

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)

BUY – TP VND 102.500



Source of opportunity

In nông nghiệp là công ty lâu đời trong ngành in ấn, bao bì tại phía bắc với 45 năm kinh nghiệm. Công ty là một trong 4 doanh nghiệp bao bì lớn nhất phía Bắc với công nghệ tiên tiến, có sức cạnh tranh.

Với triển vọng tăng trưởng của ngành cũng như INN và hiệu quả hoạt động của công ty, chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu INN với giá mục tiêu 12 tháng tới là **102.500 VND / cổ phiếu** dựa trên hai phương pháp PE và FCFE.

Chúng tôi dự phóng mức **forward EPS cho năm 2017 của INN là 9.393 VND, tăng trưởng 48,1%** so với mức ước tính 6.340 VND của năm 2016.

Mức giá hiện tại 60.700 VND của INN, cổ phiếu INN đang giao dịch ở mức forward PE 2017 chỉ 6,4 lần, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 10,8 lần của cổ phiếu bao bì.

Key data (22.11.2016)	VND
Giá	60.700
Giá mục tiêu	102.500
Upside	68,9%
Cổ tức (2015)	2.000
Lợi tức	3,3%
Vốn hóa (tỷ VND)	655
Room ngoại (cổ phiếu)	5.400.000
Sở hữu khối ngoại	10,91%

VND	2015	2016E	2017F	2018F
EPS	5.463	6.340	9.393	10.637
EPS growth		16,1%	48,1%	13,2%
BVPS	23.891	24.735	31.659	39.764
P/E		9,5x	6,4x	5,6x
Cash dividend	2.000	2.000	2.000	2.000

Source: MBS Research

Key catalysts

- Từ năm 2009 đến nay, INN đạt tốc độ tăng trưởng trung bình doanh thu và lợi nhuận sau thuế trên 20%. Cơ cấu tài chính ổn định với nợ vay ít, tỷ suất sinh lời cao.
- Thị trường bao bì tiêu dùng tăng trưởng với tốc độ trung bình 15%-20%/năm trong đó 70% doanh nghiệp tập trung ở phía Nam. Các doanh nghiệp lớn ở Bắc như INN sẽ ít gặp phải cạnh tranh hơn.
- Các khách hàng chính của INN là các công ty hoạt động trong ngành thuốc lá, bóng đèn, bánh kẹo, dược phẩm. INN sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng của các ngành này.
- Hiện tại hai nhà máy của INN đã chạy 100% công suất. Công ty đầu tư thêm 200 tỷ để xây dựng nhà máy mới công suất 15.000 tấn sản phẩm tại Hưng Yên dự kiến hoạt động vào đầu năm 2017 để tận dụng tăng trưởng của thị trường.
- Với chính sách khấu hao nhanh 5 năm. Dự kiến hết năm 2016, máy móc cũ sẽ hết khấu hao giúp INN tiết kiệm 50 tỷ chi phí khấu hao. Dự kiến lợi nhuận năm 2017 sẽ tăng trưởng mạnh



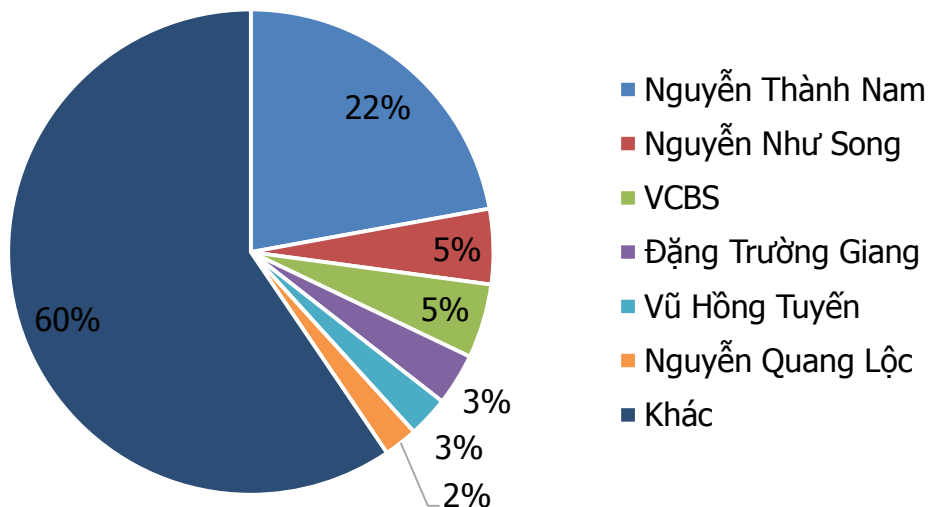
Source: MBS Research

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



- Năm 1970: INN được thành lập từ xưởng in nhỏ phục vụ cho nhu cầu nhà nước
- Năm 2004, INN được cổ phần hóa
- Năm 2010: Cổ phiếu INN niêm yết trên HNX
- INN là một trong 10 công in ấn, bao bì lớn nhất cả nước. Công ty là một trong 4 công ty bao bì lớn nhất phía bắc

