

Hàng tiêu dùng cá nhân

Báo cáo cập nhật

Tháng 10, 2016

Mã giao dịch: DHC

Reuters: DHC.HM

Bloomberg: DHC VN

Triển vọng dài hạn khả quan nhờ tăng năng lực sản xuất

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **48.800**

Giá thị trường (18/10/2016) 39.800

Lợi nhuận kỳ vọng 22,6%

Ước tính lợi nhuận 2016 vượt KH 10%.

Ước tính lũy kế lợi nhuận 9T/2016 DHC đạt khoảng 61 tỷ đồng, tăng trưởng 23% so với cùng kỳ. Kinh doanh trong quý 4/2016 của Công ty dự kiến vẫn tích cực, ước tính doanh thu cả năm sẽ đạt khoảng 683 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 85 tỷ đồng, hoàn thành 110% kế hoạch lợi nhuận của năm 2016.

Công suất nhà máy tăng lên 5 lần từ quý 1/2018.

DHC hiện nay đã khởi công xây dựng giai đoạn 2 của nhà máy giấy công nghiệp Giao Long có tổng đầu tư 720 tỷ đồng trong đó 66% là nợ vay phần còn lại đến từ nguồn lợi nhuận giữ lại và phát hành riêng lẻ. Trong quý 1/2016, DHC đã phát hành thành công 6 triệu cổ phiếu với giá bán 27.000 đồng/cp. Nhà máy giai đoạn 2 sẽ có công suất 660 tấn/ngày gấp hơn 4 lần công suất giai đoạn 1. Dự kiến nhà máy sẽ chính thức đi hoạt động từ quý 1/2018.

Thay thế hàng nhập khẩu và nhu cầu bao bì tăng trưởng tạo thuận lợi cho đầu ra của dự án mới.

Hiện nay nguồn cung giấy công nghiệp trong nước vẫn còn phải nhập khẩu 30% nhu cầu, hàng trong nước với những ưu thế về khả năng cung ứng nhanh và giảm chi phí vận chuyển sẽ có thể thay thế cho hàng nhập khẩu. Trong khi đó ngành công nghiệp chế biến ở Việt Nam hiện nay, ngành có nhu cầu sử dụng giấy bao bì lớn nhất, vẫn đang tăng trưởng do đó tạo thuận lợi cho đầu ra cho các nhà máy giấy công nghiệp trong đó có nhà máy giấy Giao Long 2 của DHC.

Gần đây, chúng tôi nhận thấy Công ty đang có những bước chuẩn bị thị trường cho đầu ra của nhà máy 2. DHC đã tìm kiếm thêm các khách hàng mới đặc biệt là đã tiếp cận được các khách hàng có tên tuổi trong lĩnh vực sản xuất bao bì thùng carton. Các sản phẩm giấy công nghiệp có chất lượng tương đương với sản phẩm đầu ra của giai đoạn 2 cũng được Công ty nhập khẩu để giới thiệu với các khách hàng mới. Do đó, cùng với cơ sở khách hàng cũ và việc phát triển thêm khách hàng mới BVSC cũng kỳ vọng trong năm đầu tiên (năm 2018) nhà máy sẽ đạt được điểm hòa vốn.

Nhận định – Khuyến nghị

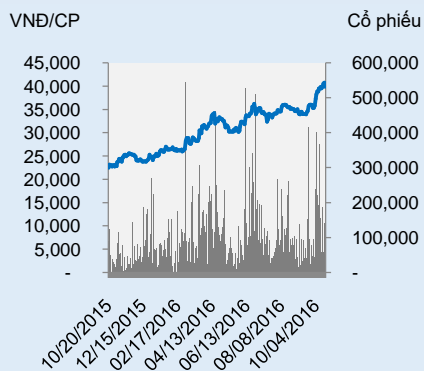
Trong hai năm 2016 và 2017, mặc dù DHC vẫn có thể tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận tuy nhiên diễn biến giá giao dịch hiện nay đã phản ánh toàn bộ triển vọng ngắn hạn của DHC. Các chỉ tiêu định giá PE và PB của DHC cũng đã tương đương hoặc đã cao hơn bình quân ngành.

