

Hàng tiêu dùng cá nhân

Báo cáo cập nhật

Tháng 12, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **66.800**

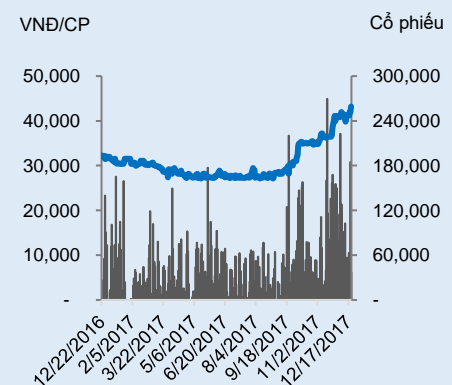
Giá thị trường (21/12/2017) **43.200**

Lợi nhuận kỳ vọng **55%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	27.130-43.200
Vốn hóa	1.489 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	34.459.769
KLGD bình quân 10 ngày	76.004
% sở hữu nước ngoài	36,28%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHC	35,0%	12,2%	40,3%	55,3%
VN-Index	40,8%	1,1%	17,6%	20,9%

Chuyên viên phân tích
Phạm Đắc Hoàng Minh

(84 8) 3914.6888 ext 256

phamdachuangminh@baoviet.com.vn

Mức cầu tăng đột biến trong ngắn hạn và tiềm năng tăng trưởng mạnh từ việc nâng công suất mang đến triển vọng dài hạn khả quan cho DHC.

Thị trường giấy Trung Quốc nhiều biến động: Giá nguyên liệu đầu vào tăng đột biến do chính phủ Trung Quốc tạm ngưng cấp phép nhập khẩu giấy phế liệu không phân loại và ban hành các yêu cầu kĩ thuật mới đối với lượng tạp chất trong giấy khiến các DN giấy trong nước không có đủ NVL để sản xuất. Việc đồng Nhân Dân Tệ trượt giá cùng sự đóng cửa tạm thời các dây chuyền sản xuất bột giấy của nhiều nhà sản xuất lớn trên thế giới để bảo trì cũng góp phần thúc đẩy xu hướng tăng giá này. Trong khi đó, giá sản phẩm đầu ra cũng chịu nhiều tác động từ chính sách bảo vệ môi trường do nhiều nhà máy gây ô nhiễm bị đóng cửa, sản lượng sản xuất giấy giảm mạnh.

Thị trường giấy trong nước đã bùng nổ do tác động từ Trung Quốc: Giá nhiều loại nguyên vật liệu trong nước đã tăng mạnh từ quý 1 năm 2017 do thương lái Trung Quốc sang thu mua nguyên vật liệu và giấy tại Việt Nam để đầu cơ xuất khẩu ngược lại Trung Quốc khi chính phủ Trung Quốc siết chặt các chính sách bảo vệ môi trường làm giảm nguồn cung nguyên vật liệu và giấy để sản xuất bao bì. Xu hướng bùng nổ của ngành thương mại điện tử cũng góp phần thúc đẩy tiêu dùng giấy bao bì. Nhiều doanh nghiệp giấy FDI đã và sẽ được mở nên cung giấy sẽ nhanh chóng vượt cầu trong năm 2018. Tuy nhiên, hầu hết những công ty FDI này sẽ xuất khẩu sang Trung Quốc để bù đắp cho việc cắt giảm sản lượng nên cạnh tranh nội địa với những công ty giấy này sẽ không quá khốc liệt.

