

## CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC)

KHẢ QUAN +17,1%

Ngành	Giấy bao bì
Ngày báo cáo	11/09/2024
Giá hiện tại	37.400 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>42.100 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	48.600 VND
TL tăng	+12,6%
Lợi suất cổ tức	4,5%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+17,1%</b>
GT vốn hóa	3,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	475 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	80,5mn
Pha loãng	80,5mn

	DHC	VNI
P/E (trượt)	12,1x	15,3x
P/B (hiện tại)	1,6x	1,7x
ROA	8,4%	1,9%
ROE	13,2%	12,3%

## Tổng quan Công ty

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất bao bì quy mô trung bình tại Việt Nam với thị phần ~5% trong năm 2021, theo ước tính của chúng tôi. DHC sở hữu 2 nhà máy sản xuất giấy tái chế và 1 nhà máy sản xuất bao bì tại tỉnh Bến Tre ở miền Nam. Các sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy bao bì và thùng carton.

## Diễn biến giá cổ phiếu



Nguyễn Thị Ngọc Hân  
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy  
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F	
Doanh thu (tỷ đồng)	3.259	3.687	3.921	4.188	
% YoY	-17%	13%	6%	7%	
LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	309	266	369	466	
% YoY	-18%	-14%	39%	26%	
EPS	% YoY	-18%	-14%	39%	26%
Biên LN gộp	15,5%	12,7%	15,1%	16,9%	
Biên EBITDA	14,2%	11,2%	13,3%	15,0%	
Biên LN từ HĐKD	11,0%	8,5%	10,9%	12,7%	
Biên LN ròng	9,5%	7,2%	9,4%	11,1%	
DTTD/Doanh thu	4,6%	12,7%	-5,8%	-3,2%	
EV/EBITDA	7,0x	7,8x	6,2x	5,2x	
P/E	9,9x	11,5x	8,3x	6,6x	
P/B	1,6x	1,5x	1,3x	1,2x	
ROE	17,2%	13,8%	17,3%	19,2%	

## Chênh lệch giá dần cải thiện

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 14% giá mục tiêu nhưng vẫn duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) do giá cổ phiếu của công ty đã giảm 12% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 17%/14%/1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2024/25/26. Trong khi vẫn duy trì kỳ vọng giá giấy thùng carton cũ (OCC) sẽ giảm, được hỗ trợ bởi chi phí vận chuyển giảm và tỷ giá USD/VND thấp hơn, chúng tôi dự báo giá giấy sẽ phục hồi chậm hơn trong trung hạn. Điều này một phần được bù đắp bởi dự báo của chúng tôi về sản lượng bán thùng carton cao hơn.
- Dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2024 của chúng tôi đã bị ảnh hưởng bởi HĐKD thép có biên lợi nhuận thấp của DHC trong quý 2/2024, mà chúng tôi cho rằng DHC sẽ không tiếp tục HĐKD này. Nếu loại trừ HĐKD bất thường này, dự báo biên lợi nhuận gộp cốt lõi của chúng tôi cho năm 2024 là 13,3%, so với biên lợi nhuận gộp tổng hợp là 12,7%.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng các năm 2024/25 lần lượt là 13,0 lần/9,4 lần so với P/E trượt 12T trung bình 10 năm là 10,7 lần. Chúng tôi tin rằng DHC xứng đáng có hệ số định giá ít nhất tương đương với mức trung bình lịch sử của công ty trong giai đoạn phục hồi lợi nhuận.
- Yếu tố hỗ trợ:** 1) Xuất khẩu và tiêu thụ trong nước phục hồi giúp tăng chênh lệch giá giấy và sản lượng bán hàng và 2) khởi công xây dựng nhà máy GL3.
- Rủi ro:** Áp lực đối với giá bán do các đối thủ cạnh tranh tăng công suất.

