

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Tăng trưởng dài hạn ổn định, Lợi nhuận ròng 6T/2021 đạt 35 tỷ VNĐ tăng 34,6% YoY.**
 - Doanh thu 6T/2021 đạt hơn 616 tỷ đồng, tăng 27,9% và LNST tăng 34,6% đạt 35 tỷ VNĐ. Sự tăng trưởng này đến từ việc nền kinh tế thế giới cũng như Việt Nam phục hồi nửa đầu năm 2021 dẫn đến tăng nhu cầu tiêu thụ hàng hóa và gián tiếp làm tăng cầu về bao bì sản phẩm.
 - Tỷ lệ CARG giai đoạn 2015 – 2019 (không tính năm 2020 do tác động bất thường của đại dịch), CARG doanh thu đạt 11,4%, CARG lợi nhuận gộp đạt 12% và CARG lợi nhuận sau thuế đạt 8%. Tỷ lệ CARG doanh thu và lợi nhuận gộp của INN cao hơn trung bình các công ty cùng ngành và cùng quy mô (có CARG lần lượt là 7% và 7,8%). Biên lợi nhuận gộp INN năm 2020 đạt 14,95% cao hơn so với trung bình các công ty cùng ngành là 13,87%.
- **Tài chính lành mạnh, nợ vay thấp, cổ tức được chia đều đặn**
 - Tỷ trọng nợ vay trên tổng tài sản thấp, trung bình 5 năm từ 2016 – 2020 nợ vay chỉ chiếm 36% tổng tài sản (thấp hơn so với trung bình công ty cùng ngành ở mức 50), các hoạt động của công ty chủ yếu nhờ vào nguồn vốn chủ sở hữu. Chỉ số thanh toán nhanh cao lên đến 0,6.
 - Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương nhiều năm liên tiếp cho thấy hoạt động của công ty ổn định. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của doanh nghiệp liên tục âm chủ yếu đến từ việc chi mua sắm và xây dựng tài sản cố định cho thấy công ty vẫn đang trong giai đoạn đầu tư.
 - Trong những năm gần đây INN đều chi trả cổ tức 2.000 đồng/cổ phiếu. Năm 2021, INN lên kế hoạch trả cổ tức thấp nhất là 18%/năm. Với việc công ty có dòng tiền kinh doanh ổn định và tỷ trọng nợ vay thấp, thì có thể kỳ vọng việc trả cổ tức đều bằng tiền những năm tiếp theo.
- **Sự phục hồi của nền kinh tế và nhu cầu tiêu thụ hàng hóa thúc đẩy tăng trưởng của ngành bao bì. Ngoài ra các yếu tố vĩ mô khác đảm bảo triển vọng dài hạn của ngành.**
 - Theo VPAA, Việt Nam tiêu thụ 2,5 triệu tấn bao bì giấy mỗi năm, và dự báo đến 2025 nhu cầu dành giấy bao bì có thể lên 10 triệu tấn. Tính đến hết 7T/2021 xuất khẩu ngành giấy đạt 932 triệu USD tăng 15,7% YoY, giấy bao bì là sản phẩm chủ lực khi chiếm 50% toàn ngành giấy. Dự báo của VPPA ngành giấy bao bì có thể tăng trưởng 20%/năm trong 5-10 năm tới.
 - Các ngành công nghiệp thực phẩm, hàng tiêu dùng, điện tử và thủy sản sử dụng nguồn bao bì giấy lớn, đặc biệt để dành cho xuất khẩu. Các ngành này được hưởng lợi từ chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam cũng như ký kết hiệp định EVFTA, từ đó gián tiếp thúc đẩy ngành bao bì và tạo động lực tăng trưởng dài hạn cho ngành.
 - Xu hướng tiêu dùng xanh, các sản phẩm chuyển sang sử dụng các loại bao bì giấy.
- **INN có mạng lưới khách hàng truyền thống ổn định, quy mô nhà xưởng lớn và hiện đại.**
 - INN có tệp khách hàng truyền thống là các nhà sản xuất lớn như: thuốc lá Thăng Long, bánh kẹo Hải Hà, bánh kẹo Hữu Nghị, bia Hà Nội, bia Sài Gòn, ...
 - Dây chuyền máy móc nhập khẩu 100% từ nước ngoài, INN là 1 trong 7 doanh nghiệp sản xuất bao bì có nhà máy đạt chuẩn FSSC 22000 (tiêu chuẩn cao nhất).
 - Trước 2021, INN đã có quy mô sản xuất lớn với 3 nhà máy trong đó 2 nhà máy bao bì giấy và màng nhôm ép với công suất 28.500 tấn/năm và 1 nhà máy bao bì nhựa mềm với công suất 3.500 tấn/năm. Hiện INN cũng đã hoàn thành xây dựng nhà máy in offset và flexo mới ở Hưng Yên và đi vào hoạt động từ tháng 7/2021, chúng tôi dự tính nhà máy đi vào hoạt động sẽ nâng công suất sản xuất bao bì giấy lên gần 47% đạt khoảng 42.000 tấn/năm.

