

Ngành Giấy

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2019

Mã giao dịch: DHC

Reuters: DHC.HM

Bloomberg: DHC VN

Giao Long 2 chính thức đưa vào vận hành

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **50.000**

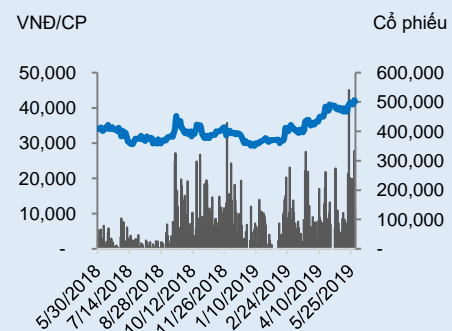
Giá thị trường (31/5/2019) 41.800

Lợi nhuận kỳ vọng **+19%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	31.300-42.200
Vốn hóa	1.873
SL cổ phiếu lưu hành	44.797.526
KLGD bình quân 10 ngày	221.667
% sở hữu nước ngoài	33,3%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHC	39,3%	5,7%	22,9%	27,1%
VN-Index	7,6%	0,2%	-3,3%	3,6%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 28) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

Cập nhật KQKD Q1 2019. DHC đạt doanh thu 205 tỷ đồng (+6% yoy) và lợi nhuận sau thuế 21 tỷ đồng (-9% yoy), qua đó chỉ mới hoàn thành 14% về cả kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm. Một số điểm đáng chú ý:

- ❖ **Ước tính sản lượng giấy kraft tương đương với cùng kỳ** do Giao Long 1 đã chạy full công suất trong khi Giao Long 2 vẫn chưa kịp đưa vào sử dụng. **Sản lượng bao bì carton ước tính tăng 10% yoy.**
- ❖ **Giá bán có vẻ đã giảm mạnh so với cùng kỳ, ước tính từ 15-20%.** Nguyên nhân chủ yếu là áp lực chiến tranh thương mại khiến cho xuất khẩu của Trung Quốc đi Mỹ giảm, qua đó ảnh hưởng nhu cầu bao bì và khiến giá giấy kraft giảm cả ở thị trường nội địa Trung Quốc, giá nội địa Việt Nam và giá xuất khẩu đi Trung Quốc. Giá giấy kraft đầu ra của DHC dao động từ 9.200 – 9.500 đồng/kg theo cập nhật gần nhất tại ĐHCĐTN năm 2019 tổ chức ngày 24/5.
- ❖ **Giá OCC tiếp tục giảm mạnh.** Giá nhập khẩu các lô OCC mới thời gian gần đây tiếp tục có xu hướng giảm hơn 15% yoy, trong đó giá OCC Mỹ là 125USD/tấn, OCC Nhật 130USD/tấn và OCC từ Châu Âu 120USD/tấn. Giá thu mua OCC trong nước cũng giảm mạnh hơn 20% từ mức trên 5tr/tấn còn 3,5 – 3,7tr/tấn. Tuy nhiên, do Giao Long 1 vẫn đang sử dụng OCC tồn đã thu mua dần từ cuối năm 2018 trong khi giá bán giảm mạnh nên biên lợi nhuận Q1 tương đối thấp.

Lợi nhuận Q2 2019 có thể sẽ thấp hơn cùng kỳ đáng kể. Giá bán cùng kỳ Q2 2018 vẫn còn rất cao do nhu cầu nhập khẩu giấy Kraft từ Trung Quốc khiến biên lợi nhuận của DHC đạt cao kỷ lục trong những năm gần đây. Chúng tôi dự đoán lợi nhuận Q2 2019 năm nay chỉ đạt khoảng 25 tỷ đồng, do đó có thể sẽ giảm khoảng 40% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, một khi các lô OCC mới giá thấp hơn đưa vào sử dụng, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ cải thiện từ Q3 2019 trở đi.

Giao Long 2 chính thức đi vào hoạt động từ giữa tháng 4/2019. Theo trao đổi với công ty, do Giao Long 2 đầu tư công nghệ hiện đại nên phải hoạt động xuyên suốt và tốc độ máy tối thiểu phải đạt 70% tổng công suất trở lên. Do đó, BVSC ước tính sản lượng sản xuất của Giao Long 2 sẽ đạt 90.000 tấn trong năm 2019, trong đó sản lượng tiêu thụ đạt 73.000 tấn và 17.000 tấn còn lại là sản lượng trong thời gian chạy thử (từ giữa tháng 4 đến hết tháng 6/2019). **Nói cách khác, Giao Long 2 sẽ phát sinh doanh thu và lợi nhuận kể từ Q3 2019.** Ngoài ra, DHC sẽ xin dời lại ưu đãi thuế của Giao Long 2 sang năm 2020 để được hưởng thuế suất 0% trong trọn 2 năm đầu tiên; thuế suất áp dụng cho 2H 2019 vẫn là 20%.

