

CTCP ĐÔNG HẢI BẾN TRE (DHC – HSX)

Nhà máy Giao Long II – Điểm sáng cho kế hoạch dài hạn.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- qoq	Q1-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	149,1	152,6	-2%	103,8	44%
Lợi nhuận sau thuế	12,5	9,5	31%	9,2	36%
EBIT	17,2	13,8	24%	14,3	21%
Tỷ suất EBIT	11,5%	9,1%	248bps	13,7%	-221bps

Nguồn: Báo cáo tài chính DHC, Rong Viet Securities tổng hợp và ước tính

QKQD quý 1: Tích cực nhờ tăng sản lượng và thay đổi cơ cấu sản phẩm

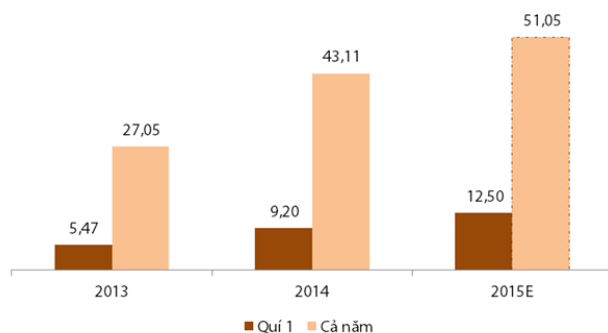
Theo quan sát của chúng tôi, chỉ số ngành bao bì có sự chuyển động tương đối theo xu hướng dịch chuyển của chỉ số bán lẻ với độ trễ khoảng 2 tháng. Vì vậy, ngành bao bì, đã sớm đón nhận tín hiệu tích cực ngay từ Q4/2014 khi chỉ số bán lẻ tăng trưởng mạnh mẽ, 15,4% yoy. Thêm vào đó, các tháng trước Tết Nguyên Đán thường là thời điểm có số lượng đơn hàng tiêu dùng gia tăng mạnh. Ưu thế này được tận dụng khi trong năm nay, Tết đến khá trễ. Nhờ vậy, ngành bao bì nói chung và DHC nói riêng đã đạt được những kết quả khả quan trong quý 1/2015. Cụ thể, doanh thu và LNST đạt 149 tỷ và 12,5 tỷ; tăng trưởng 43,7% và 36% so với cùng kỳ.

Bên cạnh những yếu tố hỗ trợ chung của ngành, việc tái cấu trúc cơ cấu doanh thu cũng đem đến những kết quả khả quan cho DHC. Nếu như cơ cấu testliner/medium là 30/70 trong năm 2014, thì trong quý 1, cơ cấu 45/55 đã cải thiện đáng kể doanh thu cũng như biên gộp. Giá bán và biên gộp sản phẩm tesliner lần lượt cao hơn khoảng 9,6% và 17% so với medium.

Hơn thế nữa, giá nguyên vật liệu đầu vào cũng đồng thuận tạo sự tăng trưởng mạnh khi (1) diễn biến giá giấy nguyên vật liệu OCC trong quý 1 tiếp tục dịch chuyển theo xu hướng giảm từ năm 2014 về mức 170 USD/tấn vào tháng 2/2015, (2) giá trấu – yếu tố làm giảm biên gộp trong quý cuối năm 2014, giảm do nguồn cung tăng trở lại theo tính vụ mùa hàng năm.

Vì vậy, chỉ tính riêng trong quý đầu năm, DHC đã hoàn thành được 26,2% doanh thu và 27,2% kế hoạch năm 2015.

Hình: LNST quý 1 của DHC 2013-2015



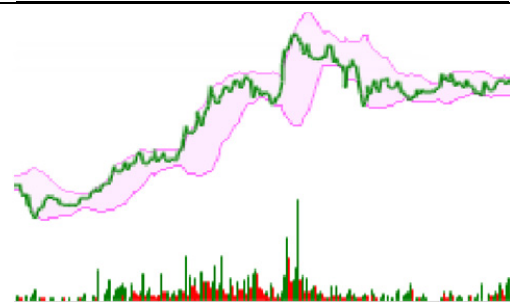
Nguồn: Báo cáo tài chính DHC, Rong Viet Securities tổng hợp và ước tính

MUA

Giá thị trường (VND)	21.700
Giá mục tiêu (VND)	26.200
Thời gian đầu tư	Trung hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Bao bì
Vốn hóa (tỷ đồng)	337
SLCPDLH	15.689.999
Beta	0,86
Free Float (%)	69,26
Giá cao nhất 52 tuần	24.500
Giá thấp nhất 52 tuần	11.800
KLGD bình quân 20 phiên	71.827



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DHC	0	47	133
Bao bì	-5	-3	-9
VN Index	-3	-1	21
HNX Index	-3	-6	11

Cổ đông lớn (%)

Lê Quang Hiệp	11,19
Lê Bá Phương	5,61
Võ Trọng Giáp	4,97
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	33,78

LÊ HỮU TRIỂN

(084) 08- 6299 2006 – Ext 325

trien.lh@vdsc.com.vn

Cập nhật quá trình chuẩn bị cho dự án nhà máy mới

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo cập nhật ngày 29/9/2014, nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 là yếu tố chính trong bức tranh tăng trưởng dài hạn của DHC. Vì vậy, nhà đầu tư đã đặt nhiều kỳ vọng vào dự án này. Theo thông tin ban đầu, nhà máy này dự kiến có công suất thiết kế 80.000 tấn/năm, khởi công trong năm 2015 và đưa vào hoạt động từ năm 2017 với giá trị đầu tư khoảng 400 tỷ.