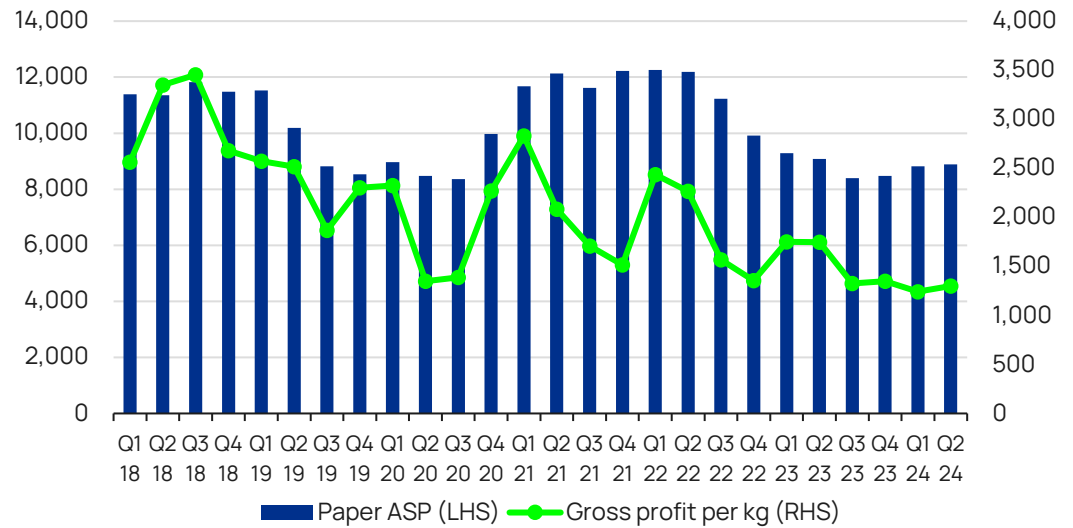
**Giá giấy đã đạt mức 9.500 đồng/kg (+8% so với đầu năm) tính đến tháng 9/2024**, tăng từ mức 8.800 đồng/kg vào tháng 1. Mức tăng này thấp hơn dự kiến, chúng tôi cho là do các công ty FDI tiếp tục bán phá giá vào thị trường Việt Nam trong bối cảnh tiêu thụ yếu tại Trung Quốc. Trong tương lai, chúng tôi dự báo giá bán sẽ tăng nhẹ, được thúc đẩy bởi đà phục hồi trong hoạt động thương mại và tiêu dùng trong nước của Việt Nam, đặc biệt là trong các mùa lễ hội (ví dụ: Trung Thu và Tết Nguyên đán). Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng giá OCC sẽ giảm, hỗ trợ bởi tỷ giá USD/VND thấp hơn và chi phí vận chuyển giảm - điều này sẽ hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của DHC.

**Chúng tôi tăng dự báo hiệu suất hoạt động của các nhà máy sản xuất thùng carton lên 70%**, so với giá định trước đó là 65%. Mức hiệu suất này tương đương với hiệu suất của DHC trong quý 2/2024, được hỗ trợ bởi sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là đối với các mặt hàng trái cây (ví dụ: sầu riêng và chuối). Ban lãnh đạo dự kiến 2 nhà máy sản xuất thùng carton hiện tại sẽ đạt công suất tối đa trong vòng 2 đến 3 năm tới. Ngoài ra, dự án nhà máy sản xuất thùng carton thứ 3 dự kiến sẽ khởi công xây dựng vào năm 2025, với giá trị đầu tư ước tính là 250 tỷ đồng.

**Nhà máy Giao Long 3 (GL3) - giai đoạn góp vốn đã hoàn tất, đang chờ phê duyệt đầu tư:** Quy định yêu cầu CTCP Giấy Giao Long - nhà đầu tư của GL3 - phải đảm bảo 20% tổng giá trị dự án bằng vốn chủ sở hữu, tương đương 360 tỷ đồng. Tính đến quý 2/2024, DHC đã góp đủ số vốn này

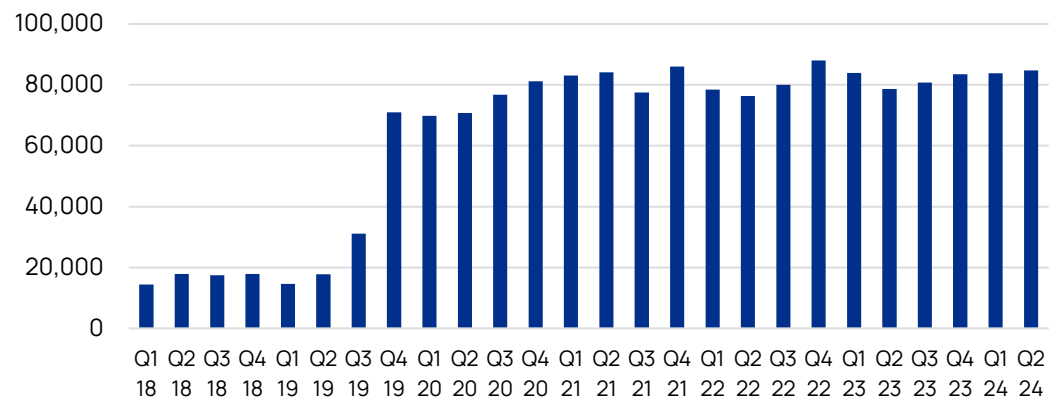
và phê duyệt kế hoạch phát hành quyền mua để huy động thêm vốn (**xem trang 6**). Công ty hiện đang xin phê duyệt đầu tư, dự kiến sẽ được cấp vào đầu quý 4/2024. GL3 sẽ tập trung vào sản xuất kraftliner và testliner, thay vì các sản phẩm đang dư cung (**xem trang 10**).