Đầu tư thêm nhà máy bao bì số 1. Với tổng đầu tư 168 tỷ đồng, nhà máy mới có công suất 2.600 tấn giấy/tháng, có thể quy đổi ra hơn 60 triệu sản phẩm/năm, gắp

rười nhà máy bao bì hiện tại. Nhà máy bao bì 1 dự kiến sẽ đưa vào hoạt động từ 2H 2021 và 70% nhu cầu đầu vào sẽ được đáp ứng từ sản lượng giấy Kraft nội bộ của Giao Long 1 và 2. Chúng tôi cho rằng việc mở rộng này sẽ giúp DHC phân bổ được rủi ro trong những giai đoạn giá giấy Kraft và giấy bao bì biến động.

Dự báo KQKD 2019. Chúng tôi không thay đổi nhiều so với dự báo lần trước với doanh thu là 1.496 tỷ đồng (+61% yoy) và lợi nhuận sau thuế 154 tỷ đồng (+15% yoy). **EPS dự báo ở mức 3.271 đồng/cp tương ứng với P/E 12,8 lần (đã điều chỉnh cho 5% ESOP).** Các giả định chính:

- ❖ Sản lượng giấy kraft tăng 145% và sản lượng bao bì tăng 10% yoy.
- ❖ Giá giấy kraft giảm 20% yoy và giá bao bì giảm nhẹ 5% yoy.
- ❖ Giá OCC đầu vào giảm bình quân 15% yoy.
- ❖ Thuế TNDN bình quân cả năm là 20%.

Khuyến nghị đầu tư: BVSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **50.000 đồng/cp**. Câu chuyện chính mà chúng tôi muốn chuyển tải vẫn là kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2020 khi nhà máy Giao Long 2 ghi nhận doanh thu tròn cả năm trong khi giá đầu vào dự báo tiếp tục thuận lợi. Chúng tôi ước tính lợi nhuận 2020 sẽ tăng trưởng 54% so với 2019 và P/E dự phóng đạt 8,3 lần. Tuy nhiên, tính từ lần cập nhật trước của chúng tôi, giá DHC đã tăng gần 37%. Do đó để tối ưu hiệu quả, nhà đầu tư có thể xem xét gia tăng tỷ trọng nếu giá cổ phiếu điều chỉnh khi mà KQKD Q2 2019 dự kiến sẽ thấp hơn rất nhiều so với cùng kỳ.

Một số chỉ tiêu tài chính của DHC.

Chỉ số tài chính		2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu	Tỷ VND	810	927	1.496	2.314
LNST	Tỷ VND	80	134	154	238
EPS	VND	2,218	3,089	3,270	5,052
P/E	x	-	13,53	12,78	8,27
P/B	x	-	2,26	1,92	1,72

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	640	668	810	927
Giá vốn	523	545	678	722
Lợi nhuận gộp	117	123	132	205
Doanh thu tài chính	0	5	3	2
Chi phí tài chính	6	4	5	15
Lợi nhuận sau thuế	80	86	80	134

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Tiền & khoản tương đương tiền	2	35	111	29
Các khoản phải thu ngắn hạn	101	130	111	154
Hàng tồn kho	58	56	225	337
Tài sản cố định hữu hình	219	189	184	133
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3	3	3	3
Tổng tài sản	406	630	1.290	1.812
Nợ ngắn hạn	103	108	330	412
Nợ dài hạn	-	-	249	558
Vốn chủ sở hữu	303	521	711	842
Tổng nguồn vốn	406	630	1.290	1.812

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	17,9%	4,4%	21,2%	14,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	85,1%	7,5%	-6,4%	67,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,3%	18,5%	16,3%	22,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	12,5%	12,8%	9,9%	14,5%
ROA (%)	19,3%	16,6%	8,4%	8,6%
ROE (%)	28,4%	20,8%	13,0%	17,3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,25	17,2%	44,9%	53,5%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,34	20,8%	81,4%	115,2%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.622	3.351	2.329	3.243
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.551	20.370	20.636	20.361

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, 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

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@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:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888