Tuy nhiên trong dài hạn định giá của DHC còn rất hấp dẫn dựa trên sự đóng góp quan trọng từ nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động từ năm 2018. Nhìn chung, ngành giấy bao bì vẫn còn những cơ hội để Công ty có thể tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, mở rộng thị phần do đó chúng tôi vẫn đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cho cổ phiếu DHC trong dài hạn.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	22.400-40.700
Vốn hóa	1.018 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	25.584.603
KLGD bình quân 10 ngày	150.468
% sở hữu nước ngoài	39,55%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,51%
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHC	60,4%	11,5%	16,9%	21,0%
VN-Index	18,7%	2,0%	5,2%	14,0%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914.6888 ext 279

Nguyenthihaiyenb@baoviet.com.vn

Ước tính lợi nhuận 2016 vượt KH 10%

Trong quý 3/2016, DHC tiếp tục duy trì tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong đó sản lượng thùng carton ước tính tăng 35% tuy nhiên sản lượng giấy công nghiệp ước tính chỉ tăng 6.5% do nhà máy giấy Giao Long 1 đã hoạt động tối đa công suất. Lợi nhuận của quý 3/2016 ước tính đạt 22 tỷ đồng, theo đó lũy kế 9 tháng/2016 đạt khoảng 61 tỷ đồng, tăng trưởng 23% so với cùng kỳ.

Kinh doanh trong quý 4/2016 của Công ty dự kiến vẫn tích cực, ước tính doanh thu cả năm sẽ đạt khoảng 683 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 85 tỷ đồng, hoàn thành 110% kế hoạch lợi nhuận của năm 2016.

Năm 2017, tăng trưởng đến từ mảng kinh doanh bao bì

Với mức sản lượng giấy công nghiệp trong năm 2016 là 55.000 tấn tương đương với công suất 92% của nhà máy giấy Giao Long 1, nên khả năng tăng thêm sản lượng từ mặt hàng này không còn nhiều cho năm 2017. Tuy nhiên, ở mảng bao bì thùng carton, Công ty cũng tiếp tục đầu tư thêm máy móc thiết bị nhờ đó sản lượng bán ra dự kiến sẽ tăng khoảng 15%. BVSC dự phóng doanh thu năm 2017 tăng 14.2% đạt 780 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 94 tỷ đồng. Năm 2017, DHC sẽ tiếp tục tăng vốn thêm 10% để trả cổ tức cho năm 2016, như vậy EPS tính trên số lượng 28 triệu cổ phiếu là 3.355 đồng/cp.

Công suất nhà máy sẽ tăng lên 5 lần từ quý 1/2018

DHC hiện nay đã bắt đầu khởi công xây dựng nhà máy giấy công nghiệp Giao Long 2. Nhà máy có tổng đầu tư 720 tỷ đồng trong đó 66% là nợ vay phần còn lại đến từ nguồn lợi nhuận giữ lại và phát hành riêng lẻ. Trong quý 1/2016, DHC đã phát hành thành công 6 triệu cổ phiếu với giá bán 27.000 đồng/cp. Nhà máy giai đoạn 2 sẽ có công suất 660 tấn/ngày gấp hơn 4 lần công suất giai đoạn 1. Ngoài việc tăng năng lực sản xuất, nhà máy mới cung cấp các sản phẩm giấy cao cấp hơn và định lượng khác với nhà máy 1 do đó sẽ giúp Công ty đa dạng được danh mục sản phẩm. Dự kiến nhà máy sẽ chính thức đi hoạt động từ quý 1/2018.

Thay thế hàng nhập khẩu và nhu cầu bao bì tăng trưởng tạo thuận lợi cho đầu ra cho dự án mới