Cơ cấu cổ đông



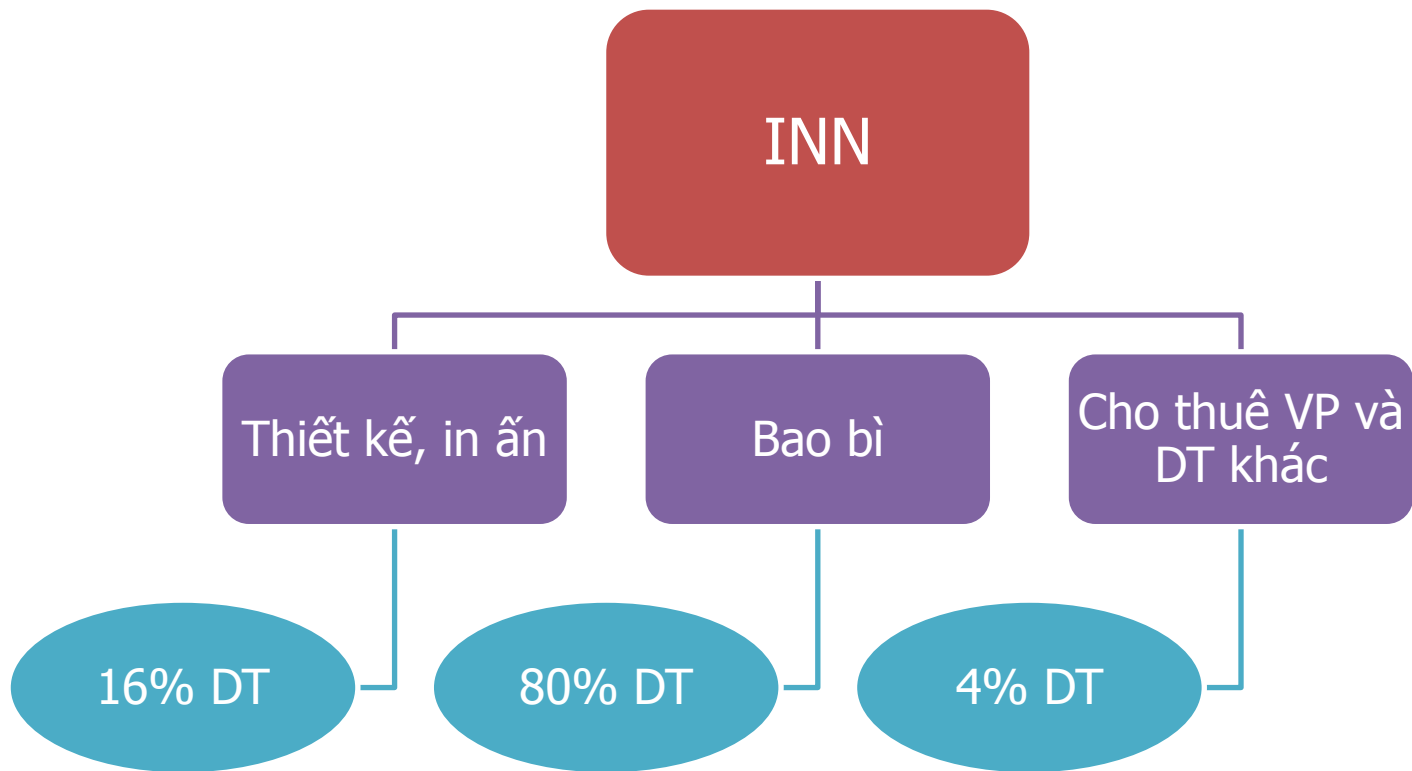
Ban lãnh đạo hiện sở hữu khoảng 40% INN, trong đó chủ tịch Nguyễn Thành Nam sở hữu 22%.

Source: MBS Research

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



Cơ cấu doanh thu



Sản Phẩm và khách hàng



Máy móc thiết bị hiện đại đều được nhập khẩu từ châu Âu và Mỹ như máy in roland, máy in flexco...

In Offset



Tem nhãn

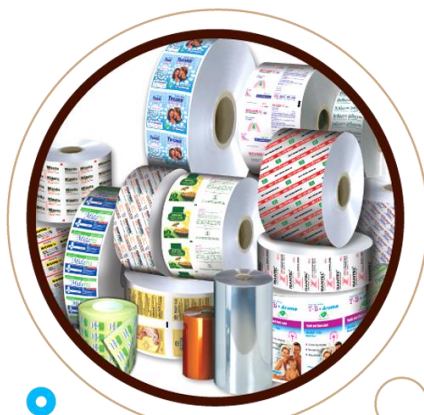
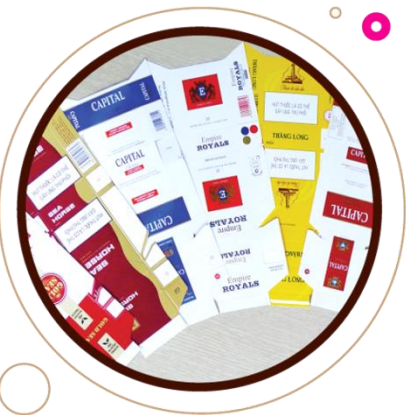


