CÔNG TY CỔ PHẦN ĐÔNG HẢI BẾN TRE (HSX: DHC)

Đỗ Thị Mai Hương
Chuyên viên tư vấn đầu tư
Email: huongdtm@fpts.com.vn
Tel: (028) - 6290 8686 - Ext: 8958

Giá thị trường (25/07/2019): 35.000 Đồng/CP

Giá trị hợp lý: **38.500 Đồng/CP**

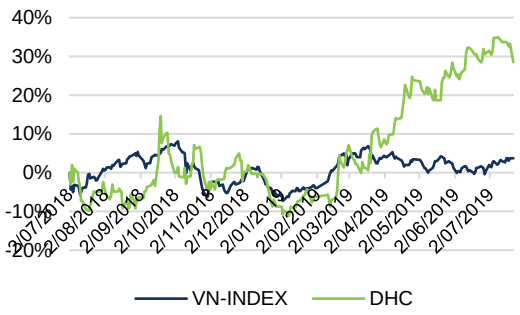
Tăng/giảm: **+10,0%**

Khuyến nghị:

THEO DÕI

Biến động giá cổ phiếu DHC và VN-Index

(từ 02/07/2018–25/07/2019)



Thông tin giao dịch (25/07/2019)	
Giá hiện tại (Đồng/cp)	35.000
Giá cao nhất 52 tuần (Đồng/cp)	47.000
Giá thấp nhất 52 tuần (Đồng/cp)	29.200
Số lượng CP niêm yết (cp)	44.797.526
Số lượng CP lưu hành (cp)	53.757.031
KLGD BQ 30 phiên (cp/ngày)	165.353
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.567,9
EPS trailling (Đồng/cp)	2.599
P/E trailling (lần)	13,5

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Đông Hải Bến Tre
Địa chỉ	Lô AIII, KCN Giao Long, xã An Phước, huyện Châu Thành, tỉnh Bến Tre
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh giấy kraft và bao bì carton
Chi phí chính	Thu mua nguyên vật liệu, trong đó quan trọng nhất là giấy OCC[1]
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về quy mô
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu đầu vào Biến động lãi suất

Cơ cấu cổ đông ngày 25/07/2019	Tỷ lệ
Daiwa-SSIAM Vietnam Growth Fund II LP	14,3%
Vợ chồng ông Lê Bá Phương	11,4%
Ông Lê Quang Hiệp	7,5%
Công ty TNHH Quản lý quỹ SSI	6,5%
Ông Lương Văn Thành	5,6%
Khác	54,8%

NHÀ MÁY GIAO LONG GIAI ĐOẠN 2 LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

*Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **DHC** của **CTCP Đông Hải Bến Tre**, niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp. HCM (HSX). Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu DHC là **38.500 đồng/cp**, cao hơn **10,0%** so với giá đóng cửa phiên 25/07/2019. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DHC ở thời điểm hiện tại, nhà đầu tư có thể cân nhắc MUA DHC tại mức giá 33.000 đồng/cp (tương ứng tỷ suất sinh lợi kỳ vọng là 16,7%).*

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của DHC đạt 1.486,4 tỷ đồng (+60,4% yoy), lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ ước đạt 154,1 tỷ đồng (+14,9% yoy), tương ứng với mức EPS 2.704 đồng/cp.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- ✓ **Tiềm năng tăng trưởng tốt trong dài hạn của thị trường bao bì carton và giấy làm bao bì (bao gồm giấy kraft[2] và một số loại giấy khác):** Hiệp hội giấy và bột giấy Việt Nam (VPPA) dự báo nhu cầu tiêu thụ bao bì giấy sẽ tăng trưởng trên 10%/năm trong 5-10 năm tới. Đối với giấy làm bao bì, công suất sản xuất trong nước tính đến nay vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu và còn nhiều dư địa cho các doanh nghiệp sản xuất giấy. VPPA ước tính nhu cầu tiêu thụ giấy làm bao bì sẽ tăng thêm 12% trong năm 2019 và khoảng 10%/năm giai đoạn 2020-2025.
- ✓ **DHC là một trong những doanh nghiệp sản xuất giấy kraft lớn nhất Việt Nam:** Tính đến 31/12/2018, DHC là một trong 7 nhà sản xuất giấy kraft lớn nhất cả nước, chiếm thị phần 12% tại khu vực Đông Nam Bộ và thành phố Hồ Chí Minh và là công ty sản xuất bao bì có quy mô lớn duy nhất tại Đồng bằng sông Cửu Long với thị phần khoảng 30%.
- ✓ **Nhà máy Giao Long giai đoạn 2 sẽ là động lực tăng trưởng của DHC từ năm 2019:** Nhà máy Giao Long giai đoạn 2 với công suất thiết kế 220.000 tấn/năm đã tiến hành chạy thử đầu tháng 4/2019 và chính thức vận hành thương mại vào 7/2019. Như vậy, tổng công suất thiết kế của DHC sau khi nhà máy mới vận hành là 280.000 tấn/năm, vượt qua VinaKraft, CTCP Giấy Sài Gòn và CTCP Giấy An Bình, trở thành doanh nghiệp có năng lực sản xuất giấy kratf lớn thứ 4 cả nước. Với công suất tăng thêm từ nhà máy mới, DHC có thể gia tăng doanh thu, mở rộng thị phần trong nước và xuất khẩu ra nước ngoài.

[1] *Giấy bao bì carton cũ (Old Corrugated container) được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào để sản xuất giấy kraft*

[2] *Giấy kraft được làm từ bột giấy nguyên chất hoặc bột giấy tái chế, có tính chất bền, dẻo dai, bắt mực tốt, dễ phân hủy và dễ tái chế, thường được sử dụng để sản xuất các loại bao bì giấy, đặc biệt là bao bì carton.*

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

✓ **Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chịu tác động của giá giấy OCC thế giới và chính sách quản lý phế liệu nhập khẩu**

Nguyên liệu quan trọng nhất của DHC là giấy OCC (chiếm khoảng 60% giá vốn hàng bán) và toàn bộ phải mua ngoài. Hiện tại trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 50-60%, còn lại vẫn phải nhập khẩu. Do đó, những biến động của giá giấy OCC thế giới và tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của DHC.

Trong năm 2018, các cơ quan quản lý nhà nước đã ban hành các văn bản thắt chặt quản lý phế liệu nhập khẩu từ nước ngoài vào Việt Nam. Việc thực hiện theo các văn bản này đã khiến thời gian làm thủ tục thông quan kéo dài làm phát sinh chi phí lưu container, lưu bãi rất lớn tại các cảng làm tăng chi phí sản xuất, đồng thời ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất giấy kraft nói chung và DHC nói riêng do thiếu nguyên liệu đầu vào.

✓ **Áp lực cạnh tranh trong mảng giấy kraft trên thị trường nội địa sẽ gia tăng trong giai đoạn 2020-2025**

Hiện nay, cạnh tranh trong mảng giấy kraft (chiếm gần 70% doanh thu của DHC) không quá gay gắt do nguồn cung chưa đáp ứng đủ nhu cầu. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2020-2025, mức độ cạnh tranh sẽ gia tăng mạnh mẽ do năng lực sản xuất tăng nhanh với nhiều dự án đầu tư giấy kraft lớn của các doanh nghiệp trong nước và FDI dần đi vào hoạt động.

✓ **Rủi ro biến động lãi suất**

Tính đến 30/06/2019, DHC có 837,0 tỷ đồng nợ vay, trong đó 70,4% là vay nợ dài hạn nhằm đáp ứng nguồn vốn đầu tư xây dựng nhà máy Giao Long Giai đoạn 2. Theo đó, ước tính chi phí lãi vay sẽ tăng khoảng 13% nếu lãi suất tăng 1%.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

BẢNG 1: **Tóm lược các sự kiện quan trọng**

Năm	Sự kiện
2003	CTCP Đông Hải Bến Tre được thành lập theo quyết định 4278/QĐ-UB của UBND tỉnh Bến Tre. Tiền thân của công ty là Nhà máy Bao bì – Doanh nghiệp nhà nước thuộc Ngành thủy sản tỉnh Bến Tre.
2008	CTCP Đông Hải Bến Tre chính thức trở thành công ty đại chúng theo thông báo của UBCKNN.
2009	CTCP Đông Hải Bến Tre chính thức niêm yết trên Sở GDCK Tp. Hồ Chí Minh với mã chứng khoán DHC.
2011	Chính thức đưa nhà máy giấy Giao Long (giai đoạn 1) và nhà máy Bao bì số 02 đi vào hoạt động.
2015	Triển khai thực hiện Dự án Nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 với công suất 660 tấn/ngày. Dự kiến hoàn thành và đi vào hoạt động trong năm 2019.

Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

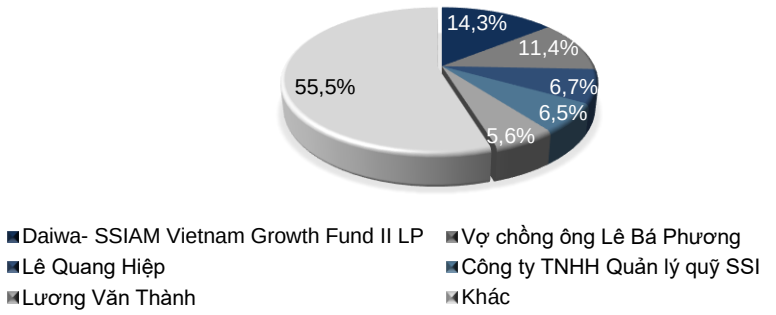
Cơ cấu tổ chức

Các sản phẩm chính của DHC

Loại sản phẩm	Mô tả
Giấy kraft	**Gồm hai chủng loại:** **Testliner:** Giấy dùng làm lớp ngoài bao bì carton **Medium:** Giấy dùng làm lớp lượn sóng bao bì carton ▪ Khổ giấy: 3.200 cm. ▪ Định lượng: từ 125 g/m^2 – 200 g/m^2 đối với testliner và medium. ▪ Sản phẩm được gia keo 2 mặt và chống thấm cao.
Giấy carton tấm	▪ Gồm 03 chủng loại: 3 lớp, 5 lớp, 7 lớp, …. với độ dầy khác nhau tương ứng với bước sóng A, B, E. ▪ Khổ giấy: 800 – 1.800cm, hoặc theo yêu cầu khách hàng. ▪ Chiều dài: theo yêu cầu khách hàng
Bao bì carton .	Cung cấp bao bì carton với quy cách, chủng loại, in ấn… theo yêu cầu và thiết kế của khách hàng.

Cơ cấu cổ đông

BIỂU ĐỒ 2: **Cơ cấu cổ đông tại ngày 25/07/2019**



Nguồn: FPTS tổng hợp

Tính đến ngày 25/07/2019, cổ đông lớn và cổ đông nội bộ đang nắm giữ khoảng 44,5% cổ phần DHC. Trong đó, quỹ Daiwa-SSIAM Growth Fund II LP nắm giữ 14,3%, công ty TNHH Quản lý quỹ SSI nắm giữ 6,5%, cổ đông nội bộ nắm giữ 23,7% cổ phần.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị của DHC

ĐẦU VÀO

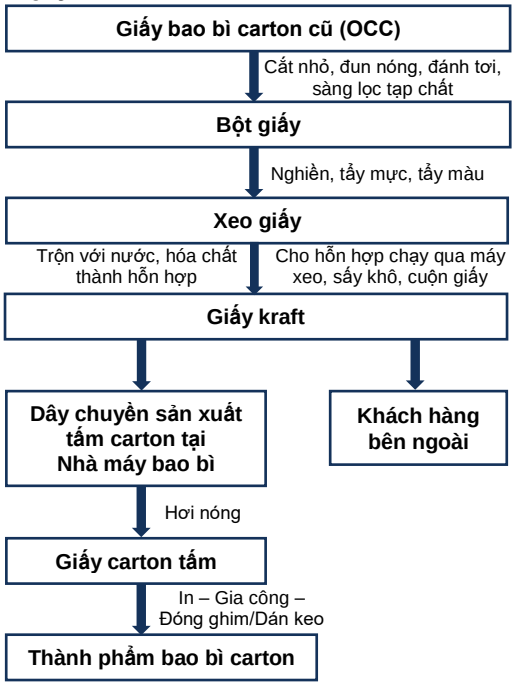
Nguyên liệu chính là giấy bao bì carton cũ (OCC): Trong nước cung cấp được khoảng 50-60%, còn lại 40-50% nhập khẩu từ Mỹ, Singapore, Úc, Nhật Bản…

Giấy lớp mặt trắng (white top liner) và giấy medium được nhập khẩu để sản xuất bao bì carton theo yêu cầu của khách hàng.

