

Ngành giấy

Báo cáo cập nhật

Tháng 1, 2021

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **74.500**

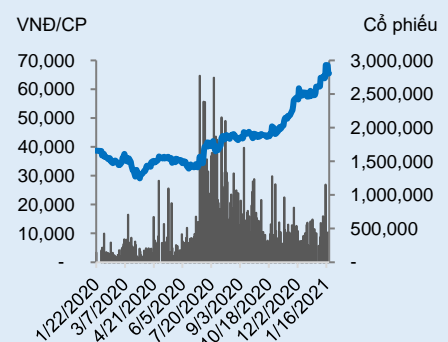
Giá thị trường (20/1/2021) 65.500

Lợi nhuận kỳ vọng +13,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|---------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Khoảng giá 52 tuần | 29.090-68.400 |
| Vốn hóa | 3.668 Tỷ VNĐ |
| SL cổ phiếu lưu hành | 55.995.783 |
| KLGD bình quân 10 ngày | 507.140 |
| % sở hữu nước ngoài | 28,37% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | 3.000 |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | 4,6% |
| Beta | 0,3 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|----------|------|-------|-------|-------|
| DHC | 7,4% | 12,0% | 47,3% | 61,5% |
| VN-Index | 1,3% | 5,2% | 23,2% | 37,1% |

Giao Long 2 vượt công suất. Chờ đợi câu chuyện tăng trưởng tiếp theo

Giá giấy hồi phục, KQKD Q4 2020 tăng trưởng ấn tượng. DHC công bố kết quả kinh doanh Q4 2020 với doanh thu đạt 866 tỷ đồng (+31% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 155 tỷ đồng (+48% yoy). Như vậy cả năm công ty đã ghi nhận doanh thu 2.888 tỷ đồng (+102% yoy) và lợi nhuận 392 tỷ đồng (+115% yoy), vượt lần lượt là 108% và 131% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm đã điều chỉnh tăng đại hội bất thường vào tháng 12/2020 vừa qua.

Trung Quốc ngưng nhập OCC sẽ tạo ra cơ hội tiếp tục tăng trưởng nhẹ trong 2021. BVSC dự báo năm 2021 DHC đạt doanh thu 3.189 tỷ đồng (+10%) và lợi nhuận sau thuế 445 tỷ đồng (+14%). EPS dự phóng 7.787 đồng/cp tương ứng với P/E 2021 là 8,4 lần.

Tiếp tục đầu tư các dự án mới. Ngắn hạn nhất trong 2021 là nhà máy bao bì số 1 và cải tạo Giao Long 1 để sản xuất kraftliner, trong khi đó Giao Long 3 là câu chuyện của năm 2022-2023 trở đi.

Khuyến nghị đầu tư: DHC vẫn là một trong những cổ phiếu mà BVSC ưa thích nhất. Tuy nhiên với việc Giao Long 2 đã hoạt động ở công suất tối đa, triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn sẽ không còn mạnh mẽ như trước. Có thể nói việc quản lý và vận hành Giao Long 2 rất thành công chỉ sau chưa đầy 2 năm hoạt động chính thực đã tạo nên một kỳ vọng không nhỏ của nhà đầu tư về các dự án tiếp theo của công ty. Do đó điểm mấu chốt hiện nay là theo dõi sát sao các dự án và ý tưởng đầu tư của DHC, đặc biệt là Kraftliner và Giao Long 3 trước khi có thể cụ thể hoá hơn những câu chuyện tiếp theo. Trong lần cập nhật này BVSC nâng giá mục tiêu lên mức **74.500 đồng/cp**, dựa trên dự báo LNST 2021 đạt 445 tỷ (+14% yoy), tương đương EPS 2021 7.787 đồng/cổ phiếu và P/E mục tiêu 9,6 lần. Tuy nhiên, so với mức giá đóng cửa ngày 20/1/2021 của DHC là 65.500 đồng/cổ phiếu, hiện thấp hơn giá kỳ vọng của chúng tôi 13,7% do vậy BVSC tạm thời đưa ra quan điểm **NEUTRAL** với DHC.