Sản Phẩm và khách hàng



INN là đơn vị duy nhất tại miền Bắc in màng nhôm trên công nghệ in flexco, cung cấp cho các công ty dược phẩm như Traphaco, Dược Hà Tây

In Flexco



In ống đồng

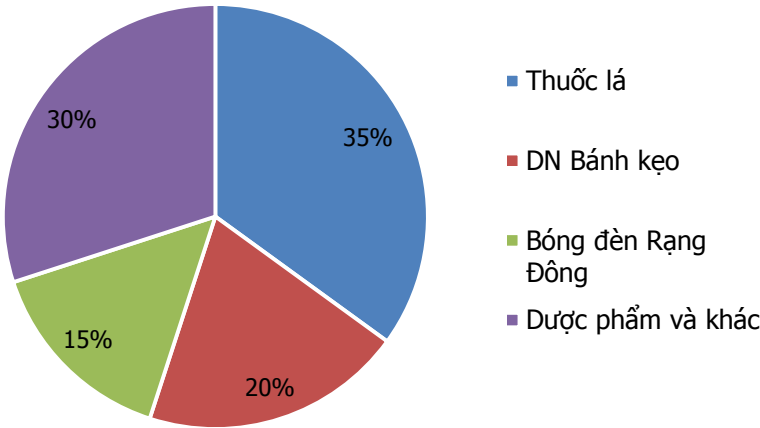


Sản Phẩm và khách hàng



Một số khách hàng tiêu biểu	Ngành
Thuốc Lá Thăng Long	Thuốc lá
Thuốc lá Bắc Sơn	Thuốc lá
Thuốc lá Thanh Hóa	Thuốc lá
Dược Traphaco	Dược phẩm
CNC Traphaco	Dược phẩm
Dược Vĩnh Phúc	Dược phẩm
Dược Hà Tây	Dược phẩm
Dược Phẩm Hoa Linh	Dược phẩm
Dược TW1	Dược phẩm
Orion	Bánh kẹo
Hải Hà	Bánh kẹo
Haiha Kotobuki	Bánh kẹo
Bánh Kẹo Hải Châu	Bánh kẹo
Bóng đèn, phích nước Rạng Đông	Chiếu sáng

Cơ cấu doanh thu theo khách hàng



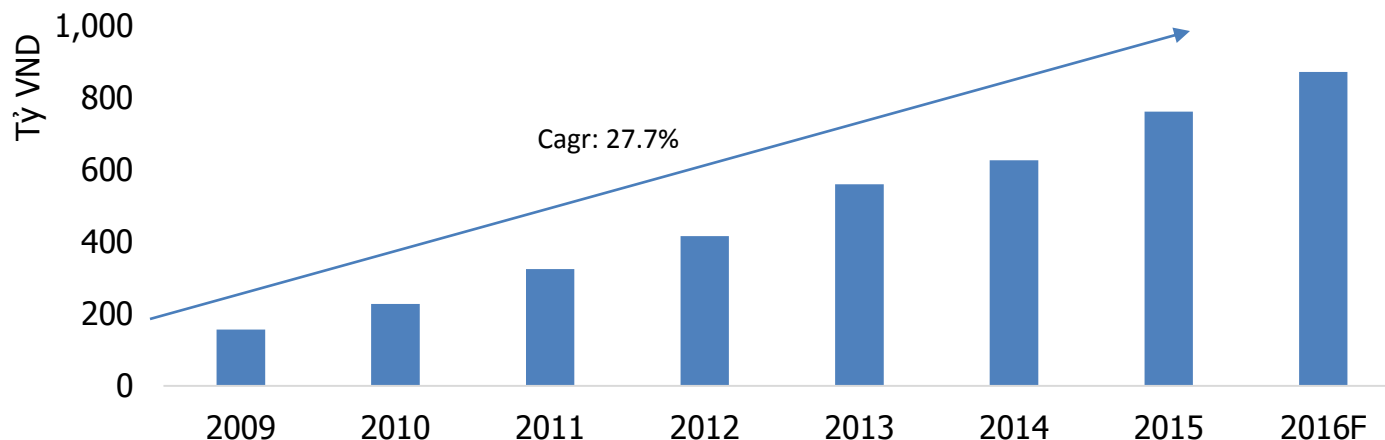
Nguồn: VCBS

Tập khách hàng của công ty ổn định qua nhiều năm. Công ty chiếm thị phần lớn đối với các khách hàng là thuốc lá, dược phẩm.

