

PHAN HUY TÙNG

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: Tungph2@fpts.com.vn

Phone: (+84 24) – 3773 7070/5946

 Giá hiện tại (23/12/2019): **28.000 đồng/cp**

 Giá mục tiêu: **32.700 đồng/cp**

 Tăng/giảm: **+17%**
Khuyến nghị
MUA
Biến động giá cổ phiếu INN và VN-Index


NÂNG CAO NĂNG LỰC CẠNH TRANH

NHỜ ĐẦU TƯ CÔNG NGHỆ HIỆN ĐẠI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu **Công ty Cổ phần Bao bì và In Nông nghiệp (HNX: INN)**. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá hợp lý của INN là **32.700 đ/cp**, cao hơn **17%** so với giá hiện tại. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu INN cho mục tiêu trung và dài hạn. ([Chi tiết](#))

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2019 của INN đạt khoảng 1.286 tỷ đồng (+10,4% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 87,8 tỷ đồng (+14,4% yoy) tương đương với EPS là 4.879 đồng/cp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2019-2023 đến từ nhà máy số 1 và 2 tại Hưng Yên.** Nhà máy số 1 sản xuất bao bì nhựa mềm được đưa vào hoạt động cuối quý 4/2017 và đang hoạt động 50% công suất thiết kế.
- Nhà máy số 2 bắt đầu vận hành từ đầu quý 4/2019, giúp INN tăng năng lực sản xuất bao bì giấy, màng nhôm ép vì từ 22.000 tấn/năm lên 28.500 tấn/năm, đáp ứng nhu cầu đơn hàng tăng thêm của khách hàng.
- **Năng lực cạnh tranh cao với hệ thống sản xuất hiện đại nhất miền Bắc.** Trong năm 2018, nhà máy số 1 đạt tiêu chuẩn FSSC 22000² - tiêu chuẩn cao nhất trong chuỗi cung ứng toàn cầu, là yếu tố giúp INN tiếp cận thành công các nhà sản xuất chế biến thực phẩm khó tính như Orion Việt Nam, Kinh Đô...
- **Tình hình tài chính lành mạnh:** Tài sản của INN chủ yếu được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, ít phụ thuộc vào vay nợ. Tỷ suất lợi nhuận gộp cũng như ROE, ROA cao so với các doanh nghiệp bao bì niêm yết.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Biến động giá nguyên vật liệu:** Nguyên liệu giấy, màng nhôm và màng BOPP chiếm tỷ trọng 60-65% trong cơ cấu chi phí sản xuất của INN và hầu hết phải mua ngoài. Vì vậy biến động giá nguyên liệu này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của INN.

Thông tin giao dịch	Ngày 23/12/2019
Giá hiện tại (đồng)	28.000
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	38.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	26.800
KLCP niêm yết hiện tại (cp)	18.000.000
KLCP đang lưu hành (cp)	18.000.000
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	6.078
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	12,22%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	180
Vốn hóa (tỷ VND)	495
EPS 4 quý gần nhất (đồng)	4.712
P/E Trailing	5,94x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Bao bì và In Nông nghiệp
Địa chỉ	Số 72, Đường Trường Chinh, P.Phương Mai, Q.Đống Đa, TP.Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất bao bì giấy và bao bì nhựa mềm
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu (giấy, màng nhôm, màng BOPP ¹)
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu

¹ Màng BOPP (Biaxial Oriented Poly Propylene film) là một loại màng nhựa được làm bằng hạt nhựa PP

² FSSC 22000 (Food Safety System Certification) là tiêu chuẩn được chứng nhận bởi Hiệp hội Chứng nhận An toàn Thực phẩm đối với đơn vị sản xuất và chế biến trong toàn bộ chuỗi cung ứng thực phẩm.

- **Thanh khoản của cổ phiếu thấp:** Giao dịch bình quân 30 phiên gần đây của INN là 6.078 cp/phiên, do đó nhà đầu tư nên cân nhắc rủi ro thanh khoản khi mua cổ phiếu này.
- **Cạnh tranh trong ngành ngày càng tăng.** Rào cản gia nhập ngành thấp, các doanh nghiệp mới thường cho khách hàng trả chậm từ 60-90 ngày, sẵn sàng áp dụng chính sách giá thấp hơn 5-10% so với đối thủ để chiếm thị phần. Trong khi đó thời gian phải thu của INN bình quân ở mức 49 ngày. Điều này sẽ khiến INN có thể phải chấp nhận biên lợi nhuận thấp hơn hoặc khó khăn trong đàm phán tăng giá khi chi phí sản xuất tăng.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Các thông tin chung



Lịch sử hình thành và phát triển

- Công ty cổ phần Bao bì và In Nông nghiệp (INN) có tiền thân là xưởng in vẽ bản đồ được thành lập vào năm 1969.
- Năm 2004, Công ty chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Bao bì và In Nông nghiệp với vốn điều lệ là 27 tỷ đồng.
- Năm 2010, niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hà Nội với vốn điều lệ 54 tỷ đồng, mã giao dịch là INN.

Quá trình tăng vốn

Năm	VĐL (tỷ đồng)	Ghi chú
2010	54	- Vốn điều lệ khi niêm yết trên sàn Hà Nội
2012	81	- Phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 2:1 (cổ đông sở hữu 200 cổ phần được quyền mua thêm 100 cổ phần với giá 10.000 đồng/cổ phần)
2014	108	- Phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 3:1 (cổ đông sở hữu 300 cổ phần được quyền mua thêm 100 cổ phần với giá 10.000 đồng/cổ phần)
2018	180	- Chia cổ tức bằng cổ phiếu 10:3 (cổ đông sở hữu 100 cổ phần sẽ được nhận thêm 30 cổ phần mới) - Phát hành cho cổ đông hiện hữu 10:3 (cổ đông sở hữu 100 cổ phần sẽ được quyền mua thêm 30 cổ phần với giá 10.000 đồng/ cổ phần) - Phát hành theo chương trình ESOP với số lượng 720.000 cổ phiếu

Từ năm 2010 đến nay, vốn điều lệ của INN tăng hơn 3 lần do phát hành cho cổ đông hiện hữu và chia cổ tức bằng cổ phiếu. Những lần tăng vốn của INN đều nhằm mục đích đầu tư xây dựng nhà xưởng, máy móc tại nhà máy ở Hưng Yên và Ngọc Hồi.

Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Tình hình chi trả cổ tức ổn định

Ngoài năm 2017 thì trong giai đoạn năm 2013-2018, INN thực hiện chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều qua các năm, ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu. Doanh nghiệp dự kiến vẫn duy trì trả cổ tức cho năm 2019 ở mức này. Với mức giá đang giao dịch là 28.000 đ/cp thì tỷ lệ cổ tức trên thị giá của INN là 7,1%.

Năm	2014	2015	2016	2017	2018
Cổ tức (đồng/cp)	2.000	2.000	2.000	1.000	2.000

Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Ban lãnh đạo và cơ cấu cổ đông

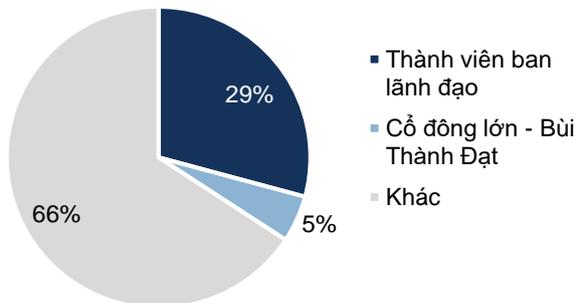
Hầu hết các thành viên trong ban lãnh đạo có thời gian làm việc tại INN trên 20 năm, có trình độ chuyên môn cao và giàu kinh nghiệm trong ngành in – sản xuất bao bì. Trong quá trình công tác, họ đã kinh qua nhiều vị trí khác nhau như sản xuất, kinh doanh, tài chính trong công ty.

Ban lãnh đạo INN- 23/12/2019

Tên	Chức vụ	Trình độ học vấn	Bổ nhiệm (Năm)	Kinh nghiệm (Năm)	Tỷ lệ nắm giữ (%)
Ông Nguyễn Thành Nam	Chủ tịch HĐQT + TGD	Cử nhân kinh tế, Kỹ sư in bản đồ	2004	32 năm	21,3
Ông Vũ Hồng Tuyển	Phó Chủ tịch HĐQT + Phó TGD	Kỹ sư in bản đồ	2004	32 năm	2,73
Bà Lê Diễm Thanh	Thành viên HĐQT + Phó TGD	Kỹ sư công nghệ in	2012	30 năm	1,68
Ông Lê Duy Toàn	Thành viên HĐQT + Phó TGD	Kỹ sư công nghệ in	2016	22 năm	1,21
Bà Mai Thị Loan	Thành viên HĐQT + Phó TGD	Thạc sỹ quản trị kinh doanh	2005	14 năm	0,30
Bà Lê Tuyết Nga	Kế toán trưởng	Cử nhân kinh tế	2012	32 năm	1,99

Nguồn: INN, FPTTS tổng hợp

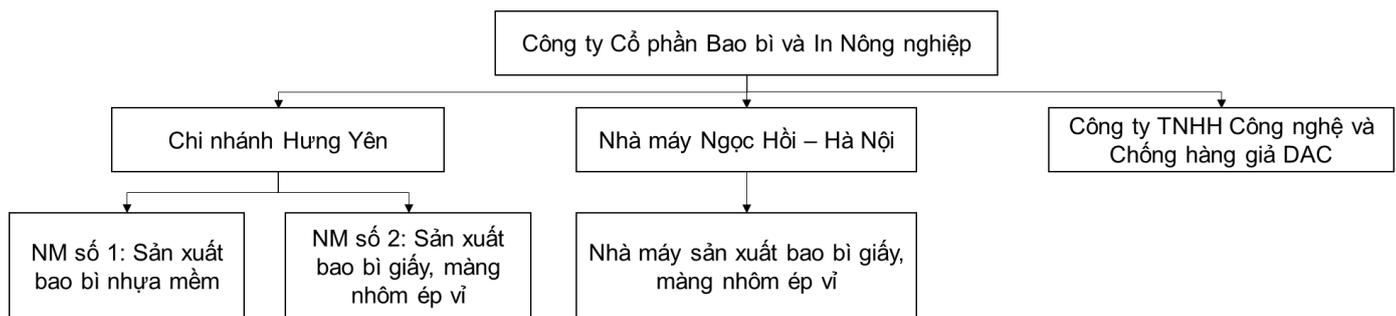
Cơ cấu cổ đông INN - 23/12/2019



Nguồn: INN, FPTTS tổng hợp

Các thành viên trong ban lãnh đạo nắm giữ 29,21% cổ phần INN, trong đó ông Nguyễn Thành Nam – Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc công ty nắm giữ 21,3% cổ phần. Ông Bùi Thành Đạt nắm giữ 5,01% cổ phần, không đảm nhiệm vị trí nào trong công ty và không phải là người có liên quan.

Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp



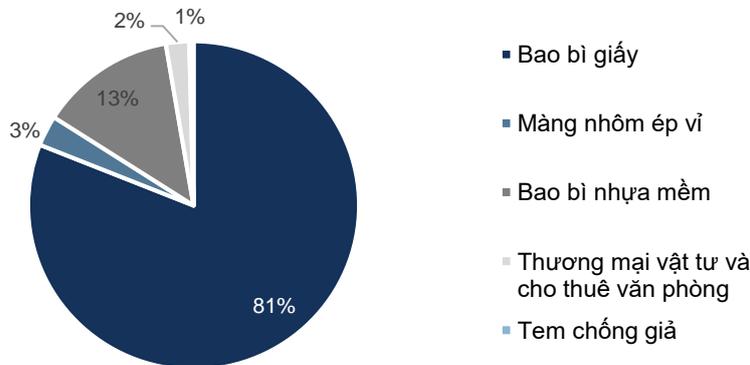
Thông tin về công ty con và công ty liên kết

Tên đơn vị	Mối liên hệ	Vốn điều lệ	Tỷ lệ góp vốn của INN
Công ty TNHH công nghệ chống giả DAC	Công ty con	5,4 tỷ đồng	100%

2. Tổng quan hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của INN là sản xuất bao bì, đóng góp 97% doanh thu (tương đương 1.138 tỷ đồng) và 96% lợi nhuận gộp (tương đương 183 tỷ đồng) trong năm 2018. Các sản phẩm chính của INN bao gồm: (1) Bao bì giấy (hộp giấy và tem nhãn giấy); (2) Bao bì nhựa mềm; (3) Bao bì màng nhôm ép vỉ; (4) Tem chống giả. Trong đó, sản phẩm bao bì giấy và bao bì nhựa mềm đang là sản phẩm trọng tâm phát triển của INN. Ngoài ra, công ty còn kinh doanh thương mại vật tư và cho thuê văn phòng, đóng góp trung bình 26-27 tỷ đồng mỗi năm.

Cơ cấu doanh thu của INN năm 2018



Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Bao bì hộp giấy: Gồm các loại hộp giấy dùng đựng bánh kẹo, thuốc lá, thuốc tân dược, linh kiện điện tử và sản phẩm chiếu sáng... Nguyên liệu giấy sử dụng gồm: giấy duplex, giấy ivory, giấy bristol.

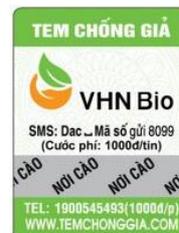
Bao bì nhựa mềm: Dùng làm bao bì đựng thực phẩm bao gồm bao bì cấp 1¹ và bao bì cấp 2, được sản xuất trong môi trường cách ly có công dụng đảm bảo chất lượng sản phẩm và an toàn vệ sinh thực phẩm. Nguyên liệu chính là màng BOPP.



Tem nhãn giấy: Bao bì nhãn dùng để dán lên chai bia, nước giải khát bằng thủy tinh, các loại chai nhựa đựng thực phẩm... Nguyên liệu chính là giấy couche.

Bao bì màng nhôm ép vỉ: Bao bì được dùng để ép lên vỉ thuốc. Nguyên liệu chính là màng nhôm.

Tem chống giả: Dùng để dán lên sản phẩm có chức năng nhận diện hàng chính hãng của một doanh nghiệp nhất định.



¹ Theo tiêu thức phân loại theo công dụng, bao bì được chia thành 3 loại bao gồm:

- Bao bì cấp 1: Là loại bao bì dùng để đựng, tiếp xúc trực tiếp với sản phẩm.
- Bao bì cấp 2: Là loại bao bì đóng gói cho các bao bì cấp 1.
- Bao bì cấp 3: Là những kiện lớn chứa bao bì cấp 2

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Sản xuất bao bì

Chuỗi giá trị sản xuất bao bì của INN



1.1. Nguyên liệu đầu vào

Nguyên liệu, vật liệu đầu vào (giấy, màng BOPP, màng nhôm, mực in, hóa chất...) chiếm khoảng 65 - 70% trong chi phí sản xuất của INN. Các chi phí khác như nhân công, khấu hao, TSCĐ, dịch vụ mua ngoài có tỷ trọng tương đối ổn định trong khoảng 7-10%.

- **Nguyên liệu giấy của INN được nhập khẩu 100% từ các nhà cung cấp nước ngoài.** Giấy là nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu, chiếm 78% trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu năm 2018. Giấy làm bao bì mà INN đang sử dụng là loại giấy duplex, ivory, bristol, couche, được nhập khẩu chủ yếu từ thị trường Hàn Quốc và Indonesia. Do đó, biến động giá giấy trên thị trường thế giới ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của INN.

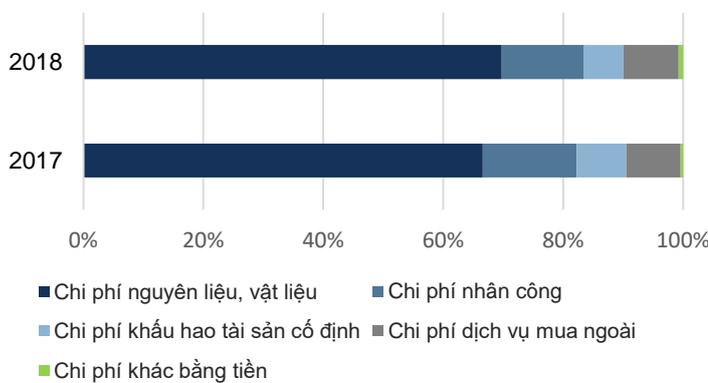
Giấy được dùng chủ yếu cho sản xuất bao bì gồm:

- **Giấy Duplex** được dùng để in bao bì hộp bánh kẹo, hộp thuốc tân dược. Giấy duplex là loại giấy có bề mặt (1 mặt hoặc cả 2 mặt) được tráng phủ để trở lên trắng và bóng. Giấy có đặc điểm cứng và bề mặt sáng nhưng độ bám mực lại thấp. Công ty đang sử dụng loại giấy có định lượng giấy (khối lượng giấy trên một m²) từ 250-450 g/m².
- **Giấy Ivory** có định lượng 220 g/m² và 310 g/m² được dùng in các loại bao thuốc lá, hộp thuốc tân dược. Loại giấy dày không tráng phủ, có màu trắng ngà, độ mịn và độ bóng rất cao. Giấy có độ cứng và đàn hồi cao tốt hơn giấy duplex.
- **Giấy Couche** dùng để in tem nhãn như tem nhãn cho hãng bánh kẹo, thực phẩm, bia và nước giải khát. Giấy couche có bề mặt bóng, mịn, láng, in rất bắt mắt cho màu sáng. Công ty đang sử dụng loại giấy có định lượng 80-150 g/m².
- **Giấy Bristol** có bề mặt trắng và trơn láng gần giống với giấy duplex, nhưng loại giấy này khi in đạt hiệu ứng cao và bám mực tốt hơn giấy duplex. Loại giấy được doanh nghiệp dùng có định lượng 250 g/m² và 300 g/m² dùng để làm bao bì hộp giấy cao cấp.

- **Nguyên liệu màng BOPP** (Biaxial Oriented Polypropylene) đóng vai trò là nguyên liệu chính để sản xuất bao bì nhựa mềm – chiếm 10% trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu năm 2018. Loại màng INN sử dụng thường có độ dày từ 20-25 micromet (1mm = 1.000 micromet), được mua từ thị trường trong nước và thị trường Hàn Quốc. Trong đó, nhập khẩu chiếm tỷ lệ 60%. Đối tác cung cấp nguyên liệu màng BOPP của INN hiện nay là công ty Quốc tế An Phú Gia và công ty Hanwha.

Màng BOPP được sản xuất trực tiếp từ hạt nhựa PP (Polypropylene), chi phí nguyên liệu nhựa PP chiếm khoảng 70% tổng chi phí sản xuất màng BOPP. Vì vậy, biến động giá hạt nhựa PP ảnh hưởng trực tiếp đến giá bán màng BOPP.

- **Nguyên liệu màng nhôm** là một dạng của nhôm được cán mỏng thành các lá nhôm có độ dày từ 4 micromet (0,004mm) trở lên và không vượt quá 200 micromet (0,2mm). Màng nhôm chỉ chiếm 3% trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu đầu vào của INN năm 2018. Loại màng INN đang sử dụng có độ dày từ 20-25 micromet. Hiện nay, màng nhôm được nhập khẩu hoàn toàn từ thị trường Đức thông qua Công ty Melchers Techexport GMBH.

Cơ cấu chi phí sản xuất của INN (2017, 2018)


Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Một số nhà cung cấp nguyên vật liệu của INN

Nhà cung cấp	Nguyên vật liệu	Xuất xứ
Johs- Rieckerman	Mực in	Anh
Melchers Techexport GMBH	Màng nhôm	Đức
KPT Co.,Ltd	Giấy in	Hàn Quốc
PT.surya Pamenang	Giấy in	Indonesia
Hanwha Corporation	Giấy in, màng BOPP	Hàn Quốc
Hengfeng	Giấy in	Hàn Quốc
Indah Kiat	Giấy in	Indonesia
C.ty Quốc tế An Phú Gia	Màng BOPP	Việt Nam

Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

1.2. Sản xuất

Công nghệ sản xuất

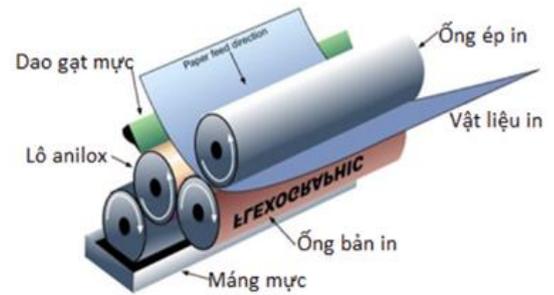
Hiện nay, sản phẩm bao bì của INN được sản xuất theo 3 kỹ thuật, bao gồm kỹ thuật in flexo, offset, ống đồng. Đây cũng là 3 kỹ thuật được sử dụng phổ biến trong ngành in bao bì trên thế giới. Nhìn chung, quy trình sản xuất bao bì của 3 kỹ thuật này khá là đơn giản, cụ thể: (1) Thiết kế hình ảnh; (2) Làm khuôn in; (3) Lắp khuôn in vào máy in, nguyên liệu (giấy, màng Bopp, màng nhôm) được đưa vào dây chuyền in để tiến hành in; (4) Gia công sau in; (5) Kiểm tra chất lượng thành phẩm và đóng gói chuyển giao cho khách.