Các nguyên liệu và nhiên liệu khác: Nước, hóa chất, điện, bột mì…

SẢN XUẤT

- ***Quy trình sản xuất:***



- ***Năng lực sản xuất:***

Giấy kraft: Nhà máy Giao Long 1 (60.000 tấn/năm) và nhà máy Giao Long 2 đi vào hoạt động đầu tháng 7/2019 (220.000 tấn/năm).

Bao bì carton: Nhà máy bao bì số 2 (25 triệu m^2 giấy carton/năm).

ĐẦU RA

- ***Sản phẩm:*** Giấy kraft và bao bì carton.
- ***Kênh phân phối:*** DHC phân phối trực tiếp sản phẩm đến khách hàng, không qua bất kỳ trung gian phân phối nào.
- ***Thị trường tiêu thụ:***

Giấy kraft: Tiêu thụ nội bộ tại nhà máy bao bì Bến Tre và cung ứng cho các nhà sản xuất bao bì như Box-Pak Việt Nam, Nam An, Cát Phú, Vĩnh Xuân,… ở khu vực Đông Nam Bộ và thành phố Hồ Chí Minh.

Bao bì carton: Khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp thủy sản, may mặc và dược phẩm, tập trung chủ yếu ở Đồng bằng Sông Cửu Long.

Mảng giấy kraft:

Nguyên vật liệu đầu vào – phụ thuộc vào nhà cung cấp bên ngoài

Nguyên liệu quan trọng nhất để sản xuất giấy kraft là giấy OCC, chiếm trên 50% tổng chi phí sản xuất kinh doanh và phải mua ngoài. Trong đó:

- ✓ Trong nước cung cấp được khoảng 50%-60%. Tuy nhiên, tỷ lệ thu hồi của giấy OCC trong nước thấp hơn giấy OCC nhập khẩu *(Để sản xuất 1 tấn giấy kraft cần 1,18 tấn giấy OCC trong nước trong khi giấy OCC nhập khẩu chỉ cần 1,15 tấn)* nên chủ yếu được sử dụng để sản xuất giấy medium.
- ✓ Còn lại khoảng 40%-50% được nhập khẩu từ Mỹ, Singapore, Úc, Nhật Bản, ... và chủ yếu được sử dụng để sản xuất giấy testliner. ***Việc phải nhập khẩu 40%-50% nguyên liệu chính khiến biên lợi nhuận của DHC bị ảnh hưởng trước những biến động của giá giấy OCC thế giới và tỷ giá.***
- ✓ Bên cạnh đó, trong năm 2018, các cơ quan quản lý nhà nước đã ban hành các văn bản về việc quản lý phế liệu nhập khẩu từ nước ngoài vào Việt Nam (Công văn 3738/TCHQ-GSQL ngày 26/06/2018 và Công văn 4202/TCHQ-PC ngày 17/07/2018) và Thông tư 08/2018/TT-BTNMT về quy chuẩn kỹ thuật quốc gia về môi trường đối với phế liệu giấy nhập khẩu làm nguyên liệu sản xuất. ***Việc thực hiện theo các văn bản trên đã khiến thời gian làm thủ tục thông quan kéo dài làm phát sinh chi phí lưu container, lưu bãi rất lớn tại các cảng, đồng thời ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất giấy kraft nói chung và DHC nói riêng do thiếu nguyên liệu đầu vào.***

Công nghệ sản xuất

Hiện nay, ngành giấy ở Việt Nam có 2 công nghệ sản xuất bột giấy, bao gồm công nghệ sản xuất bột giấy từ nguyên liệu nguyên thủy và công nghệ sản xuất bột giấy từ giấy tái chế, ***DHC là doanh nghiệp sản xuất bột giấy từ giấy tái chế***.

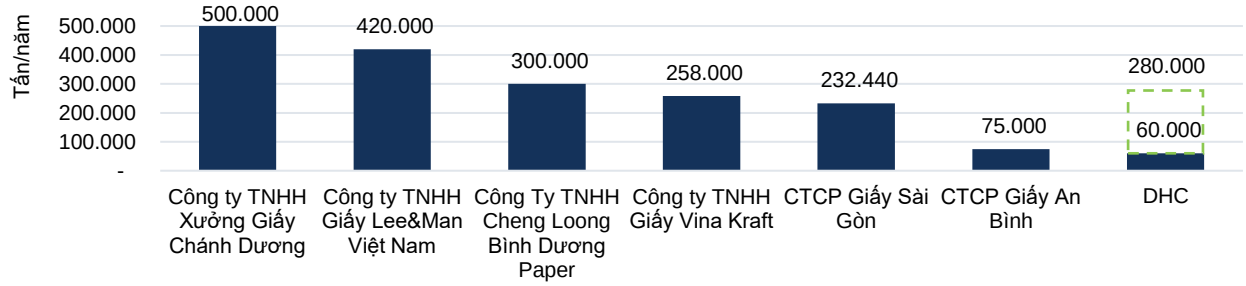
	Công nghệ sản xuất bột giấy từ nguyên liệu nguyên thủy *(gỗ hay phi gỗ: tre nứa, bã mía…)*	**Công nghệ sản xuất bột giấy từ giấy tái chế**
Quy trình sản xuất	Có 3 phương pháp chính: ◆ Phương pháp hóa học (sulfat, sulfit…): Sơ chế nguyên liệu ⇨ nấu bột ⇨ bể chứa ⇨ sàng, rửa ⇨ tẩy ⇨ bột giấy. ◆ Phương pháp bán hóa học: Gỗ nguyên liệu ⇨ ngâm tẩm trong điều kiện hóa chất/nấu ⇨ bột giấy. ◆ Phương pháp nhiệt cơ: Gỗ nguyên liệu ⇨ cắt mảnh ⇨ nghiền bột ⇨ sàng chọn ⇨ bột giấy.	Giấy tái chế ⇨ đánh tơi thành các sợi bột phân tán ⇨ đưa qua thiết bị sàng để loại bỏ những đám bột chưa bị đánh tan hết ⇨ đưa qua thiết bị lọc để loại bỏ những tạp chất có kích thước nhỏ (nhựa, keo, cát…) ⇨ đưa qua thiết bị phân tách thành các xơ sợi ⇨ đưa qua máy nghiền bột và lọc tạp chất ⇨ bột giấy.
Ưu điểm	◆ Chất lượng bột giấy tốt, có thể sử dụng để sản xuất các loại sản phẩm chất lượng cao (các loại bao bì yêu cầu độ bền và dai lớn). ◆ Một vài chủng loại sản phẩm đặc thù cần phải sản xuất từ bột giấy nguyên thủy.	◆ Chi phí sản xuất thấp hơn: Giá của giấy tái chế thấp hơn 3-5 lần giá bột giấy chưa sử dụng. ◆ Tránh sự phụ thuộc vào các nhà máy sản xuất bột giấy. ◆ Chi phí đầu tư thấp: Đầu tư cơ bản cho nhà máy sản xuất bột giấy tái chế thấp hơn 2-4 lần so với đầu tư cho nhà máy sản xuất bột giấy nguyên thủy. ◆ Giảm việc khai thác gỗ trồng rừng, đồng thời giảm lượng rác thải ra môi trường.
Nhược điểm	Chi phí đầu tư nhà máy và chi phí sản xuất cao hơn bột giấy tái chế.	◆ Bột giấy tái chế có chất lượng kém hơn, không thể sử dụng để sản xuất các loại sản phẩm chất lượng cao (các loại bao bì yêu cầu độ bền và dai lớn). ◆ Chất lượng giấy giảm dần khi tái chế nhiều lần.

Với nhu cầu giấy ngày càng tăng trong khi diện tích rừng ngày càng hạn hẹp, sự thiếu hụt nguyên liệu gỗ tại nơi có các nhà máy sản xuất giấy và bột giấy là yếu tố chính thúc đẩy sản xuất từ giấy tái chế. Hiện nay, hầu hết các doanh nghiệp sản xuất giấy kratf đều sử dụng công nghệ sản xuất bột giấy từ giấy tái chế do chi phí đầu tư thấp và hiệu quả kinh tế cao hơn.

Năng lực sản xuất – Tổng công suất sản xuất giấy kraft đứng thứ 4 cả nước sau khi nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 đi vào hoạt động

- ✓ DHC đang vận hành nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 1 với công suất thiết kế 60.000 tấn/năm – là nhà sản xuất giấy kraft lớn thứ 7 cả nước (tính đến 31/12/2018) và hiện đã hoạt động hết công suất.

BIỂU ĐỒ 1: **Công suất sản xuất giấy kraft trong nước tính đến 31/12/2018**



Nguồn: FPTS tổng hợp

- ✓ **Dự án nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2** được khởi công vào Q3/2015 với tổng vốn đầu tư dự kiến 1.150 tỷ đồng, trong đó khoảng 57% (656 tỷ đồng) là vốn vay, công suất thiết kế là 220.000 tấn/năm (gấp 3,7 lần công suất nhà máy Giao Long giai đoạn 1). Như vậy, tổng công suất sản xuất giấy kraft của DHC sau khi nhà máy mới vận hành là 280.000 tấn/năm, vượt qua VinaKraft, CTCP Giấy Sài Gòn và CTCP Giấy An Bình. Nhà máy mới đã vận hành thương mại từ đầu tháng 7/2019 với công suất ban đầu đạt khoảng 70% công suất thiết kế và kỳ vọng đem lại 640 tỷ đồng doanh thu cho năm 2019.

Thị trường tiêu thụ

- ✓ Khoảng 15% sản lượng giấy kraft của nhà máy Giao Long giai đoạn 1 được tiêu thụ nội bộ tại nhà máy bao bì Bến Tre số 2, còn lại được cung ứng trực tiếp cho các đối tác bên ngoài (Công ty TNHH Box Park Việt Nam, Công ty TNHH Nam An, Công ty TNHH Ngành Giấy Cát Phú, Công ty TNHH Ojitex,….). Thị trường tiêu thụ chính là các tỉnh miền Đông Nam Bộ và Thành phố Hồ Chí Minh. ***Tính đến 31/12/2018, DHC đang chiếm thị phần khoảng 12% cho khu vực này***.
- ✓ Sản lượng giấy từ nhà máy Giao Long giai đoạn 2 chủ yếu cung ứng ra bên ngoài. DHC cho biết đã đàm phán thành công hợp đồng xuất khẩu khoảng 4.000-6.000 tấn/tháng cho các nước Đông Nam Á thông qua đại lý từ tháng 7/2019. Đối với thị trường tiêu thụ trong nước, DHC đã và đang đàm phán tăng quy mô đơn hàng với các đối tác lớn hiện nay (Công ty TNHH Box Park Việt Nam, Công ty TNHH Ngành Giấy Cát Phú…) đồng thời tích cực tìm kiếm và phát triển khách hàng mới.

Mảng bao bì carton

Nguyên vật liệu đầu vào – 80% do nhà máy Giao Long cung cấp

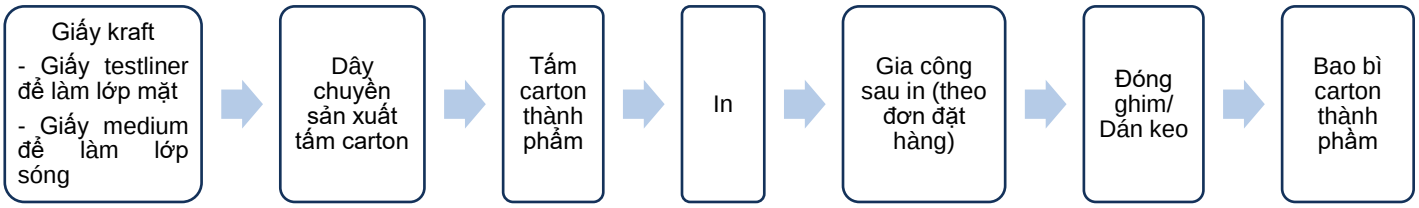
Nguyên liệu chính là giấy kraft. Trong đó, khoảng 80% giấy kraft sẽ do nhà máy Giao Long cung cấp, 20% giấy lớp mặt trắng (white top liner) và giấy medium có chất lượng phù hợp với yêu cầu của khách hàng được nhập bổ sung. ***Việc tự cung ứng phần lớn giấy kraft cho khâu sản xuất bao bì carton*** đã giúp DHC giảm thiểu rủi ro biến động giá giấy kraft đầu vào.