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)

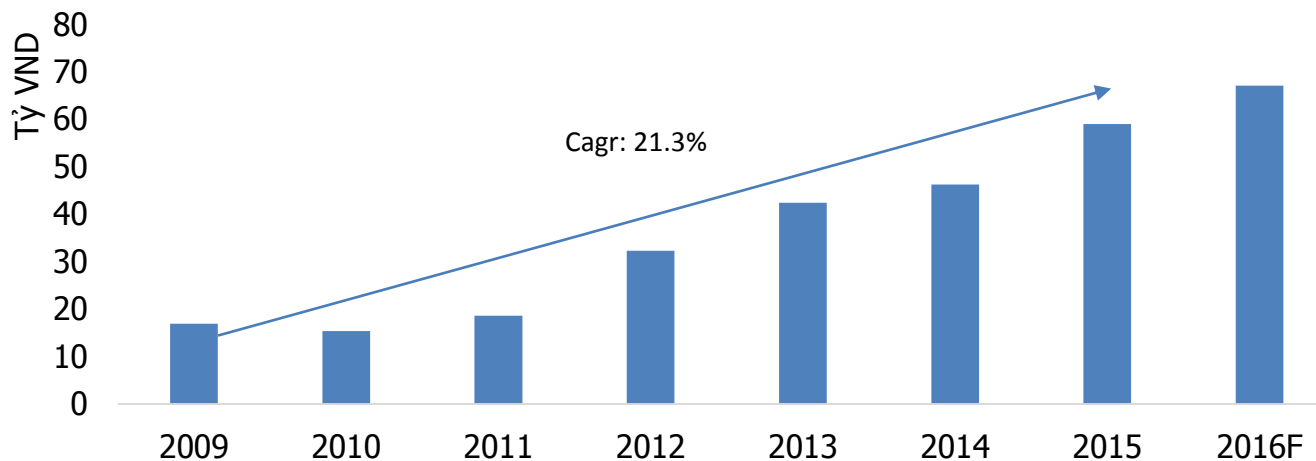


Doanh thu



Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng đều đặn từ năm 2009 đến nay

LNST



CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



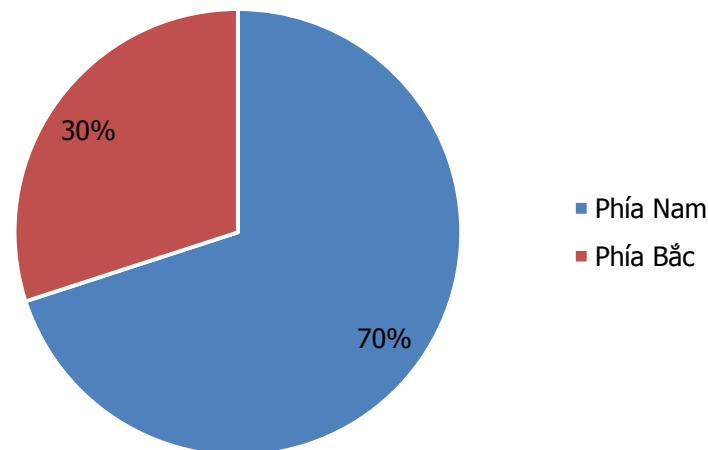
Địa chỉ		Diện tích (m2)	Công suất (Sản phẩm) %	Hoạt động
Trụ sở	Trường Chinh, Hà Nội	1.988		
Nhà máy Ngọc hồi	KCN Ngọc Hồi, Hà Nội	10.097	7.000	100%
APP Hưng Yên	Hưng Yên	26.100	3.000	100%
APP Hưng Yên mở rộng	Hưng Yên	25.000	15.000	Năm 2017

Trong điều kiện thị trường đang thuận lợi, công ty đầu tư mở rộng nhà máy APP Hưng Yên công suất thêm 15.000 tấn sản phẩm /năm, dự kiến hoạt động năm 2017. Dự kiến năm đầu có thể chạy khoảng 50% công suất.

Vốn đầu tư dự án là 200 tỷ trong đó 150 tỷ đầu tư máy móc thiết bị

- Ngành đóng gói bao bì tăng trưởng với tốc độ 15-20%/năm trong những năm qua theo đánh giá của Hiệp hội bao bì Việt Nam (Vinpas)
- Cả nước hiện tại có khoảng 1000 doanh nghiệp bao bì trong đó 80% là quy mô nhỏ lẻ
- Phân bố doanh nghiệp thì 70% là tập trung phía Nam, 30% phía Bắc. Các doanh nghiệp phía Bắc ít gặp phải cạnh tranh hơn.

Phân bố số lượng doanh nghiệp

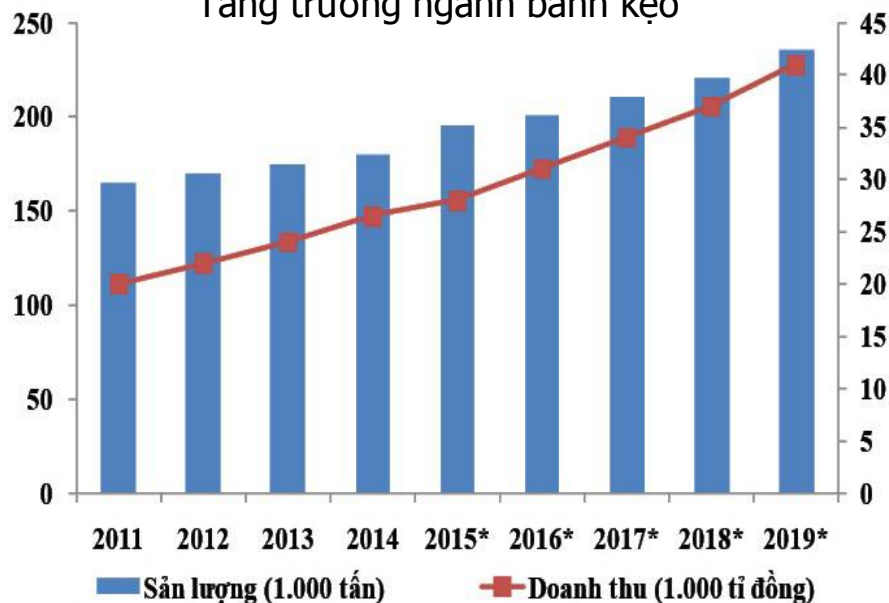


Ngành đang xu hướng tăng trưởng cao và việc phần lớn doanh nghiệp tập trung phía Nam là điểm thuận lợi đôi với INN