**Hình 1: Ước tính của chúng tôi về giá bán trung bình theo quý của DHC và lợi nhuận gộp đơn vị (đồng/kg)**



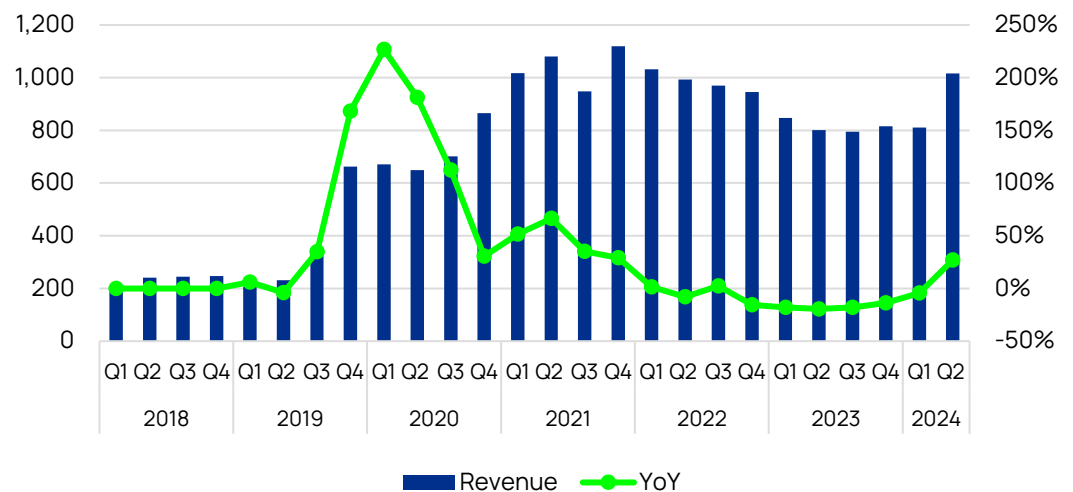
Nguồn: DHC, ước tính của Vietcap

**Hình 2: Sản lượng bán giấy và thùng carton của DHC (hàm lượng giấy tính theo tấn)**



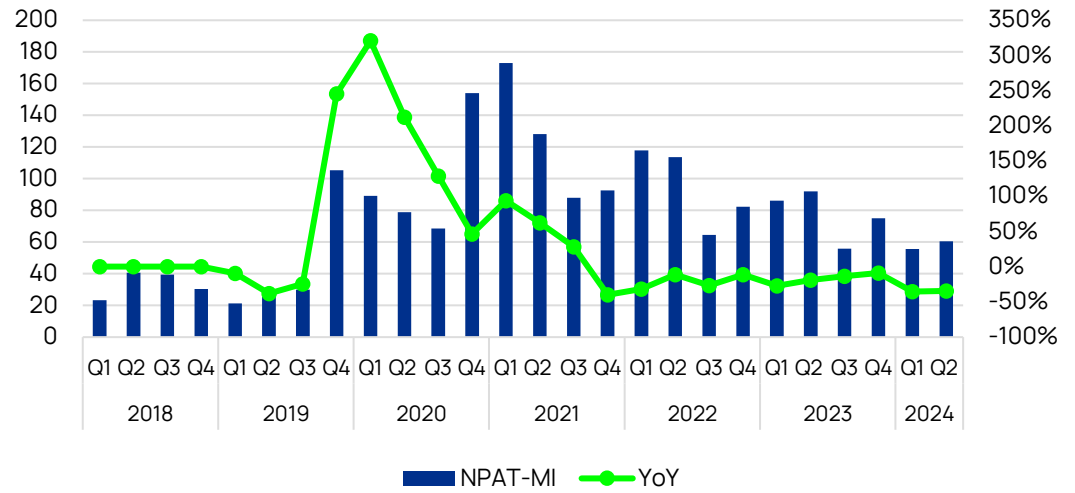
Nguồn: DHC, ước tính của Vietcap

**Hình 3: Doanh thu của DHC (tỷ đồng)**



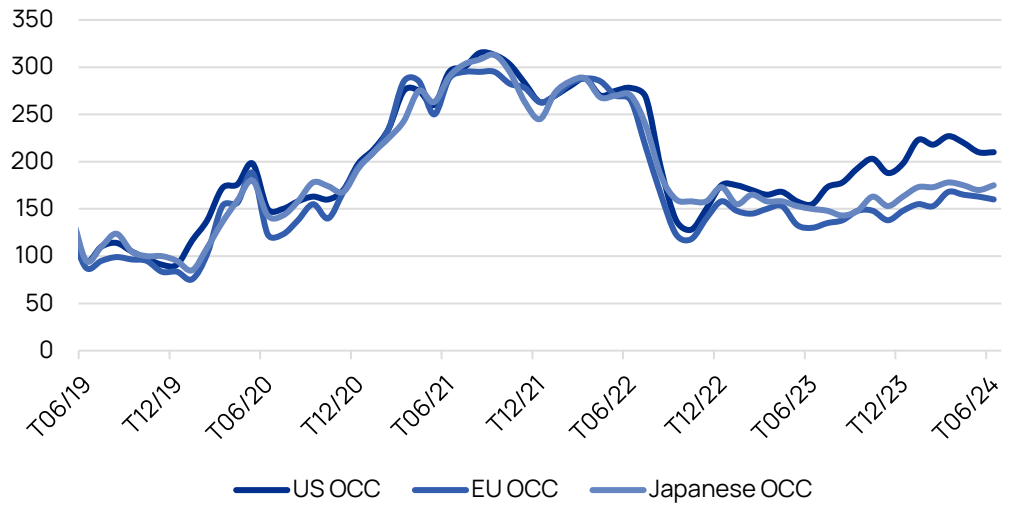
Nguồn: DHC, Vietcap

Hình 4: LNST sau lợi ích CĐTS của DHC (tỷ đồng)