Công nghệ sản xuất

Công nghệ sản xuất bao bì carton không có nhiều sự khác biệt do quy trình sản xuất đơn giản và chi phí đầu tư thiết bị máy móc ban đầu không quá lớn (Phụ lục), cụ thể:

Hiện nay, quy trình sản xuất bao bì carton đều đi theo các bước (1) Giấy kraft được cho vào đưa vào máy chạy sóng, hơi nóng cung cấp cho các lô sấy, sấy khô keo làm dính các lớp giấy cho ra tấm carton (2) Tấm carton tạo thành ở bước 1 sẽ được đưa vào máy in Flexo để tạo thành giấy tấm đã in Flexo (3) Tấm carton đã in tiếp tục đi qua máy dập và máy cắt khe để tạo thành từng tấm bìa Carton hoàn thiện (4) Máy đóng ghim và máy dán thùng

hoàn thiện các tấm carton trên thành những thùng carton theo hình khối yêu cầu (5) Kiểm tra chất lượng thành phẩm và đóng gói.



Quy trình sản xuất thùng carton sử dụng các loại máy móc chính là dây chuyền sản xuất tấm carton, máy bế khuôn, máy in, máy bổ chạp, máy gấp dán tự động và cột tự động, máy đóng ghim…. Tại DHC, các máy móc trong dây chuyền sản xuất được nhập khẩu trực tiếp từ Đài Loan, Trung Quốc. Công ty hiện đang sử dụng máy in ngang Flexo 3 màu và 5 màu, máy bổ chạp tự động, sử dụng song song 2 loại máy bế phẳng và máy bế tròn tùy theo đơn hàng.

Năng lực sản xuất – Đầu tư nhà máy Bao bì số 1 trong năm 2019

- ✓ **Nhà máy bao bì số 2** được DHC đầu tư năm 2010 với công suất thiết kế là 25 triệu m^2/năm đã chính thức đưa vào khai thác từ đầu năm 2011. Nhà máy hiện đang hoạt động khoảng 83% công suất thiết kế, dự kiến đến năm 2020 sẽ đạt công suất tối đa.
- ✓ Ngày 09/05/2019, DHC đã thông qua việc xây dựng **Dự án Nhà máy Bao bì số 1** với công suất 42 triệu m^2/năm tại Lô AIV-8, Lô AIV-9, Khu công nghiệp Giao Long, xã An Phước, huyện Châu Thành, tỉnh Bến Tre. Tổng vốn đầu tư là 168 tỷ đồng, dự kiến triển khai từ tháng 7/2019 và sẽ đi vào hoạt động chính thức vào tháng 7/2021.

Thị trường tiêu thụ

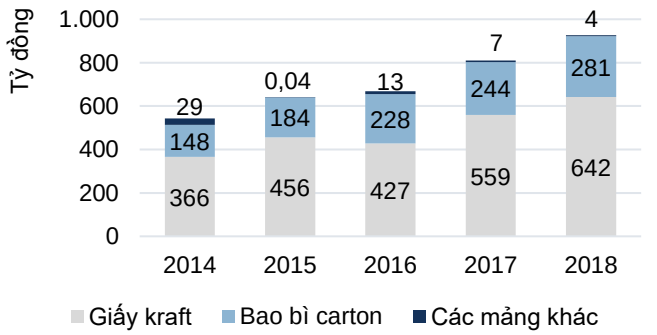
- ✓ DHC trực tiếp phân phối sản phẩm đến khách hàng, không thông qua đại lý/cửa hàng bán lẻ. Bộ phận bán hàng của DHC sẽ tìm kiếm, phát triển khách hàng và ký kết hợp đồng. Công ty thực hiện sản xuất theo đơn hàng và giao thành phẩm cho khách hàng bằng xe vận chuyển của công ty và thuê ngoài.
- ✓ Thị trường tiêu thụ chính là Đồng bằng sông Cửu Long với các khách hàng chính là các công ty chế biến thủy sản - chiếm khoảng 45% doanh thu mảng bao bì, khoảng 20% doanh thu mảng bao bì đến từ các công ty may mặc và dược phẩm. Một số khách hàng lớn, thường xuyên của DHC là CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre, Thủy sản Hải Hương, CTCP Xuất nhập khẩu y tế Domesco, CTCP Dược phẩm Imexpharm,…

  Việc các khách hàng trong lĩnh vực thủy sản xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu mảng bao bì sẽ khiến hoạt động kinh doanh mảng này sụt giảm khi ngành thủy sản gặp khó khăn. Do đó, DHC đang tìm cách phát triển khách hàng mới, đa dạng hóa các ngành hàng tiêu thụ bao bì khác như nông sản, giày da,… để giảm bớt rủi ro phụ thuộc vào ngành thủy sản.

- ✓ Do đặc thù chi phí vận chuyển lớn, các doanh nghiệp sản xuất bao bì chỉ có lợi thế cạnh tranh trong khu vực lân cận nhà máy sản xuất. Tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, DHC là một trong những doanh nghiệp lớn nhất với thị phần khoảng 30%, 70% còn lại thuộc về các công ty nhỏ như Công ty TNHH bao bì King Group (Hậu Giang), Công ty TNHH bao bì giấy Việt Trung (Long An),….

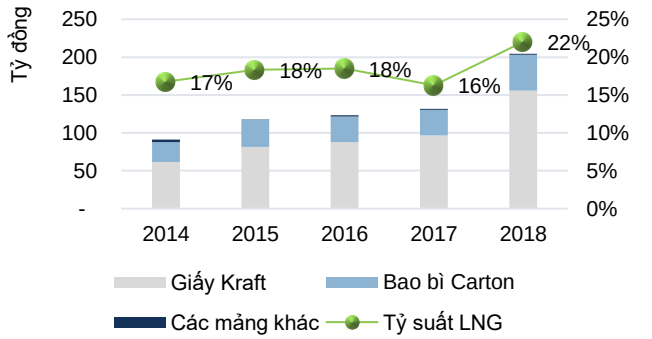
2. Doanh thu và lợi nhuận gộp từng mảng

BIỂU ĐỒ 2: **Doanh thu thuần từng mảng 2014-2018**



Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

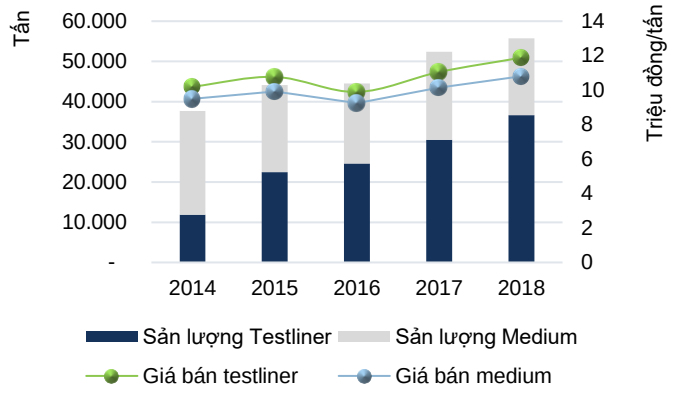
BIỂU ĐỒ 3: **Lợi nhuận gộp từng mảng 2014-2018**



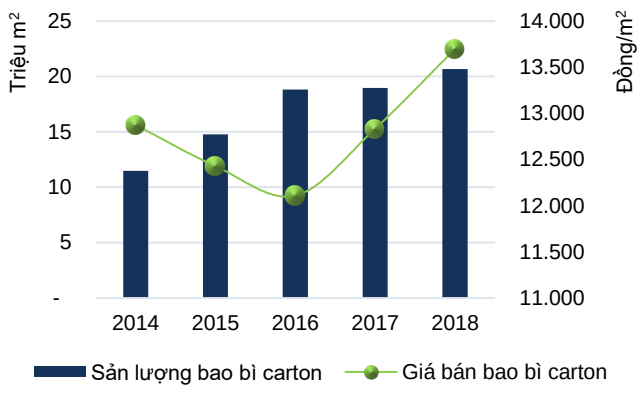
Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Doanh thu của DHC đến từ hai mảng chính là giấy kraft (bao gồm giấy testliner và giấy medium) và bao bì carton, doanh thu từ các hoạt động khác (bán nguyên liệu, phế liệu) chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Trong đó, giấy kraft là sản phẩm trọng tâm của DHC, bình quân giai đoạn 2014-2018 chiếm tỷ trọng 68,2% doanh thu thuần và 71,5% lợi nhuận gộp mỗi năm. Bao bì carton đóng góp bình quân 30,1% doanh thu thuần và 27,2% lợi nhuận gộp mỗi năm. Cụ thể:

BIỂU ĐỒ 4: **Sản lượng và giá bán giấy kratf 2014-2018**



BIỂU ĐỒ 5: **Sản lượng và giá bán bao bì carton 2014-2018**



Nguồn: FPTS tổng hợp

Mảng giấy kraft

Doanh thu từ giấy testliner có xu hướng gia tăng trong giai đoạn 2014-2018 và chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu thuần năm 2018 (44,23%). Doanh thu từ giấy medium tăng trưởng chậm lại (năm 2018 chỉ tăng 2,1% yoy) và tỷ trọng đóng góp trong doanh thu thuần có xu hướng giảm dần, năm 2018 chỉ còn chiếm 25% doanh thu thuần.

Sản lượng tiêu thụ giấy kraft liên tục gia tăng trong giai đoạn 2014-2018 và đạt mức 55.715 tấn trong năm 2018 do nhu cầu tiêu thụ trong nước ngày càng tăng và sản lượng sản xuất trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu *(tính đến năm 2018, sản lượng sản xuất trong nước đạt 3.046 nghìn tấn/năm, đáp ứng được 79,8% nhu cầu tiêu thụ, còn lại phải nhập khẩu).* Trong đó:

- ✓ DHC tập trung đẩy mạnh phát triển giấy tesliner do có giá bán cao hơn giấy medium khoảng 7%-10%. Sản lượng tiêu thụ giấy tesliner tăng bình quân 35,8%/năm, đạt 36.605 tấn vào năm 2018. Tỷ trọng giấy testliner/medium trong tổng sản lượng tiêu thụ tăng từ 31,4%/68,6% năm 2014 lên 65,7%/34,3% năm 2018. Theo DHC, công ty sẽ tiếp tục mở rộng sản xuất giấy testliner trong năm 2019 khi nhà máy Giao Long giai đoạn 2 đi vào hoạt động.
- ✓ Sản lượng tiêu thụ giấy medium có xu hướng sụt giảm (bình quân giảm 6,7%/năm) và chỉ đạt 19.110 tấn trong năm 2018.

Về giá bán, hiện tại sản lượng sản xuất trong nước vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ, bên cạnh đó, các doanh nghiệp FDI có công suất lớn chủ yếu phục vụ mục tiêu xuất khẩu, đặc biệt là xuất khẩu đi Trung Quốc nên áp lực cạnh tranh không quá gay gắt. Trong năm 2017-2018, giá bán giấy kraft có xu hướng tăng do:

- ✓ **Các nhà sản xuất bao bì Trung Quốc tăng cường nhập khẩu giấy kraft từ Việt Nam, khiến trong nước thiếu hụt giấy kraft và đẩy giá giấy kraft tăng cao:**

  Tác động từ các chính sách quản lý môi trường của Trung Quốc (chính sách cấm nhập khẩu giấy phế liệu chưa phân loại và giảm tạp chất trong giấy phế liệu nhập khẩu xuống còn 0,3% so với mức 1,5% trước đây) đã gây nên tình trạng thiếu hụt tức thời giấy OCC để sản xuất giấy kraft tại Trung Quốc và dẫn đến thiếu hụt giấy kraft cho sản xuất bao bì.