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)

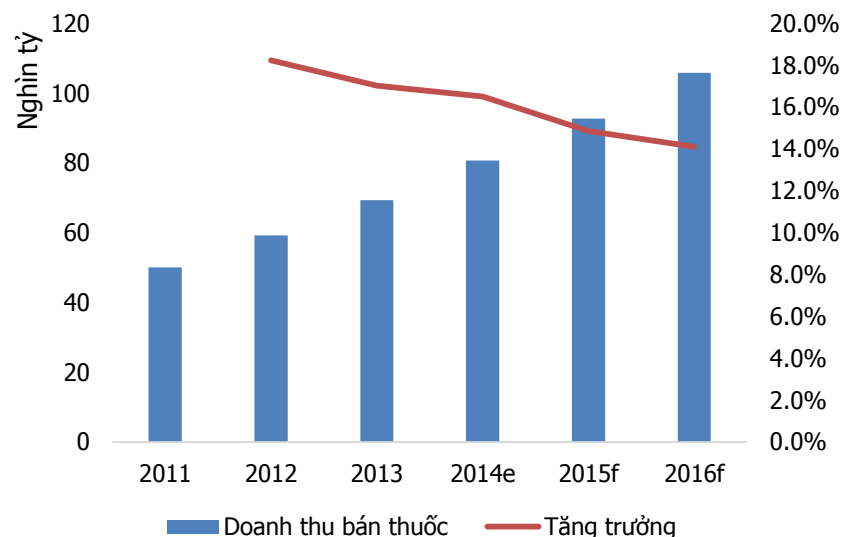


Tăng trưởng ngành bánh kẹo



Tăng trưởng ngành bánh kẹo ở mức trung bình 10% từ 2010-2014

Tăng trưởng ngành dược



Nguồn: BMI

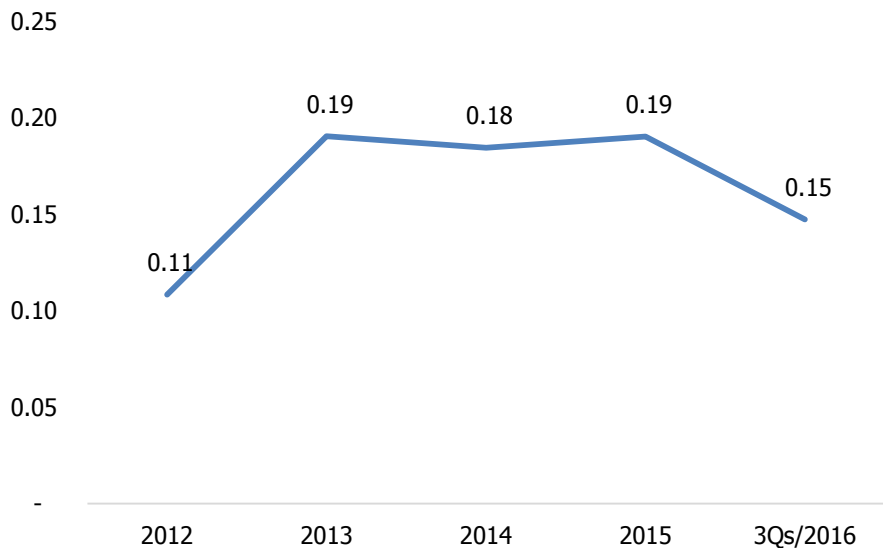
Tăng trưởng ngành dược vẫn duy trì hai con số, gần 15%. Bao bì ngành dược là một trong những điểm mạnh của INN

Là sản phẩm phụ trợ cho các ngành khác như dược phẩm, bánh kẹo, đồ uống. Ngành bao bì sẽ tiếp tục hưởng lợi từ sự tăng trưởng của các ngành này.