DHC với tiềm năng tận dụng những lợi thế của ngành: BVSC kỳ vọng rằng kết quả kinh doanh Q4 của công ty sẽ được cải thiện đáng kể do: (i) Giấy bìa lớp sóng cũ (OCC) nhập khẩu từ Mỹ và Châu Âu sẽ cập bến vào tháng 12 với giá rẻ hơn nhiều so với những quý trước; (ii) Từ tháng 12, công ty sẽ tăng giá khoảng 15% đối với giấy bao bì và 5 – 10% đối với giấy thành phẩm. Chúng tôi dự đoán doanh thu năm 2018 của DHC ở mức 1.760,8 tỷ VND (+127,7% yoy), với biên gộp là 17,2% và lợi nhuận thuần là 181,5 tỷ VND (+148,8% yoy). Một số điểm nhấn trong dài hạn: (i) Nhà máy giấy Giao Long 2 sẽ đi vào hoạt động trong nửa sau của 2018; (ii) Chính sách thuế ưu đãi và quản lý chi phí hiệu quả; (iii) Chiến lược tích trữ hàng tồn kho và vận hành kịp thời và (iv) Suất đầu tư của nhà máy Giao Long 2 thấp hơn nhiều so với các đối thủ.

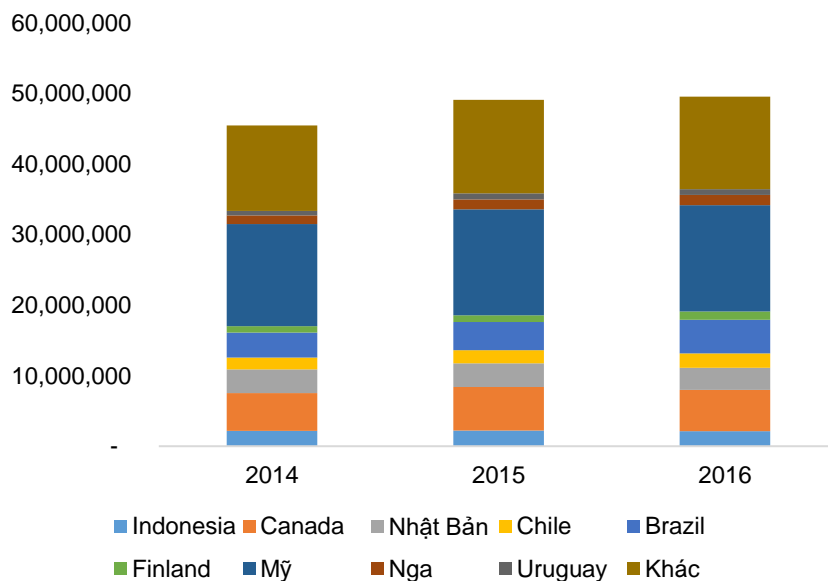
Đánh giá – Khuyến nghị: Cổ phiếu DHC hiện đang giao dịch ở mức 43.200 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E 4 quý là 21,3x, P/B là 2,5x và EPS 4 quý là 2.028 VNĐ/cổ phiếu. Dù những chỉ số so sánh này cao hơn chỉ số trung bình ngành, chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DHC dựa trên những cơ sở sau: (i) Triển vọng ngành thuận lợi với tăng trưởng ổn định từ cả thị trường trong nước và Trung Quốc; (ii) Nhà máy Giao Long 2 với công suất gấp 3,5 lần hiện tại đi vào hoạt động sẽ giúp DHC đáp ứng được mức cầu gia tăng;

(iii) Chính sách thuế tốt và khả năng quản lý chi phí hiệu quả của HDQT công ty đối với nhà máy mới; (iv) Giá nguyên vật liệu thấp hơn và khả năng tăng giá bán giúp lợi nhuận tăng cao. Trong ngắn hạn, chính sách bảo vệ môi trường của Trung Quốc sẽ giúp DHC có kết quả kinh doanh tốt trong Q4/2017. Về triển vọng dài hạn, chúng tôi cho rằng công ty sẽ duy trì mức tăng trưởng cao cho đến năm 2020.

Thị trường giấy Trung Quốc nhiều biến động

- ❖ **Giá nguyên liệu đầu vào tăng đột biến:** Nguyên liệu chính cho ngành công nghiệp giấy in và giấy bao bì là bột gỗ và giấy phế liệu. Bột gỗ và giấy phế liệu được nhập khẩu trong năm 2016 với tỷ trọng tương ứng 65,4% và 36,5% trong tổng sản lượng tiêu thụ. Bột gỗ được nhập khẩu chủ yếu từ Nga, châu Mỹ, Nhật Bản và Indonesia, thường chiếm hơn 60% tỷ trọng vật liệu sản xuất chính.