  Bên cạnh đó, việc Trung Quốc thực hiện đóng cửa các nhà máy sản xuất giấy với công suất thấp, công nghệ lạc hậu, nhằm thực hiện cải thiện môi trường *(trong năm 2018, Trung Quốc đã đóng cửa nhiều nhà máy với tổng năng lực sản xuất là 3,14 triệu tấn)* cũng là nguyên nhân khiến nguồn cung giấy kraft tại Trung Quốc trong năm 2017-2018 sụt giảm và các nhà sản xuất bao bì Trung Quốc phải gia tăng nhập khẩu từ các nước Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam. Điều này đã khiến trong nước thiếu hụt giấy kraft và đẩy giá giấy kraft tăng cao.
- ✓ Từ Q1/2018, Chính phủ Việt Nam cũng siết chặt việc quản lý phế liệu nhập khẩu, từ tháng 04/2018 nhiều lô hàng giấy phế liệu nhập khẩu vào Việt Nam không thông quan được gây ra tình trạng thiếu hụt giấy OCC cho

sản xuất giấy kraft. Các nhà sản xuất giấy kraft tranh nhau thu mua nguồn giấy phế liệu nội địa để duy trì sản xuất, dẫn đến thiếu hụt nguồn cung, giấy kraft trở nên khan hiếm và tăng giá mạnh. Tính bình quân năm 2018, giá giấy kraft đã tăng khoảng 13%. DHC nhờ có lượng hàng tồn kho giấy OCC lớn nên đã được hưởng lợi từ việc giá giấy kraft tăng giúp biên lợi nhuận mảng này đạt mức cao kỷ lục trong năm 2018.

Mảng bao bì carton

Sản lượng tiêu thụ bao bì carton có xu hướng tăng trong giai đoạn 2014-2018 nhờ sự tăng trưởng tốt của các ngành xuất khẩu như thủy sản, da giày, dệt may… là đầu ra của sản phẩm bao bì. Bên cạnh đó, việc phát triển thêm khách hàng mới (CTCP Thủy sản Cửu Long An Giang, CTCP Xuất nhập khẩu thủy sản Đông Á, CTCP Nafoods miền Nam…) cũng giúp DHC gia tăng sản lượng tiêu thụ.

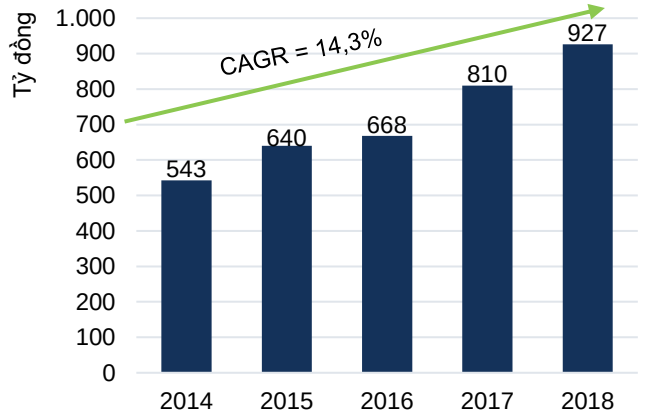
Về giá bán, do đặc thù của ngành bao bì là công nghệ sản xuất không có nhiều sự khác biệt và áp lực cạnh tranh trong ngành cao nên khả năng tăng giá bán bị hạn chế. Giai đoạn 2014-2017, xu hướng ổn định của giá giấy đầu vào giúp giá bán đầu ra của sản phẩm bao bì carton khá ổn định. Giai đoạn 2017-2018, giá giấy đầu vào tăng mạnh, tạo nên áp lực tăng giá bán chung trên thị trường nên công ty đã đàm phán thành công tăng giá bán đối với một số khách hàng, bình quân năm 2018 giá bán tăng 6,7% so với 2017.

Việc tự cung ứng được phần lớn nguyên liệu giấy kraft đầu vào là lợi thế cạnh tranh giúp DHC hạn chế được ảnh hưởng từ biến động giá giấy kratf đến biên lợi nhuận.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu thuần tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2014-2018

BIỂU ĐỒ 6: **Doanh thu thuần 2014-2018**



Nguồn: FPTS tổng hợp

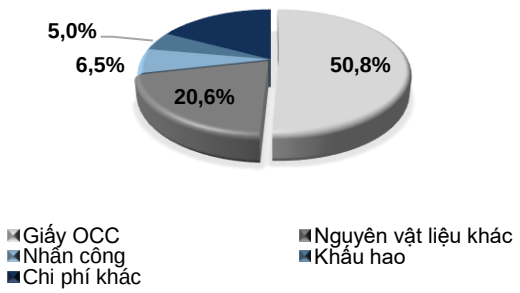
Giai đoạn 2014-2018, doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ 14,3% CAGR/năm.

Doanh thu thuần năm 2018 đạt 926,7 tỷ đồng, tăng trưởng 14,4% yoy và hoàn thành 108,8% kế hoạch năm (852 tỷ đồng) do:

- ✓ *DHC đẩy mạnh sản xuất dòng sản phẩm giấy testliner có giá bán cao hơn 7%-10% so với giá bán giấy medium dẫn đến doanh thu từ giấy testliner tăng mạnh 23,1% yoy.*
- ✓ *Sản lượng tăng 8,9% và giá bán bao bì carton tăng bình quân 6,7% so với mức giá năm 2017 giúp doanh thu mảng này tăng 16,3% yoy.*

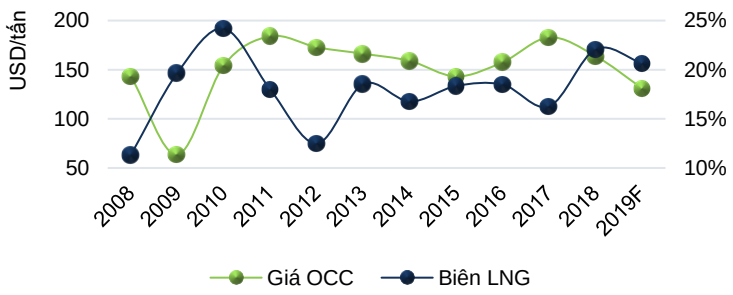
Chi phí nguyên liệu đầu vào chiếm hơn 70% chi phí sản xuất, biến động giá giấy OCC thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp

BIỂU ĐỒ 7: **Chi phí sản xuất theo yếu tố năm 2018**



Nguồn: FPTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 8: **Diễn biến giá giấy OCC và biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2008-2018**



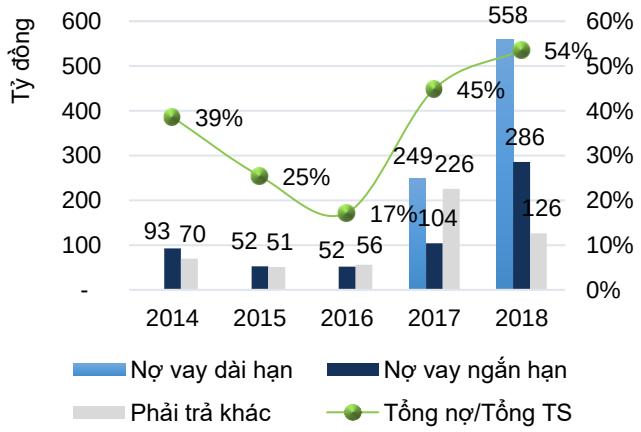
Nguồn: RISI[3], DHC, FPTS tổng hợp

[3] *Trước đây là Paperloop, Inc. và đổi tên thành RISI, Inc. vào tháng 1 năm 2006. Công ty được thành lập năm 1985 và có trụ sở tại Bedford, Massachusetts, Mỹ. Là công ty cung cấp báo cáo giá, dữ liệu ngành cho các doanh nghiệp làm việc trong bột giấy và giấy, bao bì, sản phẩm gỗ,… Website: https://www.risiinfo.com/*

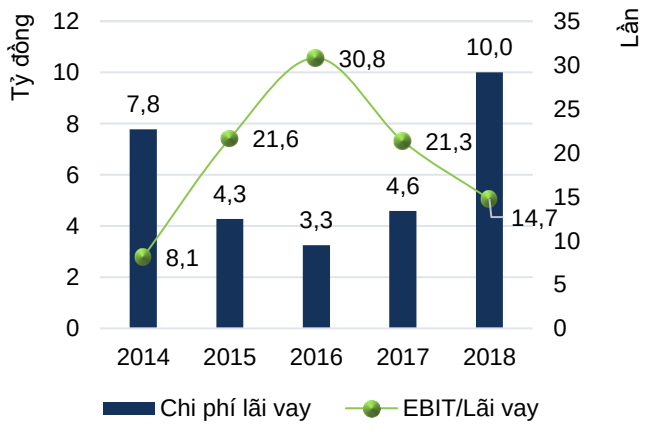
- ✓ Hiện tại, lượng giấy thu gom trong nước mới chỉ khoảng 50-60%, còn lại 40-50% vẫn phải nhập khẩu. Việc phụ thuộc vào giấy OCC nhập khẩu khiến giá giấy OCC trong nước có xu hướng biến động cùng chiều với giá giấy OCC thế giới.
- ✓ Để hạn chế tác động của giá giấy OCC đến hoạt động sản xuất kinh doanh, DHC luôn duy trì lượng hàng tồn kho lớn (thông thường đủ phục vụ sản xuất khoảng 3-6 tháng), do đó tác động của giá giấy OCC đến kết quả kinh doanh sẽ có độ trễ tương ứng.
- ✓ Giai đoạn 2012-2015, giá giấy OCC có xu hướng giảm giúp cho biên lợi nhuận gộp của DHC cải thiện mạnh lên mức 16,8% - 18,6% so với mức 12,5% năm 2012.
- ✓ Năm 2017, giá giấy OCC tăng mạnh trong 3 quý đầu năm do từ tháng 5/2017, Trung Quốc áp dụng chính sách cấm nhập khẩu giấy phế liệu chưa phân loại và giảm tạp chất trong giấy phế liệu nhập khẩu xuống còn 0,3% so với mức 1,5% trước đây. Ngoài ra, Trung Quốc còn đóng cửa các nhà máy sản xuất giấy với công suất thấp, công nghệ lạc hậu, nhằm thực hiện cải thiện môi trường. ***Những chính sách này đã gây nên tình trạng thiếu hụt tức thời nguyên liệu để sản xuất giấy, các nhà sản xuất giấy Trung Quốc đã đẩy mạnh nhập khẩu giấy OCC vì lo ngại việc thắt chặt hạn ngạch nhập khẩu trong những năm tới, theo đó giá giấy OCC nhiều thời điểm bị đẩy lên rất cao (180-200 USD/tấn). Giá giấy OCC tăng mạnh đã khiến biên lợi nhuận gộp năm 2017 của DHC giảm xuống còn 16,3% từ mức 18,5% năm 2016.***
- ✓ Năm 2018, hoạt động tích trữ OCC của các nhà sản xuất giấy Trung Quốc tiếp tục diễn ra và đẩy giá giấy OCC tăng mạnh trong tháng 9-11/2018 (170 USD/tấn) do lo ngại việc thắt chặt hạn ngạch nhập khẩu năm 2019. Tuy nhiên, giá giấy OCC sau đó đã giảm trở lại do Trung Quốc đã cấp phép nhập khẩu cao hơn so với hạn ngạch công bố ban đầu (15 triệu tấn). Theo số liệu thống kê từ RISI, năm 2018, Trung Quốc đã nhập khẩu 18,2 triệu tấn giấy thu hồi, giảm 28,3% yoy. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của DHC được cải thiện lên mức 22,1%.
- ✓ Trong nửa đầu năm 2019, giá nhập khẩu các lô OCC mới cũng như giá thu mua OCC trong nước tiếp tục có xu hướng giảm khoảng 15%-20% yoy. Theo đó, giá giấy kraft trong nước và giá xuất khẩu đi Trung Quốc cũng sụt giảm khoảng 15-20% yoy. Tuy nhiên, do nhà máy giấy Giao Long 1 vẫn đang sử dụng lượng giấy OCC tồn kho đã thu mua dần từ cuối năm 2018 nên biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2019 giảm xuống mức 18,8% (thấp hơn so với mức 22,3% trong 6T/2018).

Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản cao, chi phí lãi vay tăng gấp đôi trong năm 2018

BIỂU ĐỒ 9: **Tình hình nợ phải trả qua các năm**



BIỂU ĐỒ 10: **Chi phí lãi vay qua các năm**



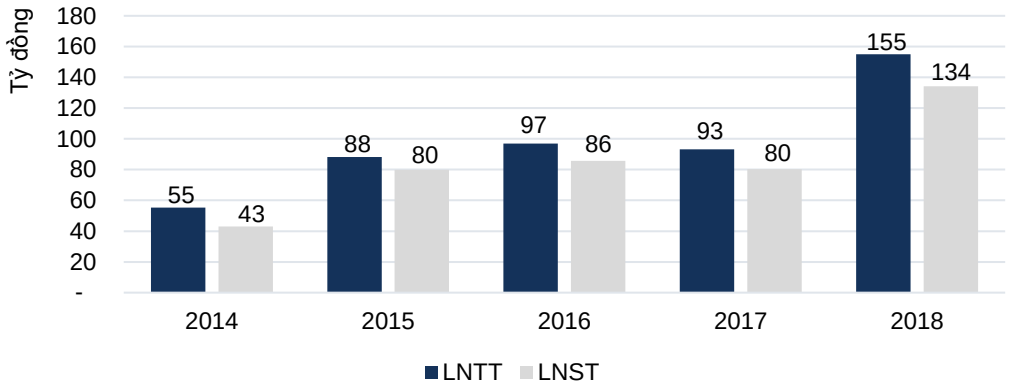
Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Từ năm 2014-2016, DHC không có nợ vay dài hạn và tỷ trọng Nợ/Tổng tài sản giảm dần từ 39% năm 2014 xuống còn 17% năm 2016. Năm 2017-2018, tỷ trọng Nợ/Tổng tài sản tiếp tục gia tăng do DHC vay nợ dài hạn để đầu tư dự án nhà máy Giao Long giai đoạn 2 và tăng vay nợ ngắn hạn nhằm đẩy mạnh tích trữ tồn kho nguyên liệu cho sản xuất.

Nợ vay tăng mạnh khiến chi phí lãi vay của DHC tăng 41,1% trong năm 2017 và 118% trong năm 2018. Theo đó, chỉ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay) giảm xuống còn 14,7 lần.

Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh trong năm 2018, DHC được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN)

BIỂU ĐỒ 11: **LNTT và LNST của DHC 2014-2018**



Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2014-2018, lợi nhuận trước thuế tăng trưởng với tốc độ 29,6% CAGR/năm. Sau khi sụt giảm 3,8% trong năm 2017, lợi nhuận trước thuế của DHC đã tăng mạnh trở lại 66,1% yoy trong năm 2018 do tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện mạnh lên mức 22,1% từ mức 16,3% năm 2017:

- ✓ *Giá giấy OCC năm 2018 không còn biến động mạnh như năm 2017 và đã giảm trở lại bình quân khoảng 10,5%.*
- ✓ *DHC chủ động tích trữ nguồn nguyên liệu giá rẻ trong quý 2 nhằm đảm bảo nguồn cung ổn định cho các hợp đồng và hạn chế tác động của việc giá giấy OCC tăng đột biến do chính sách kiểm soát chặt chẽ nhập khẩu giấy phế liệu của Chính phủ Trung Quốc (tồn kho nguyên vật liệu năm 2018 tăng mạnh 41,2% trong quý 2/2019). Theo đó, giá vốn hàng bán chỉ tăng 6,5% - thấp hơn mức tăng của doanh thu thuần giúp lợi nhuận gộp tăng mạnh và biên lợi nhuận gộp cải thiện.*
- ✓ *Đóng góp lớn hơn của giấy testliner có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn 1,0% -1,5% so với giấy medium giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện.*

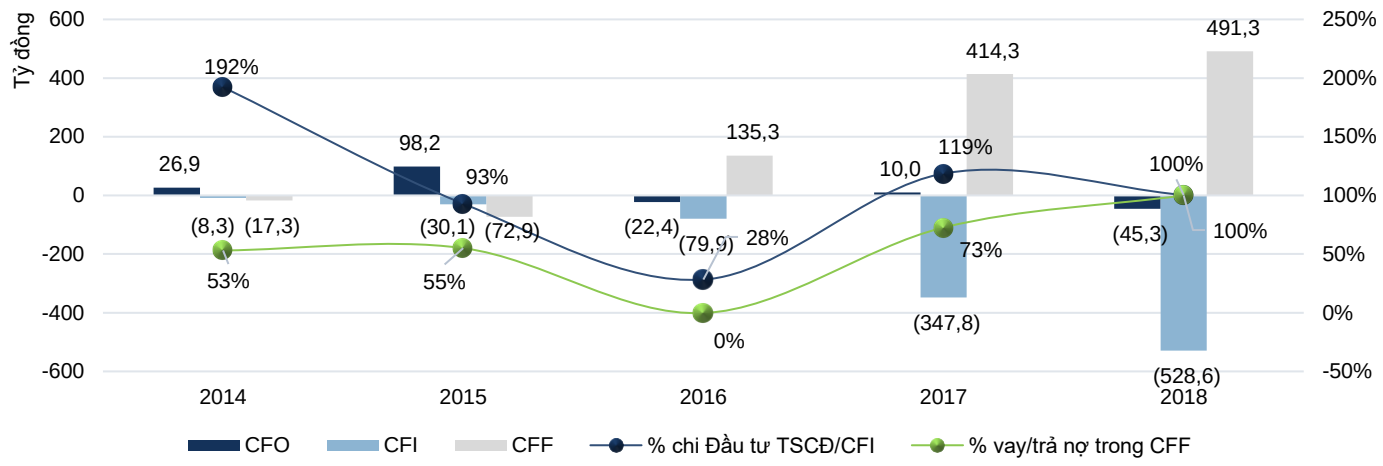
DHC được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN)

Theo Thông tư số 96/TT-BTC do Bộ Tài chính ban hành ngày 22/06/2015, DHC được hưởng ưu đãi thuế cho dự án nhà máy Bao bì và dự án nhà máy giấy Giao Long do đáp ứng điều kiện ưu đãi thuế về địa bàn ưu đãi cho dự án đầu tư mở rộng. ***Việc được hưởng chính sách ưu đãi thuế TNDN giúp DHC tiết kiệm đáng kể chi phí thuế hàng năm.***

- ✓ ***Nhà máy Bao bì:*** *Được miễn thuế 2 năm đầu từ khi có thu nhập tính thuế và giảm 50% thuế TNDN trong 4 năm tiếp theo. Nhà máy bao bì số 2 bắt đầu có thu nhập tính thuế từ năm 2013, do đó, từ năm 2019, nhà máy bao bì sẽ không còn được hưởng ưu đãi thuế và thu nhập từ nhà máy này sẽ chịu thuế suất thông thường là 20%. Dự án nhà máy bao bì số 1 dự kiến sẽ được miễn thuế 2 năm 2021-2022 và giảm 50% thuế TNDN trong 4 năm 2023-2026.*
- ✓ ***Nhà máy giấy Giao Long 1:*** *Được miễn thuế 3 năm đầu từ khi có thu nhập tính thuế và giảm 50% thuế TNDN trong 5 năm tiếp theo. Nhà máy giấy Giao Long 1 bắt đầu có thu nhập tính thuế từ năm 2013, do đó sẽ được hưởng thuế suất ưu đãi 10%/năm đến hết năm 2020.*
- ✓ ***Dự án nhà máy giấy Giao Long 2*** *dự kiến sẽ được miễn thuế 2 năm đầu (2019-2020) và giảm 50% thuế TNDN trong 4 năm tiếp theo (2021-2024).*

Dòng tiền hoạt động kinh doanh kém, dòng tiền hoạt động tài chính và đầu tư biến động mạnh trong năm 2017-2018

BIỂU ĐỒ 12: **Dòng tiền của DHC giai đoạn 2014-2018**



Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Dòng tiền hoạt động kinh doanh – CFO

Dòng CFO của DHC khá thấp trong giai đoạn từ 2016-2018 khi công ty phải tăng cường bổ sung vốn lưu động, chủ yếu là hàng tồn kho và phải thu khách hàng.

- ✓ Giá trị hàng tồn kho tính đến cuối năm 2018 đạt 337,2 tỷ đồng, gấp 6,0 lần giá trị tồn kho đầu năm 2016. Việc giá giấy nguyên liệu biến động mạnh, nhập khẩu gặp khó khăn là nguyên nhân khiến DHC đẩy mạnh tích trữ tồn kho nguyên vật liệu trong giai đoạn 2017-2018, vòng quay hàng tồn kho cũng giảm mạnh từ mức 11,8 lần (năm 2016) xuống mức 3,45 lần (năm 2018).
- ✓ Giá trị các khoản phải thu cũng tăng từ 97,2 tỷ đồng đầu năm 2016 lên 166,5 tỷ đồng cuối năm 2018. Trong khi đó, khoản chiếm dụng vốn của người bán chỉ tăng từ 43,6 tỷ đồng lên 80,4 tỷ đồng, không đủ bù đắp nhu cầu vốn lưu động tăng thêm cho hàng tồn kho và phải thu khách hàng.

Dòng tiền hoạt động đầu tư – CFI

Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư – CFI của DHC phản ánh việc đầu tư nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 từ năm 2016, trong đó tập trung chủ yếu trong 2 năm 2017 và 2018. Ngoài ra, có thể thấy rằng phần lớn CFI của DHC trong những năm qua được sử dụng để đầu tư, mua sắm tài sản cố định, cho thấy doanh nghiệp vẫn đang tập trung tối đa nguồn lực cho hoạt động kinh doanh cốt lõi và không có rủi ro từ các hoạt động đầu tư trái ngành.

Trong thời gian tới, hoạt động đầu tư của DHC sẽ tập trung vào việc hoàn thiện các hạng mục còn lại của nhà máy Giao Long giai đoạn 2 trong năm 2019 và đầu tư xây dựng nhà máy bao bì số 1 (tổng vốn đầu tư dự tính khoảng 168 tỷ đồng) từ tháng 7/2019-tháng 7/2021.

Dòng tiền hoạt động tài chính – CFF

Vay/trả nợ và phát hành tăng vốn: DHC vẫn đang trong giai đoạn mở rộng đầu tư vào nhà máy giấy và bao bì giấy từ năm 2015 đến nay. Việc đầu tư nhà máy mới khiến nhu cầu vốn đầu tư của công ty tăng cao trong khi CFO thu về thấp không đủ tài trợ, do đó DHC phải sử dụng dòng CFF để tài trợ:

- ✓ Vay/trả nợ: Với khoảng 57% tổng vốn đầu tư cho nhà máy Giao Long giai đoạn 2 được huy động từ nguồn vốn vay (656 tỷ đồng), DHC đã đẩy mạnh vay nợ trong 2 năm 2017-2018, 73% biến động CFF năm 2017 và toàn bộ biến động CFF năm 2018 đến từ các khoản vay nợ thêm. Dự kiến từ nửa cuối năm 2019, khi nhà máy Giao Long 2 đi vào hoạt động, DHC sẽ thực hiện thanh toán dần các khoản vay dài hạn để giảm bớt áp lực chi phí lãi vay.
- ✓ Phát hành cổ phiếu: ghi nhận trong năm 2016 (159,0 tỷ đồng từ phát hành riêng lẻ 6 triệu cổ phiếu giá 27.000 đồng/CP trong tháng 3/2016) và 2017 (133,4 tỷ đồng từ chào bán 5,1 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giá 18.000 đồng/CP và phát hành 1,2 triệu cổ phiếu ESOP giá 18.000 đồng/CP).

Chi trả cổ tức: Từ năm 2014-2016, DHC chi trả cổ tức bằng tiền 1.000 đồng/năm. Riêng năm 2017-2018, DHC đã không chi trả cổ tức tiền mặt do cần tập trung nguồn lực cho đầu tư nhà máy Giao Long giai đoạn 2.