Mặc dù không có con số thống kê chính thức, tuy nhiên ước tính một cách tương đối, năm 2015 tổng nhu cầu giấy bao bì của Việt Nam khoảng 3,38 triệu trong đó nhập khẩu khoảng 780 ngàn tấn. Tăng trưởng ước tính cho ngành bao bì giấy theo quy hoạch ngành giấy Việt Nam đến năm 2020 là 9%/năm. Tính sơ bộ, so sánh nhu cầu và khả năng sản xuất trong nước, năm 2017 và 2018 Việt Nam còn thiếu khoảng từ 1.3 đến 1.7 triệu tấn/năm. Như vậy, với các dự án sản xuất giấy bao bì đi vào hoạt động trong thời gian tới, đến năm 2018 Việt Nam sẽ có thể tự cung cấp hơn 90% nhu cầu. Hàng trong nước có ưu thế về khả năng cung ứng nhanh, giảm chi phí vận chuyển cũng như đáp ứng được các kích cỡ theo yêu cầu của khách hàng sẽ có thể cạnh tranh và thay thế cho hàng nhập khẩu. Do đó, thị trường đầu ra cho giai đoạn 2 của nhà máy Giao Long cũng khá thuận lợi với 3 ưu thế:

- Thứ nhất nhà máy nằm trong khu vực tập trung nhiều các ngành công nghiệp chế biến nên có nhu cầu tiêu thụ bao bì cao.
- Thứ hai, suất đầu tư của nhà máy thấp tạo khả năng cạnh tranh về giá để mở rộng thị phần trong thị trường giấy công nghiệp.
- Thứ ba, nhờ chuỗi giá trị sản phẩm từ giấy công nghiệp đến bao bì thùng carton sẽ giúp DHC có được biên lợi nhuận tốt.

Các dự án đầu tư lớn trong ngành giấy bao bì

STT	Dự án	Địa điểm	Vốn đầu tư	Công suất (tấn/năm)	Suất đầu tư	Hoàn thành
1	Nhà máy giấy Hậu Giang (Lee&Man – Hong Kong)	Hậu Giang	1.2 tỷ USD (*)	420.000	N/A	2017
2	Nhà máy giấy Chánh Dương (GD 2) (Nine Dragons – Trung Quốc)	Bình Dương	2.8 tỷ USD (*)	442.800	N/A	2017
3	Nhà máy Vina Kraft (GD 2) (SCG – Thái Lan)	Bình Dương	2.750 tỷ VND	243.500	11.29 (triệu VND/tấn)	2017
4	Nhà máy bao bì Cheng Long (Cheng Long – Đài Loan)	Bình Dương	22.700 tỷ VND	1.000.000 (GD 1: 350.000 tấn)	22.70 (triệu VND/tấn)	2018
5	Nhà máy Giao Long (Đông Hải Bến Tre – Việt Nam)	Bến Tre	720 tỷ VND	204.600	3.52 (triệu VND/tấn)	2018

(*) tổng đầu tư của cả dự án bao gồm cả nhà máy phát điện.

Nguồn: BVSC tổng hợp

Tổng đầu tư và khoản vay lớn sẽ làm cho chi phí khấu hao và lãi vay trở thành hai thách thức cho DHC trong năm đầu dự án đi hoạt động. Chúng tôi ước tính mức hòa vốn do giao đoạn 2 khoảng 40% công suất tương ứng với mức sản lượng khoảng 100.000 tấn/năm đây là con số khá cao nếu so với sản lượng tiêu thụ hiện nay khoảng 55.000 tấn/năm. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy Công ty đang có những bước chuẩn bị thị trường cho đầu ra của nhà máy 2. DHC đã tìm kiếm thêm các khách hàng mới đặc biệt là đã tiếp cận được các khách hàng có tên tuổi trong lĩnh vực sản xuất bao bì thùng carton. Các sản phẩm giấy công nghiệp có chất lượng tương đương với sản phẩm đầu ra của giai đoạn 2 cũng được Công ty nhập khẩu để giới thiệu với các khách hàng mới. Do đó, cùng với cơ sở tăng nhu cầu của khách hàng cũ và việc phát triển thêm khách hàng mới BVSC cũng kỳ vọng trong năm đầu tiên (năm 2018) nhà máy sẽ đạt được điểm hòa vốn.

Kết quả định giá

Một số chỉ tiêu dự phóng kết quả kinh doanh từ 2016 – 2020 trên giả định về hiệu suất hoạt động của nhà máy Giao Long 2 trong năm 2018 là 40%.