Biểu đồ 1: Nhập khẩu bột giấy và giấy phế liệu vào Trung Quốc theo quốc gia (đơn vị: tấn)

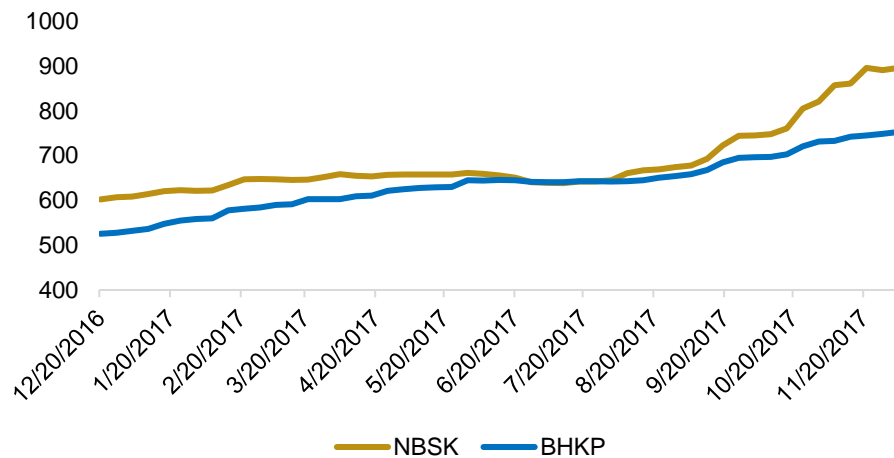


Nguồn: BVSC tổng hợp

Nhân Dân Tệ đã bắt đầu trượt giá khoảng 6,67% trong cả năm 2016 và tiếp tục giảm khoảng 5,5% trong năm 2017. Sự mất giá của đồng Nhân Dân Tệ trực tiếp làm tăng chi phí nhập khẩu bột gỗ, làm tăng chi phí sản xuất giấy và tạo thêm sức ép lên các công ty giấy.

Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp lớn trên thế giới tạm dừng hoạt động cũng làm giá bột giấy trên thế giới tăng cao hơn. CMPC đã công bố cắt giảm chuỗi sản xuất bột kraft gỗ bạch đàn tẩy trắng (BEK) tại Brazil do những vấn đề về lò hơi phục hồi trong năm nay và đang sản xuất cầm chừng trong những tháng gần đây. Chỉ riêng dây chuyền sản xuất này đã chiếm gần 4% thị trường bột kraft gỗ cứng tẩy trắng (BHK) toàn cầu. CMPC cũng đã kéo dài thời gian dừng hoạt động của dây chuyền Guaiba để thực hiện kiểm tra hệ thống.

Biểu đồ 2: Giá bột giấy NBSK và BHK tại Trung Quốc (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

Ngoài ra, chính phủ Trung Quốc cũng tạm ngưng cho phép nhập khẩu giấy phế liệu không phân loại và ban hành các yêu cầu kỹ thuật mới đối với tạp chất trong giấy phế liệu giảm từ 1,5% còn 0,5%, làm cho các DN giấy trong nước không đủ nguyên liệu để sản xuất, do vậy, các DN Bao bì buộc phải mua giấy từ các nước để sử dụng.

