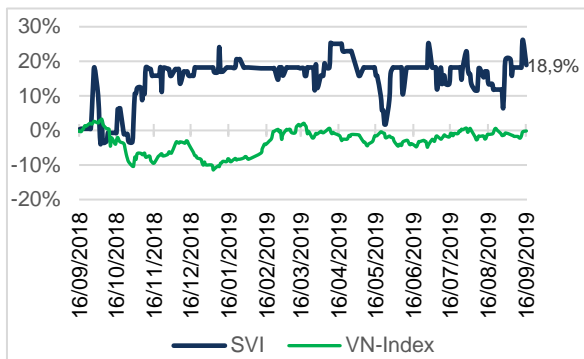
Tel: (028) - 6290 8686 - Ext: 8922

Giá thị trường (16/09/2019): 50.300 đồng/cp

Giá mục tiêu: 50.100 đồng/cp

 Tăng/giảm: **-0,4%**
Khuyến nghị:
BÁN
Biến động giá cổ phiếu SVI và VN-Index

(từ 16/09/2018–16/09/2019)


Thông tin giao dịch ngày 16/09/2019

Giá hiện tại (đồng/cp) 50.300

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 53.400

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 40.600

Số lượng CP niêm yết (cp) 12.832.437

Số lượng CP lưu hành (cp) 12.832.437

KLGD BQ 30 phiên (cp/ngày) 17.384

Vốn hóa (tỷ đồng) 645,5

EPS trailing (đồng/cp) 6.300

P/E trailing (lần) 7,97

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Bao bì Biên Hòa (Sovi)
Địa chỉ	Đường số 7, KCN Biên Hoà 1, phường An Bình, TP. Biên Hoà, Đồng Nai
Doanh thu chính	Bán bao bì Carton, bao bì in Offset
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu (giấy cuộn, giấy Duplex, mực in, ...)
Lợi thế cạnh tranh	Quy mô sản xuất lớn, nhà máy nằm tại vùng kinh tế trọng điểm phía Nam
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu đầu vào

Cơ cấu cổ đông tại ngày 16/09/2019

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
Quý đầu tư giá trị Bảo Việt (BVIF)	19,40%
SSIAM SIF - Vietnam Active Value Portfolio	11,08%
Cổ đông khác	69,52%

QUY MÔ SẢN XUẤT LỚN ÁP LỰC CẠNH TRANH TRONG NGÀNH GAY GẮT

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu SVI của CTCP Bao bì Biên Hòa, niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh (HSX). Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu SVI là **50.100 đồng/cp**, thấp hơn **0,4%** so với giá cổ phiếu giao dịch tại ngày 16/09/2019. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu SVI tại thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét MUA đối với phiếu SVI tại mức giá 42.500 đồng/cp, tương ứng tỷ suất sinh lời kỳ vọng 17,9%.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Sản xuất bao bì Carton có nhiều triển vọng tăng trưởng:** Ngân hàng thế giới (World bank) dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng 6,5%-6,6% trong giai đoạn 2019-2021 trong đó tăng trưởng của nhóm công nghiệp (bao gồm công nghiệp chế biến, chế tạo) ở mức 8%. Đây là cơ sở giúp sản xuất bao bì Carton tiếp tục tăng trưởng.
- ✓ **SVI hiện là một trong những doanh nghiệp sản xuất bao bì Carton quy mô lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ.** Công ty đã phát triển được lượng khách hàng đa dạng với nhiều doanh nghiệp lớn, như Unilever Việt Nam, Nestle Việt Nam, Masan,... Nhà máy sản xuất của SVI được đặt tại Đồng Nai và Bình Dương nằm trong vùng kinh tế trọng điểm Nam và thuộc tứ giác công nghiệp TP. Hồ Chí Minh- Bình Dương - Đồng Nai – Bà Rịa, Vũng Tàu, có lợi thế về vị trí địa lý để duy trì và phát triển mạng lưới khách hàng.
- ✓ **Giá giấy nguyên liệu sản xuất bao bì có xu hướng giảm:** Sau khi liên tiếp tăng mạnh trong năm 2017-2018, từ đầu năm 2019 giá giấy nguyên liệu làm bao bì đã giảm mạnh do chiến tranh thương mại ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ tại thị trường Trung Quốc và một loạt các nhà máy giấy nguyên liệu lớn đi vào hoạt động làm tăng nguồn cung giấy nguyên liệu. Đây là yếu tố thuận lợi giúp SVI cải thiện biên lợi nhuận gộp.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- ✓ **Áp lực cạnh tranh trong mảng bao bì giấy ngày càng tăng** đến từ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) có quy mô sản xuất lớn, lợi thế về nguồn vốn và được quản lý, điều hành bài bản.
- ✓ **Biến động giá giấy nguyên liệu:** Giấy nguyên vật liệu chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất của SVI và phải mua ngoài. Do đó, biến động giá giấy nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận.
- ✓ **Biến động lãi suất:** Tính đến cuối năm 2018, SVI đang có 255,9 tỷ đồng nợ vay chịu lãi (tương ứng D/E 0,75). Ước tính lãi suất tăng 1% sẽ làm tăng chi phí tài chính 2,56 tỷ đồng.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển



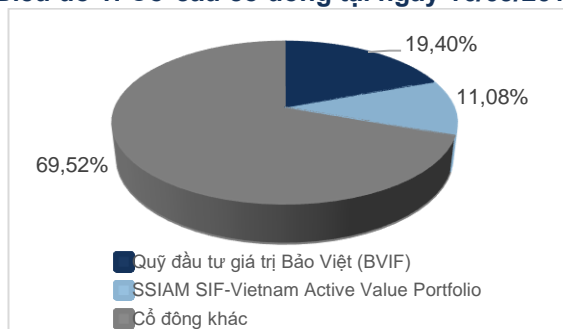
Bảng 1: Tóm lược các sự kiện quan trọng

Năm	Sự kiện
1978	Nhà máy bao bì Biên Hòa được Nhà nước tiếp quản và chuyển thành doanh nghiệp quốc doanh, công suất ban đầu 4.000 tấn/năm.
1997	Đầu tư mới dây chuyền công nghệ và thiết bị, nâng công suất lên 20.000 tấn/năm.
2003	Thực hiện cổ phần hóa, Nhà máy Bao bì Biên Hòa đổi tên thành CTCP Bao bì Biên Hòa.
2005	Đầu tư mở rộng, nâng công suất lên 45.000 tấn/năm.
2008	CTCP Bao bì Biên Hòa niêm yết cổ phiếu tại Sở GDCK Hà Nội (HNX) với mã SVI.
2010	Đầu tư nhà máy sản xuất bao bì giấy Bình Dương nâng tổng công suất thiết kế lên 75.000 tấn/năm và đầu tư nâng cấp nhà máy bao bì in Offset với công suất ban đầu 6.500 tấn/năm.
2012	CTCP Bao bì Biên Hòa chuyển niêm yết lên Sở GDCK Tp. Hồ Chí Minh (HSX).
2018	Tổng Công ty công nghiệp thực phẩm Đồng Nai hoàn tất thoái 53,62% cổ phần tại SVI.

Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông tại ngày 16/09/2019



Nguồn: FPTS tổng hợp

Quỹ đầu tư giá trị Bảo Việt (BVIF) và SSIAM SIF - Vietnam Active Value Portfolio hiện là 2 cổ đông lớn nhất tại SVI với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 19,4% và 11,08% cổ phần.

Cả BVIF và SSIAM SIF đều mua cổ phiếu và trở thành cổ đông lớn tại SVI từ tháng 11/2018 khi Tổng Công ty công nghiệp thực phẩm Đồng Nai tiến hành thoái vốn tại SVI.

Các sản phẩm sản xuất chính

Bao bì Carton



Bao bì in Offset



Hoạt động kinh doanh chính của SVI là sản xuất bao bì Carton, đóng góp 84% doanh thu và 66% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2014-2018, hoạt động sản xuất bao bì in Offset chỉ đóng góp 15% doanh thu nhưng chiếm khoảng 30% lợi nhuận gộp. Doanh thu từ hoạt động khác chiếm tỷ trọng nhỏ trong cấu trúc doanh thu, lợi nhuận.

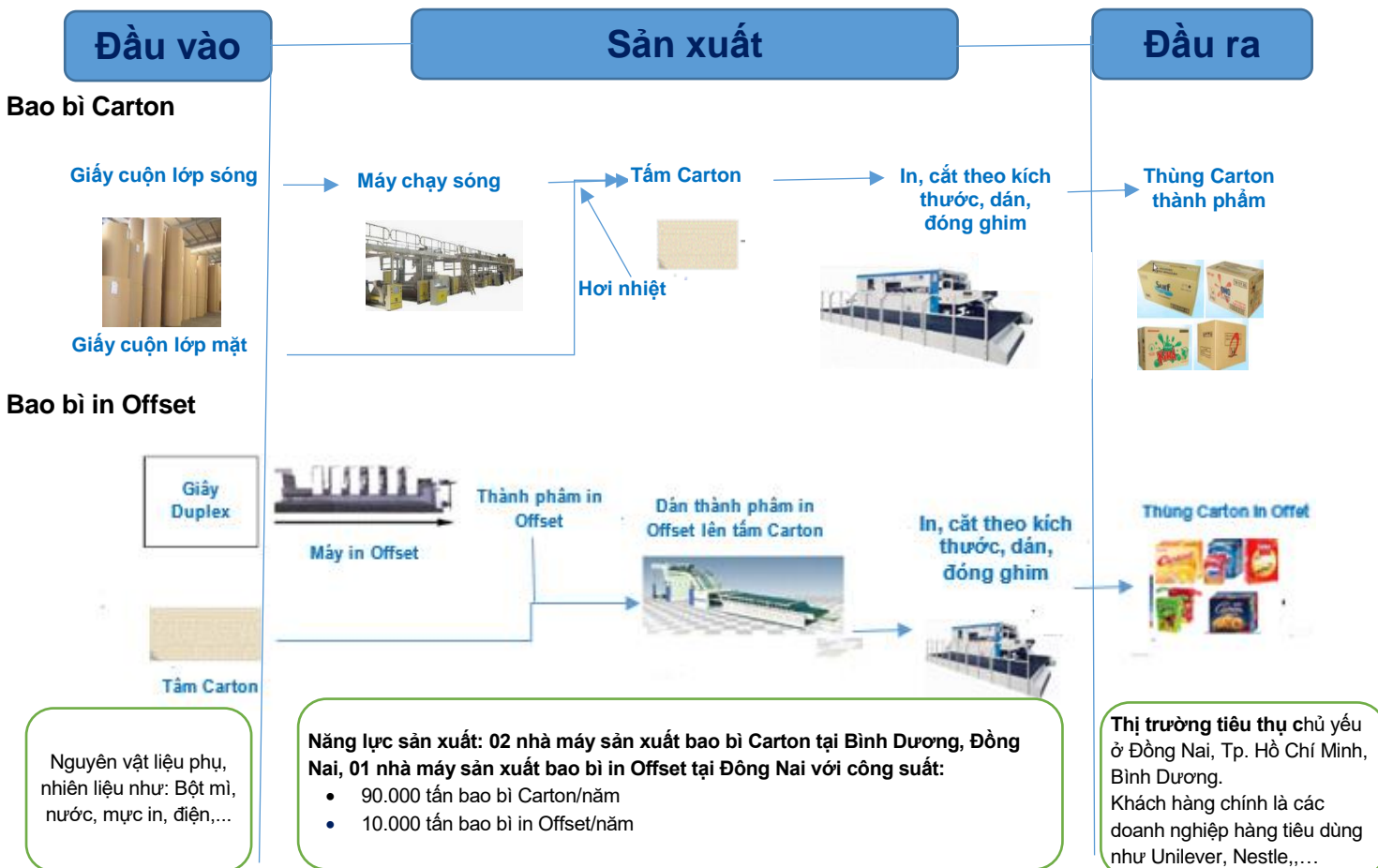
Bao bì Carton: Dùng cho đóng gói và vận chuyển hàng hóa. Tùy theo yêu cầu đặt hàng của đối tác, các sản phẩm bao bì Carton có thể bao gồm bao bì 3 lớp (2 lớp phẳng bên ngoài và một lớp sóng ở giữa) hoặc 5 lớp (2 lớp phẳng bên ngoài và 3 lớp trong, gồm 2 lớp sóng và một lớp phẳng). Các loại lớp sóng và độ cao sóng giấy tương ứng bao gồm: Sóng A (độ cao 4,7 mm), sóng B (độ cao 2,5 mm), sóng C (độ cao từ 3,5-4,5mm), sóng E (độ cao 1,5 mm).

Nhãn hiệu, hình ảnh trên bao bì sử dụng công nghệ in Flexo. Thường được sử dụng làm bao bì sản phẩm bên ngoài (Outer box) giúp bảo vệ chất lượng và số lượng sản phẩm trong quá trình vận chuyển.