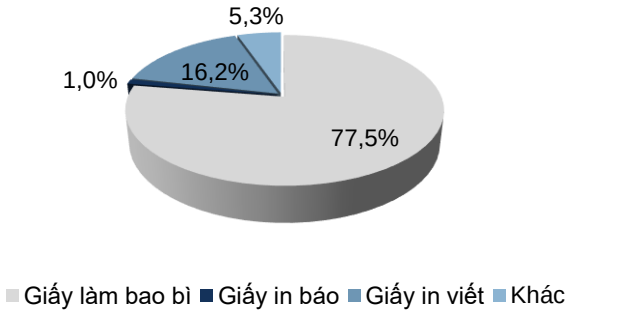
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. Mảng giấy kraft

Triển vọng thị trường tiêu thụ giấy kraft

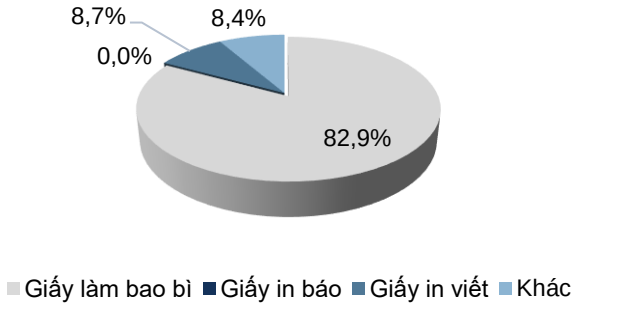
- ✓ **Thị trường trong nước còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nhưng áp lực cạnh tranh sẽ gia tăng mạnh từ năm 2023**
  - Giấy làm bao bì (bao gồm giấy kraft và một số loại giấy khác) là sản phẩm chính của ngành giấy Việt Nam, chiếm 77,5% tổng sản lượng tiêu thụ và 82,9% tổng sản lượng sản xuất các loại giấy trong năm 2018, còn lại là giấy in báo, in viết, giấy ăn, vàng mã…

BIỂU ĐỒ 13: **Cơ cấu sản lượng tiêu thụ giấy năm 2018**



Nguồn: VPPA

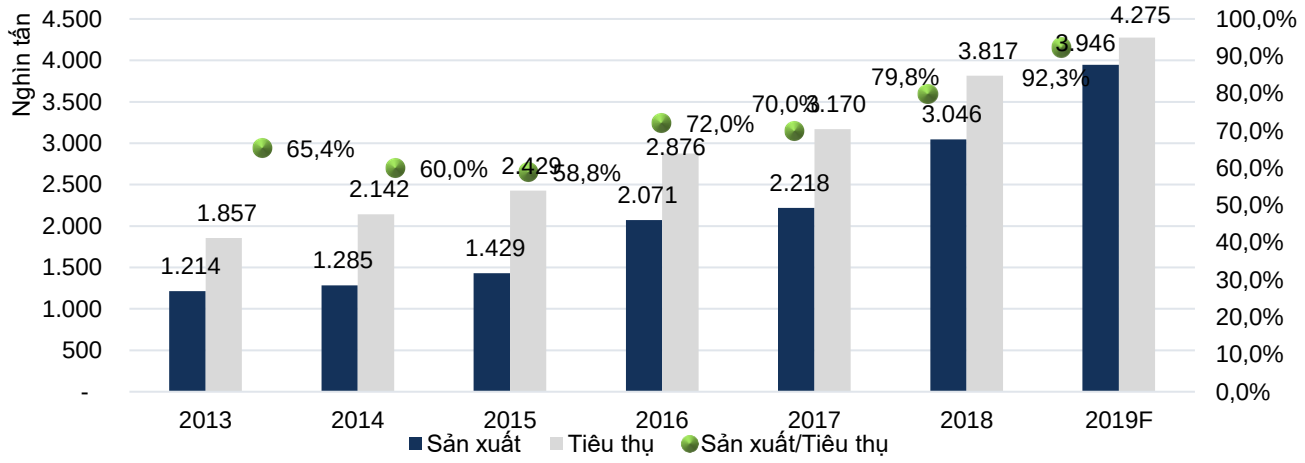
BIỂU ĐỒ 14: **Cơ cấu sản lượng sản xuất giấy năm 2018**



Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

- **Công suất sản xuất trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu giấy làm bao bì**

BIỂU ĐỒ 15: **Tình hình sản xuất và tiêu thụ giấy làm bao bì năm 2013-2019F**



Nguồn: VPPA

Năm 2018: Sản lượng tiêu thụ giấy làm bao bì tăng trưởng 20,1%, đạt 3.817 nghìn tấn. Tuy nhiên, tổng sản lượng sản xuất nội địa mới chỉ đáp ứng được 79,8% nhu cầu, đạt 3.046 nghìn tấn, trong đó khoảng 70% là do các doanh nghiệp FDI (Vinakraft, Lee & Man và Chánh Dương, Cheng Loong) đóng góp, còn lại vẫn phải nhập khẩu.

Năm 2019: VPPA ước tính nhu cầu tiêu thụ giấy làm bao bì sẽ tăng thêm 12%, đạt 4.275,0 nghìn tấn, công suất sản xuất sẽ tăng thêm khoảng 900 nghìn tấn (+29,5% yoy), đạt 3.946,0 nghìn tấn – đáp ứng được 92,3% nhu cầu tiêu thụ.

Giai đoạn 2020-2026: VPPA dự báo nhu cầu tiêu thụ sẽ tăng trưởng với tốc độ trên 10%/năm. Trong khi đó, với các dự án đầu tư mới ngành giấy đang triển khai và xin cấp phép, năng lực sản xuất dự kiến sẽ tăng

thêm khoảng 6,24 triệu tấn vào năm 2026, đạt 9,3 triệu tấn. Như vậy, nếu không xuất khẩu thì cung giấy kraft trong nước có khả năng sẽ vượt cầu.

- **Áp lực cạnh tranh trên thị trường nội địa sẽ gia tăng từ năm 2023**

Trong năm 2018, các dự án nhà máy sản xuất giấy kraft có quy mô lớn của CTCP Thương mại dịch vụ giấy Thuận An, Công Ty TNHH Cheng Loong Bình Dương Paper… đã đi vào hoạt động khiến tổng năng lực sản xuất giấy kraft cả nước đến cuối năm 2018 tăng 42% so với năm 2017 trong khi nhu cầu tiêu thụ chỉ tăng trưởng 20%. Năng lực sản xuất tăng nhanh hơn nhu cầu tiêu thụ làm gia tăng mức độ cạnh tranh trên thị trường nội địa.

Theo số liệu tổng hợp của VPPA, tổng năng lực sản xuất dự kiến đầu tư đến năm 2026 đạt 6,24 triệu tấn, trong đó 2,7 triệu tấn đang xin cấp phép. Như vậy, dự báo đến năm 2026, năng lực sản xuất trong nước sẽ tăng lên 9,24 nghìn tấn (gấp 3 lần năng lực hiện nay). Cụ thể:

(1) Các doanh nghiệp trong nước: *Nhà máy Giao Long 2 của DHC sẽ đi vào hoạt động trong năm 2019, ngoài ra các dự án mở rộng công suất của CTCP Giấy Tân Mai, CTCP Miza, CTCP giấy Hoàng Hà… cũng sẽ dần đi vào hoạt động trong giai đoạn 2019-2025. Theo đó, ước tính tổng công suất sản xuất giấy kratf của các doanh nghiệp trong nước tính đến năm 2026 sẽ tăng thêm 2,31 triệu tấn/năm.*

(2) Các doanh nghiệp FDI: *Đầu tư FDI vào ngành giấy Việt Nam, tập trung vào giấy kraft đã tăng rất nhanh trong 2 năm 2017-2018 với nhiều dự án lớn của Tập đoàn giấy Cửu Long, Công ty TNHH Giấy Lee&Man Việt Nam, Công Ty TNHH Cheng Loong Bình Dương Paper… Dự kiến từ năm 2023, các dự án này sẽ dần đi vào hoạt động. Tổng công suất của các doanh nghiệp FDI đến năm 2026 ước tính sẽ tăng thêm 3,97 triệu tấn/năm.*

Phần lớn sản lượng giấy của các doanh nghiệp FDI sẽ phục vụ mục tiêu xuất khẩu ra thị trường nước ngoài, chủ yếu là Trung Quốc (thị trường xuất khẩu giấy kraft chính của Việt Nam, chiếm hơn 70% tổng kim ngạch xuất khẩu giấy năm 2018). Tuy nhiên, ***triển vọng xuất khẩu vào Trung Quốc năm 2019 dự báo kém khả quan do tác động chiến tranh thương mại với Mỹ. Trong trường hợp xuất khẩu không thuận lợi, các doanh nghiệp FDI sẽ đẩy mạnh tiêu thụ trong nước, cạnh tranh thị phần với các doanh nghiệp trong nước, trong đó có DHC.***

Bảng 3: **Các dự án đầu tư mới ngành giấy trong năm 2019-2025**

STT	Doanh nghiệp	Công suất thiết kế *(Tấn/năm)*	Khu vực	Chủng loại giấy
Doanh nghiệp FDI				
1	Tập đoàn giấy Cửu Long	1.500.000	Hải Phòng	Testliner, Duplex
2	Công ty TNHH Giấy Lee&Man Việt Nam	1.000.000	Hậu Giang	Testliner, Medium
3	Tập đoàn Marubeni	800.000	Vũng Tàu	Testliner, Duplex
4	Công Ty TNHH Cheng Loong Bình Dương Paper	600.000	Bình Dương	Testliner, Medium
5	YSY	70.000	Hà Nam	Duplex
	Tổng công suất	**3.970.000**		
Doanh nghiệp trong nước				
1	CTCP Giấy An Việt Phát	1.000.000	Vũng Tàu	Testliner, Duplex
2	CTCP Đông Hải Bến Tre	220.000	Bến Tre	Testliner, Medium
3	CTCP Giấy Tân Mai	150.000	Bình Dương	Testliner, Medium
4	CTCP Miza	100.000	Thanh Hóa	Testliner, Medium
5	CTCP giấy Hoàng Hà	100.000	Hải Phòng	Testliner, Medium
6	Công ty TNHH giấy Hưng Hà	100.000	Hà Nội	Testliner, Medium
7	CTCP giấy Vạn Điểm	100.000	Hà Nội	Testliner, Medium
8	CTCP giấy Rạng Đông	70.000	Khánh Hòa	Testliner, Duplex
9	Công ty TNHH MTV bao bì Toàn Cầu	70.000	Hải Dương	Medium
10	Khác	400.000		Testliner, Medium
	Tổng công suất	**2.310.000**		

Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

✓ **Triển vọng xuất khẩu kém lạc quan**

RISI dự báo tiêu thụ toàn cầu năm 2019 tăng trưởng 3,1%, năng lực sản xuất tăng 5,2%, chủ yếu đến từ các thị trường Bắc Mỹ, Tây Âu, Đông Âu và châu Á. ***Việc năng lực sản xuất tăng nhanh hơn nhu cầu tiêu thụ sẽ khiến dư địa tăng trưởng tại các thị trường xuất khẩu dần thu hẹp đối với các doanh nghiệp sản xuất giấy kraft Việt Nam***.

Riêng tại thị trường Trung Quốc, dự báo tăng trưởng tiêu thụ là 2,1%, tuy nhiên do tính chất căng thẳng thương mại với Mỹ, RISI hạ dự báo tăng trưởng tiêu thụ năm 2019 còn 0,5%. ***Trong trường hợp chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc có chuyển biến tốt trong 6 tháng cuối năm 2019, tăng trưởng tiêu thụ tại Trung Quốc kỳ vọng sẽ cao hơn, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp sản xuất giấy trong nước xuất khẩu sang thị trường này***.

BẢNG 2: **Dự báo thị trường giấy kraft thế giới 2019**

Khu vực	% tăng trưởng tiêu thụ
Trung Quốc	0,5%
Các nước châu Á khác	4,3%
Bắc Mỹ	2,5%
Mỹ Latin	3,2%
Tây Âu	2,2%
Đông Âu	4,8%
Châu Úc	2,3%
Châu Phi	4,8%
Tổng thế giới	**3,1%**

Nguồn: RISI, Global Conference Containerboard

Triển vọng hoạt động kinh doanh của DHC

✓ **Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2019F-2023F**

Nhà máy Giao Long giai đoạn 2 dự kiến vận hành thương mại vào tháng 7/2019 sẽ là động lực tăng trưởng chính của DHC trong thời gian tới. Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ giấy kraft sẽ đạt 125.015 tấn trong năm 2019 (+124,4% yoy) và 194.315 tấn trong năm 2020 (+55% yoy) trên cơ sở *(1) Nhu cầu tiêu thụ giấy kraft tại thị trường trong nước tiếp tục tăng trưởng với tốc độ khoảng 10% và nguồn cung chưa đáp ứng được nhu cầu, (2) DHC đã đàm phán thành công hợp đồng xuất khẩu khoảng 4.000-6.000 tấn/tháng cho các nước Đông Nam Á*.