Bảng 1: Những chính sách ảnh hưởng đến ngành giấy của Trung Quốc

Chính sách chính	Ngày có hiệu lực	Nội dung chính
Kế hoạch Cấm Nhập Khẩu Rác	Tháng 4, 2017	Đề xướng các chính sách nhập khẩu khác nhau đối với giấy phế liệu
Tiêu chuẩn Kiểm soát Nhập khẩu Chất thải rắn để Bảo vệ Môi trường	Tháng 1, 2018	Giảm tiêu chuẩn chung về nồng độ tạp chất đối với giấy phế liệu nhập khẩu từ 1,5% xuống 0,5%; cấm 24 loại chất thải và cấm nhập khẩu giấy phế liệu đối với các doanh nghiệp có công suất dưới 300.000 tấn/năm
Kế hoạch 5 năm lần thứ 13 của ngành giấy	2016-2020	Công suất giấy và bì đạt 115,55 triệu tấn vào năm 2020 với tốc độ tăng trưởng hàng năm là 1,5%; Công suất tiêu thụ đạt 111 triệu tấn, tăng trưởng bình quân 1,4%/năm

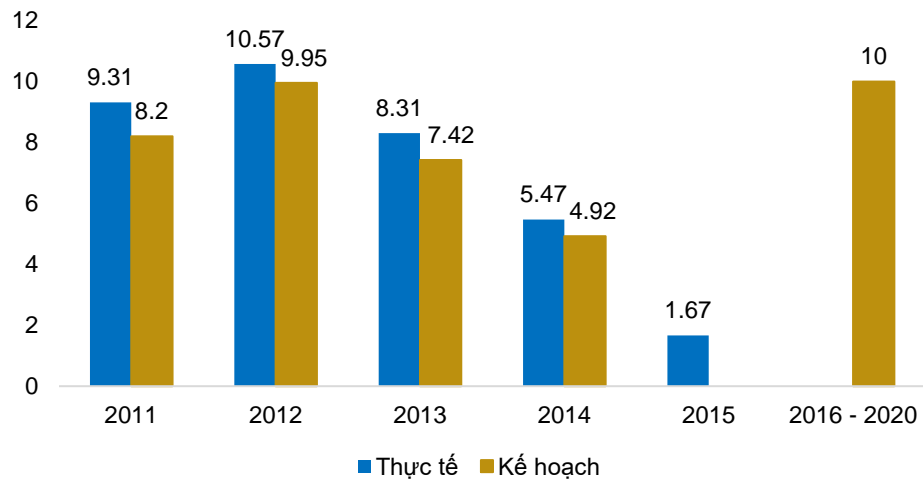
Nguồn: BVSC tổng hợp

Hạn ngạch nhập khẩu giấy phế liệu năm 2018 sẽ giảm 7,97 triệu tấn so với năm 2017, tương ứng 28,36% của tổng hạn ngạch được cấp trong 2017. Do đó, giá giấy phế liệu nhập khẩu đã tăng mạnh và sẽ ở mức cao trong ngắn hạn do những thay đổi về chính sách trên.

- ❖ **Giá sản phẩm đầu ra chịu tác động từ nhiều chính sách bảo vệ môi trường:** Vào ngày 10 tháng 11 năm 2016, "Kế hoạch Thực hiện Quản lý Giấy phép Xả thải" do Văn phòng Quốc Vụ Viện ban hành bắt đầu có hiệu lực. Các dự án ô nhiễm nặng và có lượng xả thải cao sẽ bị quản chế nhiều nhất. Ngành sản xuất giấy và nhiệt điện sẽ là tâm điểm của Kế