Quy trình sản xuất bao bì tại INN


Đối với bao bì màng nhôm ép vi và tem nhãn giấy được in theo kỹ thuật Flexo. Kỹ thuật in Flexo là phương pháp in nổi, các phần tử in (hình ảnh, chữ viết) trên khuôn in nằm cao hơn các phần tử không in. In flexo có thể in dạng tờ rời hoặc dạng cuộn.

Quy trình in flexo:

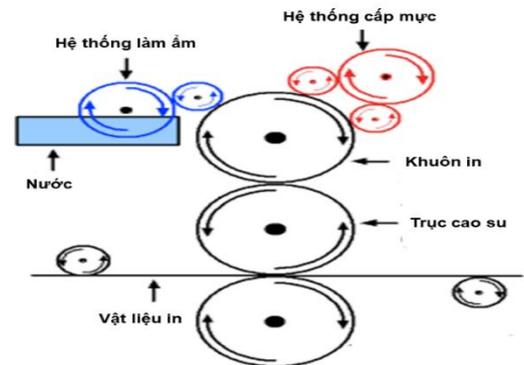
- Trục anilox là một trục kim loại có bề mặt được khắc lõm nhiều ô nhỏ. Sau khi trục được nhúng vào máng mực, mực sẽ lọt vào các ô lõm, phần mực nằm trên bề mặt sẽ được gạt đi bằng dao gạt mực.
- Khuôn in sẽ tiếp xúc với trục anilox và nhận mực từ trong các ô lõm trên trục anilox, sau đó in trực tiếp lên vật liệu cần in thông qua quá trình ép.



Bao bì hộp giấy được in bằng kỹ thuật in offset. Kỹ thuật in Offset là một kỹ thuật in ấn, trong đó các hình ảnh sẽ được dính mực in rồi ép lên các tấm cao su (còn gọi là các tấm offset), sau đó ép từ miếng cao su này lên vật liệu cần in. In offset chỉ in ở dạng tờ rời.

Quy trình in offset

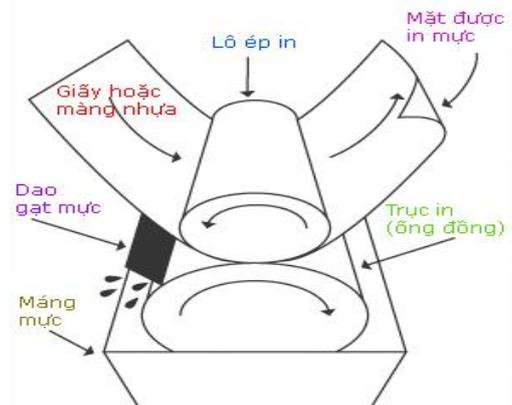
- Khuôn in là một trục ống kim loại, có chứa hình ảnh cần in. Khuôn in sẽ được làm ẩm bằng hệ thống làm ẩm trước khi nhúng vào máng mực.
- Mực trên khuôn in được ép vào trục cao su
- Phần mực trên trục cao su ép lên vật liệu cần in.



Phương pháp in ống đồng sử dụng in bao bì nhựa mềm. Kỹ thuật in ống đồng còn gọi là in lõm, trong đó các phần tử in (hình ảnh, chữ viết) được khắc sâu và nằm dưới bề mặt trục in, phần tử không in nằm trên bề mặt trục in. In ống đồng chủ yếu được in ở dạng cuộn.

Quy trình in ống đồng

- Mực in được cấp lên bề mặt khuôn in rồi tràn vào các ô lõm của phần tử in
- Dao gạt sẽ gạt sạch mực thừa ra khỏi bề mặt khuôn in
- Áp lực khi in sẽ làm cho mực trong các ô lõm truyền sang bề mặt vật liệu in.



Nhìn chung, kỹ thuật in flexo và in offset đều có thể ứng dụng trên nhiều chất liệu như giấy, vải, nhựa... có độ dày từ 30 micromet lên đến 3.000 micromet. Phương pháp in offset cho khả năng in nhiều màu, hình ảnh sắc nét và tinh tế hơn in flexo. Sự khác biệt về chất lượng đòi hỏi bao bì in offset sử dụng các nguyên liệu (giấy, mực in) có chất lượng tốt hơn in flexo, do đó in offset có giá thành cao hơn (40-50%) và giá bán cao hơn (khoảng 60-80%) in flexo. Phương pháp này chủ yếu được các doanh nghiệp sử dụng với hàng hóa cần bao bì thể hiện được sự sắc sảo và chính xác về tông màu nhằm tăng hiệu ứng quảng cáo và nhận diện thương hiệu.

Phương pháp in flexo lại có ưu điểm mực in đậm, nhanh khô, không lem màu ra sản phẩm, độ bám dính của mực in rất tốt và bền màu. Tốc độ in tối đa của máy in flexo đạt tới 600 m/phút trong khi đó tốc độ tối đa của máy in offset đạt 400-450 m/phút và in ống đồng chỉ đạt 300 m/phút. Do vậy in flexo phù hợp in bao bì, tem nhãn nhiều chữ, không cần hình ảnh sắc nét và với số lượng in rất lớn. Áp lực cạnh tranh trong mảng bao bì in flexo cao hơn so với bao bì offset do kỹ thuật in offset đòi hỏi kỹ thuật in ấn cao, máy móc hiện đại, yêu cầu kỹ thuật trong việc tạo khuôn và pha màu khắt khe, nên số doanh nghiệp tham gia sản xuất cũng ít hơn, chủ yếu các doanh nghiệp lớn.

Phương pháp in ống đồng thường được sử dụng in trên các chất liệu màng nhựa. Phương pháp in này cho ra chất lượng in đều, có độ bám trên bề mặt sâu. Hình ảnh được in có chất lượng và tính chính xác cao hơn nhiều phương pháp in offset và flexo.

INN là 1 trong 5 công ty có công nghệ sản xuất bao bì giấy và bao bì màng nhôm ép vĩ tiên tiến nhất miền Bắc¹. Dây chuyền máy móc được nhập khẩu 100% từ nước ngoài với công nghệ sản xuất của Đức, Anh, Thụy Sĩ. Điểm ưu thế nổi trội tại nhà máy so với các đối thủ trong ngành tại miền Bắc:

(1) Sử dụng công nghệ chế khuôn in CTP giúp INN kiểm soát tốt chất lượng khuôn in

Hầu hết các doanh nghiệp in bao bì tại thị trường miền Bắc sử dụng công nghệ chế khuôn in CTF (Computer to film) trong đó dữ liệu số từ máy tính được chuyển thành dữ liệu tương tự trên film thông qua các máy ghi film, film được đem bình trước khi phơi để truyền hình ảnh lên khuôn in thông qua máy ghi khuôn chuyên dụng. Quy trình tổng quát của công nghệ CTF được mô tả theo sơ đồ sau:



Tuy nhiên, công nghệ CTP (Computer to plate) bỏ qua được khâu trung gian từ film ra khuôn in nên không còn hiện tượng vỡ điểm ảnh và chất lượng khuôn in tạo ra là có thể kiểm soát được. Công nghệ CTP giúp sự định vị chồng màu dễ dàng và chính xác hơn, khi có sai hỏng có thể nhận biết, điều chỉnh một cách dễ dàng và nhanh chóng, nâng cao hiệu quả công việc giảm thời gian chế khuôn in, tăng năng suất lao động.

(2) Hệ thống máy in của INN lên đến 8 màu cho khả năng phối ra nhiều màu sắc đúng như thiết kế.

Màu sắc hình ảnh trên bao bì được tạo ra bởi sự kết hợp của 4 màu cơ bản (xanh, đỏ, vàng, đen) theo tỷ lệ và thứ tự chồng màu khác nhau. Nên máy in càng nhiều màu sẽ có khả năng phối ra nhiều màu sắc khác nhau, đảm bảo màu đúng như bản thiết kế. Trên thị trường miền Bắc, chủ yếu các doanh nghiệp sản xuất bao bì chỉ đầu tư máy in từ 2-6 màu.

(3) Sử dụng mực in UV cho sản phẩm bao bì có độ bền màu cao.

Mực in thông thường sẽ được làm khô bằng cách các dung môi trong mực bay hơi vào không khí, sau đó mực sẽ hấp thụ vào vật liệu in. Thay vì vậy, mực UV sẽ được làm khô qua một quá trình quang hóa. Khi mực được tiếp xúc với tia cực tím (UV), chúng từ một chất lỏng, hoặc sệt, thành rắn lại. Vì vậy, gần như 100% thành phần mực nằm trên bề mặt in, do đó độ bám dính của mực cao, không bị loang màu. Tuy nhiên, máy in được mực UV có chi phí cao hơn 10% so với máy in thường, giá mực in UV cao gấp 2-3 lần so với mực thông thường và đòi hỏi kỹ thuật in cao hơn nên công nghệ này chưa thực sự phổ biến ở Việt Nam.

[\(Đánh giá chi tiết được trình bày ở phần phụ lục\)](#)

Quy mô sản xuất: INN đang vận hành 3 nhà máy, bao gồm 2 nhà máy bao bì giấy và màng nhôm ép vĩ với tổng công suất thiết kế là 28.500 tấn/năm và 1 nhà máy bao bì nhựa mềm với công suất thiết kế 3.500 tấn/năm.