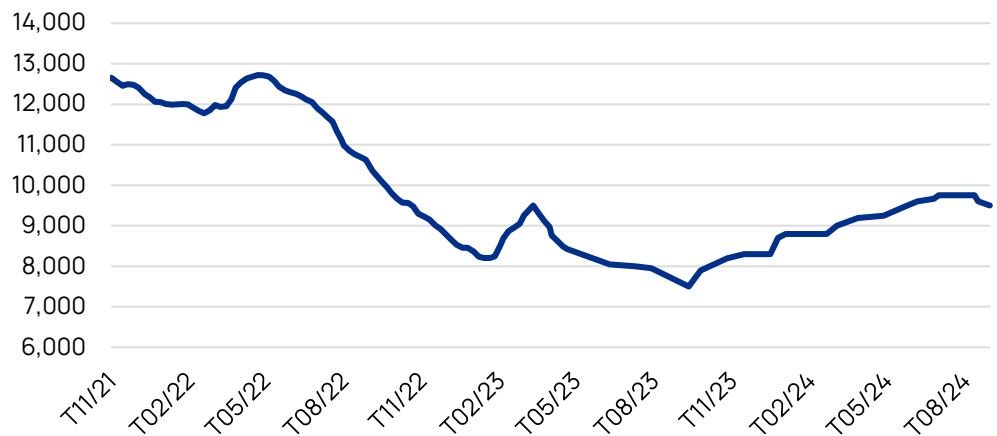
Nguồn: DHC, Vietcap

Hình 5: Giá OCC nhập khẩu vào Đông Nam Á (USD/tấn)



Nguồn: Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), Vietcap tổng hợp

Hình 6: Carton paper prices in southern Vietnam (đồng/kg)



Nguồn: thitruonggiay.com, Vietcap tổng hợp

## Triển vọng năm 2024: Biên lợi nhuận gộp cải thiện so với quý trước, sản lượng bán thùng carton cao hơn

Hình 7: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024 mới	Dự báo 2024 YoY	Dự báo 2024 cũ	Nhận định về dự báo 2024 của Vietcap
<b>Sản lượng bán (tấn giấy)</b>	<b>326.837</b>	<b>333.720</b>	<b>2%</b>	<b>330.788</b>	
Giấy (tấn)	314.102	304.812	-3%	304.812	
Thùng carton (nghìn đơn vị)	33.147	75.241	127%	67.608	* Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động của các nhà máy sẽ duy trì ở mức 70% tương tự như trong quý 2/2024 (tăng từ mức 65% trong dự báo trước đó), so với mức 30% của năm 2023.
<b>Giá bán trung bình (đồng/kg hàm lượng giấy)</b>	<b>9.454</b>	<b>10.537</b>	<b>11%</b>	<b>10.871</b>	* Chúng tôi điều chỉnh giảm do giá phục hồi chậm hơn dự kiến.
Giấy (đồng/kg)	8.809	9.426	7%	9.646	* Trong tương lai, chúng tôi dự báo giá bán sẽ tăng nhẹ. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu và tiêu dùng của Việt Nam sẽ tiếp tục phục hồi, nhưng các công ty FDI tiếp tục bán phá giá trong bối cảnh tiêu dùng yếu tại Trung Quốc có thể hạn chế mức độ tăng giá.
Thùng carton (đồng/đơn vị)	9.744	8.550	-12%	9.700	
<b>Doanh thu</b>	<b>3.259</b>	<b>3.687</b>	<b>13%</b>	<b>3.646</b>	
Trong đó:					
Giấy*	2.767	2.873	4%	2.940	
Thùng carton*	323	643	99%	656	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>504</b>	<b>468</b>	<b>-7%</b>	<b>525</b>	* Chúng tôi duy trì kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện so với quý trước, được thúc đẩy bởi giá OCC giảm khi tỷ giá USD/VND thấp hơn và chi phí vận chuyển giảm. * Trong nửa đầu năm 2024, biên lợi nhuận đạt 11,7% (so với 17,2% trong nửa đầu năm 2024), bị ảnh hưởng bởi chênh lệch giá thu hẹp và HDKD thép có biên lợi nhuận thấp.
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>358</b>	<b>313</b>	<b>-13%</b>	<b>375</b>	
<b>LNTT</b>	<b>358</b>	<b>303</b>	<b>-15%</b>	<b>367</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>309</b>	<b>266</b>	<b>-14%</b>	<b>322</b>	* Trong nửa đầu năm 2024, LNST sau lợi ích CĐTS đạt 116 tỷ đồng (-35% YoY) do chênh lệch giá thu hẹp, một phần được bù đắp bởi sản lượng bán thùng carton tăng.
<b>Lợi nhuận gộp mỗi tấn hàm lượng giấy (triệu đồng) *</b>	<b>1,54</b>	<b>1,40</b>		<b>1,59</b>	
Biên lợi nhuận gộp	15,5%	12,7%		14,4%	
Biên LN từ HĐKD	11,0%	8,5%		10,3%	
Biên LNTT	9,5%	7,2%		8,8%	
Biên EBITDA					