Bao bì in Offset: Là bao bì được in hình ảnh mong muốn bằng công nghệ in Offset. Phương pháp in Offset cho khả năng in nhiều màu, hình ảnh sắc nét, sạch sẽ và tinh tế. Sự khác biệt về chất lượng đòi hỏi bao bì in Offset sử dụng các nguyên vật liệu (giấy, mực in,...) có chất lượng tốt và máy in Offset chuyên dụng. Thường được sử dụng làm bao bì sản phẩm bên trong (Inner box), đi cùng với sản phẩm đến tay người tiêu dùng. Sản phẩm bao bì in Offset gồm các loại hộp giấy đơn hoặc hộp giấy Carton với các loại sóng theo yêu cầu khách hàng.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị của SVI



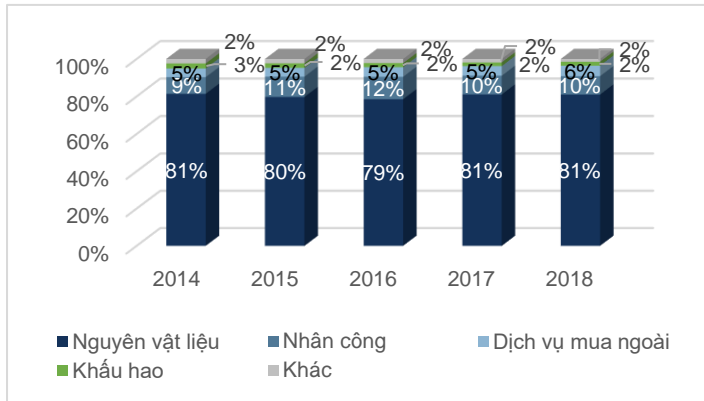
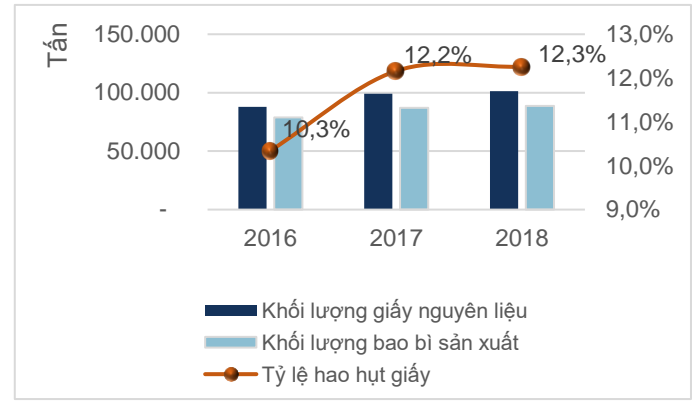
ĐẦU VÀO: Nguyên vật liệu đầu vào phụ thuộc nhà cung cấp bên ngoài

Giấy cuộn và giấy Duplex là nguyên vật liệu chính, chiếm khoảng 70% tổng chi phí sản xuất

Nguyên vật liệu đầu vào (giấy, mực in, bột mì, nước,...) chiếm khoảng 81% tổng chi phí sản xuất của SVI. Trong đó, giấy cuộn và giấy Duplex là nguyên liệu sản xuất chính, chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất, còn lại là các nguyên vật liệu phụ, nhiên liệu như mực in, bột mì, điện, nước,

- **Giấy cuộn sản xuất bao bì Carton** gồm 2 loại: Giấy bao bì lớp sóng (giấy medium) và lớp mặt (giấy testliner). Trong đó giấy cuộn làm lớp mặt có định lượng giấy (khối lượng giấy trên một m²) cao hơn lớp sóng. Nguyên liệu chính để sản xuất giấy cuộn là tái chế các loại giấy đã qua sử dụng (giấy phế liệu). Giấy phế liệu sau khi thu hồi sẽ được trộn với nước trong máy xay để trích xuất thành phần giấy và sản xuất ra giấy cuộn.
- **Giấy Duplex** là loại giấy có bề mặt (1 mặt hoặc cả 2 mặt) được tráng phủ để trở nên trắng và bóng. Với đặc điểm cứng, có độ bóng mịn cao, bám mực tốt, giấy Duplex thường được sử dụng để in các hộp sản phẩm in ấn phức tạp, có độ cứng nhất định.
- **Tỷ lệ hao hụt giấy năm 2018** ở mức 12,3%, tương đương năm 2017. Số giấy phế liệu phát sinh được SVI bán cho CTCP Giấy An Bình để tái chế.

Từ năm 2017 trở về trước, tỷ lệ hao hụt giấy trong quá trình sản xuất tại SVI có xu hướng gia tăng. Nguyên nhân là do nhiều máy móc, thiết bị của Công ty đã cũ trong khi yêu cầu của khách hàng ngày càng hướng đến các sản phẩm có chất lượng cao hơn làm tăng tỷ lệ hao hụt giấy trong quá trình sản xuất. Sau khi đẩy mạnh đầu tư thay thế máy móc thiết bị trong năm 2017 (64,5 tỷ đồng) và 2018 (22 tỷ đồng), tỷ lệ hao hụt giấy trong năm 2018 đã được kiểm soát ở mức 12,3%, tương đương năm 2017.

Biểu đồ 2: Cơ cấu chi phí sản xuất của SVI giai đoạn 2014-2018

Biểu đồ 3: Tỷ lệ hao hụt giấy của SVI giai đoạn 2016-2018


Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Nguyên vật liệu sản xuất phải mua ngoài, khoảng 25% sử dụng nguồn nhập khẩu

Toàn bộ nguyên vật liệu sản xuất như giấy cuộn, giấy Duplex, mực in,...được SVI mua ngoài. Trong đó, khoảng 25% được nhập khẩu.

Đối tác cung cấp nguyên vật liệu chính của SVI hiện nay như Vina Kraft, Lee & Man, Chánh Dương (Nine Dragon) đều là các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI), quy mô sản xuất lớn giúp nguồn cung nguyên vật liệu được đảm bảo ổn định. Tuy vậy, việc không tự cung ứng được nguyên vật liệu khiến kết quả kinh doanh chịu rủi ro biến động giá giấy nguyên liệu đầu vào.

Việc nhập khẩu nguyên vật liệu (chủ yếu là các loại nguyên vật liệu chất lượng cao như giấy bao bì lớp mặt, giấy Duplex) mất nhiều thời gian khiến công ty phải duy trì tồn trữ nguyên vật liệu lớn để đảm bảo sản xuất liên tục.

Bảng 2: Một số nhà cung cấp nguyên vật liệu của SVI tại Việt Nam

Tên công ty	Nguyên vật liệu	Xuất xứ
Công ty TNHH Giấy Chánh Dương	Giấy cuộn	Đài Loan
Công ty Cổ Phần Giấy An Bình	Giấy cuộn	Việt Nam, Thái Lan
Công ty TNHH Giấy Vina Kraft	Giấy cuộn	Việt Nam
Công ty TNHH Giấy Lee & Man	Giấy cuộn	Việt Nam
Công ty TNHH Giấy Trường Sơn	Giấy Duplex	Hàn Quốc, Đài Loan
Công ty TNHH Sakata INX Vietnam	Mực in	Nhật Bản

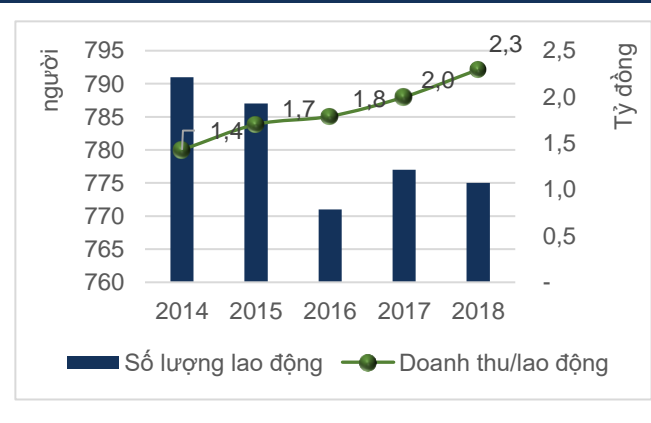
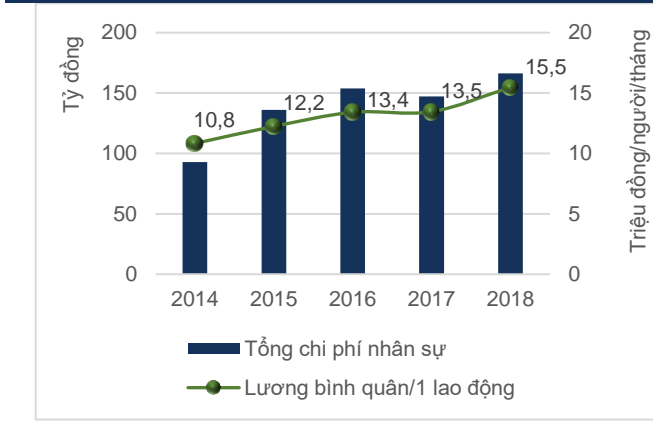
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Hiệu quả sử dụng lao động được cải thiện

Hiệu quả sử dụng lao động tăng rõ rệt với doanh thu bình quân mỗi lao động năm 2018 đạt 2,3 tỷ đồng/người, tăng 64,3% so với năm 2014.

Sau khi hoàn tất đầu tư nhà máy bao bì Carton tại Bình Dương từ tháng 10/2012, việc tăng sản lượng tiêu thụ trong khi số lượng lao động không tăng đã giúp hiệu quả sử dụng lao động của SVI cải thiện. Đây là cơ sở để SVI thực hiện chính sách tăng lương cho người lao động nhưng tỷ trọng quỹ lương trong tổng chi phí không tăng. Tiền lương bình quân năm 2018 khoảng 15,5 triệu đồng/người/tháng - tăng 15,6% so với lương bình quân năm 2016 nhưng tỷ trọng chi phí nhân công duy trì ổn định ở mức 10% chi phí sản xuất, kinh doanh mỗi năm.

Với việc các nhà máy hiện hữu đã hoạt động gần hết công suất thiết kế, công ty gặp khó khăn trong việc tăng trưởng sản lượng tiêu thụ khiến doanh thu tăng trưởng chậm lại, hiệu suất sử dụng lao động của SVI dự báo sẽ chậm lại trong giai đoạn 2019-2024.

Biểu đồ 4 : Tình hình chi phí nhân công của SVI giai đoạn 2014-2018
Biểu đồ 5: Hiệu quả sử dụng lao động SVI giai đoạn 2014-2018


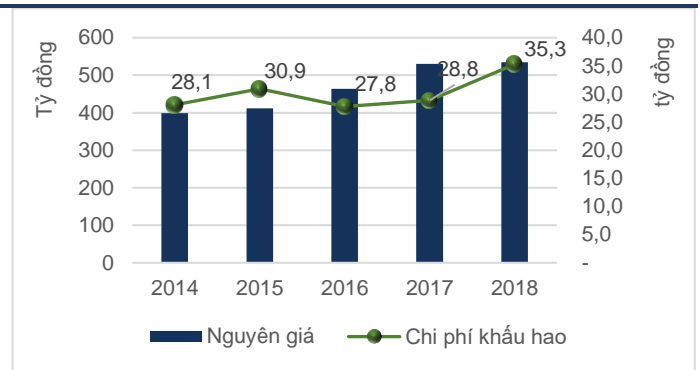
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Chi phí khấu hao ổn định, chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu giá vốn.

Sau khi hoàn tất đầu tư nhà máy bao bì Carton tại Mỹ Phước, Bình Dương và nâng năng lực sản xuất nhà máy bao bì Offset vào 2012-2013. Giai đoạn 2015-2018, hoạt động đầu tư của SVI chủ yếu là nâng cấp, thay thế các máy móc thiết bị, nhất là hệ thống máy in để đáp ứng chất lượng và yêu cầu của khách hàng. (Năm 2016, đầu tư máy móc thiết bị mới 65,6 tỷ đồng, năm 2017 đầu tư 35,6 tỷ đồng và năm 2018 là 18,8 tỷ đồng), làm tăng chi phí khấu hao. Tuy vậy, tỷ trọng khấu hao trong tổng chi phí sản xuất thấp, chỉ khoảng 10%.

Các nhà máy của SVI đều được đầu tư từ lâu, nhiều máy móc thiết bị cũ (tính đến cuối năm 2018, số tài sản cố định đã khấu hao hết nhưng vẫn còn sử dụng là 237,8 tỷ đồng chiếm 47% nguyên giá). Chúng tôi đánh giá việc đầu tư thay thế máy móc thiết bị sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong dòng tiền đầu tư của SVI những năm tới.

Biểu đồ 6: Khấu hao TSCĐ giai đoạn 2014-2018


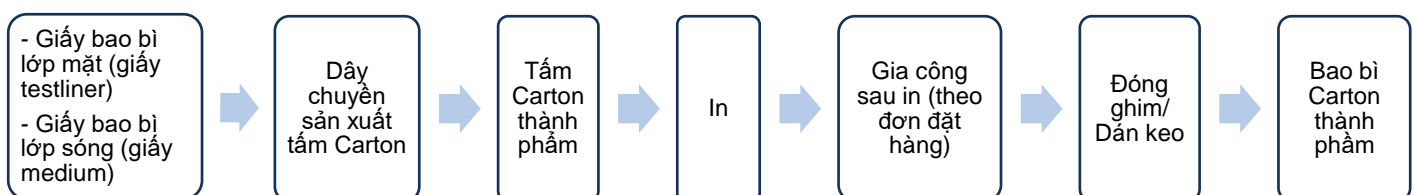
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

SẢN XUẤT: Quy mô sản xuất lớn, các nhà máy có lợi thế về vị trí địa lý

Công nghệ sản xuất

Trong hoạt động sản xuất bao bì Carton và bao bì in Offset, công nghệ không có nhiều sự khác biệt do quy trình sản xuất đơn giản, chi phí đầu tư thiết bị máy móc ban đầu cũng không quá lớn ([Phu lục](#)), cụ thể:

Quy trình sản xuất bao bì Carton: Hiện nay, việc sản xuất bao bì Carton đều đi theo các bước (1) Giấy nguyên liệu được cho vào đưa vào máy chạy sóng, hơi nóng cung cấp cho các lô sấy, sấy khô keo làm dính các lớp giấy cho ra tấm Carton (2) Tấm Carton tạo thành ở bước 1 sẽ được đưa vào máy in Flexo để tạo thành giấy tấm đã in Flexo (3) Tấm Carton đã in tiếp tục đi qua máy dập và máy cắt khe để tạo thành từng tấm bìa Carton hoàn thiện (4) Máy đóng ghim và máy dán thùng hoàn thiện các tấm Carton trên thành những thùng Carton theo hình khối yêu cầu (5) Kiểm tra chất lượng thành phẩm và đóng gói.