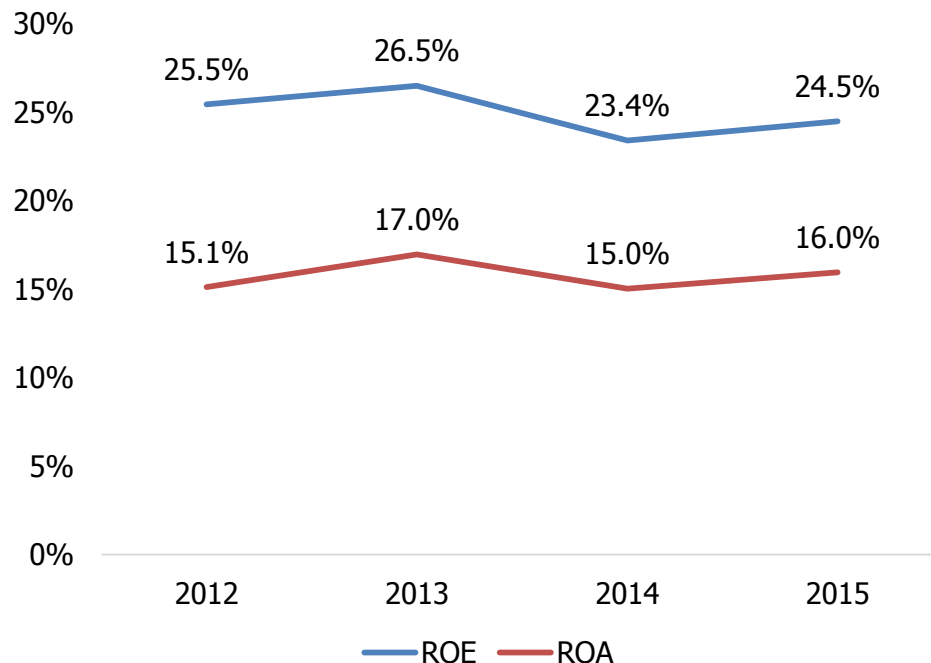
CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



Nợ vay / VCSH

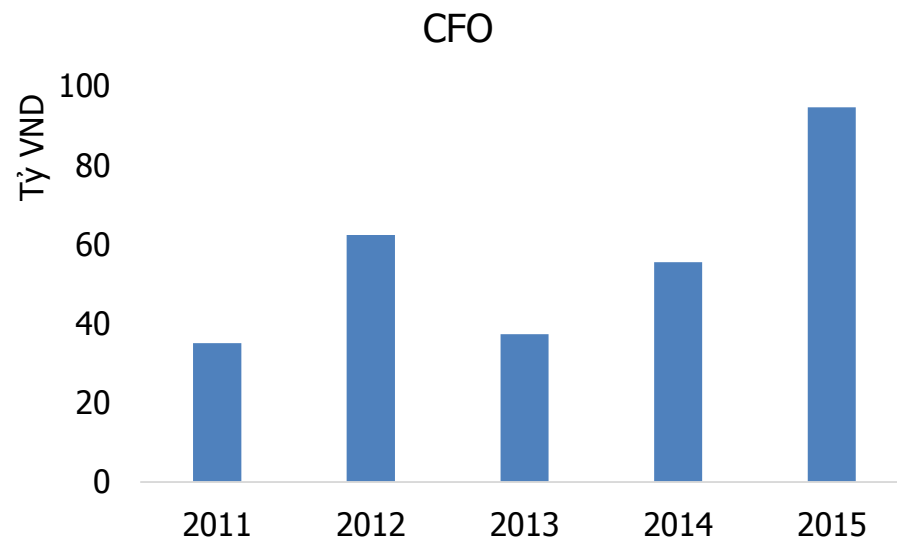
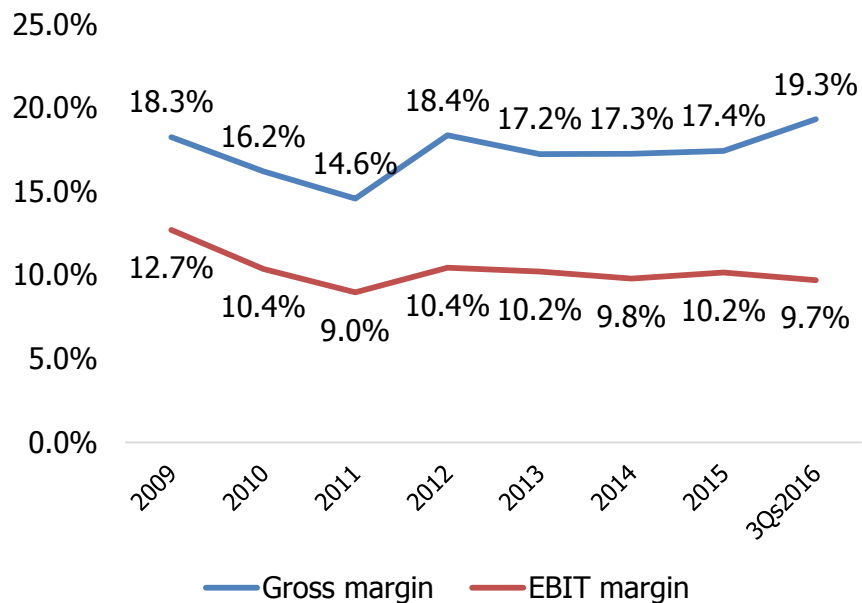