Nguồn: Vietcap

## Phương án phát hành của DHC: phát hành ESOP & phát hành quyền

DHC đã thông qua phương án phát hành ESOP và phương án phát hành quyền mới tại ĐHCĐ tổ chức vào ngày 25/4/2024. Các phương án phát hành trước đó đã bị hủy bỏ. Tổng số tiền thu được theo kế hoạch lên tới 275 tỷ đồng và sẽ được sử dụng để đầu tư cho dự án nhà máy GL3. Dự án có tổng mức đầu tư XDCC là 1,8 nghìn tỷ đồng, công suất 1.000 tấn/ngày, dự kiến khởi công vào quý 1/2025 và đi vào hoạt động vào quý 3/2027.

Do tồn đọng nhiều yếu tố chưa chắc chắn liên quan đến quy trình của dự án GL3, chúng tôi sẽ đưa các kế hoạch phát hành này vào trong mô hình định giá sau khi các kế hoạch này đã được hoàn thiện.

**Hình 8: Tóm tắt phương án phát hành vốn cổ phần của DHC**

	<b>Rights issue</b>	<b>ESOP</b>
Số lượng cổ phiếu dự kiến phát hành	8 triệu cổ phiếu (10,0% số lượng cổ phiếu lưu hành)	3 triệu cổ phiếu (3,7% số lượng cổ phiếu lưu hành)
Giá thực hiện/giá đặt lệnh	25.000 đồng/cổ phiếu	25.000 đồng/cổ phiếu
Thời gian hạn chế giao dịch	Không hạn chế	3 năm
Số tiền thu được	201 tỷ đồng	74 tỷ đồng

Nguồn: Kế hoạch của DHC, Vietcap

## Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi duy trì hệ số EV/EBITDA mục tiêu là 8,0 lần, tương đương với mức trung bình 10 năm của DHC.

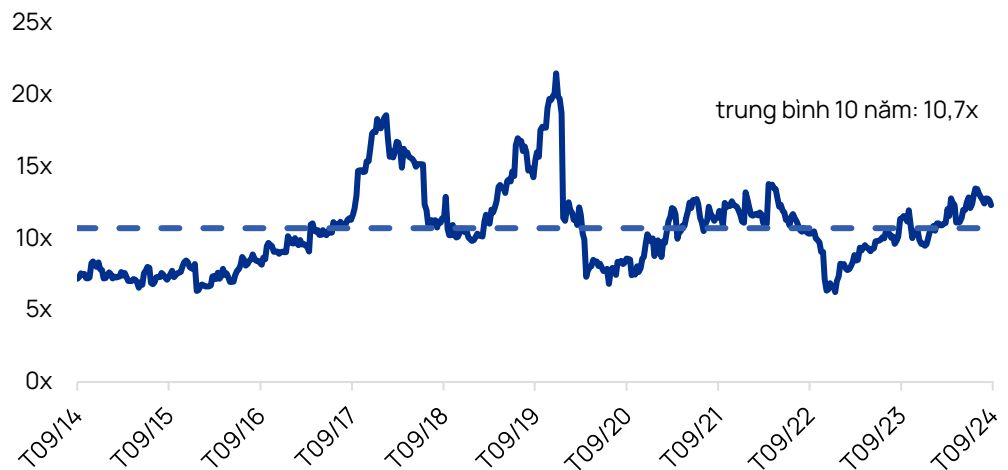
Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA để tránh sự biến động của chi phí lãi vay trong tương lai - chúng tôi dự phóng 2 năm đầu tiên sau khi Giao Long 3 đi vào hoạt động, chi phí lãi vay sẽ tăng cao so với giai đoạn 2024-2026. Trước đó, DHC đã trả hết nợ cho nhà máy Giao Long 2 sau 1 năm đi vào hoạt động.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng các năm 2024/25 lần lượt là 13,0 lần/9,4 lần, so với P/E trượt 12T trung bình 10 năm của DHC là 10,7 lần. Chúng tôi cho rằng DHC xứng đáng được định giá với các hệ số tối thiểu tương đương mức trung bình trong lịch sử với kỳ vọng phục hồi lợi nhuận trong thời gian sắp tới với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST giai đoạn 2024-2026 là 21%.