Từ năm 2023 trở đi, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ không tăng trưởng do nhà máy Giao Long 2 sẽ đạt công suất tối đa. Ngoài ra, các nhà máy sản xuất giấy kraft có công suất lớn của các doanh nghiệp FDI đã đầu tư trong giai đoạn 2017-2018 sẽ đi vào hoạt động khiến chênh lệch cung – cầu giấy kraft trong nước dần đi đến điểm cân bằng và không còn nhiều dư địa tăng trưởng.

✓ **Giá bán ước tính sẽ giảm khoảng 18% trong năm 2019**

Dự báo năm 2019, giá giấy OCC sẽ giảm khoảng 15% so với mức bình quân năm 2018: Năm 2019, Trung Quốc đã chính thức cấp hạn ngạch nhập khẩu giấy loại thu hồi cho lô giấy phép đầu tiên là 5,0 triệu tấn. Trong đợt cấp phép nhập khẩu giấy loại thu hồi lần gần đây nhất, Trung Quốc chỉ cấp cho các nhà máy hạn ngạch 224.790 tấn - giảm 37,5% so với hạn ngạch đã được phê duyệt trước đó.

Việc Trung Quốc giảm mạnh nhập khẩu giấy OCC đã dẫn đến tình trạng dư thừa trên thị trường thế giới, nhờ đó, giá giấy OCC nhập khẩu tại nhiều nước châu Á, trong đó có Việt Nam đã giảm mạnh từ đầu năm 2019. Theo số liệu thống kê đến tháng 5/2019 của VPPA, giá giấy OCC nhập khẩu đã giảm mạnh khoảng 15% về mức 135 USD/tấn. Theo Báo cáo của RISI, dự báo giá giấy nguyên liệu OCC sẽ giảm trở lại 15% trong năm 2019 về trước thời điểm tăng đột biến và duy trì ổn định cho đến hết năm 2020.

Chiến tranh thương mại khiến cho xuất khẩu hàng hóa của Trung Quốc đi Mỹ giảm mạnh *(riêng trong Q1/2019, kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ đã giảm 13,9%, theo số liệu của Bloomberg),* qua đó ảnh hưởng đến nhu cầu bao bì, làm cho nhu cầu và giá giấy kraft tại thị trường Trung Quốc từ đầu năm 2019 đến nay giảm mạnh. Theo đó, giá giấy kraft Việt Nam xuất khẩu đi Trung Quốc cũng giảm 15-18%.

Việc thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc (chiếm 70% tổng sản lượng xuất khẩu) giảm mạnh nhu cầu đã khiến các doanh nghiệp FDI như Công ty TNHH Xưởng Giấy Chánh Dương, Công ty TNHH Giấy Lee&Man Việt Nam phải giảm giá bán để đẩy mạnh tiêu thụ trong nước, qua đó giá giấy kratf trong nước năm 2019 dự báo sẽ giảm khoảng 18%.

Do cạnh tranh thị phần trong mảng giấy kraft đang dần gia tăng nên DHC không thể chuyển hóa hoàn toàn mức tăng của giá nguyên liệu vào giá bán. Tuy nhiên, với suất đầu tư nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 thấp hơn so với các nhà máy FDI, DHC vẫn có lợi thế khi cạnh tranh về giá bán.

BẢNG 4: **Suất đầu tư của các nhà máy giấy kraft**

Dự án	Tổng Vốn đầu tư *(Tỷ VND)*	Công suất thiết kế *(Tấn/năm)*	Suất đầu tư *(Triệu VNĐ/Tấn)*	Hoàn thành
Nhà máy giấy Hậu Giang (Lee&Man)	6.377	420.000	15,18	2017
Nhà máy giấy Chánh Dương	6.377	440.000	14,49	2017
Nhà máy Vina Kraft	2.750	243.500	11,29	2017
Nhà máy Giao Long giai đoạn 2	**1.150**	**220.000**	**5,23**	**Q2/2019**

Nguồn: FPTS tổng hợp

2. Triển vọng mảng bao bì carton

Triển vọng thị trường tiêu thụ bao bì

Hiệp hội giấy và bột giấy Việt Nam (VPPA) dự báo nhu cầu tiêu thụ sẽ tăng trưởng trên 10%/năm trong 5-10 năm tới trên cơ sở:

- ✓ Xu hướng sử dụng bao bì giấy thay cho các loại bao bì khác (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.
- ✓ 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 sử dụng bao bì giấy.
- ✓ Các Hiệp định thương mại tự do, đặc biệt là Hiệp định Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP) và Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA) sẽ là động lực thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu các mặt hàng sử dụng nhiều bao bì giấy như dệt may, da giày, thủy sản và linh kiện điện tử - điện thoại.
- ✓ Năng lực sản xuất giấy kraft trong nước tăng nhanh với nhiều dự án FDI lớn sẽ *là* yếu tố hỗ trợ cho các doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy khi có thể ***giảm thiểu được rủi ro tỷ giá nhờ tăng tỷ lệ giấy nguyên liệu trong nước, giảm tỷ lệ nhập khẩu***.

Triển vọng hoạt động kinh doanh của DHC

- ✓ DHC là nhà sản xuất bao bì lớn nhất khu vực Đồng bằng sông Cửu Long - khu vực tập trung và phát triển mạnh các ngành sản xuất công nghiệp, chế biến thực phẩm, dược phẩm, nông sản …(đặc biệt là các doanh nghiệp thủy sản, may mặc…) cần phải sử dụng bao bì để đóng gói và vận chuyển. So với khu vực vùng kinh tế trọng điểm phía Nam (Đồng Nai, Bình Dương, TP. Hồ Chí Minh), mức độ cạnh tranh ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long thấp hơn do không có nhiều doanh nghiệp sản xuất bao bì quy mô lớn. ***Đây là lợi thế của DHC do thị trường tiêu thụ lớn và không có nhiều đối thủ cạnh tranh lớn như các khu vực Bình Dương, Đồng Nai.***
- ✓ Nhà máy bao bì số 2 hiện tại mới hoạt động khoảng 80% công suất thiết kế do các máy in đã hoạt động hết công suất. DHC đang tiến hành mua thêm máy in để nâng công suất hoạt động của nhà máy này, dự kiến đến năm 2021 sẽ đạt công suất tối đa. Chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ bao bì carton sẽ đạt 22,5 triệu m^2 trong năm 2019 (+8,8% yoy) và 23,8 triệu m^2 trong năm 2020 (+5,6% yoy). Tháng 7/2021, dự kiến nhà máy bao bì số 1 sẽ đi vào hoạt động và giúp tăng năng lực sản xuất bao bì carton của DHC lên 67 triệu m^2/năm. Với nhu cầu tiêu thụ còn tăng trưởng, việc tăng công suất nhà máy sẽ giúp DHC gia tăng doanh thu, đồng thời tận dụng được nguyên liệu sẵn có từ nhà máy Giao Long.
- ✓ Với nguyên liệu chính là giấy kraft được đảm bảo bởi nhà máy Giao Long, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp mảng này sẽ duy trì ở mức 16%-19% trong giai đoạn 2019-2023.

3. Tổng hợp dự phóng

Với triển vọng khả quan của thị trường giấy kraft và bao bì carton, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của DHC trong giai đoạn 2019-2023 sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ động lực chính từ nhà máy Giao Long giai đoạn 2. Biến động giá giấy nguyên liệu OCC trong giai đoạn này dự báo sẽ ổn định hơn do các đợt cấp hạn ngạch nhập khẩu giấy phế liệu của Trung Quốc ngày càng có xu hướng thắt chặt khiến các hoạt động thu gom giấy OCC như giai đoạn 2017-2018 giảm dần. Tuy nhiên, chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng mạnh sau khi nhà máy mới đi

vào hoạt động sẽ là áp lực đối với biên lợi nhuận của DHC. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức 20%-22% trong giai đoạn 2019-2023.

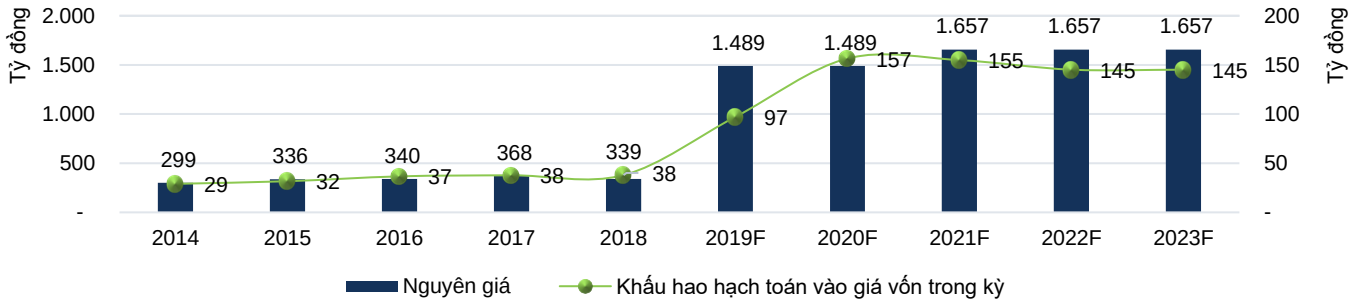
Năm 2019: DHC đặt kế hoạch 1.500 tỷ đồng doanh thu thuần và 150 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2019, doanh thu thuần đạt 436,2 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp sụt giảm xuống mức 18,8% (thấp hơn so với mức 22,3% trong 6T/2018). Theo đó lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 46,5 tỷ đồng, hoàn thành 29,1% kế hoạch doanh thu thuần và 31,0% kế hoạch lợi nhuận trước thuế.

Theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu trong năm 2019 sẽ đạt 1.486,4 tỷ đồng (+60,4% yoy), chủ yếu nhờ doanh thu mảng giấy kraft tăng trưởng mạnh 84,0% do nhà máy giấy Giao Long 2 đi vào hoạt động. Biên lợi nhuận gộp ước tính đạt 20,5% do các lô OCC mới giá thấp sẽ được đưa vào sử dụng trong nửa cuối năm 2019 giúp biên lợi nhuận cải thiện. Lợi nhuận sau thuế sẽ đạt 154,1 tỷ đồng, tăng 14,9% yoy - thấp hơn mức tăng của doanh thu do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng mạnh lần lượt 156,2% yoy và 453,7% yoy. Theo đó, công ty sẽ hoàn thành 99,1% kế hoạch doanh thu và 102,7% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm.

Với những phân tích trên, chúng tôi đưa ra các dự phóng về kết quả hoạt động kinh doanh của DHC giai đoạn 2019–2023 như sau:

Chi phí khấu hao ước tính sẽ tăng mạnh khi nhà máy giấy Giao Long 2 đi vào hoạt động

BIỂU ĐỒ 16: **Tình hình khấu hao TSCĐ của DHC giai đoạn 2014-2023F**



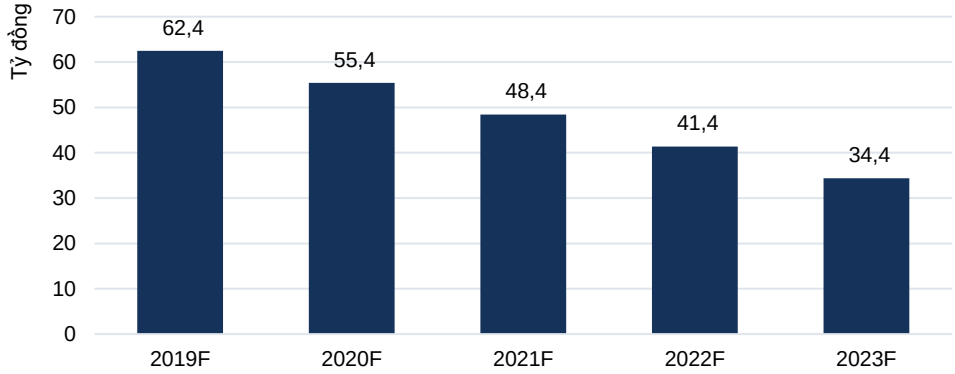
Nguồn: FPTS tổng hợp

Tổng chi phí đầu tư dự án nhà máy Giao Long giai đoạn 2 ước tính là 1.150 tỷ đồng (tổng chi phí xây dựng cơ bản dở dang của Dự án Nhà máy giấy Giao Long 2 đến ngày 30/06/2019 là 1.143,7 tỷ đồng). DHC thực hiện chính sách khấu hao đường thẳng cho nhóm máy móc thiết bị chính trong thời gian 10 năm, nhóm máy móc thiết bị khác trong thời gian 5 năm và nhà xưởng trong 15 năm. Theo đó, chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao của DHC sẽ tăng thêm 59,3 tỷ đồng trong năm 2019 (tính từ tháng 7/2019) và từ năm 2020-2023 sẽ tăng thêm 118,6 tỷ đồng/năm.