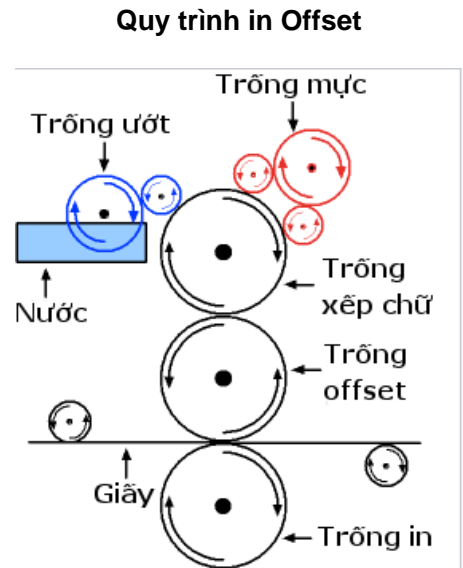
Hình ảnh trên bao bì Carton được sử dụng phương pháp in Flexo. Đây là kỹ thuật in trực tiếp có bản in nổi với mực in được cấp cho khuôn in nhờ trục kim loại, bề mặt được khắc lõm nhiều ô nhỏ có tên là Anilox. Khuôn in được chế tạo bằng nhựa Photopolymer với phương pháp quang hóa hoặc khắc laser. Kỹ thuật in Flexo có ưu điểm là chất lượng sản phẩm khi in ra đồng đều và có độ màu đậm, đáp ứng được tiến độ sản xuất lớn, có thể in ấn trên các vật liệu dạng cuộn dành cho các dòng máy tự động nhưng chất lượng in không cao nếu in ở dạng hình ảnh.

Đối với bao bì in Offset

In Offset là kỹ thuật in ấn, trong đó các hình ảnh sẽ được dính mực in rồi ép lên các tấm Offset (cao su), sau đó lại được ép thẳng ra trên giấy tạo nên vật phẩm hoàn thiện.

Quy trình in Offset

- **Thiết kế bản in:** Bộ phận thiết kế sẽ bàn bạc kỹ với Khách hàng, để tạo ra những file thiết kế chuẩn xác.
- **Tạo khuôn in:** Từ file thiết kế ban đầu tạo các bản in riêng cho từng màu mực (Output Film).
- **Phơi bản kẽm:** Từng tấm film sẽ được chụp lên bản kẽm (khuôn in) bằng máy phơi kẽm. Phơi kẽm là quá trình sao y bản chính, không phóng to hay thu nhỏ được kích cỡ nội dung, hình ảnh cần in.
- **In Offset:** Đưa giấy-vật liệu in vào nơi chứa của máy, căn chỉnh đường đi của giấy, từng màu mực sẽ được in lên giấy cho đến khi kết thúc.
- **Gia công sau in:** Cắt xén theo kích thước, dán, đóng gim,...



Các loại máy in Offset:

- **Máy in 2 màu:** Chỉ in 2 màu cơ bản, dùng để in các sản phẩm đơn giản, ít màu sắc.
- **Máy in 4 màu:** Có thể in 4 màu cơ bản (lục lam, đỏ tươi vàng, đen), khi phối trộn với nhau cho ra thành phẩm có màu sắc khác nhau.
- **Máy in 6 màu, 8 màu:** Một cách để mở rộng các tùy chọn có sẵn để in màu là sử dụng 04 màu cơ bản cùng với một hoặc nhiều “màu sắc tại chỗ”-các loại màu mực được trộn trước ngoài các màu cơ bản sử dụng khi cần kết hợp màu chính xác cho logo công ty hoặc hình ảnh khác với màu cơ bản. Màu sắc tại chỗ cũng có thể là một loại sơn phủ ngoài như lớp phủ nước được sử dụng cho các hiệu ứng đặc biệt. Thành phẩm càng sử dụng máy in nhiều màu sắc sẽ càng có độ sắc nét hơn nhưng giá thành sản phẩm in cũng cao hơn.

Nhìn chung, so sánh với bao bì Carton sử dụng phương pháp in Flexo, bao bì sử dụng phương pháp in Offset cho khả năng in nhiều màu, hình ảnh sắc nét, sạch sẽ và tinh tế hơn. Sự khác biệt về chất lượng đòi hỏi bao bì in Offset sử dụng các nguyên vật liệu có chất lượng tốt hơn (giấy, mực in,...) và sử dụng máy in Offset chuyên dụng, do đó có giá thành sản xuất cao hơn (khoảng 40%-50%), đồng thời cũng có giá bán cao hơn (khoảng 80%-90%) so với bao bì Carton.

Điều này cũng khiến nhu cầu đối với bao bì in Offset thấp hơn so với bao bì Carton. Chủ yếu được doanh nghiệp sử dụng với các hàng hóa cần bao bì thể hiện được sự sắc sảo, chính xác về hệ màu, tông màu quy định nhằm tăng hiệu ứng quảng cáo và nhận diện thương hiệu

Áp lực cạnh tranh trong mảng bao bì in Offset thấp hơn bao bì Carton do đòi hỏi kỹ thuật in ấn cao, máy hiện đại và nhân công lành nghề hơn nên số doanh nghiệp tham gia sản xuất cũng ít hơn, chủ yếu là các doanh nghiệp lớn.

Tại SVI, Máy móc, thiết bị đều được nhập khẩu, trong đó:

- Máy móc trong dây chuyền tạo tấm Carton được nhập khẩu từ Ý, Đức và Đài Loan.
- Máy móc, thiết bị in Flexo được nhập khẩu từ Pháp, Đài Loan.
- Thiết bị gấp, dán cột tự động được nhập khẩu từ Đài Loan, Nhật Bản.
- Máy móc, thiết bị in Offset và sau in được nhập khẩu từ Nhật Bản, Đức, Thụy Sĩ.

Bảng 3: Công suất thiết kế của các máy móc, thiết bị chính

Khâu tạo tấm Carton	Số lượng	Công suất thiết kế
Dây chuyền tạo tấm Carton khổ 1,6m	01	140.000 m ² /ngày
Dây chuyền tạo tấm Carton khổ 2,0m	01	280.000 m ² /ngày
Dây chuyền tạo tấm Carton khổ 2,2m	01	320.000 m ² /ngày
Khâu in		
Máy in Flexo 3 màu	02	170.000 sản phẩm/ngày
Máy in Flexo 5 màu	03	270.000 sản phẩm/ngày
Máy in Flexo 6 màu	03	270.000 sản phẩm/ngày
Máy in Flexo process	01	90.000 sản phẩm/ngày
Máy in Offset 2 màu	01	150.000 sản phẩm/ngày
Máy in Offset 6 màu	03	450.000 sản phẩm/ngày
Khâu bồi		
Máy bồi tự động	03	230.000 sản phẩm/ngày
Máy bồi bán tự động	01	40.000 sản phẩm/ngày
Khâu gấp dán		
Máy gấp dán tự động	04	360.000 sản phẩm/ngày
Máy gấp dán bán tự động	03	250.000 sản phẩm/ngày
Khâu Bế		
Máy bế phẳng tự động	03	360.000 sản phẩm/ngày
Máy bế phẳng bán tự động	05	100.000 sản phẩm/ngày

Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Quy mô sản xuất: SVI là một trong những doanh nghiệp sản xuất bao bì Carton có quy mô lớn nhất khu vực Đông Nam Bộ

SVI đang vận hành 3 nhà máy, bao gồm 2 nhà máy sản xuất bao bì Carton với tổng công suất thiết kế 90.000 tấn/năm và 1 nhà máy bao bì in Offset với công suất thiết kế 10.000 tấn sản phẩm/năm, cụ thể:

Bảng 4: Các nhà máy sản xuất bao bì Carton và bao bì in Offset của SVI

Tên nhà máy	Địa chỉ	Loại sản phẩm	Công suất thiết kế	Hiệu suất hoạt động (đến 2018)
Nhà máy Biên Hòa	TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai	Bao bì Carton	45.000 tấn/năm	90%
Nhà máy Bình Dương	TX. Bến Cát, Tỉnh Bình Dương	Bao bì Carton	45.000 tấn/năm	
Nhà máy in Offset	TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai	Bao bì in Offset	10.000 tấn/năm	70%

Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

- Nhà máy bao bì Carton tại Biên Hòa hiện có diện tích 45.000m². Được thành lập từ năm 1968 là nhà máy sản xuất bao bì Carton đầu tiên tại Việt Nam với công suất thiết kế ban đầu 5.000 tấn/năm. Năm 1997, Công ty tiến hành đầu tư, nâng công suất lên 20.000tấn/năm và đến giai đoạn 2005-2007, nhà máy tiếp tục được đầu tư nâng công suất lên 45.000 tấn/năm.
- Nhà máy Bao bì Carton tại Bình Dương có diện tích 57.000m², được SVI đầu tư từ năm 2011 hoàn thành và đưa vào vận hành từ tháng 10/2012 với công suất ban đầu 30.000 tấn/sản phẩm năm. Sau đó mở rộng lên 45.000 tấn sản phẩm/năm.
- Nhà máy bao bì in Offset tại Biên Hòa, Đồng Nai có diện tích 12.788m², được SVI đầu tư trong giai đoạn 2000-2001 với công suất ban đầu 1.000 tấn/năm. Hiện nay công suất thiết kế đã đạt 10.000 tấn/năm.

SVI hiện là một trong những doanh nghiệp có quy mô sản xuất bao bì Carton lớn nhất tại khu vực Đông Nam Bộ, SVI chiếm khoảng 3% thị phần bao bì Carton cả nước. Quy mô sản xuất chỉ xếp sau nhóm doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) như CTCP Công nghiệp Tân Á, Cty TNHH Box-Pak Việt Nam với khoảng 5% thị phần.

Các nhà máy sản xuất có lợi thế về vị trí địa lý

Các nhà máy sản xuất bao bì của SVI được đặt tại Đồng Nai và Bình Dương là 2 tỉnh trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam và thuộc tứ giác công nghiệp TP. Hồ Chí Minh - Bình Dương - Đồng Nai – Bà Rịa, Vũng Tàu.

Riêng tại Đồng Nai hiện quy hoạch có 35 khu công nghiệp (KCN) và 27 cụm công nghiệp. Trong đó, đến cuối năm 2018 đã có 31 KCN đã đi vào hoạt động, thu hút hơn 1.200 dự án đầu tư nước ngoài và gần 500 dự án đầu tư trong nước. Tại Bình Dương cũng đang có 39 KCN và 9 Cụm công nghiệp. Năm 2018, chỉ số công nghiệp của Bình Dương tăng 9,79% so với 2017, trong đó nhóm công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 9,86% so với 2017.

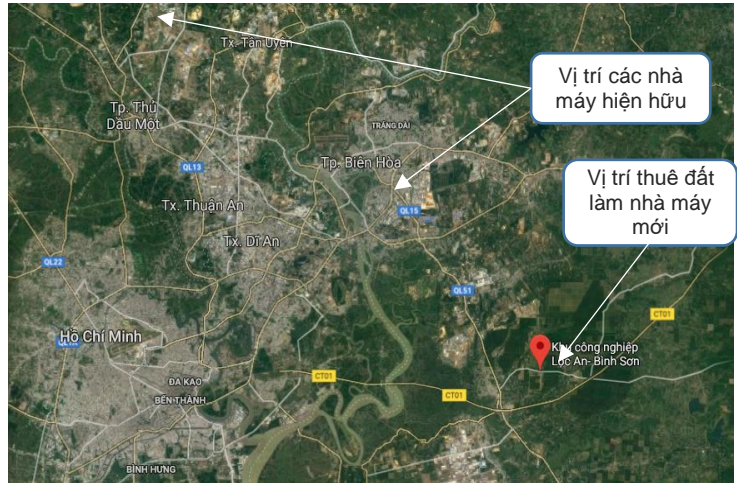
Vị trí địa lý thuận lợi là điều kiện để SVI phát triển mạng lưới khách hàng do các sản phẩm bao bì Carton có đặc điểm trọng lượng nhẹ nhưng thể tích lớn, cồng kềnh nên khoảng cách từ nhà máy sản xuất đến khách hàng càng xa doanh nghiệp càng tốn kém chi phí vận chuyển giảm lợi thế cạnh tranh về giá.

Các nhà máy hiện hữu đã hoạt động gần hết công suất. Việc đầu tư nhà máy mới diễn ra chậm

Các nhà máy sản xuất bao bì Carton của SVI đã hoạt động khoảng 90% công suất thiết kế. Điều này khiến trong giai đoạn cao điểm (quý 3 và quý 4 chuẩn bị phục vụ mùa tiêu dùng cuối năm) SVI gặp khó khăn trong tăng trưởng sản lượng khiến tốc độ tăng trưởng bị ảnh hưởng.