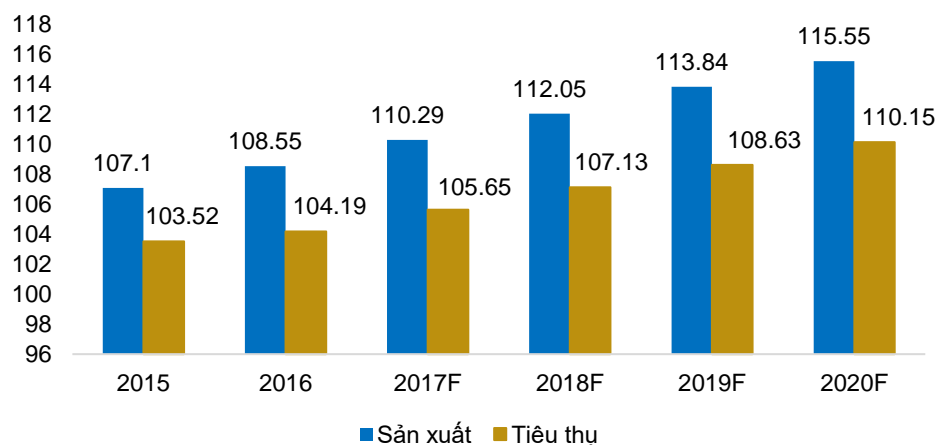
hoạch này. Các cơ quan bảo vệ môi trường đã đưa ra các biện pháp nghiêm ngặt để quản lý việc sản xuất của các nhà máy không đảm bảo an toàn về môi trường. Ở Sơn Đông, một tỉnh sản xuất giấy lớn, công suất sản xuất giấy đã giảm xuống còn 60% công suất so với trước đó. Sau 7 tháng đầu năm 2017, 87 nhà máy giấy đã bị đóng cửa và danh sách này sẽ tiếp tục dài thêm. Lượng giấy tồn kho tích lũy trong nhiều năm đã dần dần được tiêu thụ hết.

Biểu đồ 3: Mức cắt giảm sản lượng giấy của Trung Quốc (đơn vị: triệu tấn)



Nguồn: Bộ CNTT Trung Quốc, BVSC

Biểu đồ 4: Công suất và tiêu thụ sản phẩm giấy tại Trung Quốc (đơn vị: triệu tấn)



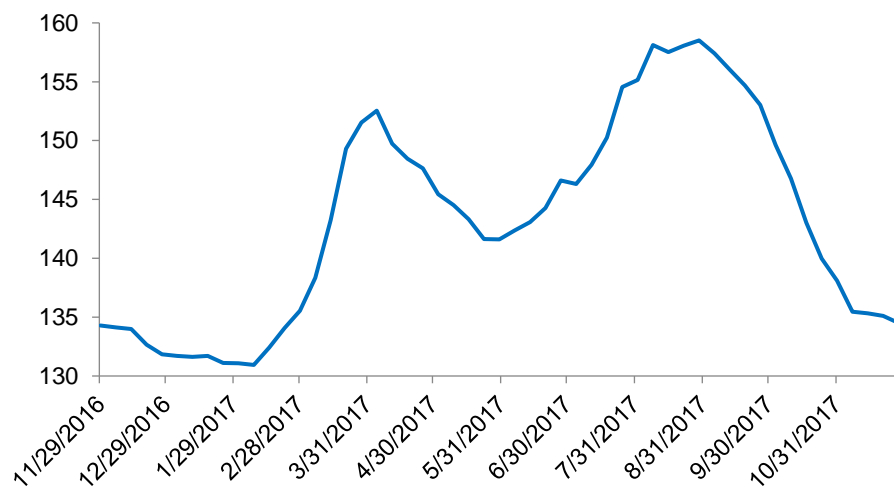
Nguồn: Hiệp hội Giấy Trung Quốc, BVSC

Trong khi việc đóng cửa các nhà máy giấy vi phạm luật môi trường làm giảm công suất giấy, cung giấy vẫn còn cao hơn nhu cầu. Theo kế hoạch 5 năm lần thứ 13, Chính phủ Trung Quốc sẽ giảm 8-10 triệu tấn công suất giấy nhưng xu hướng thừa cung sẽ vẫn tiếp tục đến năm 2020. Sự leo thang của giá giấy cuối cùng đã dịu xuống từ tháng 11 năm 2017 và có khả năng sẽ tiếp diễn đà tăng trong nửa đầu năm 2018, dao động trong phần còn lại của năm, sau đó tăng mạnh do thiếu hàng tồn kho trước khi trở nên ổn định.