Thực trạng hoạt động sản xuất tại các nhà máy

Nhà máy	Địa chỉ	Công suất thiết kế	Công suất thực tế	Thời điểm hoạt động	Nhóm sản phẩm
Ngọc Hồi	Hà Nội	22.000 tấn/năm	100%	2007	Bao bì giấy và bao bì màng nhôm ép vĩ
Nhà máy số 1	Hưng Yên	3.500 tấn/năm	50%	Cuối Q4/2017	Bao bì nhựa mềm
Nhà máy số 2	Hưng Yên	6.500 tấn/năm	30%	Đầu 4/2019	Bao bì giấy, bao bì màng nhôm ép vĩ

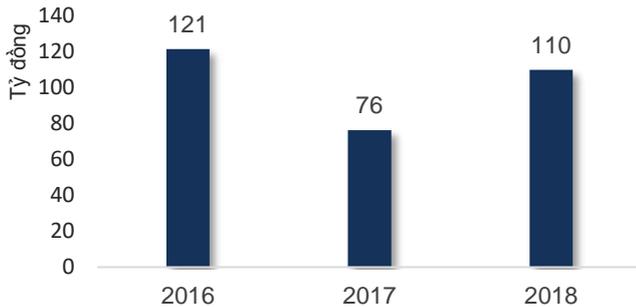
Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

¹ 5 công ty chúng tôi đánh giá có nhà máy sản xuất bao bì giấy hiện đại nhất miền Bắc gồm: Công ty bao bì In Nông Nghiệp, Việt Hưng, Gold Sung, Sông Lam, Kanepackage

- **Nhà máy Ngọc Hồi** có diện tích 10.000 m², được đưa vào hoạt động năm 2007. Nhà máy chuyên sản xuất bao bì giấy và bao bì màng nhôm ép vì cho các công ty sản xuất trong ngành thuốc lá, thực phẩm, dược phẩm... Nhà máy đang hoạt động 100% công suất thiết kế và không có khả năng mở rộng nhà xưởng.

Hàng năm, có những thời điểm lượng đơn hàng bao bì giấy tăng đột biến, đặc biệt tập trung vào quý 3 và quý 4. Trong khi đó, số lượng nhân công cũng như năng lực sản xuất của INN không đáp ứng kịp khối lượng đơn hàng và thời gian giao hàng yêu cầu. Do vậy, INN phải mang một phần đơn hàng có yêu cầu kỹ thuật đơn giản đi thuê bên thứ ba gia công.

Giá trị đơn hàng INN mang đi thuê gia công



Giá trị đơn hàng mà INN mang đi thuê gia công trung bình khoảng 100 tỷ đồng hàng năm, biên lợi nhuận gộp dao động trong khoảng rộng từ 8 - 16%. Năm 2018, giá trị phần đơn hàng mang đi thuê gia công là 110 tỷ đồng (+45% yoy) tương đương 9% trong cơ cấu doanh thu.

Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

- **Nhà máy số 2 tại Hưng Yên – Nâng năng lực sản xuất bao bì giấy và màng nhôm ép vì từ 22.000 tấn/năm lên khoảng 28.500 tấn/năm.** Nhà máy số 2 được khởi công xây dựng vào quý 3 năm 2018 với tổng vốn đầu tư là 180 tỷ đồng, công suất thiết kế là 6.500 tấn/năm. Tổng diện tích nhà máy là 12.000m², trong đó 8.000m² làm nhà kho nguyên vật liệu và 4.000 m² là xưởng sản xuất bao bì giấy, màng nhôm ép vì. Như vậy, tổng công suất sản xuất bao bì giấy và màng nhôm ép vì của INN sau khi nhà máy mới vận hành là 28.500 tấn/năm, sẽ đáp ứng hết lượng đơn hàng mà doanh nghiệp đang phải đi thuê gia công. Nhà máy số 2 đã hoàn thiện và đi vào hoạt động từ đầu quý 4/2019.
- **Nhà máy số 1** được hoàn thành và đưa vào khai thác từ cuối quý 4/2017 với công suất thiết kế là 3.500 tấn/năm. Nhà máy sản xuất bao bì nhựa mềm cho các công ty sản xuất về thực phẩm. Một số khách hàng lớn mảng bao bì nhựa mềm của INN bao gồm: Công ty Orion Việt Nam, Hữu Nghị, Hải Hà, Hải Châu, Kinh Đô... Hiện tại nhà máy số 1 mới hoạt động khoảng 50% công suất thiết kế. Năm 2018, doanh thu từ nhà máy số 1 đạt khoảng 150 tỷ đồng, doanh nghiệp kỳ vọng đến năm 2022 nhà máy sẽ đạt công suất tối đa, doanh thu đạt khoảng từ 400-450 tỷ đồng mỗi năm.

Doanh nghiệp sản xuất về bao bì nhựa mềm tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn FSSC 22000

Tên công ty	Địa chỉ nhà máy
Công ty Cổ phần Bao bì Nhựa Sài Gòn	Hồ Chí Minh
Công ty Cổ phần Bao bì Nhựa Tân Tiến	Hồ Chí Minh
Công ty TNHH Công nghiệp Bao bì NgaMee	Hà Nội
Công ty Cổ phần Nhựa Rang Đông	Long An
Công ty cổ phần Bao bì và In Nông nghiệp	Hưng Yên
Công ty Cổ phần Bao bì Tín Thành (BATICO)	Long An
Công ty CP Bao Bì Nhựa TKT Việt Nam	Bình Dương

Nguồn: GFSI, FPTS tổng hợp

INN là 1 trong 7 doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa mềm tại Việt Nam có nhà máy được chuẩn hóa tiêu chuẩn quốc tế FSSC 22000.

Năm 2018, hệ thống nhà xưởng tại nhà máy số 1 được chuẩn hóa tiêu chuẩn FSSC 22000. Đây là tiêu chuẩn thiết kế đặc biệt cho các nhà sản xuất thực phẩm toàn cầu, được công nhận bởi tổ chức **Sáng kiến An toàn Thực phẩm Toàn Cầu (GFSI)**. Tiêu chuẩn FSSC 22000 là tiêu chuẩn cao nhất trong chuỗi cung ứng chế biến thực phẩm toàn cầu hiện nay. Việc đạt được tiêu chuẩn FSSC 22000 cho thấy chất lượng bao bì nhựa mềm của doanh nghiệp có thể đáp ứng điều kiện khắt khe nhất về bao bì thực phẩm, tạo điều kiện thuận lợi cho INN tìm kiếm khách hàng mới.

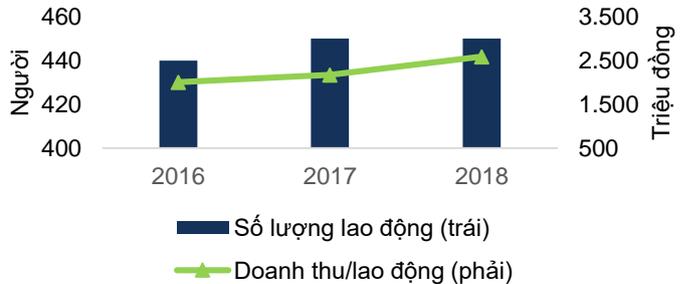
Hiệu quả sử dụng lao động được cải thiện

Doanh thu bình quân mỗi lao động năm 2018 đạt 2,5 tỷ đồng/người, tăng 25% so với năm 2016. Việc tăng sản lượng tiêu thụ từ nhà máy Ngọc Hồi và nhà máy số 1 trong khi đó số lượng lao động gần như không tăng trưởng đã giúp hiệu quả sử dụng lao động của INN được cải thiện. Tiền lương bình quân năm 2018 khoảng 8,5 triệu đồng/người/tháng - tăng 6,25% so với lương bình quân năm 2016 nhưng tỷ trọng chi phí nhân công trong chi phí sản xuất kinh doanh giảm 2% từ mức 15,6% (năm 2016) xuống còn 13,6% (năm 2018), và tỷ trọng chi phí nhân công/doanh thu thuần giảm còn 11% năm 2018 (giảm 1,9% so với năm 2016).

Chi phí nhân công của INN giai đoạn 2016-2018



Hiệu quả sử dụng lao động INN giai đoạn 2016-2018



Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

1.3. Thị trường tiêu thụ

INN trực tiếp phân phối sản phẩm đến khách hàng, không thông qua đại lý và cửa hàng bán lẻ. Bộ phận kinh doanh sẽ tìm kiếm, phát triển khách hàng và ký kết hợp đồng cũng như duy trì mối quan hệ với khách hàng.

Doanh nghiệp	2016	2017	2018
INN	33	29	27
AAA	66	51	35
SVI	42	47	50
TTP	54	56	60
SPP	198	176	173
VBC	49	49	50
TPP	65	73	66

Nguồn: FPTS tổng hợp

Công ty ký hợp đồng nguyên tắc với các khách hàng lớn:

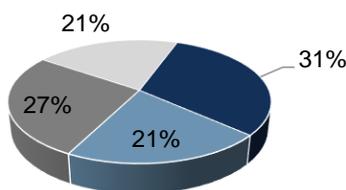
Giá trị hợp đồng sẽ được xác định theo từng thời điểm khách hàng phát sinh đơn hàng mới, qua đó giá bán cũng sẽ được điều chỉnh theo biến động nguyên vật liệu đầu vào thời điểm đó. Thông thường nếu giá nguyên vật liệu tăng (giảm) 15-20% thì giá bán sẽ tăng (giảm) 3-5%. Đồng thời khách hàng sẽ gửi nhu cầu bao bì hàng tháng tới INN. Cách làm này giúp cho INN giảm bớt áp lực từ biến động giá nguyên liệu đầu vào và biến động tỷ giá, chủ động được kế hoạch sản xuất và quản lý tốt hàng tồn kho.

Trong 3 năm gần đây từ 2016-2018, số ngày hàng tồn kho của INN là 31 ngày, thấp nhất so với các doanh nghiệp sản xuất bao bì niêm yết trên sàn.

Thị trường chủ yếu tập trung ở miền Bắc

Thị trường tiêu thụ chính là miền Bắc với các khách hàng chính là các nhà sản xuất thuốc lá, bánh kẹo, dược phẩm... Một số khách hàng lớn, thường xuyên của INN là Công ty Thuốc lá Thăng Long, Công ty Cổ phần Traphaco, Công ty Cổ phần Bánh kẹo Hải Hà....