Năm 2017, SVI đã lên kế hoạch thực hiện dự án đầu tư Nhà máy bao bì Carton công suất 30.000 tấn/năm tại KCN Lộc An, Bình Sơn, Đồng Nai và thuê đất trả tiền một lần với diện tích 60.000m² tại đây. Dự án sau đó bị trì hoãn để Tổng công ty công nghiệp thực phẩm Đồng Nai thực hiện thoái vốn tại SVI. Đến tháng 11/2018, việc thoái vốn đã hoàn tất.

Ban lãnh đạo SVI cho biết trong năm 2019, công ty sẽ thực hiện xây dựng rào chắn cho khu đất đã thuê theo yêu cầu của ban quản lý khu công nghiệp và lập dự toán đầu tư xây dựng nhà máy. Phương án cụ thể sẽ được trình tại Đại hội cổ đông tiếp theo.



ĐẦU RA: Bao bì Carton là sản phẩm đóng góp chính vào doanh thu.

Doanh nghiệp bán hàng trực tiếp đến khách hàng, không thông qua trung gian phân phối

Sản xuất bao bì là ngành công nghiệp phụ trợ cho khách hàng là các doanh nghiệp sản xuất hóa mỹ phẩm, thực phẩm, đồ uống, máy tính, dệt may ... SVI trực tiếp phân phối sản phẩm đến khách hàng, không thông qua đại lý/cửa hàng bán lẻ. Bộ phận bán hàng sẽ phụ trách việc tìm kiếm, phát triển khách hàng và ký kết hợp đồng cũng như chăm sóc và duy trì mối quan hệ với các khách hàng cũ. Công ty thực hiện sản xuất theo đơn hàng và giao thành phẩm cho khách hàng, chủ yếu bằng xe thuê ngoài.

Thời gian sản xuất bao bì từ nguyên vật liệu tạo ra thành phẩm ngắn, với đơn hàng khách hàng yêu cầu giao hàng nhanh, trong vòng 1 ngày là Công ty có thể giao thành phẩm cho khách hàng. Do đó khách hàng chủ yếu đặt hàng ngắn hạn để điều chỉnh số lượng, mẫu mã và đơn giá sản phẩm cho phù hợp với nhu cầu và tình hình thị trường.

Hoạt động sản xuất của doanh nghiệp bao bì cũng được thực hiện theo đơn đặt hàng, doanh nghiệp không chủ động sản xuất và tồn kho thành phẩm trước.

Cơ cấu khách hàng đa dạng. Khách hàng xung quanh các nhà máy sản xuất

SVI hiện cung cấp bao bì cho hơn 150 doanh nghiệp, có thể kể đến như:

- Công ty liên doanh Unilever Việt Nam
- Công ty TNHH Nestle Việt Nam
- CTCP Công nghiệp Masan
- CTCP Vinacafe Biên Hòa
- CTCP Bia rượu nước giải khát Sài Gòn (Sabeco)
- CTCP Bột giặt Net
- Công ty TNHH nước giải khát Suntory Pepsi



Địa bàn kinh doanh chính: TP. Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Bình Dương. Công ty hiện có trên 150 khách hàng là các doanh nghiệp ngành nghề sản xuất đa dạng từ hóa-mỹ phẩm, thực phẩm, dệt may, da giày,... Trong đó Unilever là khách hàng lớn nhất chiếm hơn 20% doanh thu mỗi năm.

Áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng lớn

Sản xuất bao bì Carton có rào cản gia nhập ngành thấp. Các doanh nghiệp có tiềm lực tài chính mạnh có thể đầu tư sản xuất quy mô lớn. Khách hàng có khả năng chuyển đổi dễ dàng giữa các nhà cung cấp. 03 yếu tố quyết định việc lựa chọn nhà cung cấp bao bì thường là: (01) Chất lượng sản phẩm, có khả năng thực hiện nhiều mẫu mã mới; (2) giá cả cạnh tranh và (03) dịch vụ chăm sóc khách hàng tốt, đáp ứng các yêu cầu của khách hàng.

Theo số liệu của Hiệp hội giấy và bột giấy Việt Nam (VPPA), hiện nay cả nước có hơn 200 doanh nghiệp tham gia sản xuất bao bì giấy, phần lớn là sản xuất bao bì Carton. Riêng ở Bình Dương và Đồng Nai có nhiều doanh nghiệp FDI được đầu tư quy mô lớn, quản lý chuyên nghiệp đến từ Nhật Bản (Ojtex, Tohoku...), Đài Loan (YFY, Việt Long...), Thái Lan (Alcamax, Tân Á...).

Số doanh nghiệp tham gia sản xuất lớn, với nhiều doanh nghiệp FDI tiềm lực tài chính mạnh khiến áp lực cạnh tranh trên thị trường khá gay gắt:

- Các doanh nghiệp FDI (nhất là nhóm các doanh nghiệp mới, đang tập trung chiến lược mở rộng thị phần, khách hàng) có thể đề nghị cho khách hàng thời gian trả chậm lên đến 90-120 ngày, trong khi thời gian phải thu khách hàng của SVI hiện nay bình quân ở mức 50 ngày.
- Các doanh nghiệp mới thường áp dụng chính sách định giá bán thấp hơn từ 5%-10% so với các đối thủ để thu hút khách hàng, thúc đẩy doanh số và chiếm lĩnh thị phần.

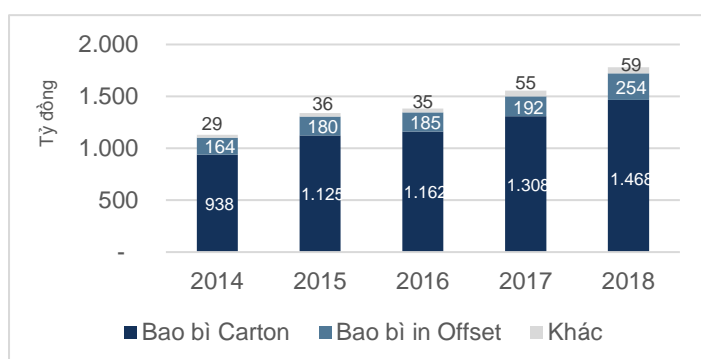
Điều này khiến hoạt động kinh doanh của SVI gặp nhiều khó khăn như:

- Khách hàng có thể yêu cầu thời gian trả chậm dài hơn hoặc yêu cầu giảm giá bán khi đàm phán hợp đồng;
- Một số khách hàng tổ chức đấu thầu để tìm nhà cung cấp bao bì đáp ứng nhu cầu với giá bán tốt nhất khiến SVI gặp khó khăn do cạnh tranh về giá bán, phải chấp nhận biên lợi nhuận thấp hơn hoặc khó khăn trong đàm phán tăng giá bán khi chi phí sản xuất tăng.

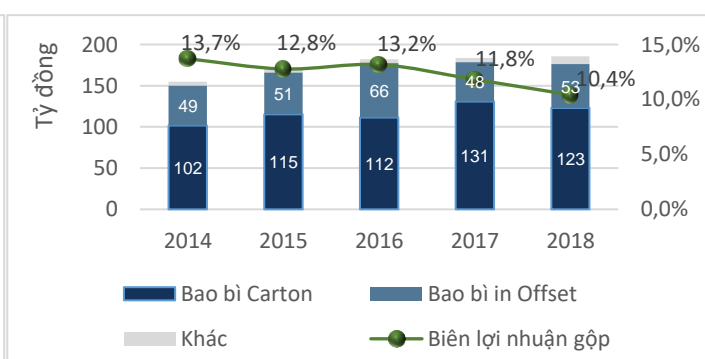
Bao bì Carton là sản phẩm đóng góp chính vào doanh thu

Doanh thu của SVI đến từ hai mảng chính là bao bì Carton và bao bì in Offset, doanh thu từ các hoạt động khác (bán nguyên liệu, phế liệu) chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Trong đó, bao bì Carton là sản phẩm trọng tâm của SVI, bình quân giai đoạn 2014-2018 chiếm tỷ trọng 84% doanh thu thuần và 66% lợi nhuận gộp mỗi năm. Bao bì Carton đóng góp bình quân 16% doanh thu thuần và 34% lợi nhuận gộp mỗi năm

Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh thu của SVI giai đoạn 2014-2018



Biểu đồ 8: Cơ cấu lợi nhuận gộp của SVI giai đoạn 2014-2018



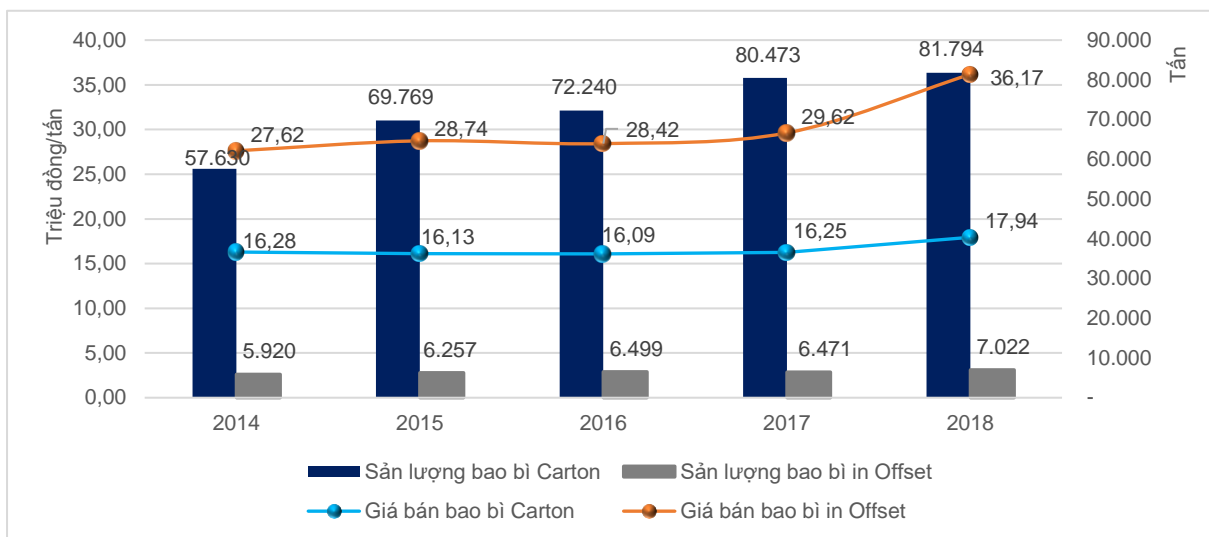
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Về sản lượng tiêu thụ: Sản lượng tại cả 2 mảng kinh doanh liên tục gia tăng trong giai đoạn 2014-2018 nhờ sự tăng trưởng đơn hàng tốt của các khách hàng ngành trong lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng và xuất khẩu như hóa mỹ phẩm, thực phẩm, da giày, dệt may, công ty cũng tìm kiếm được thêm một số khách hàng mới. Năm 2018, công ty đã tiêu thụ được 81.794 tấn bao bì Carton và 7.022 tấn bao bì in Offset.

Về giá bán, do đặc thù của ngành bao bì là công nghệ sản xuất không có nhiều sự khác biệt, áp lực cạnh tranh trong ngành cao nên khả năng tăng giá bán bị hạn chế. Giai đoạn 2014-2017, xu hướng ổn định của giá giấy đầu vào giúp giá bán đầu ra của sản phẩm bao bì Carton khá ổn định. Giai đoạn 2017-2018, giá giấy đầu vào tăng mạnh, tạo nên áp lực tăng giá bán chung trên thị trường nên công ty đã đàm phán thành công tăng giá bán đối với một số khách hàng. Bình quân năm 2018 giá bán bao bì Carton tăng 10,4% so với 2017, giá bán các sản phẩm bao bì in Offset tăng 22,1%. Tuy vậy, mức tăng giá bán vẫn chậm hơn mức tăng giá nguyên vật liệu đầu vào khiến biên lợi nhuận gộp giảm.

Biểu đồ 9: sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân theo sản phẩm của SVI giai đoạn 2014- 2018



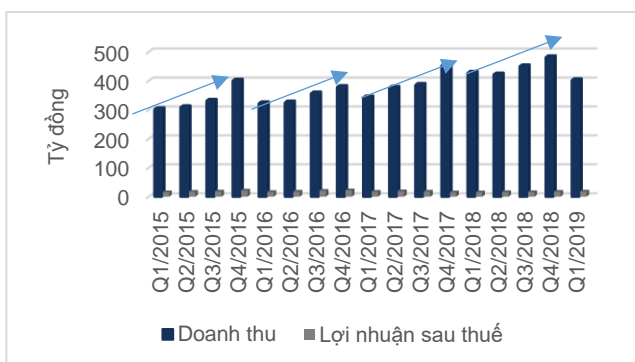
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Tính chu kỳ của doanh thu

Do sản xuất bao bì là ngành công nghiệp phụ trợ cho quá trình đóng gói hàng hóa của khách hàng, hoạt động sản xuất của SVI phụ thuộc nhiều vào kế hoạch sản xuất của khách hàng.

Các khách hàng lớn của SVI là các doanh nghiệp sản xuất hàng tiêu dùng như Unilever, Nestle, Pepsico, Masan,... do đó quý 3-quý 4 hàng năm là cao điểm sản xuất cho mùa tiêu dùng cuối năm, đây cũng thường là thời gian đóng góp doanh thu cao nhất của SVI.

Biểu đồ 10: Doanh thu của SVI theo quý giai đoạn 2015- Q1/2019



Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu thuần tăng trưởng ổn định với tốc độ bình quân 12,2% trong giai đoạn 2014-2018

Giai đoạn 2014-2018, doanh thu của SVI tăng trưởng bình quân 12,2%/năm. Trong đó, mảng bao bì Carton là động lực tăng trưởng chính với tỷ lệ tăng trưởng bình quân doanh thu đạt 12,7%/năm. Đối với mảng bao bì in Offset, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2014-2018 chậm hơn, chỉ đạt 8,1%/năm.