Thị trường giấy trong nước đã bùng nổ do tác động từ Trung Quốc

- ❖ **Nguồn cầu đột biến từ các thương lái Trung Quốc:** Giá nhiều loại nguyên vật liệu trong nước tăng mạnh từ quý 1 năm 2017 do ảnh hưởng của thị trường Trung Quốc. Sự thắt chặt trong chính sách bảo vệ môi trường của chính phủ Trung Quốc khiến nguồn cung nguyên vật liệu và giấy để sản xuất bao bì giảm, nhiều nhà sản xuất giấy và bao bì đã chuyển sang mua nguyên vật liệu từ Việt Nam. Thương lái Trung Quốc đã mua kraftliner, testliner và các loại giấy thành phẩm khác để đầu cơ và nhập khẩu trở lại Trung Quốc kể từ tháng 9 và đẩy giá giấy testliner tăng 15-20% so với tháng 6, và khoảng 20% - 30% so với năm trước. Giá OCC (giấy bìa cứng lớp sóng cũ) đạt đỉnh điểm vào tháng 9 rồi giảm lại vì nhu cầu của thị trường Trung Quốc đã chững lại. Xu hướng này có thể kéo dài đến năm 2018 do các nhà sản xuất giấy ở Trung Quốc đã tích trữ đủ nguyên liệu cho cả năm 2018. Các công ty giấy Việt Nam có thể tận dụng lợi thế giá nguyên liệu thấp để cải thiện lợi nhuận trong quý 4 2017 và năm 2018.

Biểu đồ 5: Bảng giá OCC của EU (đơn vị: USD)

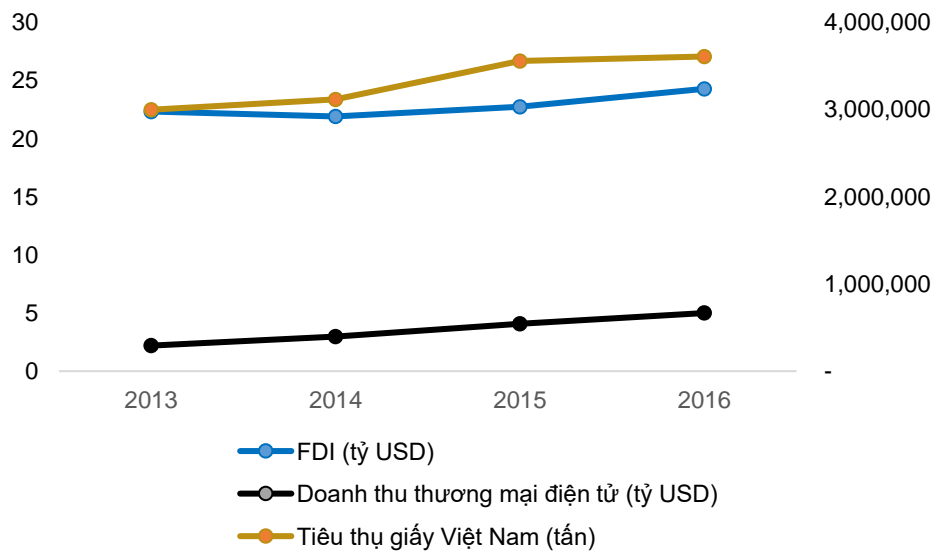


Nguồn: Bloomberg

- ❖ **Xu hướng bùng nổ của thương mại điện tử thúc đẩy tiêu dùng giấy bao bì:** Thương mại điện tử đang phát triển mạnh do thói quen tiêu dùng của giới trẻ dịch chuyển từ mua hàng tại các cửa hàng sang online, tận dụng sự tiện lợi của việc thanh toán nhanh chóng qua mạng cùng nhiều khuyến mãi hấp dẫn. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của thương mại điện tử lên đến 31,5% bình quân hàng năm trong giai đoạn 2013 – 2016 và dự tính sẽ đạt 10 tỷ USD vào năm 2020. Cùng với việc các doanh nghiệp FDI ngày càng thúc đẩy đầu tư vào Việt Nam, nhu cầu sử dụng giấy bao bì để đóng gói máy móc, thiết bị và hàng hóa ngày càng tăng cao. Nhiều hãng sản xuất máy móc như Intel, Samsung đã đầu tư xây dựng thêm nhà máy và mới đây Alibaba, Amazon cũng dự tính kinh doanh tại Việt Nam sẽ giúp tạo ra một chuỗi cung ứng hoàn thiện mà trong đó giấy bao bì là một sản phẩm phụ trợ không thể