Tuy nhiên, sau giai đoạn nghiên cứu thị trường và trao đổi với đơn vị cung cấp thiết bị tại Trung Quốc, DHC đã quyết định nâng công suất thiết kế. Theo kế hoạch mới, công suất thiết kế sẽ đạt 500 tấn/ngày tương đương 150.000 tấn/năm, gần gấp đôi so với kế hoạch ban đầu. Tổng kinh phí đầu tư, do đó, sẽ tương ứng tăng thêm 200 tỷ đồng. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, trước nhu cầu ngày càng tăng của sản phẩm giấy bao bì, DHC buộc phải đầu tư bổ sung thêm máy móc nhằm nâng cao sức cạnh tranh trong thời gian tới. Tuy nhiên, việc đầu tư bổ sung sẽ tốn nhiều kinh phí hơn so với đầu tư toàn bộ một dây chuyền có công suất lớn ngay từ ban đầu. Vì vậy, DHC quyết định chọn phương án mới với công suất 150.000 tấn/năm.

Bảng: So sánh kế hoạch cũ – mới.

	Kế hoạch cũ	Kế hoạch mới	Thay đổi
Công suất (tấn/năm)	80.000	150.000	88%
Vốn đầu tư (tỷ VND)	400	600	50%

Việc điều chỉnh quy mô dự án có thể gây ra quan ngại về khả năng hấp thụ sản phẩm của thị trường vì để đạt điểm hòa vốn, sản lượng tiêu thụ Giao Long II phải chạm ngưỡng 5.000-6.000 tấn sản phẩm/tháng. Điều này đòi hỏi sản lượng tiêu thụ của DHC phải tăng gấp đôi so với hiện tại. Bên cạnh đó, sức ép cạnh tranh từ việc nâng công suất của Vina Kraft, Nine Dragon, Lee&Man và hàng nhập khẩu trong khu vực khi thuế suất Asean giảm xuống 0% càng làm gia tăng sự quan ngại này.

Mặc dù vậy, theo quan điểm của chúng tôi, vẫn có cơ sở cho tính khả thi của dự án này:

(1) Cầu vẫn vượt cung nội địa trong giai đoạn 2015-2018.

Hiện tại, nhu cầu giấy bao bì vào khoảng 2,1 triệu tấn/năm và tăng trưởng trên 10% trong những năm sau; trong khi đó, nguồn cung nội địa mới chỉ đáp ứng 60% nhu cầu trong nước. Theo tính toán riêng của RongViet Research dựa trên những số liệu đã công bố về các dự án nâng công suất giấy công nghiệp, đến 2018, cầu vẫn vượt cung nội địa (bao gồm cả nguồn cung tiềm năng).

Bảng: Tổng hợp và dự báo lượng cung-cầu giấy bao bì gia tăng giai đoạn 2014-2018 (ĐVT: tấn)

Nhu cầu gia tăng			Nguồn cung gia tăng	
-Nhu cầu tăng thêm đến 2018	716		225	-Vina Kraft
-Sản lượng nhập khẩu 2014	881		350	-Nine Dragon
			150	-DHC
			100	-An Binh Paper
			600	-Lee&Man
Tổng cộng:	1.597	>	1.425	Tổng cộng

Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam (VPPA), RongViet Research tổng hợp và dự báo

(2) Các hiệp định thương mại được ký kết sẽ thúc đẩy nhu cầu bao bì

Ngoài ra, với việc các hiệp định thương mại song phương và đa phương có thể ký kết trong thời gian tới như TPP, FTA Việt Nam – Hàn Quốc, Việt Nam – EU, Việt Nam – Belarus – Kazakhstan – Nga, lượng đơn hàng xuất khẩu được kỳ vọng tăng vọt, đặc biệt là nhóm hàng thủy sản, dệt may. Những tín hiệu tích cực này có thể kéo theo sự gia tăng trong nhu cầu các mặt hàng bao bì nói chung và giấy bao bì nói riêng.

(3) Khả năng gia tăng sản lượng nhờ hoạt động xuất khẩu.

Do chất lượng giấy của Giao Long II dự kiến sản xuất sẽ tương đồng với giấy nhập khẩu, vì vậy, ngoài thay thế giấy nhập khẩu, DHC hoàn toàn có khả năng cân nhắc tới việc xuất khẩu. Thêm vào đó, kinh

nghiệm quản trị hiệu quả nhà máy Giao Long I, đặc biệt là khả năng kiểm soát chi phí, có thể giúp sản phẩm có ưu thế cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu, nhất là thị trường Asean.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2015 sẽ vượt kế hoạch đặt ra.