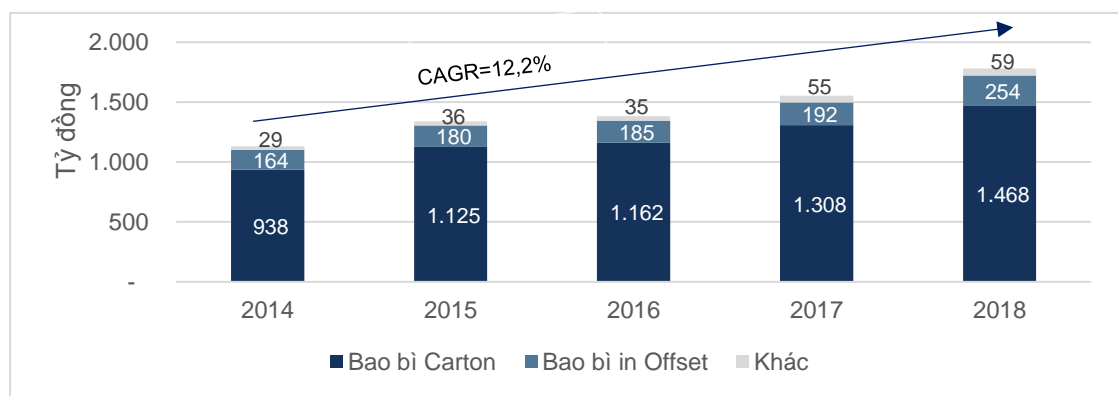
Riêng năm 2018, doanh thu của SVI đạt 1.780 tỷ đồng, tăng 14,5% so với năm 2017 với đóng góp chủ yếu từ doanh thu mảng bao bì Carton (tăng 14,5% so với 2017).

Doanh thu tăng chủ yếu là do tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong khi giá bán tăng chậm. Giá bán bao bì Carton và in Offset bình quân giai đoạn 2014-2018 tăng lần lượt 2,5%/năm và 6,9%/năm.

Trong năm 2018 giá bán bình quân các sản phẩm bao bì Carton và bao bì in Offset tăng lần lượt 10,4% và 22,1% so với giá bán trung bình năm 2017 do ảnh hưởng của giá giấy nguyên liệu làm bao bì tăng mạnh.

Mức tăng trưởng sản lượng có xu hướng chậm lại, trong năm 2018 sản lượng tiêu thụ bao bì Carton và bao bì in Offset tăng lần lượt 1,6% và 8,5% so với 2017. Nguyên nhân là do các nhà máy của SVI đã hoạt động gần hết công suất trong khi việc đầu tư mở rộng diễn ra chậm khiến trong mùa cao điểm (quý 3 và 4 hàng năm) SVI khó nhận thêm đơn hàng, tốc độ tăng trưởng bị ảnh hưởng.

Biểu đồ 11: Doanh thu của SVI giai đoạn 2014-2018



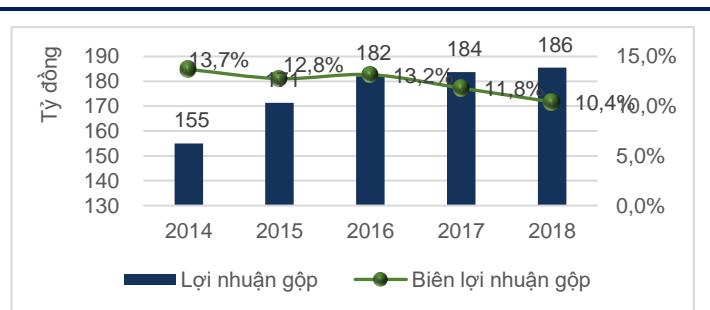
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp giảm do giá giấy nguyên liệu tăng mạnh trong 2017-2018

Trong giai đoạn 2016-2018 mặc dù doanh thu tăng trưởng nhưng lợi nhuận gộp của SVI hầu như không tăng. Nguyên nhân là do giá giấy nguyên liệu tăng mạnh trong năm 2017-2018 trong khi áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành khiến giá bán đầu ra tăng thấp hơn dẫn đến biên lợi nhuận gộp giảm.

Biên lợi nhuận gộp của SVI đã giảm từ 13,2% trong năm 2016 xuống 11,8% trong năm 2017 và 10,4% trong năm 2018.

Biểu đồ 12: Biên lợi nhuận gộp của SVI giai đoạn 2014-2018



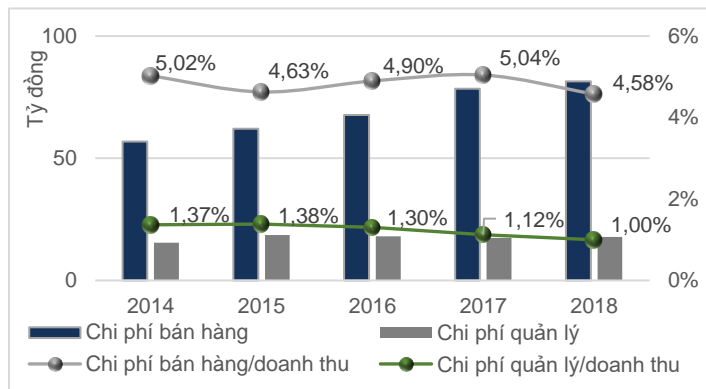
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Tỷ trọng chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu giảm

Trong giai đoạn 2014-2018, chi phí bán hàng của SVI có xu hướng gia tăng nhưng tỷ trọng trên doanh thu ổn định ở mức trung bình khoảng 5% hàng năm. Trong đó, chi phí vận chuyển chiếm tỷ trọng lớn nhất, xếp sau là chi phí nhân viên bán hàng. Việc tăng sản lượng tiêu thụ là nguyên nhân chủ yếu khiến chi phí vận chuyển gia tăng. Doanh nghiệp không cần đầu tư cho hoạt động quảng cáo hay xây dựng đại lý phân phối trung gian.

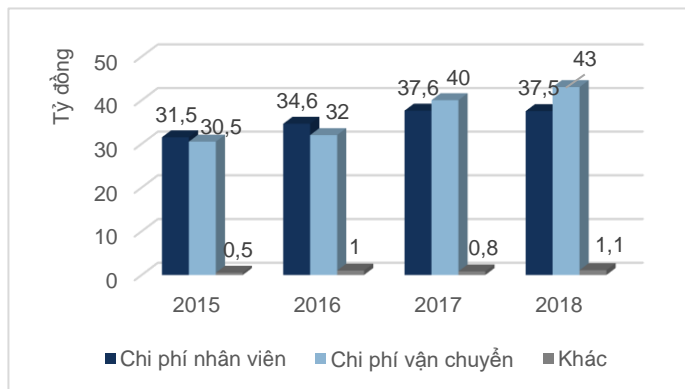
Chi phí quản lý doanh nghiệp của SVI chủ yếu là chi phí nhân viên quản lý (chiếm 60%-65% chi phí quản lý hàng năm). Mức tăng của chi phí quản lý chậm hơn mức tăng trưởng doanh thu giúp tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu của SVI có xu hướng giảm trong giai đoạn 2015-2018.

Biểu đồ 13: Chi phí bán hàng và chi phí quản lý của SVI giai đoạn 2014-2018



Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 14: Cấu trúc chi phí bán hàng của SVI giai đoạn 2015-2018

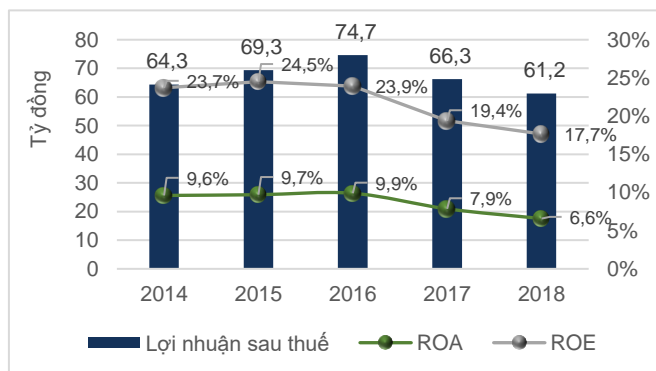


Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Lợi nhuận sau thuế trong xu hướng giảm

Trong giai đoạn 2016-2018, lợi nhuận gộp của SVI hầu như không tăng trưởng trong khi chi phí bán hàng tăng là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế sụt giảm.

Biểu đồ 15: Lợi nhuận sau thuế và chỉ số ROA, ROE của SVI giai đoạn 2014-2018



Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

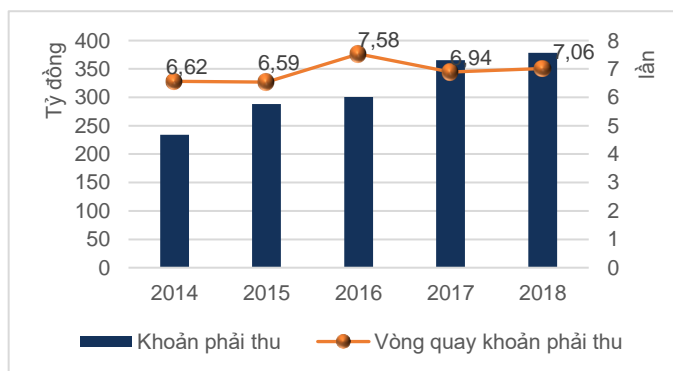
Các khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản, rủi ro nợ xấu thấp

Trong giai đoạn 2014-2018, các khoản phải thu ngắn hạn là khoản mục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tài sản của SVI với tỷ lệ khoảng 40%. Trong đó, chủ yếu là các khoản phải thu khách hàng ngắn hạn.

Giá trị các khoản phải thu của SVI có xu hướng tăng tương đương với mức tăng trưởng của doanh thu. Vòng quay khoản phải thu quanh mức 7 lần, tương ứng số ngày phải thu bình quân khoảng 50 ngày.

Với lịch sử thu hồi nợ tốt, đối tác chiếm dụng vốn của SVI đều là những doanh nghiệp lớn và là khách hàng lâu năm như Unilever, Nestle,... rủi ro phát sinh nợ xấu với SVI ở mức thấp. Những năm qua, công ty hầu như không phát sinh nợ quá hạn.

Biểu đồ 16: Giá trị và vòng quay khoản phải thu giai đoạn 2014-2018



Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

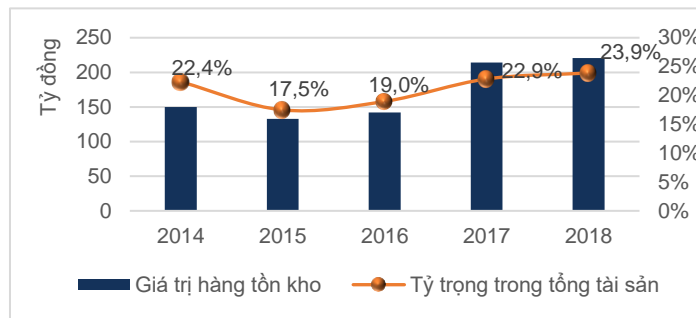
Giá trị tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản chủ yếu là tồn kho nguyên vật liệu

Trong giai đoạn 2014-2018, hàng tồn kho chiếm khoảng 20% tổng tài sản của SVI.

Giá trị hàng tồn kho của SVI có xu hướng tăng tương đương với mức tăng trưởng của doanh thu. Vòng quay hàng tồn kho giai đoạn 2014-2018 khá ổn định trong khoảng 7-8 lần, tương ứng số ngày tồn kho bình quân từ 45-52 ngày.

Khoảng 95% tồn kho là nguyên vật liệu. Việc phụ thuộc vào mua ngoài khiến SVI phải duy trì tồn kho nguyên vật liệu khá lớn để đảm bảo sản xuất liên tục, nhất là với các nguyên vật liệu phải nhập khẩu.

Biểu đồ 17: Giá trị và vòng quay hàng tồn kho của SVI giai đoạn 2014-2018



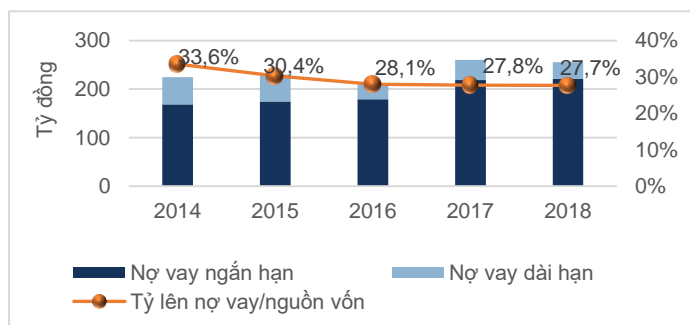
Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Nợ vay chủ yếu là ngắn hạn bổ sung vốn lưu động, cơ cấu nguồn vốn ở mức an toàn

Tính đến cuối năm 2018, SVI đang có 255,9 tỷ đồng nợ vay chịu lãi, chiếm 27,7% tổng nguồn vốn. Trong đó, 86,6% là nợ vay ngắn hạn bổ sung vốn lưu động, chủ yếu cho khoản mục tồn kho và phải thu.