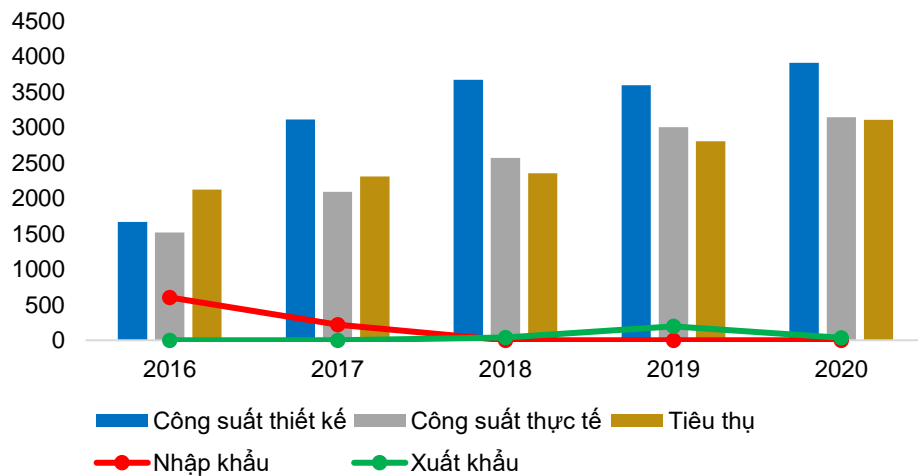
thiếu. Thương vụ mua chi phối Lazada của Alibaba năm 2016, doanh nghiệp đang dẫn đầu thương mại điện tử tại Việt Nam với hơn 30% thị phần, sẽ tạo ra lợi thế giúp Alibaba thâm nhập, thay đổi và định hình xu hướng tiêu dùng của người Việt Nam. Chúng tôi dự đoán rằng tốc độ tiêu thụ giấy bao bì, hiện đang có CAGR 9% trong giai đoạn 2014 – 2016, sẽ nhanh chóng vượt qua những dự phóng trước đây và bùng nổ cùng với thị trường thương mại điện tử.

Biểu đồ 6: Tương quan tăng trưởng giữa FDI, thương mại điện tử và tiêu thụ giấy tại Việt Nam



Nguồn: BVSC tổng hợp

Biểu đồ 7: Cung cầu bao bì giấy tái chế và giấy bìa cứng cũ của Việt Nam (đơn vị: nghìn tấn)



Nguồn: VPPA

- ❖ **Nguồn cung giấy trong nước sẽ sớm vượt cầu do các doanh nghiệp FDI:** Sau đợt đóng cửa hàng loạt nhà máy giấy vi phạm luật môi trường của chính phủ Trung Quốc, nhiều nhà sản xuất đã chuyển các nhà máy của họ sang Việt Nam như Nine Dragons, Lee & Man và Cheng Loong. Cùng với lợi thế nhân công giá rẻ và khoảng cách địa lý gần với Trung Quốc, các công ty này sẽ tiết kiệm được rất nhiều chi phí cho việc xử lý chất gây ô nhiễm và vận hành khi sản xuất tại Việt Nam. Nhiều nhà máy FDI mới sẽ được mở và do đó nguồn cung giấy thành phẩm sẽ nhanh chóng vượt cầu trong năm 2018. Tuy nhiên, hầu hết những công ty FDI này sẽ xuất khẩu sang Trung Quốc để bù đắp cho việc cắt giảm sản lượng nên cạnh tranh nội địa với những công ty giấy này sẽ không quá khốc liệt. Trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng thị trường trong nước vẫn rất sôi động.