Trong năm 2015, DHC thận trọng đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 568 tỷ và 46 tỷ, chỉ tăng trưởng khoảng 4,3% và 6,7% so với năm 2014. Theo tính mùa vụ, lượng đơn hàng sau Tết Nguyên Đán không cao trong khi chi phí sản xuất cao trong tháng Tết khiến KQKD Q1 thường thấp nhất trong các quý. Vì vậy, với việc hoàn thành 26,2% kế hoạch doanh thu và 27,2% kế hoạch LNST ngay trong Q1/2015, xác suất DHC sẽ hoàn thành và vượt kế là khá cao.

Theo RongViet Research, LNST có khả năng đạt 52,2 tỷ cao hơn 13,5% so với kế hoạch. Tuy nhiên, con số này thấp hơn 8,4% so với dự phóng trước đây, do chúng tôi đã điều chỉnh giảm biên gộp trước quan ngại về (1) sự biến động của giá trấu, (2) giá giấy OCC có khả năng tăng trở lại, (3) giá điện tăng 7,5% từ ngày 16/3/2015.

Bảng: Thay đổi dự phóng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY2015E		
	Dự phóng trước	Dự phóng điều chỉnh	Chênh lệch (%)
Doanh thu ròng	625,8	563,4	-10%
TS Lợi nhuận gộp	18,5%	17,9%	-57 bps
Chi phí bán hàng và q.lý	31,9	28,2	-12%
Lợi nhuận HĐKD	83,0	73,0	-12%
Chi phí tài chính	13,3	8,4	-37%
Lợi nhuận trước thuế	70,7	65,2	-8%
Lợi nhuận sau thuế	56,6	52,2	-8%
EBITDA	113,1	107,0	-5%
EBIT	81,8	73,2	-11%
EPS (đồng)	2.829	2.749	-3%

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Quan điểm

Trong ngắn hạn, việc cải thiện KQKD của DHC chủ yếu dựa vào việc gia tăng sản lượng thùng carton, thay đổi cơ cấu sản phẩm, tiết giảm chi phí sản xuất cũng như tận dụng thời điểm giá nguyên vật liệu đầu vào thấp để tích trữ. Cụ thể, (1) DHC sẽ đưa vào khai thác thêm máy in mới nhập khẩu từ Đài Loan giúp đẩy công suất nhà máy bao bì thêm 17% lên 2 triệu thùng/tháng từ Q3/2015; (2) nâng dần cơ cấu testliner/medium lên 50/50 (3) đã cắt giảm được 18,2% sản lượng trấu tiêu thụ nhờ vào việc tiết kiệm hơi phục vụ sản xuất.

Trong dài hạn, nhà máy Giao Long (giai đoạn II) tiếp tục được chúng tôi đánh giá là then chốt cho sự tăng trưởng mạnh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, DHC chỉ hiện đang trong quá trình lựa chọn nhà thầu. Vì vậy, dự phóng KQKD của chúng tôi trong năm nay và các năm tiếp theo được thực hiện một cách thận trọng.

Với những triển vọng khá lạc quan trong ngắn cũng như dài hạn và việc tiến hành chi trả cổ tức 2014 trong năm nay với tỷ lệ 20% tiền mặt và cổ phiếu, chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **MUA** trong **TRUNG HẠN** cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **26.200 đồng/cp**. Việc điều chỉnh mức giá khuyến nghị này so với mức 25.200 đồng/cp trong báo cáo ngày 29/9/2014, chỉ đơn thuần dựa trên cơ sở điều chỉnh lãi suất chiết khấu trong mô hình định giá. Chúng tôi vẫn chưa điều chỉnh giá cổ phiếu liên quan đến khả năng phát sinh dòng tiền từ dự án mới kể từ 2017. Chúng tôi cho rằng vẫn cần thời gian để xem xét tiến độ thực hiện cũng như mức độ cạnh tranh ngành trong thời gian tới.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 /(tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015E
Doanh thu thuần	454,4	542,8	563,4
% tăng trưởng	33,3%	19,5%	3,8%
Lợi nhuận sau thuế	27,0	43,1	52,2
% tăng trưởng	N/a	59,4%	21,0%
Tỷ suất LNST (%)	6,0%	7,9%	9,3%
ROA (%)	6,5%	10,5%	8,9%
ROE (%)	12,8%	17,8%	15,6%
EPS đ/chính (VND)	319	2.874	2.749**
GTSS (VND)	15.043	16.485	18.386
Cổ tức tiền mặt (VND)		1.000	1.000
P/E (x)*	4,8	7,5	7,3*
P/BV (x)*	0,6	1,2	1,1*

Nguồn: Báo cáo tài chính DHC, Rong Việt tổng hợp và ước tính,

**Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 24/4/2015*

***Đã tính đến số lượng cổ phiếu thưởng, phát hành thêm*



CẬP NHẬT NHANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**