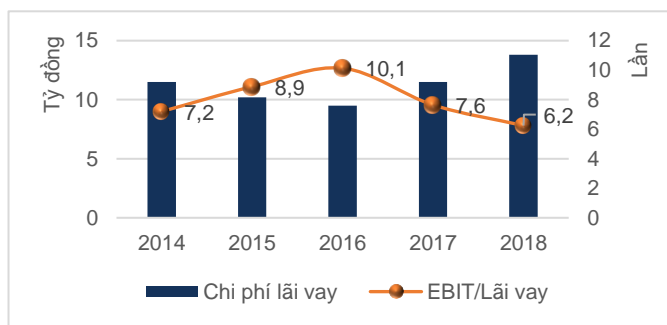
Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của SVI hiện tại tương đối an toàn với chỉ số thanh toán hiện hành tính đến cuối năm 2018 ở mức 1,18 lần và hệ số thanh toán lãi vay trong năm 2018 (Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trước thuế và lãi vay (EBIT)/Lãi vay) ở mức 6,2 lần và tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu (D/E) ở mức 0,75.

Biểu đồ 18: Cơ cấu nợ vay của SVI giai đoạn 2014-2018



Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 19: Hệ số thanh toán lãi vay (EBIT/lãi vay) của SVI giai đoạn 2014-2018



Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt, đáp ứng nhu cầu đầu tư và chi trả cổ tức tiền mặt

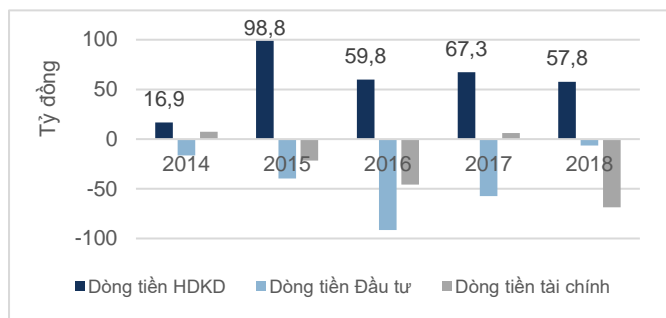
Dòng tiền hoạt động kinh doanh của SVI giai đoạn 2014-2018 tương đương 90% lợi nhuận sau thuế, đáp ứng nhu cầu dòng tiền đầu tư (thay thế, sửa chữa máy móc, thiết bị) và dòng tiền tài chính (chi trả cổ tức, trả bớt nợ vay).

Giai đoạn 2014 -2016, SVI duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt ổn định với tỉ lệ khoảng 33%-34% lợi nhuận sau thuế. Đối với năm 2017 và năm 2018, dòng tiền chi trả cổ tức (cho năm 2017) tăng mạnh trong thời gian Tổng công ty Công nghiệp Thực phẩm Đồng Nai chuẩn bị thoái vốn tại SVI (đã hoàn tất tháng 11/2018).

Việc SVI thực hiện trả cổ tức bằng tiền mặt cao là nguyên nhân khiến nợ vay của SVI tăng mạnh trong năm 2017 (chủ yếu là vay ngắn hạn bổ sung vốn lưu động) và duy trì mức vay nợ này trong năm 2018 dù dòng tiền hoạt động kinh doanh thu về tốt.

Tại Đại hội cổ đông 2019, ban lãnh đạo SVI đã trình 2 phương án cổ tức trong kế hoạch phân phối lợi nhuận 2018. Phương án 1: Chi trả cổ tức tiền mặt 1.500 đồng/cp và Phương án 2: Không chi trả cổ tức cho năm 2018. Kết quả là phương án không trả cổ tức cho năm 2018 đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua để giữ lại nguồn vốn bổ sung vốn lưu động. Đối với năm 2019, kế hoạch cổ tức dự kiến là 2.000 đồng/cp. Với thị giá SVI tại ngày 16/09/2019 ở mức 50.300 đồng/cổ phiếu, tỷ suất cổ tức/thị giá đạt 3,98%.

Với dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt đáp ứng nhu cầu đầu tư và chi trả cổ tức bằng tiền mặt, cơ cấu vốn hiện ở mức an toàn, chúng tôi đánh giá SVI sẽ tiếp tục duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt ổn định trong những năm tới.

Biểu đồ 20: Dòng tiền SVI giai đoạn 2014-2018


Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

Bảng 5: Tình hình chi trả cổ tức của SVI giai đoạn 2014-2018

	2014	2015	2016	2017	2018
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.000	2.000	2.000	7.500	-
Tỷ lệ trả cổ tức/LNST	33,1%	33,9%	34,3%	157,2%	0,0%

Nguồn: SVI, FPTS tổng hợp

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÒNG

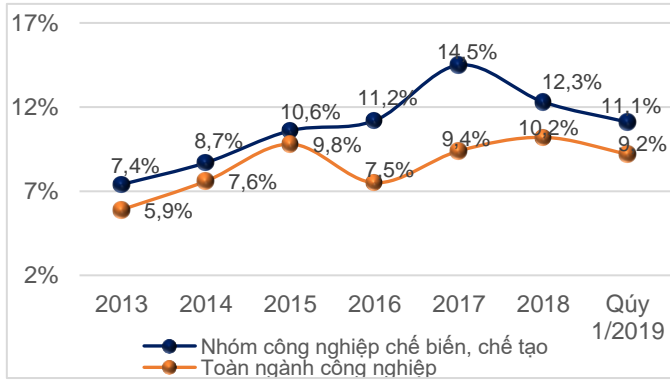
Tiêu thụ sản phẩm bao bì giấy được dự báo tăng trưởng trên 10%/năm

Hiệp hội giấy và bột giấy Việt Nam (VPPA) dự báo nhu cầu tiêu thụ bao bì giấy sẽ tăng trưởng trên 10%/năm trong 5-10 năm tới trên cơ sở:

- Xu hướng sử dụng bao bì giấy thay cho các loại bao bì khác (nhựa, kim loại,...) đã và đang ngày càng được đẩy mạnh tại nhiều quốc gia trên thế giới, trong đó có Việt Nam do bao bì giấy có khả năng tái chế cao và thân thiện với môi trường.
- Theo báo cáo chuyên sâu phát hành năm 2018 về tình hình phát triển thương mại điện tử Việt Nam của Asia Plus, quy mô thương mại điện tử Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng và dự báo đạt mức 10 tỷ USD vào năm 2020 (tăng 61,3% so với quy mô năm 2018). Sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử cũng là yếu tố thúc đẩy gia tăng nhu cầu sử dụng bao bì giấy.
- Các Hiệp định thương mại tự do, đặc biệt là Hiệp định Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) sẽ là động lực thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu các mặt hàng sử dụng nhiều bao bì giấy như thực phẩm, dệt may, da giày, thủy sản và linh kiện điện tử - điện thoại,....
- Ngành công nghiệp Việt Nam đang có tốc độ tăng trưởng nhanh. Tăng trưởng sản xuất công nghiệp giai đoạn 2013-2018 bình quân đạt 8,4%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP cùng giai đoạn. Trong đó nhóm công nghiệp chế biến, chế tạo tăng trưởng bình quân 10,8%/năm. Ngân hàng thế giới (World bank) dự báo GDP của Việt Nam sẽ tăng trưởng 6,5%-6,6% trong giai đoạn 2019-2021, trong đó tăng trưởng của ngành công nghiệp ở mức 8%.

Bao bì Carton hiện nay có thể cung cấp hầu hết các tính chất cơ học cần thiết để bảo vệ sản phẩm như chịu được đè nén, va chạm, áp lực trong môi trường có độ ẩm cao. So với các loại bao bì nhựa, kim loại,... bao bì Carton có được các đặc tính vượt trội như: nhẹ, bảo đảm vệ sinh an toàn thực phẩm, dễ in ấn trình bày với mẫu mã đa dạng chất lượng cao nên ngày càng được sử dụng nhiều cho vận chuyển, bảo quản các loại hàng hóa như thực phẩm, bia, rượu, nước giải khát, tivi, tủ lạnh, máy vi tính,...

Với GDP duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh, thu nhập bình quân tăng sẽ dẫn đến việc tăng sức mua và tiêu dùng mua sắm, tạo động lực giúp doanh nghiệp đẩy mạnh sản xuất, tăng nhu cầu sử dụng bao bì, triển vọng xuất khẩu tích cực tại các mặt hàng sử dụng nhiều bao bì Carton cùng sự phát triển của thương mại điện tử sẽ là cơ sở để các doanh nghiệp sản xuất bao bì Carton nói chung và SVI nói riêng còn nhiều tiềm năng phát triển.

Biểu đồ 21: Tăng trưởng sản xuất công nghiệp Việt Nam và Nhóm công nghiệp chế biến, chế tạo giai đoạn 2013-2018


Nguồn: Tổng cục thống kê (GSO)

Bảng 6: Dự báo một số chỉ tiêu kinh tế Việt Nam giai đoạn 2019-2021

	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng GDP thực	6,6%	6,5%	6,5%
Trong đó			
Nông nghiệp	2,5%	2,0%	2,0%
Công nghiệp	8,0%	8,0%	8,0%
Dịch vụ	6,9%	6,7%	6,7%
Tỷ lệ lạm phát	4,0%	4,0%	4,0%
Tăng trưởng xuất khẩu hàng hóa, dịch vụ	14,1%	14,0%	14,0%
Tăng trưởng nhập khẩu hàng hóa, dịch vụ	14,2%	14,1%	14,1%

Nguồn: Báo cáo cập nhật tình hình kinh tế khu vực Đông Á, Thái Bình Dương - Ngân hàng thế giới (World Bank) tháng 4/2019

Sản phẩm bao bì chất lượng cao có nhiều triển vọng tăng trưởng: Các nghiên cứu về các yếu tố có ảnh hưởng đến việc lựa chọn sản phẩm của người tiêu dùng cho biết, các yếu tố trên bao bì như màu sắc, kiểu chữ và hình ảnh có ảnh hưởng quan trọng trong tiêu chí lựa chọn sản phẩm của người tiêu dùng và họ có xu hướng sử dụng thông tin được cung cấp trên bao bì để giải thích cho mức giá được tính và chọn mua.

Việc bao bì có tác động tích cực đến giá trị hàng hóa, giúp cải thiện sự chú ý, đánh giá thương hiệu và lựa chọn sản phẩm của khách hàng đã thúc đẩy các doanh nghiệp liên tục cải tiến các mẫu mã bao bì, sử dụng các dấu hiệu (hình dạng, màu sắc, biểu tượng...) để duy trì độ nhận diện thương hiệu đồng thời để người tiêu dùng nhận thấy sự khác biệt hay độc đáo của sản phẩm. Đây là cơ sở để phân khúc sản xuất bao bì chất lượng cao như bao bì sử dụng công nghệ in Offset còn nhiều dư địa tăng trưởng.

Nguồn cung giấy nguyên liệu trong nước ngày càng tăng, giảm phụ thuộc vào nhập khẩu

- Sản xuất giấy nguyên liệu làm bao bì trong nước đang có tốc độ tăng trưởng nhanh

Theo “Quy hoạch Phát triển ngành công nghiệp giấy Việt Nam đến năm 2020, có xét đến 2025”¹, nguồn cung giấy làm bao bì dự kiến sẽ tăng trưởng bình quân 9%/năm. Thực tế, số dự án đầu tư vào sản xuất giấy làm bao bì tại Việt Nam đã tăng nhanh trong năm 2017 và 2018 từ cả các doanh nghiệp trong nước và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI), trong đó tập trung vào các loại giấy bao bì lớp mặt và lớp sóng.

Với hàng loạt dự án sản xuất giấy nguyên liệu làm bao bì, chủ yếu là giấy lớp mặt và lớp sóng dự kiến được đầu tư trong giai đoạn 2019-2025. Nguồn cung giấy làm bao bì sẽ tăng mạnh cả về số lượng chất lượng sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp sản xuất bao bì, trong đó có SVI có thể tăng sử dụng giấy nguyên liệu trong nước, giảm phụ thuộc vào nhập khẩu, nhất là với các loại giấy chất lượng cao.

Bảng 7: Dự án giấy bao bì mới trong năm 2019 - 2025

Công ty	Doanh nghiệp	Khu vực	Năng lực (Tấn/năm)	Chủng loại giấy
Lee&man	FDI	Hậu Giang	1.000.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng
Cheng Loong	FDI	Bình Dương	600.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng, Duplex
Marubeni	FDI	Vũng Tàu	800.000	Giấy lớp mặt, Duplex
Cửu Long	FDI	Khác	1.200.000	Giấy lớp mặt, Duplex
An Việt Phát	Việt Nam	Vũng Tàu	300.000	Duplex
Giao Long	Việt Nam	Bến Tre	180.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng
Rạng Đông	Việt Nam	Khánh Hòa	70.000	Giấy lớp mặt, Duplex
Miza	Việt Nam	Thanh Hóa	100.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng
Toàn Cầu	Việt Nam	Hải Dương	70.000	Giấy lớp sóng
Hoàng Hà	Việt Nam	Hải Phòng	100.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng

¹ Chi tiết tại: <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Doanh-nghiep/Quyết-dinh-10508-QĐ-BCT-2014-Quy-hoach-phat-trien-nganh-cong-nghiep-giay-Viet-Nam-2020-2025-258160.aspx>

Hưng Hà	Việt Nam	Hà Nội	100.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng
Vạn Điểm	Việt Nam	Hà Nội	100.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng
Tân Mai	Việt Nam	Bình Dương	150.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng
Khác	Việt Nam	Khác	400.000	Giấy lớp mặt, lớp sóng

Nguồn: VPPA tổng hợp

Giá giấy nguyên liệu giảm trở lại sau giai đoạn tăng mạnh giúp doanh nghiệp bao bì cải thiện biên lợi nhuận

• Giá giấy nguyên liệu làm bao bì tăng mạnh trong năm 2017-2018

Giấy tái chế (giấy thu hồi) là nguyên liệu quan trọng trong ngành công nghiệp giấy. (Tỷ lệ bột giấy tái chế sử dụng trong sản xuất giấy bao bì trên thế giới chiếm tỷ trọng 77%. Tại Việt Nam tỷ trọng giấy tái chế trong sản xuất giấy bao bì lên đến 98%).