Cơ cấu doanh thu theo khách hàng năm 2018



- Thuốc lá
- Bánh kẹo
- Bóng đèn, dao cạo râu
- Dược phẩm

Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Một số khách hàng lớn của INN từ 2009- nay

Khách hàng	Ngành
Công ty Thuốc lá Thăng Long, Bắc Sơn, Thanh Hóa	Thuốc lá
Công ty dược Traphaco, CNC Traphaco, Vĩnh Phúc, Hà Tây, TW1, Hoa Linh, Éloge France Vietnam	Dược phẩm
Công ty bánh kẹo Hải Hà, Haiha Kotobuki, Hải Châu, Hữu nghị, Halico, Orion, Bia Sài Gòn	Bánh kẹo, Đồ uống
Công ty Rạng Đông, Dorco	Chiếu sáng, dao cạo râu

Áp lực cạnh tranh trong ngành ngày càng lớn

Sản xuất bao bì giấy và bao bì nhựa mềm có rào cản gia nhập ngành thấp. Sự khác biệt giữa các sản phẩm trong cùng một nhóm không cao. Doanh nghiệp không cần xây dựng kênh phân phối để bán hàng và không có rào cản về chính sách của Chính phủ. Rào cản gia nhập ngành chủ yếu ở yếu tố vốn để đầu tư nhà xưởng và mua máy móc. Khách hàng dễ dàng chuyển đổi nhà cung cấp, nên nhìn chung sức mạnh mặc cả của khách hàng ở mức cao. Yếu tố quyết định việc lựa chọn nhà cung cấp bao bì thường theo thứ tự ưu tiên như sau: (1) Chất lượng sản phẩm và cam kết thời gian giao hàng (2) Giá cả cạnh tranh, (3) Dịch vụ chăm sóc khách hàng.

Theo số liệu Hiệp hội Bao bì Việt Nam (Vinpas) năm 2017, mảng bao bì giấy có khoảng 200 doanh nghiệp tham gia sản xuất, tập trung chủ yếu ở khu vực miền Nam với khoảng 70% số doanh nghiệp đang hoạt động tại khu vực này. Hầu hết những doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn đều là doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) đến từ Nhật Bản (Ojitex, Tohoku...), Đài Loan (YFY, Việt Long...), Thái Lan (Alcamax, Tân Á...). Riêng ở miền Bắc có nhiều doanh nghiệp FDI đang đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất quy mô lớn đến từ Nhật Bản (Artpresto, Kanepackage), Đài Loan (YFY), Malaysia (Box-park).

Theo số liệu Vinpas năm 2017, mảng bao bì nhựa mềm có khoảng 400 doanh nghiệp tham gia sản xuất, thị phần tập trung vào vào 12 doanh nghiệp lớn nhất nắm giữ khoảng 40% thị phần. Trong đó, 7 trong số 12 doanh nghiệp¹ này đều là các doanh nghiệp FDI từ Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Đài Loan, Phần Lan chiếm 28% thị phần.

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

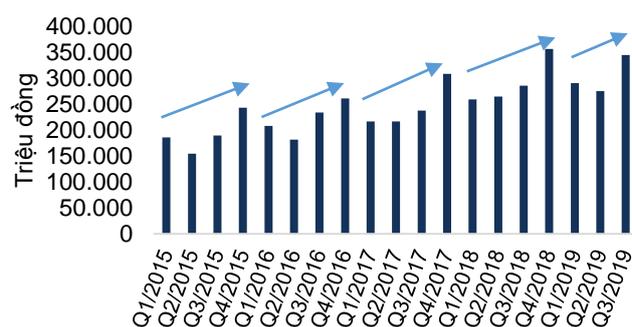
- Với chiến lược tập trung mở rộng thị phần, các doanh nghiệp FDI và nhóm các doanh nghiệp mới có thể đề nghị cho khách hàng thời gian trả chậm lên đến 60-90 ngày, trong khi thời gian phải thu khách hàng của INN hiện nay bình quân ở mức 49 ngày.
- Các doanh nghiệp mới thường áp dụng chính sách giá bán thấp hơn từ 5-10% so với các đối thủ để thu hút khách hàng và chiếm lĩnh thị phần.

Bên cạnh đó, khách hàng thường đặt hàng ở nhiều đơn vị sản xuất khác nhau để giảm thiểu rủi ro về chất lượng và tiến độ giao hàng hoặc tổ chức đấu thầu để tìm nhà cung cấp. Điều này khiến INN gặp khó khăn do cạnh tranh về giá, có thể sẽ phải chấp nhận biên lợi nhuận thấp hơn, kéo dài thời gian khoản phải thu khách hàng hoặc khó khăn trong việc đàm phán tăng giá bán khi chi phí sản xuất tăng.

Tính chu kỳ của doanh thu

Khách hàng INN đang phục vụ chủ yếu sản xuất hàng tiêu dùng như: Bánh kẹo Orion, Hải Hà, bia Sài Gòn, Hà Nội... do đó quý 3, quý 4 hàng năm là cao điểm sản xuất hàng tiêu dùng, đây cũng là thời gian đóng góp doanh thu cao nhất của INN.

Doanh thu của INN theo quý giai đoạn 2015-2019



Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

2. Tem chống giả

Tem chống giả được công ty con của INN là công ty TNHH công nghệ chống giả DAC sản xuất. Hoạt động này đem lại doanh thu và lợi nhuận ổn định nhưng không đáng kể cho INN. Năm 2018, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của tem chống giả lần lượt là 4,9 tỷ đồng (tương đương 0,4% tổng doanh thu); 1,2 tỷ đồng (tương đương 2% lợi nhuận sau thuế)

¹ 7 doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI) chiếm 28% ngành bao bì nhựa mềm năm 2017 gồm: Bao bì Tân Tiến - Tapack (Hàn Quốc), Bitico (Thái Lan), J.S Packaging (Hàn Quốc), Huhtamaki (Phần Lan), Nga Mee (Đài Loan), Tong Yuan (Đài Loan), SaiGon Trapaco (Nhật Bản)

3. Hoạt động kinh doanh thương mại vật tư và cho thuê văn phòng

Hoạt động kinh doanh thương mại vật tư: Từ năm 2008, công ty bắt đầu tiến hành hoạt động thương mại bao gồm: Phân phối lại các mặt hàng vĩ nhựa (màng PVC) dùng cho đóng gói thuốc viên cho các công ty dược phẩm và màng nhựa BOPP cho các công ty in bao bì.

Cho thuê văn phòng: Trụ sở tại 72 Trường Chinh có tổng diện tích sử dụng 1045,2 m², công ty chỉ sử dụng một phần diện tích làm nơi làm việc của công ty con (công ty TNHH công nghệ chống giả DAC) và phòng thiết kế - tạo mẫu, còn lại cho công ty TNHH Minh Tâm thuê với giá 12.650 USD/ tháng.



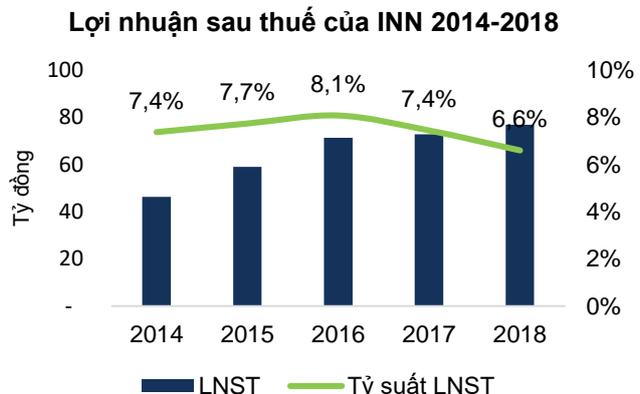
Năm 2016-2018, doanh thu hoạt động thương mại và cho thuê văn phòng chiếm tỷ trọng khoảng 3% trong cơ cấu doanh thu, dao động từ 23-27 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp không ổn định, biến động từ 4-10%.

Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Giai đoạn 2014-2018, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của INN liên tục tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lần lượt là 16,7% và 13,5%. Trong đó động lực tăng trưởng doanh thu chính đến từ mảng bao bì, với tốc độ tăng trưởng kép đạt 17,3%. Năm 2018, doanh thu của INN đạt 1.164 tỷ đồng, tăng trưởng 19% yoy và hoàn thành 121,2% kế hoạch năm 2018 (960 tỷ đồng) do (1) giá bán bao bì giấy tăng 3-5%, (2) doanh thu tăng thêm từ bao bì nhựa mềm khi nhà máy số 1 đi vào hoạt động từ cuối quý 4/2017.

Năm 2019, INN đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 1.150 tỷ và 96 tỷ đồng, giảm 1,2% và tăng 1,0% so với thực hiện năm 2018. Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2019 của INN cho thấy khả năng vượt kế hoạch đặt ra ở mức cao, khi doanh thu đạt 909,9 tỷ đồng (+12,5% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 78,5 tỷ đồng (+14,7% yoy), lần lượt hoàn thành 80% kế hoạch doanh thu và 81% kế hoạch lợi nhuận trước thuế. Chúng tôi ước tính trong năm 2019 INN sẽ đạt 1.286,2 tỷ đồng (+10,4% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 109,7 tỷ đồng (+14%)

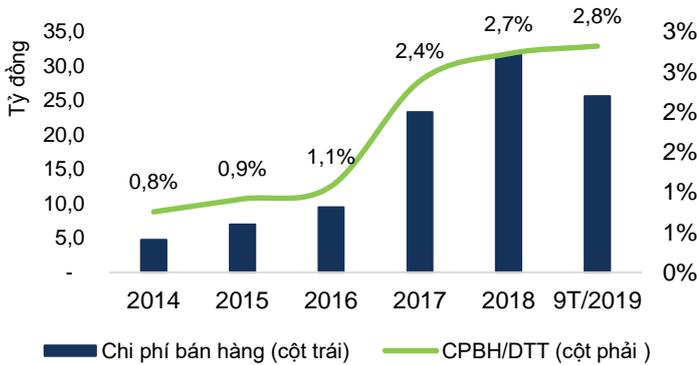


Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp giảm do giá giấy nguyên liệu tăng mạnh trong giai đoạn 2017-2018: Doanh thu tăng trưởng liên tục trong giai đoạn 2014-2018, nhưng biên lợi nhuận gộp giảm trong giai đoạn 2017-2018. Nguyên nhân là do giá giấy làm bao bì tăng 20-25% so với đầu năm 2017, trong khi đó áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành khiến giá bán không thể điều chỉnh tăng tương ứng so với biến động giá nguyên liệu.

Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu có xu hướng tăng do tăng đầu tư phát triển thị trường cho mảng bao bì nhựa mềm

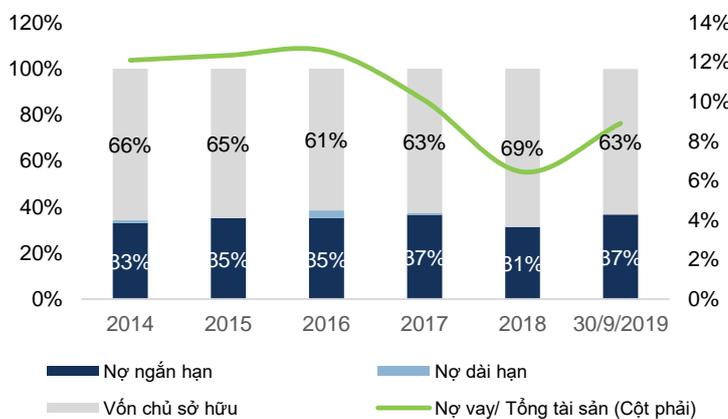
Chi phí bán hàng của INN 2014-2019



Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Trước năm 2016, tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu thuần của INN dưới 1%. Nhưng tăng cao từ năm 2017 và năm 2018 ở mức lần lượt 2,39% và 2,73%. Nguyên nhân chủ yếu là do INN tăng hoa hồng cho đội ngũ bán hàng và hoạt động marketing để phát triển thị trường sản phẩm bao bì nhựa mềm tại nhà máy số 1.

Cơ cấu nguồn vốn INN 2014-2018

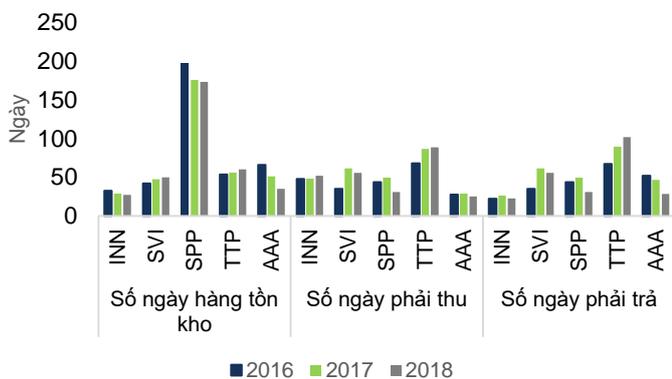


Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn của INN an toàn: Tính đến hết quý 3/2019, tỷ lệ đòn bẩy D/E của INN bằng 0,58; tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản là 8,9%. Nợ vay chủ yếu là nợ vay ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động. Chỉ số thanh toán hiện hành đang mức 1,54 lần; Ebit/lãi vay năm 2018 đang ở mức 25,5 lần vì vậy chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của INN ở mức an toàn.

Chỉ số hiệu quả hoạt động

Chỉ số hiệu quả hoạt động của một số doanh nghiệp trong ngành bao bì 2016-2018

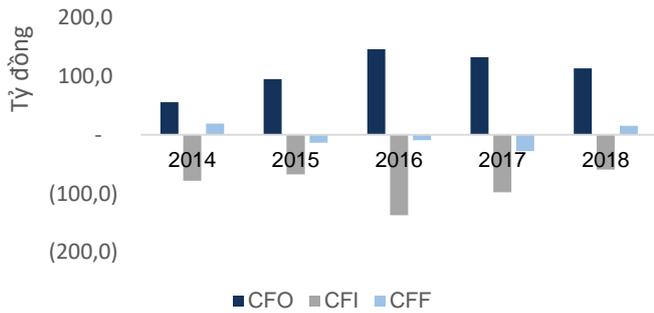


Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Như đã đề cập ở phần trên, khả năng quản lý hàng tồn kho của INN khá tốt so với các doanh nghiệp trong ngành, luôn duy trì ổn định từ 28-30 ngày so với trung bình ngành 80 ngày (năm 2018).

Số ngày khoản phải thu của INN tương đương với các doanh nghiệp trong ngành bao bì dao động ở mức 48-53 ngày.

Tuy nhiên, do hầu hết nguyên liệu đầu vào của INN đều phải nhập khẩu, các đối tác của doanh nghiệp chặt chẽ trong chính sách tín dụng nên số ngày phải trả của INN quanh mức 26 ngày (2016-2018) trong khi đó các doanh nghiệp trong ngành là 65 ngày.

Dòng tiền INN 2014-2018


Nguồn: INN, FPTS tổng hợp

Dòng tiền ổn định: Dòng tiền hoạt động kinh doanh của INN trong giai đoạn 2014 - 2018 trung bình bằng 167% lợi nhuận sau thuế, đáp ứng nhu cầu dòng tiền đầu tư và chi trả cổ tức bằng tiền mặt hàng năm. Năm 2016, dòng tiền đầu tư tăng đột biến lên mức 137 tỷ đồng, chủ yếu để đầu tư máy móc, nhà xưởng tại nhà máy số 1.

Bảng dưới đây so sánh một số chỉ tiêu sinh lời tính tại cuối năm 2018 của các doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy và nhựa niêm yết

Mã	Sản phẩm sản xuất chính	Tổng tài sản (Tỷ đồng) *	Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	Nợ vay / Tổng tài sản*	Biên lợi nhuận gộp	ROE	ROS	ROA
INN	Bao bì giấy, nhựa mềm	744,8	76,7	1.164	8,9%	16,2%	17,1%	6,60%	12,7%
SVI	Bao bì giấy	859,9	61,2	1.780	25,4%	10,4	17,6	3,4%	6,57%
AAA	Bao bì nhựa	7.938,1	212	8.011	47,6%	8,4%	7,83%	2,6%	3%
TTP	Bao bì nhựa mềm	1.291,5	47	1,471	1%	8,1%	6,34%	3,5%	4,04%
SPP	Bao bì nhựa mềm	1.170,1	14,4	1.104	63,0%	11,6%	4,47%	1,13%	1%
RDP	Bao bì nhựa	2.021,3	12,1	1.560	54,1%	9%	2,2%	0,8%	1,39
VBC	Bao bì nhựa	500,5	27,8	931	49,8%	9,4%	25,8%	3%	6,15%
TPP	Bao bì nhựa	761,5	3,78	780,3	65,8%	10,8%	2,5%	0,48%	0,5%

(*) Tính đến cuối quý 3 năm 2019

Nguồn: FPTS tổng hợp

Nhìn chung, quy mô doanh thu và tổng tài sản của INN ở mức thấp so với các doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy và nhựa niêm yết. Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của doanh nghiệp thấp so với trung bình ngành, dao động quanh mức 9 - 12% trong giai đoạn 2014-2018. Do kiểm soát chi phí tốt, sản phẩm chất lượng cao nên biên lợi nhuận gộp, chỉ số sinh lời (ROE, ROS, ROA) của INN ở mức cao so với các doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy và bao bì nhựa niêm yết.

IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ DỰ PHÒNG

1. Màng bao bì giấy và màng nhôm ép vĩ

Triển vọng thị trường tiêu thụ bao bì giấy

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

- (1) Xu hướng sử dụng bao bì giấy thay cho bao bì khác (bao bì 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. Bên cạnh đó, sản phẩm bao bì chất lượng cao là công cụ hiệu quả trong hoạt động marketing, tác động đáng kể đến hành vi lựa chọn sản phẩm của người tiêu dùng. Ngày nay, vai trò của bao bì ngày càng trở nên quan trọng hơn trong việc thu hút sự chú ý người tiêu dùng, xây dựng một thương hiệu mạnh và nhất quán. Vì vậy, các doanh nghiệp quan tâm đến việc thiết kế bao bì chuyên nghiệp, hình ảnh, màu sắc ấn tượng, bao bì có độ chắc chắn như một lợi thế bán hàng hiệu quả. Đây là cơ sở để phân khúc bao bì chất lượng cao như sản phẩm bao bì của INN có nhiều dư địa phát triển.

- (2) 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 bao bì giấy.
- (3) 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 2019-2022, trong đó tăng trưởng của ngành công nghiệp ở mức 8%.

Triển vọng hoạt động kinh doanh của INN

- (1) Sau khi nhà máy số 2 đi vào hoạt động, năng lực sản xuất bao bì giấy và màng nhôm ép vỹ của INN tăng 30%, cùng với mạng lưới khách hàng truyền thống là những nhà sản xuất lớn như thuốc lá Thăng Long, Bánh kẹo Hải Hà, Hữu Nghị, Bia Hà Nội, Sài Gòn... sẽ là động lực tăng trưởng sản lượng cho INN giai đoạn 2019F-2023F.
- (2) Giá giấy nguyên liệu giảm trở lại sau giai đoạn tăng mạnh (2017-2018) giúp doanh nghiệp bao bì cải thiện biên lợi nhuận.

Giá giấy nguyên liệu làm bao bì tăng mạnh trong giai đoạn 2017-2018: Từ tháng 5/2017, Chính phủ Trung Quốc siết chặt trong việc kiểm soát nhập khẩu giấy phế liệu, bao gồm cả giấy thu hồi các loại, cho đóng cửa hàng loạt các nhà máy sản xuất giấy và bột giấy không đảm bảo tiêu chí về bảo vệ môi trường. Chính sách này khiến Trung Quốc lập tức thiếu hụt bột giấy và giấy, các doanh nghiệp sản xuất bao bì phải nhập khẩu giấy từ các thị trường khác, do vậy đã đẩy giá giấy làm bao bì lên cao trong năm 2017 và năm 2018

Bảng biểu giá giấy bao bì Châu Á từ 2017-2019

USD/ tấn	Q3/2019	Q2/2019	Q1/2019	Q4/2018	Q3/2018	Q2/2018	Q1/2018	Q4/2017	Q3/2017
Giấy couche, britol, ivory									
Giấy không tráng ¹ (UWF 70g/m ²)	760-780	780-840	780-820	790-890	830-950	725-950	845-920	770-820	735-780
Giấy có tráng ² (CWF - 100g/m ²)	720-725	720-790	720-800	730-850	760-850	675-800	740-790	740-790	685-730
Bìa cứng									
Bìa duplex có tráng mặt xám (350g/m ²)	450-455	450-500	450-520	475-550	515-590	490-555	500-565	500-565	500-565
Bìa duplex có tráng mặt trắng (350g/m ²)	550-555	550-600	550-660	575-650	615-690	600-655	610-665	610-665	610-665

Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

Giá giấy nguyên liệu làm bao bì đã giảm trở lại. Một số nguyên nhân chính:

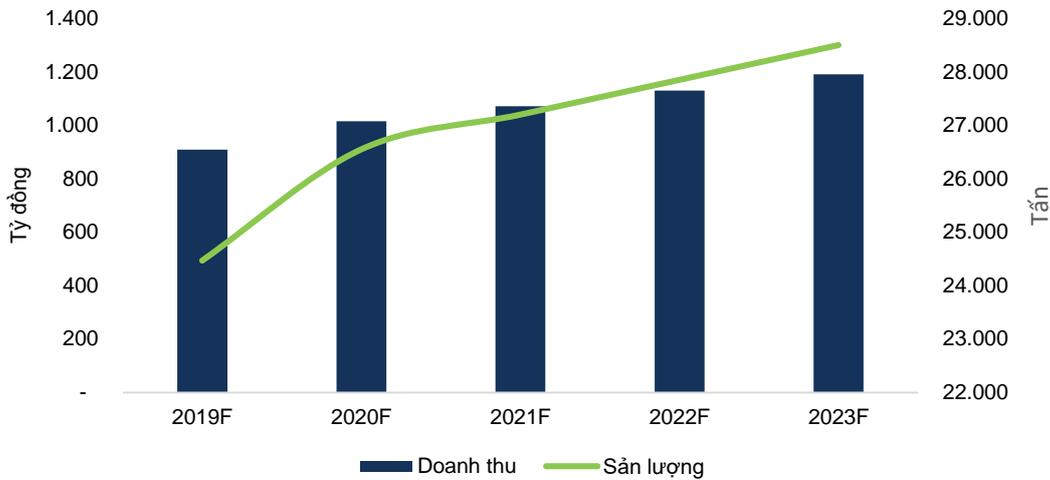
- Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung liên tục leo thang, hai bên tăng thuế nhập khẩu đánh vào các hàng hóa của nhau, làm ảnh hưởng đến các hoạt động sản xuất. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan Trung Quốc, trong 9 tháng đầu năm 2019 tốc độ tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc đạt 6,1% (mức tăng trưởng thấp nhất kể từ tháng 3/1992), kim ngạch xuất khẩu Trung Quốc giảm 2,3% so với cùng kỳ, xuất khẩu sang thị trường Mỹ giảm 10,7% so với cùng kỳ. Qua đó ảnh hưởng đến nhu cầu bao bì, làm cho cầu và giá giấy làm bao bì tại thị trường Trung Quốc từ đầu năm 2019 giảm.
- Do chính sách siết chặt quản lý các cơ sở sản xuất giấy gây ô nhiễm môi trường và hạn chế nhập khẩu giấy phế liệu. Nền nhiều tập đoàn, doanh nghiệp lớn đã đẩy mạnh đầu tư ra nước ngoài để sản xuất giấy và bột giấy để xuất khẩu về Trung Quốc. Điển hình trong năm 2018 tại Malaysia các doanh nghiệp của Trung Quốc đã đầu tư dự án sản xuất giấy bao bì lên đến trên 4 triệu tấn/năm. Cũng tại Việt Nam dự án sản xuất giấy bao bì của Trung Quốc lên đến trên 3,1 triệu tấn/năm trong năm 2018.

¹ Giấy không tráng (UWF): Có bề mặt nhám, không láng bóng, độ trắng sáng trên bề mặt khác nhau.

² Giấy có tráng (CWF): Có bề mặt láng bóng và độ phản xạ ánh sáng cao do được tráng phủ và lớp phủ này làm tăng độ chắn sáng cho bề mặt giấy. Chất liệu thường được sử dụng tráng phủ nhiều nhất là cao lanh, bột đá.

Chúng tôi dự phóng sản lượng và doanh thu màng bao bì giấy và màng nhôm ép vì tăng trưởng trung bình mỗi năm lần lượt là 5% và 7% trong giai đoạn 2019F-2023F.

Doanh thu và sản lượng dự phóng



2. Màng bao bì nhựa mềm

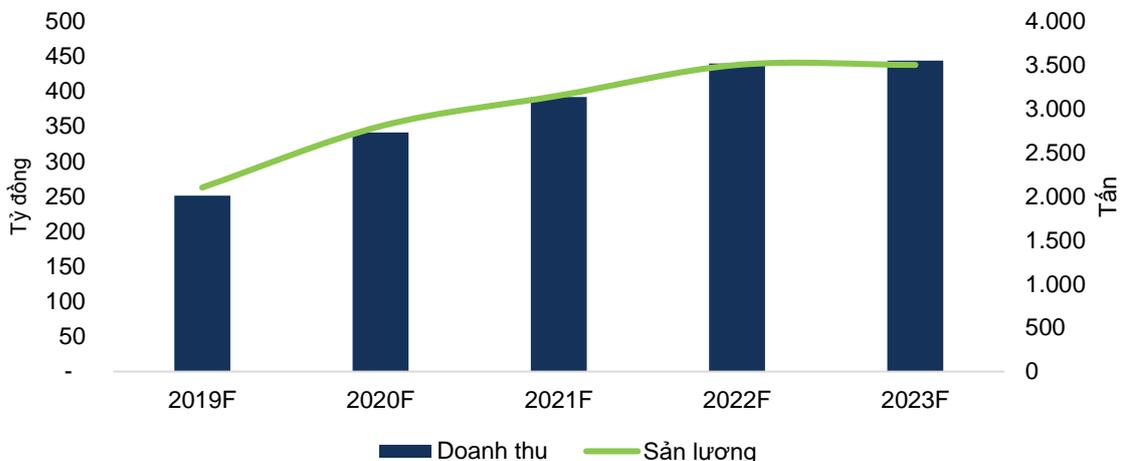
Triển vọng hoạt động kinh doanh màng bao bì nhựa mềm của INN

(1) Theo báo cáo Hiệp hội bao bì Việt Nam (Vinpas), ngành bao bì nhựa mềm đạt khoảng 1,06 tỷ USD trong năm 2018 và ước đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 6 - 7% giai đoạn 2019F-2023F chủ yếu nhờ tăng trưởng từ ngành thực phẩm đóng gói – đồ uống và phi thực phẩm. Trong đó ngành thực phẩm đóng gói có quy mô 14,4 tỷ USD năm 2018 và sẽ tiếp tục tăng trưởng 6,8% mỗi năm trong giai đoạn 2019F-2023F. Nhóm ngành phi thực phẩm có quy mô 2,5 tỷ USD tăng trưởng 8%/năm trong giai đoạn 2019F-2023F.

(2) Nhà máy số 1 hoạt động tối đa công suất vào năm 2023. Ngày nay, người tiêu dùng quan tâm đến sức khỏe nhiều hơn, nên có xu hướng lựa chọn thực phẩm xanh, sạch và tươi, không chất bảo quản, an toàn về sức khỏe. Điều này tạo động lực cho bao bì chất lượng cao như bao bì của INN phát triển. Việc nhà máy số 1 mới chỉ hoạt động hết 50% công suất và chuẩn hóa tiêu chuẩn FSSC 22000 sẽ giúp INN gia tăng năng lực cạnh tranh là động lực tăng trưởng doanh thu cho INN trong thời gian tới.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu màng này đạt trung bình 14% mỗi năm trong giai đoạn 2019F-2023F:

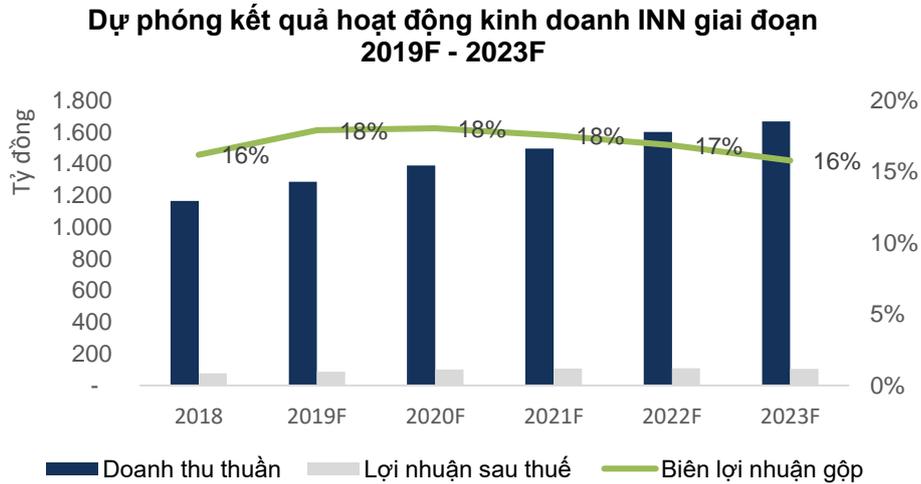
Doanh thu và sản lượng dự phóng



3. **Màng Tem chống giả:** Tăng trưởng doanh thu ở mức +5% mỗi năm trong giai đoạn 2019F-2023F.
4. **Màng kinh doanh thương mại, cho thuê văn phòng:** Đây không phải là hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp, trong thời gian tới doanh nghiệp không có kế hoạch mở rộng phát triển mảng này. Nên chúng tôi cho rằng, trong tương lai mảng kinh doanh này vẫn duy trì ổn định, không có sự tăng trưởng lớn về doanh thu.

TỔNG HỢP DỰ PHÓNG

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh, tài chính, triển vọng của ngành chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng trung bình về doanh thu, lợi nhuận sau thuế đạt 7,5%/năm và 7%/năm trong giai đoạn 2019F-2023F.