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú, CFA

(84 28) 3914 6888 ext. 258

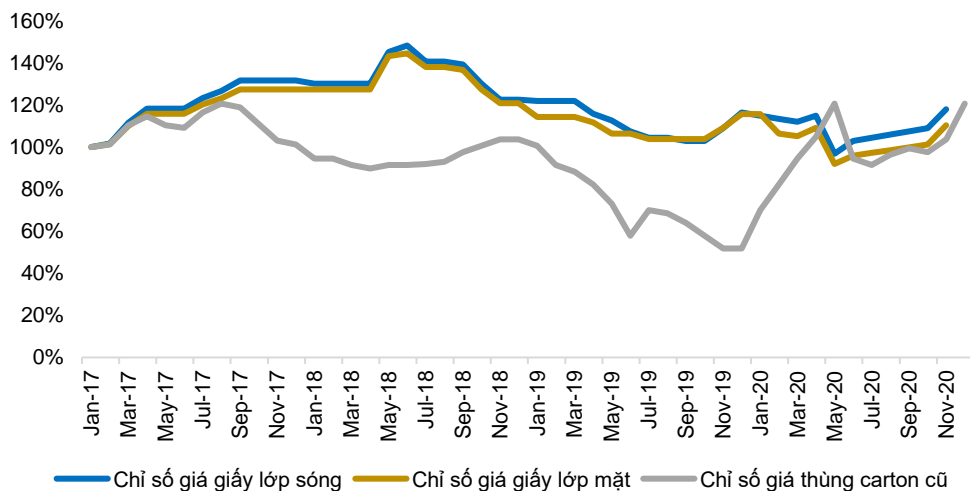
truongsyphu@baoviet.com.vn

Giá giấy hồi phục, KQKD Q4 2020 tăng trưởng ấn tượng

DHC công bố kết quả kinh doanh Q4 2020 với doanh thu đạt 866 tỷ đồng (+31% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 155 tỷ đồng (+48% yoy). Như vậy cả năm công ty đã ghi nhận doanh thu 2.888 tỷ đồng (+102% yoy) và lợi nhuận 392 tỷ đồng (+115% yoy), vượt lần lượt là 108% và 131% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm đã điều chỉnh tăng đại hội bất thường vào tháng 12/2020 vừa qua. Kết quả trên có một số điểm đáng chú ý như sau:

- ❖ **Giá giấy kraft tăng mạnh** do kinh tế trong và ngoài nước hồi phục, cộng thêm tính mùa vụ cuối năm khi nhu cầu bao bì tăng cao nhân dịp Giáng Sinh và Tết âm lịch. Theo VPPA, giá giấy kraft xuất khẩu trên 5% mỗi tháng trong Q4 2020 và hiện nay giá của cả giấy lớp mặt và lớp sóng đều trên 400USD/tấn, tăng hơn 20% kể từ đáy COVID-19 vào tháng 5/2020. DHC đã hưởng lợi nhiều từ xu hướng này khi giá bán mỗi tháng thường được điều chỉnh dựa trên giá cuối tháng liền trước đó.
- ❖ **Giá giấy thùng carton cũ (OCC) cũng bật tăng đáng kể.** BVSC cho rằng có 3 nguyên nhân chính: (i) tình hình COVID-19 vẫn diễn biến phức tạp ở 3 khu vực xuất khẩu chính là Nhật Bản, Mỹ và Châu Âu làm ảnh hưởng đến nguồn cung OCC tại Châu Á; (ii) tình trạng thiếu container ở các chuyến nội Châu Á khiến cước vận tải tăng đã mang tính truyền dẫn sang giá OCC; (iii) nhu cầu bao bì nhìn chung hồi phục mạnh mẽ trở lại.