Theo số liệu của VPPA trong năm 2018, lượng giấy tái chế trong nước mới đạt 1,47 triệu tấn, đáp ứng 45% nhu cầu làm nguyên liệu sản xuất bao bì, 55% còn lại đến từ nguồn nhập khẩu. Việc nguyên liệu sản xuất phụ thuộc lớn vào nhập khẩu khiến giá giấy nguyên liệu làm bao bì trong nước có xu hướng biến động cùng chiều với giá giấy nguyên liệu trên thị trường thế giới.

Trong năm 2017-2018, một số quốc gia đã kiểm soát chặt chẽ việc nhập khẩu và tái chế giấy phế liệu, khiến giá giấy nguyên liệu làm bao bì tăng mạnh. Cụ thể:

Từ tháng 5/2017, Trung Quốc thực hiện chính sách siết chặt cấp hạn ngạch nhập khẩu giấy phế liệu thu hồi làm nguyên liệu sản xuất, đóng cửa các cơ sở sản xuất giấy gây ô nhiễm để hoàn thiện các hệ thống xử lý chất thải và chỉ được hoạt động trở lại khi đã đạt quy chuẩn mới. Từ 01/03/2018, Trung Quốc áp dụng giới hạn mức tạp chất đối với giấy phế liệu nhập khẩu, cắt giảm lượng cấp phép nhập khẩu,...

Các chính sách này khiến sản lượng sản xuất giấy làm bao bì Carton tại Trung Quốc giảm mạnh. Theo báo cáo thường niên của Hiệp hội Giấy Trung Quốc (CPA), năm 2018, Trung Quốc sản xuất 21,45 triệu tấn giấy lớp mặt và 21,05 triệu tấn giấy lớp sóng, giảm lần lượt 10,06% và 9,85% so với năm 2017.

Sự sụt giảm trong sản xuất giấy nguyên liệu khiến các doanh nghiệp bao bì ở Trung Quốc đẩy mạnh nhập khẩu giấy nguyên liệu bao bì từ các thị trường khác, trong đó có Việt Nam. Năm 2018, tổng số giấy lớp mặt và lớp sóng nhập khẩu của Trung Quốc đạt tổng cộng 3,18 triệu tấn, tăng 57,43% so với 2017. Tại Việt Nam, số liệu của VPPA cho biết, lượng giấy nguyên liệu làm bao bì xuất khẩu sang Trung Quốc năm 2018 tăng 99% so với 2017, đạt 641.000 tấn, trong đó 67,2% là giấy lớp mặt và lớp sóng (431.000 tấn/641.000 tấn).

Tại Việt Nam, chính sách siết chặt bảo vệ môi trường, kiểm soát chặt chẽ nguồn phế liệu nhập khẩu trong năm 2018 (Thông tư 08/2018/TT-BTNMT và Công văn 5943/BTNMT-TCMT của Bộ Tài nguyên và Môi trường) đã khiến các doanh nghiệp gặp khó khăn trong nhập khẩu giấy phế liệu, kéo dài thời gian thông quan, tăng chi phí kho bãi. Qua đó làm tăng giá giấy nguyên liệu sản xuất bao bì.

• Giá giấy nguyên liệu làm bao bì năm 2019 đang trong xu hướng giảm trở lại

Từ cuối năm 2018, giá giấy làm bao bì trong nước có xu hướng giảm. Một số nguyên nhân chính:

- ✓ Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung liên tục leo thang, 2 bên tăng thuế nhập khẩu đánh vào các hàng hóa của nhau ảnh hưởng đến các hoạt động sản xuất. Xuất khẩu hàng hóa của Trung Quốc đi Mỹ giảm mạnh (riêng trong Q1/2019, kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ đã giảm 13,9%, theo số liệu của Bloomberg), qua đó ảnh hưởng đến nhu cầu bao bì, làm cho nhu cầu và giá giấy nguyên liệu làm bao bì tại thị trường Trung Quốc từ đầu năm 2019 giảm mạnh.
- ✓ Tại Việt Nam hiện nay, các doanh nghiệp có công suất lớn chủ yếu là các doanh nghiệp FDI từ Trung Quốc: Công ty TNHH Xưởng Giấy Chánh Dương (thuộc Tập đoàn Giấy Cửu Long), Công ty TNHH Giấy Lee&Man Việt Nam (thuộc Lee&Man Paper Manufacturing LTd), Công Ty TNHH Cheng Loong Bình Dương Paper (thuộc tập đoàn Cheng Loong, Đài Loan), ...

Do công nghiệp tái chế giấy phế liệu (OCC) là ngành có mức độ gây ô nhiễm môi trường cao, những năm qua nhiều quốc gia trong đó có Trung Quốc có chính sách siết chặt quản lý các cơ sở sản xuất giấy tái chế gây ô nhiễm, hạn chế nhập khẩu giấy phế liệu, nâng yêu cầu về môi trường. Nhiều tập đoàn đã đẩy mạnh đầu tư nhà máy sản xuất giấy tái chế sang các nước khác, trong đó có Việt Nam sau đó xuất khẩu thành

phẩm về Trung Quốc để sản xuất bao bì. Tuy vậy, do ảnh hưởng của Chiến tranh thương mại, xuất khẩu giấy lớp mặt và lớp sóng đi Trung Quốc đã giảm 38% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2019.

Việc thi trường Trung Quốc (chiếm 70% tổng sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam) giảm mạnh nhu cầu đã khiến các doanh nghiệp FDI giảm giá bán để đẩy mạnh tiêu thụ trong nước.

Diễn biến giá giấy nguyên liệu làm bao bì từ đầu năm 2019

- ✓ Tại Trung Quốc, trong 2 tuần cuối tháng 5/2019, giá bán giấy làm bao bì nội địa ở Trung Quốc đã giảm hơn 600 CNY/tấn, (tương ứng giảm gần 2 triệu VND/tấn) xuống mức hơn 3.000 CNY/tấn. Giá xuất khẩu giấy lớp sóng của Việt Nam xuất sang Trung Quốc trong tháng 4 và tháng 5/2019 là 350-360 USD/tấn, giá giấy lớp mặt là 380-390 USD/tấn, giảm 18%-20% so với tháng 12/2018.
- ✓ Tại Việt Nam, trong nửa cuối tháng 4 và tháng 5/2019, giá giấy lớp mặt và lớp sóng tại khu vực phía Nam đã điều chỉnh 3-5 đợt, với tổng mức điều chỉnh giảm hơn 1 triệu đồng/tấn (hơn 10%) nhưng vẫn tiêu thụ chậm. Đến đầu tháng 6/2019, giá giấy làm bao bì lớp mặt ở mức 9 triệu đồng/tấn, giá giấy bao bì lớp sóng thấp hơn 8,7 triệu đồng/tấn, giảm 15%-20% so với cuối 2018.

Với việc cuối quý 3 và quý 4 là thời điểm tiêu dùng giấy bao bì trong nước và trong khu vực đã vào giai đoạn cao điểm trong năm, áp lực hàng tồn kho đã giảm giá giấy làm bao bì dự báo sẽ khó giảm thêm trong giai đoạn cuối năm. Tính bình quân cả năm 2019, chúng tôi ước tính giá giấy nguyên liệu bình quân sẽ giảm khoảng 15% so với bình quân 2018. Thực tế trên thị trường, từ cuối tháng 8/2019 giá giấy lớp mặt và giấy lớp sóng có dấu hiệu tăng trở lại khi các doanh nghiệp sản xuất lớn đã thông báo tăng giá bán lên 200.000 đồng/tấn.

Triển vọng kinh doanh của SVI và dự phóng

SVI hiện là doanh nghiệp bao bì Carton có quy mô sản xuất lớn tại khu vực Đông Nam Bộ, Công ty có lợi thế phát triển được lượng khách hàng đa dạng với nhiều doanh nghiệp lớn.

Triển vọng của hoạt động sản xuất bao bì Carton tích cực nhờ tăng trưởng của ngành công nghiệp, nhất là nhóm công nghiệp chế biến chế tạo tại Việt Nam và xu hướng gia tăng đầu tư của dòng vốn FDI vào Việt Nam. Tuy vậy, với việc các nhà máy hiện hữu hoạt động 90% công suất, áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng lớn đến từ các doanh nghiệp hiện hữu mở rộng quy mô sản xuất; xu hướng đẩy mạnh đầu tư vào các dự án giấy nguyên liệu làm bao bì cũng sẽ thu hút các doanh nghiệp sản xuất bao bì mới đầu tư nhằm tận dụng nguồn nguyên liệu tại chỗ và đón đầu triển vọng tích cực từ thị trường sẽ ảnh hưởng đến tốc độ tăng trưởng của SVI. Chúng tôi dự phóng doanh thu của SVI sẽ tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2019-2023F với tốc độ trung bình khoảng 3,8%/năm.

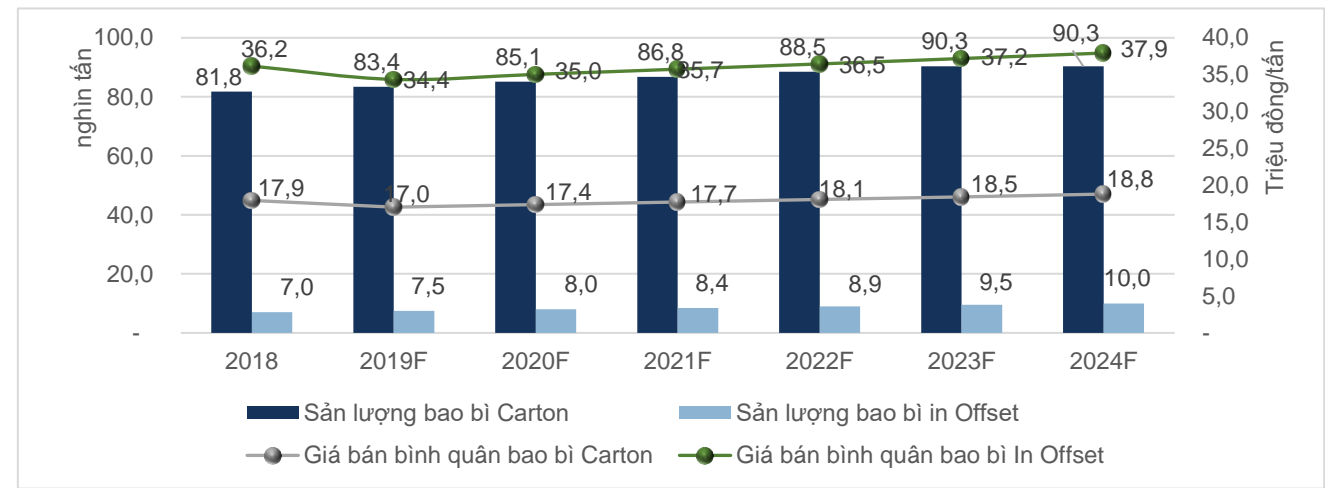
Với xu hướng giá giấy nguyên liệu làm bao bì giảm trở lại sau giai đoạn tăng mạnh, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp của SVI sẽ đạt 12,6% trong năm 2019 giúp doanh nghiệp cải thiện lợi nhuận. Áp lực cạnh tranh trong ngành sẽ khiến biên lợi nhuận gộp giảm xuống và duy trì trong khoảng 11,7%-11,9% trong giai đoạn 2020-2023.

Năm 2019, SVI đặt kế hoạch kinh doanh với 1.820 tỷ đồng doanh thu, tăng 2,2% so với thực hiện 2018, lợi nhuận sau thuế 120 tỷ đồng, tăng 96% so với thực hiện 2018.

Theo dự phóng của chúng tôi, trong năm 2019, doanh thu thuần của SVI sẽ đạt 1.733 tỷ đồng, giảm 2,6% so với năm 2018 do sản lượng tiêu thụ tăng chậm và giá bán bình quân giảm. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 12,6%, so với mức 10,4% của năm 2018 nhờ chi phí giấy nguyên liệu dự báo giảm 15% so với năm 2018, mạnh hơn mức điều chỉnh của giá bán. Lợi nhuận sau thuế đạt 84,7 tỷ đồng, tăng 38,4% so với năm 2018. Tương ứng thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS) đạt 6.598 đồng/cp.