Công ty vay nợ rất ít. Đầu tư nhà máy mới phần lớn từ dòng tiền của INN



Chỉ số sinh lời luôn ở mức cao

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



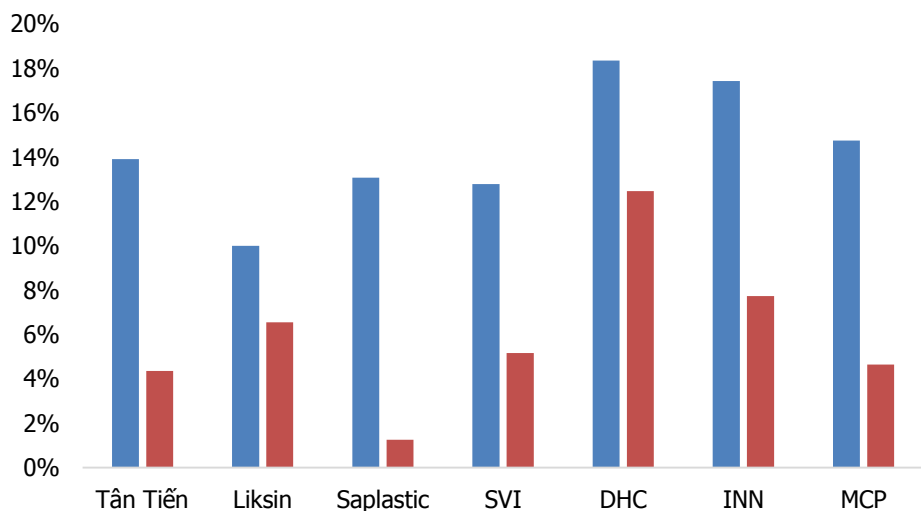
Chính sách khấu hao nhanh máy móc, chỉ 5 năm thay vì 10 năm. Dự kiến đến hết năm 2016, máy móc cũ của INN sẽ khấu hao hết, **năm 2017 sẽ giảm khoảng 50 tỷ chi phí khấu hao từ nhà máy cũ**. Dự kiến biên lợi nhuận năm 2017 sẽ tăng mạnh so với những năm trước đó.

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)