Biến động giá giấy thành phẩm và giấy thu hồi OCC 11



Nguồn: VPPA, BVSC tổng hợp

- ❖ **Sản lượng tiêu thụ giấy tăng trưởng gấp 2,6 lần cùng kỳ.** Ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2020 đạt hơn 280.000 tấn, trong đó Giao Long 2 đóng góp khoảng 80%. Chúng tôi ước tính Giao Long 2 đã hoạt động vượt 7-8% công suất trong những tháng cuối năm 2020.
- ❖ **Sản lượng bao bì tiếp đà hồi phục trong Q4 2020, cả năm ước tính tăng trưởng nhẹ 5-6% yoy.** Ước tính sản lượng tiêu thụ cả năm đạt trên 40 triệu sản phẩm.

- ❖ **Biên lợi nhuận gộp duy trì mức cao 21% trong Q4 2020.** DHC sử dụng phương pháp bình quân gia quyền để hạch toán giá vốn, do đó giá đầu vào tăng chậm hơn giá đầu ra khi DHC vẫn còn tồn kho OCC giá thấp hơn trước đó.
- ❖ Ngoài ra DHC cũng có **ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng 12 tỷ** trong Q4 2020 vốn đã được trích trước hồi đầu năm trong bối cảnh COVID-19 khó khăn.
- ❖ **Nợ trung hạn giảm mạnh** từ 440 tỷ vào đầu năm còn 145 tỷ vào cuối Q4 2020. Dự kiến DHC sẽ trả hết khoản còn lại trong 1H 2021. Điều này sẽ cải thiện cơ cấu tài chính vốn đã rất tốt của DHC và giúp công ty tiết kiệm thêm 17 tỷ chi phí lãi vay trong năm 2021.

Trung Quốc ngưng nhập OCC sẽ tạo ra cơ hội tiếp tục tăng trưởng trong 2021

BVSC dự báo năm 2021 DHC đạt doanh thu 3.189 tỷ đồng (+10%) và lợi nhuận sau thuế 445 tỷ đồng (+14%). EPS dự phóng 7.787 đồng/cp tương ứng với P/E 2021 là 8,4 lần. Một số giả định chính như sau:

- ❖ Sản lượng giấy tăng thêm 8% yoy nhờ vào phần chạy vượt công suất của Giao Long 2.
- ❖ Sản lượng bao bì tăng 15% yoy và gần như lấp đầy công suất hiện hữu của Nhà máy bao bì số 2.
- ❖ Qua mùa cao điểm dự báo giá giấy sẽ hạ nhiệt và ổn định ở mức quanh 370-400 USD/tấn – đây là mức bình quân trước dịch COVID-19.
- ❖ Giả sử tình hình COVID-19 ở các nước khác được kiểm soát tốt, cước vận tải biển quay trở lại bình thường sau Tết âm lịch và quan trọng nhất là Trung Quốc ngưng nhập OCC sẽ giúp giá loại nguyên liệu này giảm trở lại trong 2H 2021. BVSC giả định giá OCC 11 bình quân là 170USD/tấn trong 2021, gần như đi ngang với 2020.

Cập nhật tình hình các dự án đầu tư

Nhà máy bao bì số 1: Sẽ hoàn tất đầu tư và đưa vào sử dụng trong năm 2021. Nhà máy này có công suất 60 triệu sản phẩm/năm so với nhà máy số 2 (hiện hữu) là 48 triệu sản phẩm/năm.

Dự án cải tạo nhà máy Giao Long 1: Kỳ vọng sẽ hoàn tất trong năm 2021 và chuyển toàn bộ công suất 60.000 tấn/năm của Giao Long 1 sang sản xuất Kraftliner. Đây là loại giấy sử dụng đầu vào là OCC và cả bột giấy nên có chất lượng và giá bán cao vượt trội.

Dự án nâng công suất và giảm chi phí cho nhà máy Giao Long 2: Sẽ giúp Giao Long 2 tăng thêm khoảng 5-7% công suất so với ban đầu. Dự này chủ yếu là điều chỉnh máy móc thiết bị và không có đầu tư lớn.