Các giả định cho việc dự phóng doanh thu, giá vốn và chi phí hoạt động bao gồm:

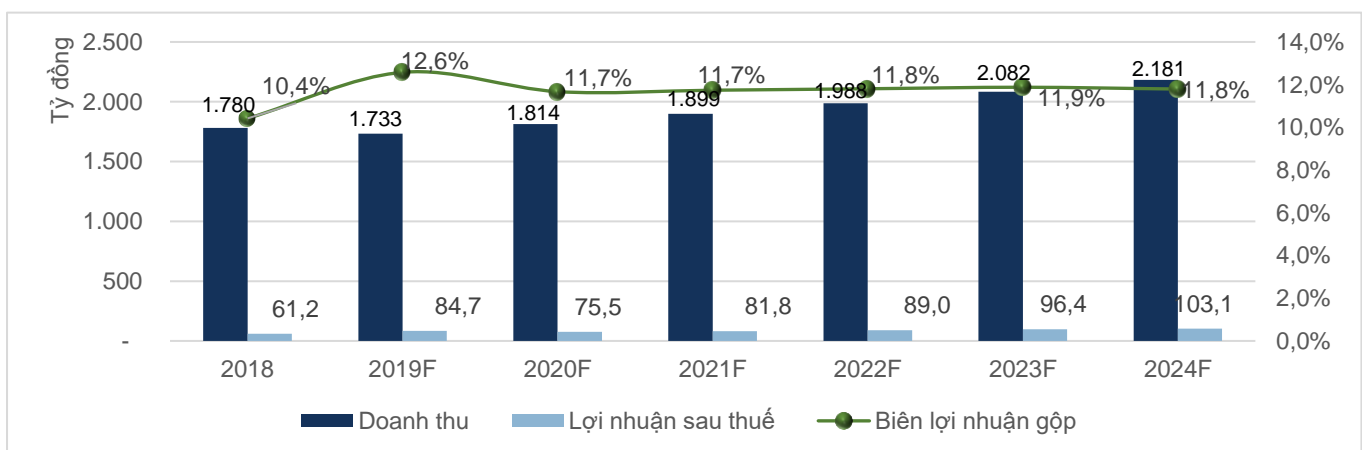
- **Sản lượng bao bì Carton:** Do các nhà máy sản xuất bao bì Carton của SVI đã hoạt động khoảng 90% công suất thiết kế khiến trong giai đoạn cao điểm (quý 3 và quý 4 chuẩn bị phục vụ mùa tiêu dùng cuối năm) SVI gặp khó khăn trong tăng trưởng sản lượng. Năm 2019, sản lượng dự báo tăng khoảng 2% so với 2018.
- **Sản lượng bao bì in Offset:** Tốc độ tăng trưởng sản lượng dự báo sẽ đạt khoảng 7% trong năm 2019 (thấp hơn mức tăng 8,5% trong năm 2018 nhưng cao hơn mức tăng bình quân 4,2% giai đoạn 2014-2018).
- **Giá bán bình quân bao bì Carton:** Dự báo giảm 5% so với năm 2018 do ảnh hưởng của giá giấy nguyên liệu đầu vào giảm. Doanh thu dự báo đạt 1.422,1 tỷ đồng trong năm 2019 (-3,1% so với năm 2018).
- **Giá bán bình quân bao bì in Offset:** Dự báo giảm 5% so với năm 2018 do ảnh hưởng của giá giấy nguyên liệu đầu vào giảm. Doanh thu dự báo đạt 258,2 tỷ đồng trong năm 2019 (+1,65% so với năm 2018).

Biểu đồ 22: Dự phóng sản lượng tiêu thụ, giá bán bình quân các sản phẩm chính năm 2019F-2024F


Nguồn: FPTTS dự phóng

- **Giá giấy nguyên liệu** ước tính giảm khoảng 15% trong năm 2019 so với bình quân 2018. Trong năm 2020, giá giấy nguyên liệu dự báo tăng trở lại khoảng 5% do áp lực hàng tồn kho đã giảm bớt trong năm 2019. Những năm tiếp theo biến động giá giấy nguyên liệu dự báo sẽ ổn định hơn do không còn các hoạt động thu gom giấy phế liệu mạnh như giai đoạn 2017-2018, giúp thị trường giấy nguyên liệu làm bao bì ổn định.
- **Tỷ lệ hao hụt giấy được dự báo giữ ở mức tương đương 2018:** Trong năm 2019-2020, SVI có kế hoạch đầu tư từ 20-30 tỷ đồng/năm để thay thế máy móc thiết bị đã cũ, tương đương 10-15% nguyên giá các tài sản cố định đã hết khấu hao nhưng vẫn đang được sử dụng. Việc đầu tư thay thế máy móc thiết bị cũ giúp giảm tỷ lệ hao hụt trong quá trình sản xuất. Tuy vậy, với tốc độ đầu tư thay thế máy móc thiết bị diễn ra chậm, dự báo tỷ lệ hao hụt giấy của công ty sẽ chưa được kéo giảm trong những năm tiếp theo.
- **Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu** được giữ ổn định cho theo mức hoạt động quá khứ.
- **Chi phí khấu hao tài sản cố định:** Duy trì khấu hao đường thẳng với các tài sản cố định hiện hữu. Công ty hiện đã thuê đất để đầu tư nhà máy mới tại KCN Lộc An (Đồng Nai). Do chưa có kế hoạch đầu tư rõ ràng, chúng tôi chưa đánh giá tác động của việc đầu tư nhà máy mới tại KCN Lộc An đến triển vọng kinh doanh của SVI trong báo cáo này.

Dự báo kết quả hoạt động kinh doanh của SVI giai đoạn 2019F-2024F như sau:

Biểu đồ 23: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2019F-2024F


Nguồn: FPTTS dự phóng

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2019, SVI đã đạt 828,5 tỷ đồng doanh thu, giảm 2,6% so với nửa đầu năm 2018, lợi nhuận sau thuế đạt 49,2 tỷ đồng, tăng 66,2% so với thực hiện nửa đầu năm 2018. Lần lượt hoàn thành 45,5% kế hoạch doanh thu và 41% kế hoạch lợi nhuận đề ra.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá SVI bằng việc sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu SVI theo 2 phương pháp có mức bình quân là **50.100 đồng/cp**, thấp hơn **0,4%** so với mức giá đóng cửa ngày 16/09/2019. Kết hợp với các phân tích ở trên, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu SVI tại thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét MUA đối với cổ phiếu SVI tại mức giá 42.500 đồng/cp, tương ứng tỷ suất sinh lời kỳ vọng đạt 17,9%.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	50.800	1/2
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	49.400	1/2
	Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)	50.100	

CÁC GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2019	14,095%	Phần bù rủi ro	10,12%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	5,9%	Hệ số Beta 2019	1,0
Chi phí sử dụng vốn 2019	20,18%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4,8%	Thời gian dự phóng	6 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	908.847,2
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng (triệu đồng)	50,2
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	255.820,6
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	635.076,8
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	12,832
Giá mục tiêu (đồng/cp)	50.800
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	635.004,7
Giá mục tiêu (đồng/cp)	49.400
Giá mục tiêu	50.100 đồng/cp

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
ĐVT: Triệu đồng

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	1.780.171	1.733.086	1.813.967	1.898.997
- Giá vốn hàng bán	1.594.683	1.515.085	1.602.206	1.676.049
Lợi nhuận gộp	185.488	218.001	211.761	222.948
- Chi phí bán hàng	81.460	83.774	87.684	91.794
- Chi phí quản lí DN	17.771	19.452	20.360	21.315
Lợi nhuận thuần HĐKD	86.257	114.775	103.717	109.839
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(11.240)	(11.046)	(11.543)	(10.049)
- Lợi nhuận khác	2.417	2.113	2.213	2.499
LN trước thuế, lãi vay	91.239	121.244	111.305	118.754
- Chi phí lãi vay	13.806	15.403	16.918	16.465
LNTT	77.433	105.841	94.387	102.289
- Thuế TNDN	16.141	21.168	18.877	20.458
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	61.207	84.673	75.510	81.831
EPS (VNĐ)	4.770	6.598	5.885	6.377
Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	58.470	41.131	146.001	197.652
Lợi nhuận sau thuế	61.207	84.673	75.510	81.831
+ Khấu hao	35.256	30.687	37.970	37.739
+ Điều chỉnh	(15.961)	(14.392)	(12.841)	(13.915)
+ Thay đổi VLD	(23.018)	33.433	(1.508)	(12.849)
Tiền từ HĐKD	57.795	134.401	99.131	92.806
+ Thanh lý TSCĐ	430	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(60.874)	(39.818)	(30.000)	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	53.821	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	-	-	-	-
Tiền từ HĐĐT	(6.623)	(39.818)	(30.000)	-
+ Cổ tức đã trả	(64.162)	-	(28.789)	(25.673)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(5.744)	23.874	8.214
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	16.030	(12.566)	(12.566)
+ Các HĐTC khác	-	-	-	-
Tiền từ HĐTC	(68.513)	10.287	(17.480)	(30.025)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(17.340)	104.869	51.651	62.781
Tiền cuối năm	41.131	146.001	197.652	260.432

Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,4%	12,6%	11,7%	11,7%
Tỷ suất LNST	3,4%	4,9%	4,2%	4,3%
ROE DuPont	17,7%	22,6%	17,7%	17,6%
ROA DuPont	6,6%	8,8%	7,3%	7,5%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	4,3%	7,0%	6,1%	6,3%
LNST/LNTT	79,0%	80,0%	80,0%	80,0%
LNTT / EBIT	84,9%	87,3%	84,8%	86,1%
Vòng quay tổng tài sản	191,4%	180,6%	175,8%	173,6%
Đòn bẩy tài chính	268,3%	255,9%	241,7%	235,3%

CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	41.131	197.652	260.432	197.652
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	378.154	372.529	390.012	372.529
+ Hàng tồn kho	220.487	213.266	223.095	213.266
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.278	1.280	1.284	1.280
Tổng tài sản ngắn hạn	641.050	784.726	874.822	784.726
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	527.695	578.695	578.695	578.695
+ Khấu hao lũy kế	(350.136)	(421.755)	(459.494)	(421.755)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	177.559	156.940	119.201	156.940
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	37.302	125.768	125.768	125.768
+ Xây dựng cơ bản dở dang	65.376	-	-	-
Tổng tài sản dài hạn	281.875	283.037	245.297	283.037
Tổng Tài sản	922.925	1.067.762	1.120.120	1.067.762
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	270.610	275.748	288.673	275.748
+ Vay và nợ ngắn hạn	221.587	239.718	247.932	239.718
+ Quỹ khen thưởng	2.624	2.624	2.624	2.624
Nợ ngắn hạn	541.501	578.711	601.388	578.711
+ Vay và nợ dài hạn	34.234	37.698	25.132	37.698
+ Phải trả dài hạn khác	140	140	140	140
Nợ dài hạn	41.714	45.178	32.612	45.178
Tổng nợ	583.215	623.889	634.000	623.889
+ Thặng dư	636	636	636	636
+ Vốn điều lệ	128.324	128.324	128.324	128.324
+ LN chưa phân phối	114.665	189.652	216.797	189.652
Vốn chủ sở hữu	339.710	443.873	486.120	443.873
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	922.925	1.067.762	1.120.120	1.067.762
Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	71,6	71,6	71,6	71,6
Số ngày tồn kho	49,7	48,6	48,6	48,6
Số ngày phải trả	55,5	55,5	55,5	55,5
Thời gian luân chuyển tiền	65,9	64,7	64,7	64,7
COGS / Hàng tồn kho	7,2	7,5	7,5	7,5
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	1,18	1,33	1,36	1,45
CS thanh toán nhanh	0,78	0,95	0,99	1,08
CS thanh toán tiền mặt	0,08	0,28	0,34	0,43
Nợ / Tài sản	0,28	0,27	0,26	0,24
Nợ / Vốn CSH	0,75	0,65	0,62	0,56
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,65	0,53	0,54	0,51
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,10	0,12	0,08	0,05
Khả năng TTLãi vay	6,61	7,87	6,58	7,21

Những loại máy móc cơ bản sử dụng trong quy trình sản xuất thùng Carton:

- ✓ Dây chuyền sản xuất tấm carton (chi phí đầu tư mới khoảng 20-30 tỷ đồng/dây chuyền): Các dây chuyền sản xuất được sử dụng phổ biến là dây chuyền sóng 3, 5, 7 lớp (Các thông số chi tiết: Tốc độ ra giấy 100 – 300 m/phút, chiều rộng khổ giấy 1.400 – 2.500mm, dạng sóng A, B, C, E).
- ✓ Máy bế khuôn (chi phí khoảng 4-10 tỷ đồng/máy): Là thiết bị định hình cho thùng carton, thực hiện xẻ rãnh, cán lằn, đục lỗ xỏ tay, hoàn thành công đoạn gia công thùng carton. Hiện nay, trên thị trường có 2 loại máy bế khuôn là:
 - (1) Máy bế tròn thích hợp cho những đơn đặt hàng có quy mô và số lượng lớn (năng suất sản phẩm từ 80 – 140 tấm/phút).
 - (2) Máy bế phẳng thích hợp cho những đơn đặt hàng quy mô nhỏ (năng suất sản phẩm từ 60 – 80 tấm/phút). Các công ty sản xuất bao bì carton có quy mô sản xuất nhỏ thường sử dụng loại máy này.
- ✓ Máy in Flexo (chi phí khoảng 5-15 tỷ đồng/máy tùy loại máy và số màu): Hiện nay trên thị trường có 2 loại là:
 - (1) Máy in dọc Flexo bán tự động: Được thiết kế với bộ đếm điện tử, có thể khống chế chính xác số lượng in.
 - (2) Máy in ngang Flexo: Tốc độ in nhanh hơn, độ chính xác cao hơn, có thể kèm bộ xr rãnh, cắt góc, cán lằn hoặc kèm bộ phận bế tròn.
- ✓ Máy bỗ chạp: Có hai loại là máy bỗ chạp bằng dây xích tự động và máy bỗ chạp thủ công.
- ✓ Các máy móc khác: Máy cán lằn, chia khổ, máy gấp dán tự động và cọt tự động, máy đóng ghim.
- ✓ Máy in Offset có chi phí dao động khá rộng, tùy thuộc số màu và nhà cung cấp (ước tính chi phí khoảng 10-30 tỷ/máy cho các loại máy in từ 4-6 màu):

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 41 cổ phiếu SVI và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 đường Lạc Long Quân,
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT:(84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng
ĐT:(84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888