**Hình 9: Tổng hợp định giá của Vietcap cho DHC**

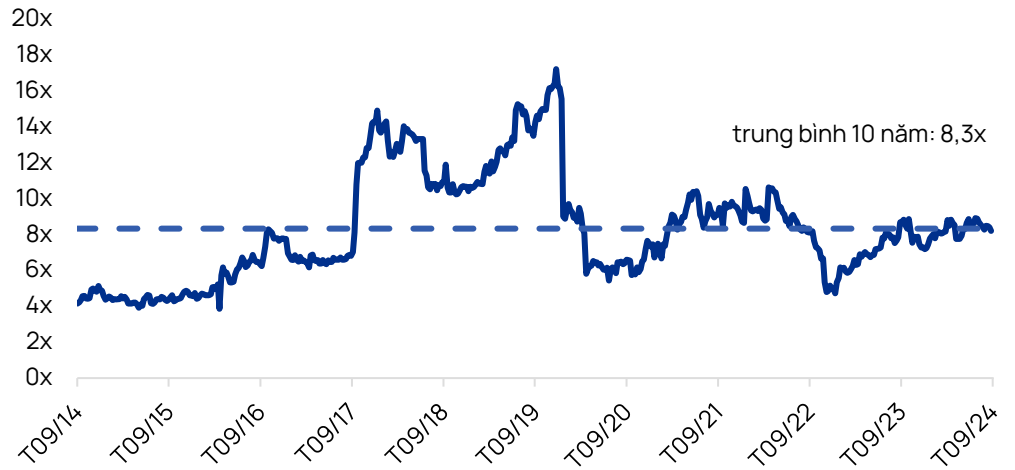
EV/EBITDA mục tiêu	8,0x
EBITDA trung bình dự phóng 2024/25	468
Giá trị doanh nghiệp	3.744
Trừ dư nợ vay	-353
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.390</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu)	80,5
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>42.100</b>
EV/EBITDA dự báo 2023/2024F/2025F tại giá mục tiêu	8,1x/9,1x/7,2x
P/E dự báo 2023/2024F/2025F tại giá mục tiêu	11,2x/13,0x/9,4x

**Hình 10: P/E trượt của DHC (x)**



Nguồn: FiinPro, Vietcap

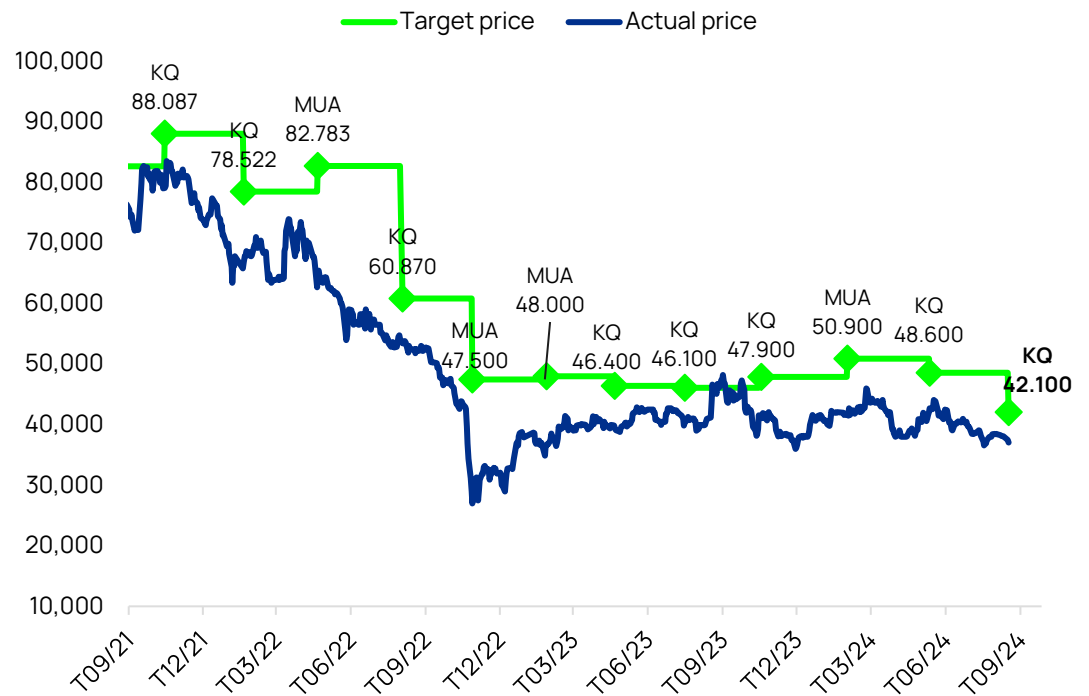
Hình 11: EV/EBITDA trượt của DHC(x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 12: Giá cổ phiếu điều chỉnh theo đợt chia cổ phiếu và giá mục tiêu của Vietcap (đồng)



Nguồn: FiinPro, Vietcap



## Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.259</b>	<b>3.687</b>	<b>3.921</b>	<b>4.188</b>
Giá vốn hàng bán	-2.755	-3.218	-3.329	-3.480
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>504</b>	<b>468</b>	<b>591</b>	<b>708</b>
Chi phí bán hàng & marketing	-108	-116	-123	-132
Chi phí quản lý DN	-38	-39	-42	-45
<b>LN thuần HKKD</b>	<b>358</b>	<b>313</b>	<b>426</b>	<b>531</b>
Doanh thu tài chính	29	17	17	25
Chi phí tài chính	-38	-36	-31	-32
Trong đó, chi phí lãi vay	-33	-36	-31	-32
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	1	1	1
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	8	8	8	8
<b>LNTT</b>	<b>358</b>	<b>303</b>	<b>421</b>	<b>533</b>
Thuế TNDN	-49	-37	-52	-67
LNST trước CĐTS	<b>309</b>	<b>266</b>	<b>369</b>	<b>466</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>309</b>	<b>266</b>	<b>369</b>	<b>466</b>
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>309</b>	<b>266</b>	<b>369</b>	<b>466</b>
EBITDA	462	414	522	628
EPS báo cáo, VND	3.763	3.239	4.489	5.668
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	3.763	3.239	4.489	5.668
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> , VND	3.763	3.239	4.489	5.668
DPS, VND	1.400	1.200	1.600	2.100
DPS/EPS (%)	37%	37%	36%	37%