V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá INN sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 80:20. Giá trị cổ phiếu INN theo 2 phương pháp có mức bình quân là **32,700 VNĐ/cp**, cao hơn 17% so với mức giá đóng cửa ngày 23/12/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	31.780	40%
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	34.570	40%
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh P/E	30.800	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	32.700	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	16,6%	Phần bù rủi ro	10,32%
Chi phí sử dụng nợ	8,3%	Hệ số Beta	1,0
Chi phí sử dụng VCSH	17,85%	CAGR LNST 2018-2023	6,67%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	6,5%	Tăng trưởng dài hạn	2%
		Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	313,8
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)	28,9
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	42,1
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	622,3
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	18
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	34.570
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	299,2
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	31.780

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

So sánh với một số doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy và nhựa mềm niêm yết:

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hoá (tỷ VNĐ)	Doanh thu (tỷ VNĐ)	LNST (tỷ VNĐ)	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	P/E
Công ty Cổ phần Bao bì Biên Hòa	SVI	749	1.741	100	13,8%	7,52x
Công ty cổ phần Bao bì nhựa Tân Tiến	TTP	453	1.746	79	9,46%	5,73x
Công ty cổ phần Bao bì nhựa Sài Gòn	SPP	50	551,9	8	8,1%	6,36x
Trung bình						6,54x
Doanh nghiệp định giá	INN	495	1.266	76,7	17%	

Giá mục tiêu
VNĐ/cp
30.800
TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	1.165	1.286	1.389	1.495					
- Giá vốn hàng bán	976	1056	1138	1233	+ Tiền và tương đương	119	107	151	252
Lợi nhuận gộp	188	230	251	262	+ Đầu tư TC ngắn hạn	20	20	20	20
- Chi phí bán hàng	32	36	38	41	+ Các khoản phải thu	209	232	261	277
- Chi phí quản lí DN	59	80	81	83	+ Hàng tồn kho	82	81	106	108
Lợi nhuận thuần HĐKD	98	114	131	139	+ Tài sản ngắn hạn khác	1	1	1	1
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-3	-4	-5	-5	Tổng tài sản ngắn hạn	432	441	540	659
- Lợi nhuận khác	1	0	1	0	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	615	758	816	833
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	96	111	126	134	+ Khấu hao lũy kế	-402	-478	-556	-623
- Chi phí lãi vay	4	4	6	6	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	213	280	259	210
Lợi nhuận trước thuế	96	110	125	134	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
- Thuế TNDN	19	22	25	27	+ Tài sản dài hạn khác	3	3	3	3
LNST	77	88	100	107	+ Xây dựng cơ bản dở dang	6	2	2	2
EPS (đ)	6.398	4.879	5.574	5.942	Tổng tài sản dài hạn	222	284	264	215
					Tổng tài sản	654	725	804	874
Chỉ số khả năng sinh lợi	2018	2019F	2020F	2021F	Nợ & Vốn chủ sở hữu	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16%	18%	18%	17,6%	+ Phải trả người bán	74	70	68	74
Tỷ suất LNST	6.6%	6.8%	7.2%	7.2%	+ Vay và nợ ngắn hạn	42	63	75	62
ROE DuPont	18.3%	16.7%	17.1%	16.3%	+ Quỹ khen thưởng	12	16	21	26
ROA DuPont	12.0%	11.5%	12.0%	11.7%	Nợ ngắn hạn	205	228	248	253
Tỷ suất EBIT/doanh thu	8.2%	8.6%	9.1%	9.0%	+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
LNST/LNTT	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	Nợ dài hạn	-	-	-	-

LNTT / EBIT	100.0%	99.2%	99.2%	99.8%
Vòng quay tổng tài sản	182.1%	168.3%	165.5%	164.0%
Đòn bẩy tài chính	152.6%	145.3%	142.6%	139.1%

Tổng nợ	205	228	248	253
+ <i>Thặng dư</i>	-	-	-	-
+ <i>Vốn điều lệ</i>	180	180	180	180
+ <i>LN chưa phân phối</i>	77	77	77	77
Vốn chủ sở hữu	449	496	556	621
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	654	725	804	874

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	2.11	1.93	2.17	2.61
CS thanh toán nhanh	1.71	1.57	1.75	2.18
CS thanh toán tiền mặt	0.68	0.55	0.69	1.08
Nợ / Tài sản	0.06	0.09	0.09	0.07
Nợ / Vốn CSH	0.09	0.13	0.13	0.10
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.09	0.13	0.13	0.10
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.00	0.00	0.00	0.00
Khả năng TT lãi vay	24.16	25.31	22.65	24.17

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	51.7	54.0	57.0	56.0
Số ngày tồn kho	27.4	28.0	34.0	32.0
Số ngày phải trả	23.3	20.0	18.0	18.0
Thời gian luân chuyển tiền	55.8	62.0	73.0	70.0
COGS / Hàng tồn kho	11.9	13.0	10.7	11.4

Phụ lục
Phụ lục 1: Một số thuật ngữ trong ngành in ấn ([Quay lại](#))

Hiện nay, trong ngành in bao bì trên thế giới có 3 công nghệ chế khuôn in là CTF (Computer to Film); CTP (Computer to Plate) và công nghệ CTPress (Computer to Press). Trong đó ở Việt Nam mới chỉ dừng ở 2 công nghệ CTF và CTP.

1. Công nghệ chế khuôn in CTF (Computer to film)

Công nghệ CTF là công nghệ chế khuôn in trong đó dữ liệu số từ máy tính được chuyển thành dữ liệu tương tự trên film thông qua các máy ghi film, film được đem bình trước khi phơi để truyền hình ảnh lên khuôn in thông qua máy ghi khuôn chuyên dụng. Quy trình tổng quát của công nghệ CTF được mô tả theo sơ đồ sau:


2. Công nghệ chế khuôn in CTP (Computer to Plate)

“Computer to plate” là cụm từ mô tả công nghệ chế khuôn in, trong đó dữ liệu số từ máy tính được ghi trực tiếp lên khuôn in mà không qua khâu trung gian là film. Khuôn in được ghi hình thông qua hệ thống máy ghi khuôn chuyên dụng. Quy trình tổng quát của công nghệ CTP như sau:


Ưu điểm của công nghệ CTP so với công nghệ CTF

- Công nghệ CTP bỏ qua được khâu trung gian từ phim ra bản nên không còn hiện tượng vỡ điểm.
- Chất lượng Khuôn in tạo ra khá hoàn hảo và loại bỏ được gần như hoàn toàn hiện tượng nhiễu điểm ảnh thường gặp khi sử dụng CTF.
- Do giảm bớt các khâu trung gian nên giảm thiểu rủi ro, sai hỏng, sự định vị chồng màu dễ dàng và chính xác hơn, khi có sai hỏng có thể nhận biết và điều chỉnh một cách dễ dàng và nhanh chóng, nâng cao hiệu quả công việc giảm thời gian chế khuôn in, tăng năng suất lao động.
- Loại bỏ được các nguyên vật liệu trung gian như phim, giấy scan, mica, băng dính...Do đó giảm chi phí sản xuất, loại bỏ được rác thải và các hóa chất độc hại với môi trường như phim, dung dịch hiện phim...

3. Công nghệ chế khuôn in CTPress

Hiện nay trên thế giới đã xuất hiện những hệ thống chế khuôn in ưu việt hơn có thể chuyển đổi trực tiếp từ dữ liệu số trên máy tính trực tiếp thành hình ảnh trên tờ in tại máy in, bỏ qua các bước trung gian là chế ra phim và khuôn in và việc lắp bản in lên khuôn in bằng tay. Công nghệ này được gọi là công nghệ Computer to Press (CTPress), tuy nhiên công nghệ này trên thị trường Việt Nam chưa được ứng dụng.

4. Lý thuyết in chồng màu trong in ấn

Trong ngành in bao bì, việc in hình ảnh có nhiều màu sắc dựa trên nguyên lý chồng màu, tương ứng với 4 mực in cơ bản trong hệ màu CMYK (C= Cyan (màu xanh); M = Magenta (màu đỏ); Y= Yellow (màu vàng); K = Black (màu Đen)). Màu sắc của hình ảnh trên bao bì là sự kết hợp của các màu cơ bản theo tỷ lệ và thứ tự chồng màu khác nhau. Nên máy in càng nhiều màu sẽ có khả năng phối ra nhiều màu khác nhau, đảm bảo màu sắc đúng thiết kế, hình ảnh rõ ràng và sắc nét hơn.

Các loại máy in phân theo màu in

- **Máy in 2 màu:** Chỉ in 2 màu cơ bản (2 trong 4 màu gồm màu xanh; đỏ, vàng, đen), dùng để in các sản phẩm ít màu sắc.
- **Máy in 4 màu:** 4 màu được sử dụng trong quá trình in (lục lam, đỏ tươi, vàng, đen), khi phối trộn với nhau cho ra thành phẩm có màu sắc khác nhau.
- **Máy in 6 màu, 7 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 của một màu cụ thể. Màu sắc tại chỗ này có thể không phải là màu. Nó có thể là một loại sơn phủ ngoài như lớp phủ nước được

sử dụng cho các hiệu ứng đặc biệt. Đây là một lựa chọn tốt khi nhà sản xuất cần ảnh màu đầy đủ nhưng cũng cần kết hợp màu chính xác của logo của công ty hoặc hình ảnh khác với màu rất cụ thể có thể khó tạo ra với CMYK. Thành phẩm được in từ máy in có nhiều màu sắc sẽ càng có độ sắc nét hơn nhưng giá thành sản phẩm in cũng cao hơn.

5. **Mực in UV (Violet Ultra)**

Mực UV là loại mực khi in chúng được làm khô bằng cách chiếu tia UV. Nó vẫn là mực in trên các loại vật liệu, nhưng mực khô thông qua một quá trình hoàn toàn khác. Thay vì các dung môi trong mực bay hơi vào không khí và hấp thụ vào vật liệu in, mực UV khô qua một quá trình quang hóa. Khi mực được tiếp xúc với tia cực tím (UV), chúng từ một chất lỏng, hoặc sệt, thành rắn lại.

Một trong những lợi thế lớn nhất của mực UV là có rất ít khí thải của các hợp chất hữu cơ dễ bay hơi ra môi trường vì không có sự bay hơi của dung môi giống như với loại mực thông thường. Một ưu điểm khác của in UV là loại mực có thể làm khô trên nhựa và chất nền không xốp khác, mực không có thời gian để ngấm vào giấy. Không giống như các loại mực thông thường, gần như 100% thành phần của mực nằm trên bề mặt. Do đó sản phẩm in mực UV có màu sắc nét, màu sắc rực rỡ, ít loang và bền màu với ánh sáng mặt trời chiếu trực tiếp thích hợp với việc in các mặt hàng quảng cáo. Mực UV có khả năng kháng hóa chất và cơ học cao, cho phép máy in thay đổi công việc nhanh chóng.

Tuy nhiên mực in UV thường đắt gấp 2 lần so với mực thông thường. Máy in để in được mực UV thường có chi phí cao hơn máy in thường khoảng 10- 15 %.

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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

Nhà đầu tư 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 kì 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 321 cổ phiếu INN và chuyên viên tư vấn không nắm giữ cổ phiếu INN nào.

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 <http://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 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 3773 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) 6290 8686
Fax:(84.28) 6291 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, Việt Nam
ĐT: (84.236) 355 3666
Fax:(84.236) 355 3888