Nhà máy Giao Long 3: Sẽ thực hiện lập dự án khả thi, xin giấy phép đầu tư trong năm 2021, hướng tới bắt đầu triển khai xây dựng từ năm 2022.

Quan điểm đầu tư

DHC vẫn là một trong những cổ phiếu mà BVSC ưa thích nhất. Tuy nhiên với việc Giao Long 2 đã hoạt động ở công suất tối đa, triển vọng tăng trưởng trong ngắn hạn sẽ không còn mạnh mẽ như trước. Có thể nói việc quản lý và vận hành Giao Long 2 rất thành công chỉ sau chưa đầy 2 năm hoạt động chính thực đã tạo nên một kỳ vọng không nhỏ của nhà đầu tư về các dự án tiếp theo của công ty. Do đó điểm mấu chốt hiện nay là theo dõi sát sao các dự án và ý tưởng đầu tư của DHC, đặc biệt là Kraftliner và Giao Long 3 trước khi có thể cụ thể hoá hơn những câu chuyện tiếp theo. Trong lần cập nhật này BVSC nâng giá mục tiêu lên mức **74.500 đồng/cp**, dựa trên dự báo LNST 2021 đạt 445 tỷ (+14% yoy), tương đương EPS 2021 7.787 đồng/cổ phiếu và P/E mục tiêu 9,6 lần. Tuy nhiên, so với mức giá đóng cửa ngày 20/1/2021 của DHC là 65.500 đồng/cổ phiếu, hiện thấp hơn giá kỳ vọng của chúng tôi 13,7% do vậy BVSC tạm thời đưa ra quan điểm **NEUTRAL** với DHC.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

| Kết quả kinh doanh | | | | |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F |
| Doanh thu thuần | 927 | 1.430 | 2.888 | 3.189 |
| Giá vốn | (722) | (1.127) | (2.339) | (2.616) |
| Lợi nhuận gộp | 205 | 303 | 548 | 573 |
| Doanh thu tài chính | 2 | 4 | 10 | 2 |
| Chi phí tài chính | (15) | (30) | (41) | (23) |
| Lợi nhuận sau thuế | 134 | 182 | 392 | 445 |

| Bảng cân đối kế toán | | | | |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F |
| Tiền & khoản tương đương tiền | 29 | 156 | 202 | 320 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 167 | 387 | 555 | 612 |
| Hàng tồn kho | 337 | 311 | 315 | 352 |
| Tài sản cố định hữu hình | 133 | 1.197 | 1.135 | 1.116 |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 3 | 3 | 5 | 5 |
| Tổng tài sản | 1.812 | 2.113 | 2.276 | 2.405 |
| Nợ vay ngắn hạn | 80 | 230 | 290 | 350 |
| Nợ vay dài hạn | 558 | 440 | 145 | - |
| Vốn chủ sở hữu | 842 | 1.118 | 1.395 | 1.562 |
| Tổng nguồn vốn | 1.812 | 2.113 | 2.276 | 2.405 |

| Chỉ số tài chính | | | | |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Chỉ tiêu | 2018 | 2019 | 2020 | 2021F |
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 14% | 54% | 102% | 10% |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | 68% | 36% | 115% | 14% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên (%) | 22% | 21% | 19% | 18% |
| Lợi nhuận thuần biên (%) | 14% | 13% | 14% | 14% |
| ROA (%) | 7% | 9% | 17% | 19% |
| ROE (%) | 16% | 16% | 28% | 28% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Nợ vay/Tổng tài sản (%) | 35% | 32% | 19% | 15% |
| Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%) | 76% | 60% | 31% | 22% |
| Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần | | | | |
| EPS (đồng/cổ phần) | 2.348 | 3.179 | 6.827 | 7.787 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 15.035 | 19.970 | 24.908 | 29.695 |

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

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

Khối Phân tích và Tư vấn Đầu tư

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@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