<sup>(1)</sup> Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-17,2%	13,1%	6,3%	6,8%
Tăng trưởng LN HKKD	-21,2%	-12,4%	36,0%	24,7%
Tăng trưởng LNTT	-18,2%	-15,4%	39,1%	26,5%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-18,3%	-13,9%	38,6%	26,3%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	15,5%	12,7%	15,1%	16,9%
Biên LN từ HĐ %	11,0%	8,5%	10,9%	12,7%
Biên EBITDA	14,2%	11,2%	13,3%	15,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	9,5%	7,2%	9,4%	11,1%
ROE %	17,2%	13,8%	17,3%	19,2%
ROA %	10,7%	9,2%	11,7%	12,3%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	75	56	54	54
Số ngày phải thu	94	77	64	64
Số ngày phải trả	58	35	34	34
TG luân chuyển tiền	111	98	84	84
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,0	2,0	2,0
CS thanh toán nhanh	1,2	1,4	1,4	1,4
CS thanh toán tiến mặt	0,2	0,5	0,5	0,5
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,3	0,2	0,3	0,3
Nợ/Vốn CSH	0,2	0,0	0,2	0,3
Khả năng thanh toán lãi vay	10,8	8,7	13,9	16,7

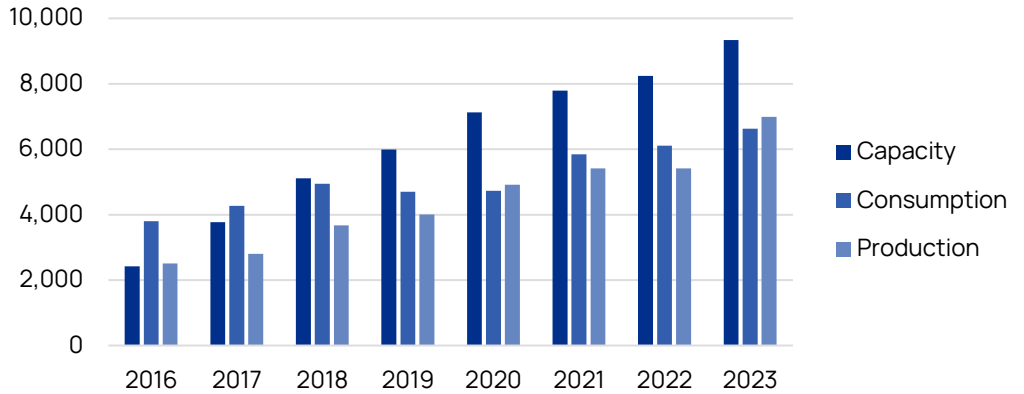
Nguồn: Vietcap, DHC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	247	403	397	457
Đầu tư TC ngắn hạn	101	101	101	101
Các khoản phải thu	894	667	709	757
Hàng tồn kho	504	485	502	524
TS ngắn hạn khác	39	29	27	22
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>1.785</b>	<b>1.685</b>	<b>1.735</b>	<b>1.862</b>
TS dài hạn (gộp)	1.698	1.823	1.859	1.896
- Khấu hao lũy kế	-656	-748	-836	-924
TS dài hạn (ròng)	1.042	1.075	1.023	972
Đầu tư TC dài hạn	5	5	5	5
TS dài hạn khác	83	83	683	1.283
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.130</b>	<b>1.163</b>	<b>1.711</b>	<b>2.260</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.915</b>	<b>2.847</b>	<b>3.447</b>	<b>4.122</b>
Phải trả ngắn hạn	303	309	319	334
Nợ ngắn hạn	702	502	519	543
Nợ ngắn hạn khác	58	36	42	51
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.063</b>	<b>846</b>	<b>881</b>	<b>928</b>
Nợ dài hạn	0	0	300	600
Nợ dài hạn khác	1	1	1	1
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.064</b>	<b>847</b>	<b>1.182</b>	<b>1.529</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	235	235	235	235
Vốn cổ phần	805	805	805	805
Lợi nhuận giữ lại	707	839	1.091	1.401
Vốn khác	102	117	131	149
Lợi ích CĐTS	3	3	3	3
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.852</b>	<b>2.000</b>	<b>2.265</b>	<b>2.593</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.915</b>	<b>2.847</b>	<b>3.447</b>	<b>4.122</b>
CP lưu hành cuối năm, triệu	80,5	80,5	80,5	80,5
CP quỹ cuối năm, triệu	0	0	0	0