Chỉ tiêu dự phóng	2016	2017	2018	2019	2020
Sản lượng tiêu thụ					
- Giấy công nghiệp (tấn/năm)	54.835	58.125	139.965	181.955	209.248
- Bao bì (triệu thùng/năm)	26,78	30,80	36,96	40,65	40,65
Hiệu suất hoạt động NM 2	0,0%	0,0%	40,0%	59,6%	72,9%
Doanh thu (tỷ VND)	683	780	1.539	1.943	2.187
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	85	94	84	143	150
Số lượng cổ phiếu (triệu CP)	25,58	28,14	30,96	34,05	34,05
EPS (VND/cp)	3.322	3.355	2.697	4.208	4.418

Nguồn: BVSC

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh để xác định giá mục tiêu của DHC Là 48.800 đồng/cp.

Phương pháp	Giá trị	Tỷ trọng
DCF	61.989	50%
PE (EPS = 3.444 VND/cp, PE= 11,3)	37.536	25%
PB (BV = 20.638 VND/cp, PB = 1,65)	33.849	25%
Trung bình	48.841	

Nguồn: BVSC

Nhận định – Khuyến nghị

Trong hai năm 2016 và 2017, mặc dù DHC vẫn có thể tăng trưởng cả về doanh thu và lợi nhuận tuy nhiên diễn biến giá giao dịch hiện nay đã phản ánh toàn bộ triển vọng ngắn hạn của DHC. Các chỉ tiêu định giá PE và PB của DHC cũng đã tương đương hoặc đã cao hơn bình quân ngành.

Tuy nhiên trong dài hạn định giá của DHC còn rất hấp dẫn dựa trên sự đóng góp quan trọng từ nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động từ năm 2018. Nhìn chung, ngành giấy bao bì vẫn còn những cơ hội để Công ty có thể tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, mở rộng thị phần do đó chúng tôi vẫn đưa ra khuyến nghị Outperform cho cổ phiếu DHC trong dài hạn. Nhưng do định giá DCF của DHC phụ thuộc nhiều vào việc nhanh hay chậm nhà máy 2 hoạt động có lợi nhuận nên chúng tôi lưu ý nhà đầu tư cần nhắc thêm về giá trị định giá DCF tương ứng các hiệu suất hoạt động của nhà máy trong năm đầu dự án đi vào hoạt động.

Hiệu suất hoạt động của nhà máy 2	20%	40%	60%
Sản lượng giấy CN tiêu thụ năm 2018 (tấn)	99.045	139.965	180.885
So với 2017 (%)	70%	141%	211%
Giá trị định giá theo DCF (VNĐ/CP)	43.954	61.989	79.989

Nguồn: BVSC

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016F	2017F
Doanh thu	543	640	683	780
Giá vốn	452	523	553	636
Lợi nhuận gộp	91	117	130	144
Doanh thu tài chính	1	0	2	1
Chi phí tài chính	8	6	4	5
Lợi nhuận sau thuế	43	80	85	94

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016F	2017F
Tiền & khoản tương đương tiền	7	2	49	19
Các khoản phải thu ngắn hạn	93	97	140	160
Hàng tồn kho	84	58	80	92
Tài sản cố định hữu hình	214	219	311	932
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	3	-	-
Tổng tài sản	421	406	659	1.229
Nợ ngắn hạn	162	103	134	154
Nợ dài hạn	-	-	-	478
Vốn chủ sở hữu	259	303	525	597
Tổng nguồn vốn	421	406	659	1.229

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016F	2017F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	19,46%	17,92%	6,75%	14,17%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	59,37%	85,08%	6,54%	11,08%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	16,77%	18,35%	19,09%	18,47%
Lợi nhuận thuần biên (%)		12,46%	12,44%	12,10%
ROA (%)		19,29%	15,96%	10,00%
ROE (%)		28,41%	20,54%	16,83%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	39%	25%	20%	51%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	63%	34%	26%	106%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.747	4.622	3.322	3.355
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.485	17.551	20.508	21.217

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thị Hải Yến**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn**Đinh Thị Thu Thảo**

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn**Dương Đức Hiếu**

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn**Nguyễn Thị Hải Yến**

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn**Lê Duy Khánh**

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn**Trương Sỹ Phú**

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn**Hà Thị Thu Hằng**

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trường

bachngocthang@baoviet.com.vn**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888