RỦI RO

- Rủi ro từ: (1) Rủi ro tăng giá nguyên liệu đầu vào; (2) thanh khoản thấp; (3) Rủi ro dịch Covid.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

- Chúng tôi dự phóng cả năm 2021, INN sẽ đạt 1.356 tỷ đồng doanh thu (+12% yoy) và 95 tỷ lợi nhuận sau thuế (+41,7% yoy) với giả định (1) dịch Covid-19 được kiểm soát và thị trường mở cửa lại trong cuối năm 2021; (2) INN tiếp tục sản xuất và đạt mức tăng trưởng trong năm 2021 gần tương đương với tăng trưởng doanh thu bình quân hàng năm là 11,4%/năm. EPS 2021 fw ~ 5.290 đồng/cp (+41,8% yoy). Chúng tôi sẽ định giá INN theo 2 phương pháp PE và chiết khấu dòng FCFE. Với định giá theo PE, INN hiện đang được giao dịch với mức PE bằng 8,5x thấp hơn so với trung bình ngành là 22x. Vì vậy chúng tôi định giá cẩn thận INN sẽ đạt được PE bằng 10x. Giá cổ phiếu mục tiêu của INN sẽ rơi vào khoảng 52.900 đồng/cổ phiếu.
- Với định giá theo FCFE, giả định ngành bao bì bùng nổ 5 năm sau dịch, INN sẽ tăng trưởng 15% trong 5 năm từ năm 2021 (thận trọng hơn dự báo của VPPA là 20%/năm) và chỉ tăng trưởng 2%/năm từ đó về sau. Chi phí vốn CAPM bằng 6,77%, chúng tôi tính giá mục tiêu của INN bằng 62.400 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp	P/E	Chiết khấu FCFE
Giá mục tiêu	52.900	62.400
Tỷ trọng	40%	60%
Giá trung bình	58.600	

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

- Tháng 8 thị trường Việt Nam diễn ra đà bán tháo mạnh trên diện rộng, tuy nhiên INN lại không bị giảm quá nhiều mà sau đó đã tích lũy được một vùng nền và tạo đáy trước chỉ số VN-Index. INN đang nằm ở nửa trên của kênh tăng giá, vượt qua cả 3 đường MA20, MA50 và MA100 thể hiện xu hướng tăng trưởng tốt. Ngoài ra, việc INN không bị tăng số mà có mức tăng ổn định vừa tăng vừa tạo nền thể hiện đây là cổ phiếu tốt để đầu tư. Hiện INN đã có nhịp điều chỉnh khi chạm vào biên trên của kênh tăng giá và vùng kháng cự ở mốc 37, các nhà đầu tư có thể mua vào khi cổ phiếu qua trở lại vùng nền ở mốc 34 – 35.

CHIẾN LƯỢC GIAO DỊCH

Giá ngày 17/09/2021	36,2
Giá mua	34 – 35
Giá mục tiêu ngắn hạn	41
Giá mục tiêu 6 đến 12 tháng	58
Giá cắt lỗ cho nhà đầu tư ngắn hạn	32,3

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETFIRST

Hệ thống khuyến nghị của VFS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Chuyên viên phân tích cao cấp	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Vũ Thị Hà Phương	Chuyên viên phân tích	phuong.vu@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Trần Minh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.tran@vfs.com.vn

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Tòa nhà Central Park, lầu 1, 117 - 119 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 10, Tòa nhà Leadvisors place, 41A Lý Thái Tổ, P. Lý Thái Tổ, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.