Dự án nhà máy bao bì số 1 với tổng vốn đầu tư là 168 tỷ đồng dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ tháng 7/2021. Với chính sách khấu hao đường thẳng cho nhóm máy móc thiết bị chính trong thời gian 10 năm, nhóm máy móc thiết bị khác trong thời gian 5 năm và nhà xưởng trong 15 năm, chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao sẽ tăng thêm 8,5 tỷ đồng trong năm 2021 và 17,0 tỷ đồng năm 2022-2023.

Chi phí lãi vay sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2019-2023 do lãi vay cho nhà máy Giao Long 2 không còn được vốn hóa sau khi đi vào hoạt động.

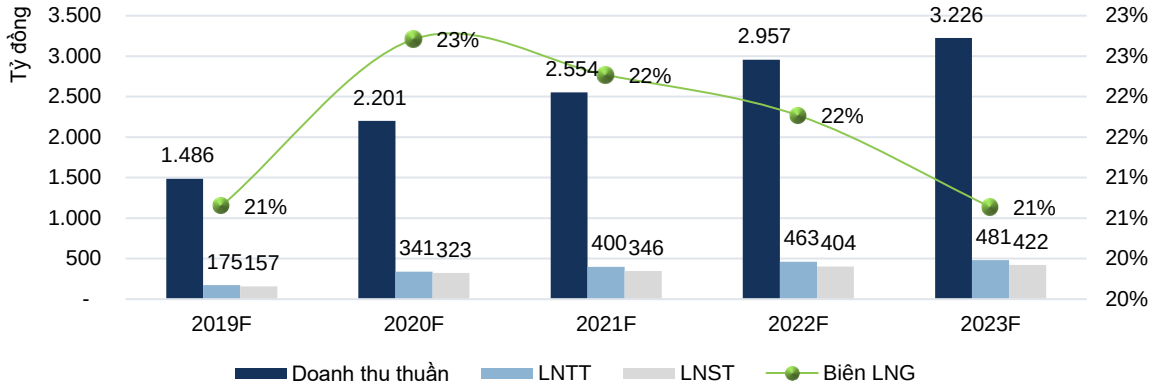
BIỂU ĐỒ 17: **Dự phóng chi phí lãi vay giai đoạn 2019F-2023F**



Nguồn: FPTS

Doanh thu và lợi nhuận trước thuế tăng trưởng mạnh trong năm 2020, biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức trên 20%

BIỂU ĐỒ 18: **Dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2019F-2023F**



Nguồn: FPTS dự phóng

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá DHC bằng việc sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu DHC theo 2 phương pháp có mức bình quân là **38.500 đồng/cp**, cao hơn **10,0%** so với mức giá đóng cửa ngày 25/07/2019. Kết hợp với các phân tích ở trên, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DHC.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	39.400	1/2
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	37.600	1/2
	Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)	**38.500**	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	12,13%	Phần bù rủi ro	10,18%
Chi phí sử dụng nợ 2018 (Kd)	5,57%	Hệ số Beta 2018	0,73
Chi phí sử dụng vốn 2018	19,47%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,50%	Thời gian dự phóng	8 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	13,27%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	2,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	2.962.153
(+) Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng (triệu đồng)	359
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)	844.298
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	**2.118.214**
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	53,757
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**39.400**

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	**2.025.111**
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**37.600**

Giá mục tiêu:	38.500 đồng/cp

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

ĐVT: Triệu đồng

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	**926.654**	**1.486.367**	**2.200.522**	**2.554.021**
- Giá vốn hàng bán	722.034	1.182.377	1.703.973	1.988.727
Lợi nhuận gộp	**204.619**	**303.990**	**496.549**	**565.294**
- Chi phí bán hàng	26.368	51.773	76.649	88.962
- Chi phí quản lí DN	14.339	22.189	32.850	38.127
LN thuần HĐKD	163.912	230.028	387.050	438.205
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(12.431)	(59.738)	(52.760)	(45.621)
- Lợi nhuận khác	3.480	2.063	3.054	4.273
Lợi nhuận trước thuế. lãi vay	166.241	234.801	392.774	445.268
- Chi phí lãi vay	11.279	62.449	55.430	48.411
Lợi nhuận trước thuế	**154.961**	**172.352**	**337.344**	**396.857**
- Thuế TNDN	20.846	18.230	17.784	54.281
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	**134.116**	**154.122**	**319.560**	**342.575**
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-

Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	**111.182**	**28.532**	**85.834**	**125.224**
Lợi nhuận sau thuế	134.116	154.122	319.560	342.575
+ Khấu hao	37.978	97.231	156.524	154.919
+ Điều chỉnh	5.194	(4.951)	(6.352)	(14.202)
+ Thay đổi vốn lưu động	(221.867)	(132.108)	(245.400)	(130.984)
Tiền từ HĐKD	**(45.318)**	**114.293**	**224.332**	**352.308**
+ Thanh lý tài sản cố dinh	-	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(530.298)	(65.804)	(84.000)	(84.000)
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các HĐĐT khác	1.685	-	-	-
Tiền từ HĐĐT	**(528.614)**	**(65.804)**	**(84.000)**	**(84.000)**
+ Cổ tức đã trả	-	-	(55.996)	(55.996)
+ Tăng (giảm) vốn	-	56.850	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(11.314)	34.814	17.132
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	(79.760)	(79.760)	(79.760)
+ Các HĐTC khác	-	43.038	-	-
Tiền từ HĐTC	**491.281**	**8.814**	**(100.942)**	**(118.625)**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(82.650)	57.302	39.390	149.684
Tiền cuối năm	**28.532**	**85.834**	**125.224**	**274.908**

Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,1%	20,5%	22,6%	22,1%
Tỷ suất LNST	14,5%	10,4%	14,5%	13,4%
ROE DuPont	17,3%	15,9%	26,2%	23,1%
ROA DuPont	8,6%	8,1%	15,0%	14,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	17,9%	15,8%	17,8%	17,4%
LNST/LNTT	86,5%	89,4%	94,7%	86,3%
LNTT / EBIT	93,2%	73,4%	85,9%	89,1%
Vòng quay tổng tài sản	59,7%	78,1%	103,2%	106,7%
Đòn bẩy tài chính	199,7%	196,8%	174,9%	161,2%

CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	28.532	85.834	125.224	274.908
+ Đầu tư TC ngắn hạn	7.860	7.860	7.860	7.860
+ Các khoản phải thu	166.574	295.006	439.792	511.459
+ Hàng tồn kho	337.191	352.273	507.676	592.514
+ Tài sản ngắn hạn khác	24.382	35.158	48.907	55.712
Tổng tài sản ngắn hạn	**564.539**	**776.131**	**1.129.458**	**1.442.454**
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	339.379	1.489.379	1.489.379	1.657.379
+ Khấu hao lũy kế	- 205.989	- 303.204	- 459.728	-614.647
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	133.389	1.186.175	1.029.651	1.042.732
+ Đầu tư tài chính dài hạn	2.600	2.600	2.600	2.600
+ Tài sản dài hạn khác	7.284	7.284	7.284	7.284
+ Xây dựng cơ bản dở dang	1.088.081	3.885	87.885	3.885
Tổng tài sản dài hạn	**1.247.698**	**1.216.272**	**1.143.747**	**1.072.828**
Tổng Tài sản	**1.812.237**	**1.992.403**	**2.273.206**	**2.515.282**
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	80.359	128.897	190.828	221.483
+ Vay và nợ ngắn hạn	285.976	274.662	309.476	326.608
+ Quỹ khen thưởng	-846	-835	-1.022	-2.441
Nợ ngắn hạn	**411.949**	**422.828**	**525.992**	**574.032**
+ Vay và nợ dài hạn	558.323	478.562	398.802	319.042
+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	**558.323**	**478.562**	**398.802**	**319.042**
Tổng nợ	**970.272**	**901.390**	**924.794**	**893.074**
+ Thặng dư	192.352	235.390	235.390	235.390
+ Vốn điều lệ	413.515	559.960	559.960	559.960
+ LN chưa phân phối	212.642	265.501	515.193	773.012
Vốn chủ sở hữu	**841.965**	**1.091.013**	**1.348.411**	**1.622.208**
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	**1.812.237**	**1.992.403**	**2.273.206**	**2.515.282**

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	52.1	52.1	52.1	52.1
Số ngày tồn kho	142.0	108.7	108.7	108.7
Số ngày phải trả	31.7	31.7	31.7	31.7
Thời gian luân chuyển tiền	162.5	129.2	129.2	129.2
COGS / Hàng tồn kho	2.1	3.4	3.4	3.4

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,8	2,1	2,5
CS thanh toán nhanh	0,6	1,0	1,2	1,5
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,3	0,5
Nợ / Tài sản	0,5	0,4	0,3	0,3
Nợ / Vốn CSH	1,0	0,7	0,5	0,4
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,3	0,3	0,2	0,2
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,7	0,4	0,3	0,2
Khả năng TTlãi vay	14,7	3,8	7,1	9,2

PHỤ LỤC

Những loại máy móc cơ bản sử dụng trong quy trình sản xuất thùng carton:

- ✓ Dây chuyền sản xuất tấm carton (chi phí đầu tư khoảng 20-30 tỷ đồng/dây chuyền): Các dây chuyền sản xuất được sử dụng phổ biến là dây chuyền sóng 3, 5, 7 lớp (Các thông số chi tiết: Tốc độ ra giấy 100 – 300 m/phút, chiều rộng khổ giấy 1.400 – 2.500mm, dạng sóng A, B, C, E).
- ✓ Máy bế khuôn (chi phí khoảng 4-10 tỷ đồng/máy): Là thiết bị định hình cho thùng carton, thực hiện xẻ rãnh, cán lằn, đục lỗ xỏ tay, hoàn thành công đoạn gia công thùng carton. Hiện nay, trên thị trường có 2 loại máy bế khuôn là:

  (1) Máy bế tròn thích hợp cho những đơn đặt hàng có quy mô và số lượng lớn (năng suất sản phẩm từ 80 – 140 tấm/phút).

  (2) Máy bế phẳng thích hợp cho những đơn đặt hàng quy mô nhỏ (năng suất sản phẩm từ 60 – 80 tấm/phút). Các công ty sản xuất bao bì carton có quy mô sản xuất nhỏ thường sử dụng loại máy này.
- ✓ Máy in Flexo (chi phí khoảng 5-15 tỷ/máy tùy loại máy và số màu): Hiện nay trên thị trường có 2 loại là:

  (1) Máy in dọc Flexo bán tự động: Được thiết kế với bộ đếm điện tử, có thể khống chế chính xác số lượng in.

  (2) Máy in ngang Flexo: Tốc độ in nhanh hơn, độ chính xác cao hơn, có thể kèm bộ xr rãnh, cắt góc, cán lằn hoặc kèm bộ phận bế tròn.
- ✓ Máy bổ chạp: Có hai loại là máy bổ chạp bằng dây xích tự động và máy bổ chạp thủ công.
- ✓ Các máy móc khác: Máy cán lằn, chia khổ, máy gấp dán tự động và cột tự động, máy đóng ghim.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 đầu tư FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 33 cổ phiếu DHC và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cố phiếu này có thể được xem tại https://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 đường Lạc Long Quân,

Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội

ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171

Fax: (84.24) 3 773 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) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 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

ĐT:(84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888