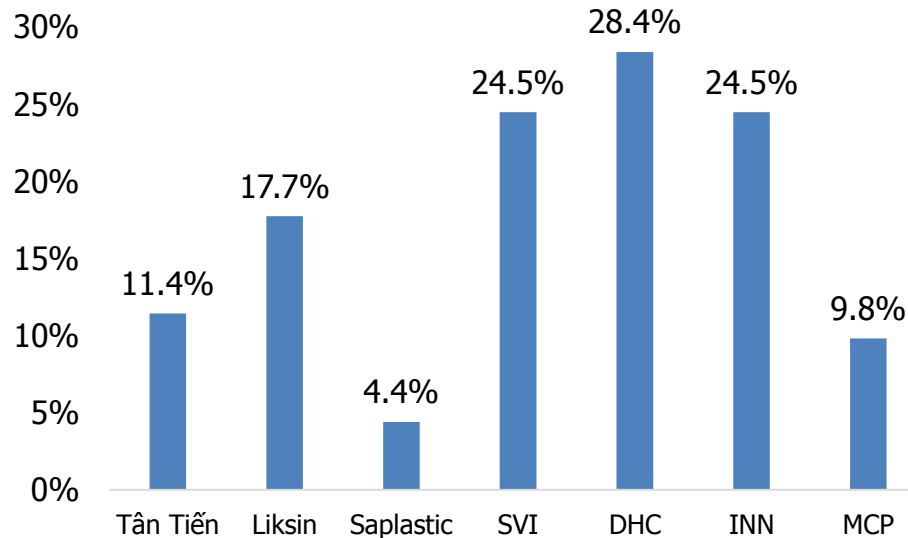


So sánh với công ty cùng ngành cho thấy hiệu quả của INN

Biên lợi nhuận 2015



ROE



CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



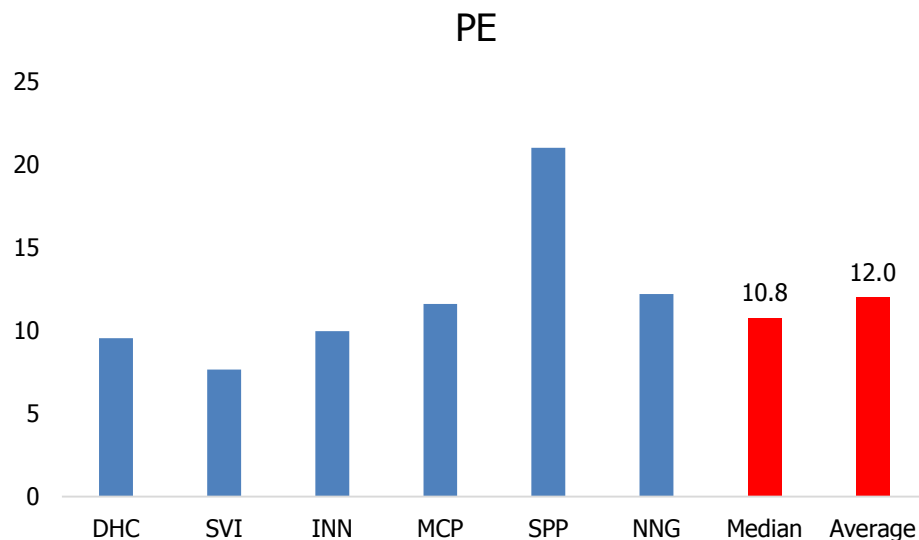
Mô hình lợi nhuận

Đơn vị: Tỷ VND	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	628	763	877	1.009	1.110
Tăng trưởng		21.6%	15.0%	15.0%	10%
Biên EBITDA	17,0%	19,1%	17,0%	17,0%	17,0%
EBITDA	107	145	149	172	189
Khấu hao	(45)	(68)	(61)	(43)	(46)
EBIT	61	77	88	128	143
Lợi nhuận tài chính	0	0	0	1	1
Chi phí tài chính	(4)	(3)	(3)	(2)	(1)
LN từ HĐKD	58	75	86	127	144
		0	0	0	
LNTT	58	75	86	127	144
Thuế TNDN	(13)	(17)	(17)	(25)	(29)
LNST	45	58	68	101	115
EPS (VND)	4.286	5.463	6.340	9.393	10.637
PE			9.5	6.4	5.6

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



Phương pháp so sánh



Median PE: 10.8
Forward EPS (2017): 9.393 VND

Target price: **101.400 VND**

Giả định chính:

- Doanh thu năm 2017 tăng 15%, các năm sau tăng 10%
- Tăng trưởng dài hạn sau năm 2021: 0%
- Chi phí vốn: 13,44%
- Cổ tức: 20%

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



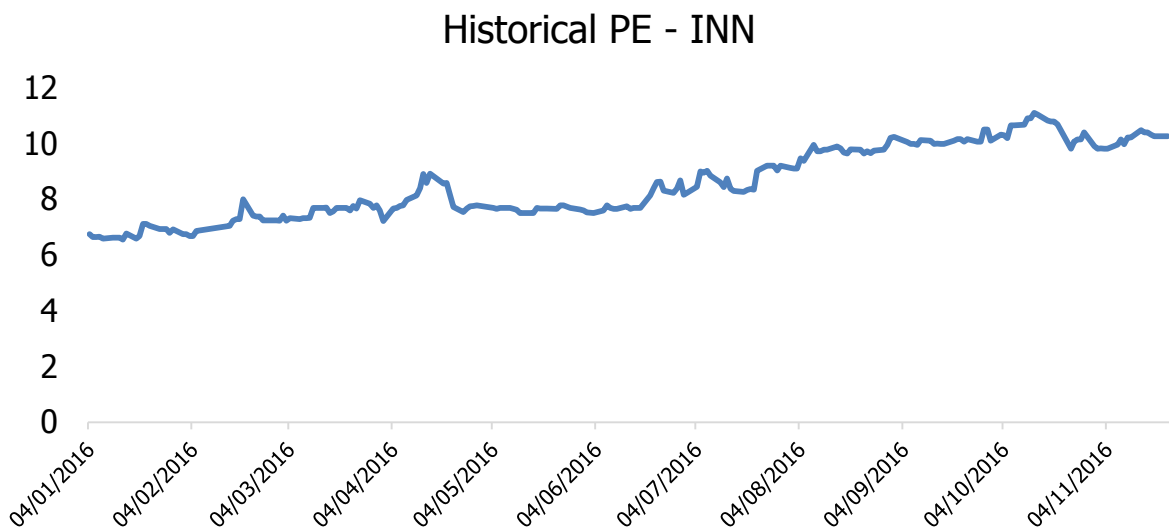
Phương pháp FCFE

Đơn vị: Tỷ đồng	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	877	1009	1110	1221	1343	1477
EBITDA	149	172	189	208	228	251
Thuế TNDN	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Khấu hao	-61	-43	-46	-46	-44	-46
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	-53	-53	-11	-12	-13	-15
(+) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	5.4	-18.1	-13.8	-15.2	-16.8	-18.4
(+) Trả nợ ròng	-9	-20	-20	0	0	0
FCFE	-10	53	115	148	161	177
WACC	13.44%					
Terminal growth	0%					
Kỳ chiết khấu	0.25	1.25	2.25	3.25	4.25	5.25
Hệ số chiết khấu	0.97	0.85	0.75	0.66	0.59	0.52
Giá trị hiện tại của dòng tiền	-9	46	86	98	94	770
Tổng PV (FCF)	1.085					
(+) Tiền và đầu tư	34					
(-) Nợ vay						
Giá trị VCSH (Tỷ VND)	1.119					
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	10.8					
Giá trị cổ phần (VND)	103.619					
				Tỷ suất chiết khấu		
				Beta		0.62
				Lãi suất trái phiếu		6%
				Tỷ suất sinh lời thị trường		12%
				WACC		13,4%
				Terminal growth		0%

CTCP Bao bì và In Nông nghiệp (INN)



Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	
PE cùng ngành	101.400	50%	50.700
FCFE	103.600	50%	51.800
Tổng cộng			102.500



Research

Phi Quoc Tuan

Email: tuan.phiquoc@mbs.com.vn

Mobile: +84 943069690

Institutional Sales

Truong Hoa Minh

Email: minh.truonghoa@mbs.com.vn

Mobile: +84 938 207 357