LUU CHUYỂN TIẾN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>189</b>	<b>247</b>	<b>403</b>	<b>397</b>
Lợi nhuận sau thuế	309	266	369	466
Khấu hao	95	92	88	88
Thay đổi vốn lưu động	-234	240	-40	-43
Điều chỉnh khác	67	-5	-7	-9
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>237</b>	<b>593</b>	<b>409</b>	<b>501</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-88	-124	-636	-636
Đầu tư, ròng	-76	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-164</b>	<b>-124</b>	<b>-636</b>	<b>-636</b>
Cổ tức đã trả	-199	-113	-97	-129
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	183	-200	17	23
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	300	300
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-15</b>	<b>-313</b>	<b>221</b>	<b>195</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>58</b>	<b>156</b>	<b>-6</b>	<b>60</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>247</b>	<b>403</b>	<b>397</b>	<b>457</b>

## Phụ lục: Tình trạng dư cung gia tăng ở phân khúc giấy bao bì

Hình 13: Thống kê giấy của Việt Nam (nghìn tấn)



Nguồn VPPA, Vietcap tổng hợp (giấy bao bì chiếm khoảng 80% công suất, tiêu thụ và sản xuất giấy tại Việt Nam).

Các dự án giấy bao bì đang triển khai tại Việt Nam vẫn có quy mô lớn, nhưng nhiều dự án lớn đã bị trì hoãn trong thời gian dài. Tổng công suất giấy của Việt Nam tăng 3,9 lần trong giai đoạn 2016-2023. Các dự án mới nếu được phê duyệt sẽ nâng công suất của Việt Nam 70% từ năm 2022 đến năm 2025 và hầu hết các nhà máy mới này sẽ sản xuất giấy bao bì cơ bản. Tuy nhiên, trong số các nhà máy này có những dự án lớn bị trì hoãn nhiều năm vì sự phản đối của cơ quan chức năng địa phương và Chính phủ. Đây chủ yếu là các dự án từ các doanh nghiệp FDI đến từ Đài Loan và Trung Quốc như Lee & Man và Nine Dragons.

Chúng tôi tin rằng nếu có những rào cản gia nhập/mở rộng thì cán cân cung cầu của DHC sẽ không bị ảnh hưởng tiêu cực thêm đáng kể. Điều này là do VPPA dự báo tiêu thụ giấy bao bì của Việt Nam sẽ tăng 8%-10% mỗi năm từ năm 2023 đến năm 2030 và DHC hiện đang hoạt động hết công suất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tình trạng dư cung hiện tại sẽ gây áp lực và ảnh hưởng khả năng phục hồi biên giá. Điều này được phản ánh trong dự báo hiện tại của chúng tôi. Cuối cùng, chúng tôi đánh giá cao quyết định của DHC tham gia vào phân khúc giấy bao bì có giá trị gia tăng cao hơn do tình trạng dư cung ở phân khúc phổ thông.

Hình 14: Các dự án sản xuất giấy bao bì đã đăng ký tại Việt Nam giai đoạn 2023-2025

Công ty	Sản phẩm	Công suất (tấn/năm)	Ghi chú
Lee&Man	testliner, medium	1.000.000	Chờ phê duyệt
CT TNHH Chánh Dương (Nine Dragons)	Duplex	1.200.000	Chờ phê duyệt
Tập đoàn An Việt Phát	testliner, medium	300.000	Chờ phê duyệt
CTCP Giấy Vạn Điểm	testliner, medium	200.000	Chờ phê duyệt
CTTNHH Xây Dựng Tự Lập	testliner, medium	200.000	Đang thi công
CTCP Giấy Hoàng Văn Thụ	testliner, medium	200.000	Chờ phê duyệt
CYTNHH Giấy Thuận An	testliner, medium	500.000	Đang thi công
Cheng Loong	testliner, medium	400.000	Chờ phê duyệt
CTCP Giấy Hoàng Hà Phú Yên	testliner, medium	100.000	Chờ phê duyệt
CTCP Giấy HKB	testliner, medium	150.000	Đang thi công
CTCP Giấy Minh An	testliner, medium	250.000	Đang thi công
CTCP Giấy Hoàng Hà Hải Phòng	testliner, medium	100.000	Đang thi công
<b>Tổng cộng</b>		<b>4.600.000</b>	
<b>Đang thi công</b>		<b>1.200.000</b>	

Nguồn: VPPA, Vietcap tổng hợp (Testliner và Medium là các loại giấy đóng gói cơ bản; Duplex là một sản phẩm giá trị gia tăng).

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Nguyễn Thị Ngọc Hân & Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**  
Giám đốc điều hành, ext 105  
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

**Trưởng phòng cao cấp, ext 123**  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516  
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Phó Giám đốc, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thùy Dương**  
**Phó Giám đốc, ext 140**  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

**Lưu Bích Hồng,**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

**Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng**  
**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

**Tuan Nhan**  
**Giám đốc điều hành**  
**Khối môi giới và Giao dịch Chứng**  
**khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vietcap.com.vn

**Châu Thiên Trúc Quỳnh**  
**Giám đốc điều hành**  
**Khối Môi giới trong nước**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

**Nguyễn Quốc Dũng,**  
**Giám đốc**  
**Giao dịch Chứng khoán -**  
**Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.