Bảng 2: Sản lượng sản xuất mới của các nhà máy giấy lớn tại Việt Nam

Dự án	Vị trí	Suất đầu tư (USD/tấn)	Công suất (tấn/năm)	Vốn đầu tư (USD)	Thời gian hoạt động
Chánh Dương 2 (Nine Dragons – Trung Quốc)	Bình Dương	6.363,6	440.000	2,8 tỷ	6/2017
Vina Kraft 2 (Thái Lan – Nhật)	Bình Dương	517,5	243.500	126 triệu	4/2017
Lee & Man (Hongkong)	Hậu Giang	2.857,1	420.000	1,2 tỷ	10/2017
Cheng Loong (Đài Loan)	Bình Dương	1.000	1.000.000 (giai đoạn 1: 350.000)	1 tỷ	1/2018
Giao Long 2 (Dohaco – Việt Nam)	Bến Tre	237,9	200.000	47,6 triệu	6/2018
An Bình (Việt Nam)	Bình Dương	320	500.000	160 triệu	2018
Tổng			2.803.500		

Nguồn: BVSC tổng hợp

DHC với tiềm năng tận dụng những lợi thế của ngành

❖ Cập nhật kết quả kinh doanh quý 3:

Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC) đã công bố kết quả kinh doanh quý 3 với 213,9 tỷ doanh thu (+ 8,61% yoy) và 15,9 tỷ lợi nhuận sau thuế (-28,39% yoy). Trong 9 tháng đầu năm, công ty đạt doanh thu là 575,7 tỷ đồng (+ 21,6%), và lợi nhuận sau thuế là 45,2 tỷ đồng (-25,9% yoy), hoàn thành 76,8% và 68,5% kế hoạch năm. Với nhu cầu nhập khẩu giấy ngày càng cao của Trung Quốc để thay thế cho sự cắt giảm công suất trong nước và đáp ứng nhu cầu ngành bao bì giấy tích cực nhờ vào tăng trưởng cao của các Tập đoàn bán lẻ thông qua kênh thương mại điện tử như Alibaba, Jingdong, WSMall... DHC đã có thể hưởng lợi từ xu thế này và có sự cải thiện đáng kể. Nhà máy của họ đang hoạt động hết công suất và đầu ra không đủ để đáp ứng nhu cầu trong nước và xuất khẩu. Tuy nhiên, DHC vẫn bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu tăng trong 3 quý đầu năm, nên biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng giảm.

❖ Kỳ vọng tăng trưởng tích cực trở lại kể từ Quý 4:

Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào đã đảo ngược kể từ tháng 10. Sau giai đoạn tăng nóng, giá OCC và giấy tái chế hiện đã giảm đáng kể. DHC đã nắm bắt cơ hội này để nhập khẩu OCC giá thấp và tăng các trạm thu mua để tích trữ thêm nhiều nguyên vật liệu hơn. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 4 sẽ có sự cải thiện đáng kể với doanh thu 198,2 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 27,8 tỷ đồng (+12,5% so với cùng kỳ) dựa vào các yếu tố sau:

- (i) OCC nhập khẩu từ Mỹ và Châu Âu sẽ cập bến vào tháng 12 và có giá thấp hơn nhiều so với các quý trước. OCC từ Châu Âu sẽ có giá khoảng 170USD-190USD/tấn trong khi giấy nhập từ Mỹ sẽ có giá khoảng 170 USD – 180 USD/tấn, giảm mạnh khoảng 100 USD. Mặc dù giá mua giấy bìa cứng cũ sẽ có chút biến động nhưng chi phí nguyên vật liệu vẫn giảm rất đáng kể.
- (ii) DHC đã cam kết giữ giá cho các đối tác thân thiết cho đến tháng 11. Từ tháng 12, họ sẽ tăng giá sản phẩm khoảng 15% cho giấy bao bì và 5 - 10% cho giấy thành phẩm.

Chúng tôi dự đoán doanh thu cả năm của DHC ở mức 773,3 tỷ VND (+15,7% yoy) và lợi nhuận gộp ở mức 126,4 tỷ VND với biên gộp ở mức 16,3%. Lợi nhuận thuần của công ty vào khoảng 72,9 tỷ VND (-14,9% yoy) với biên lợi nhuận thuần là 9,4%.

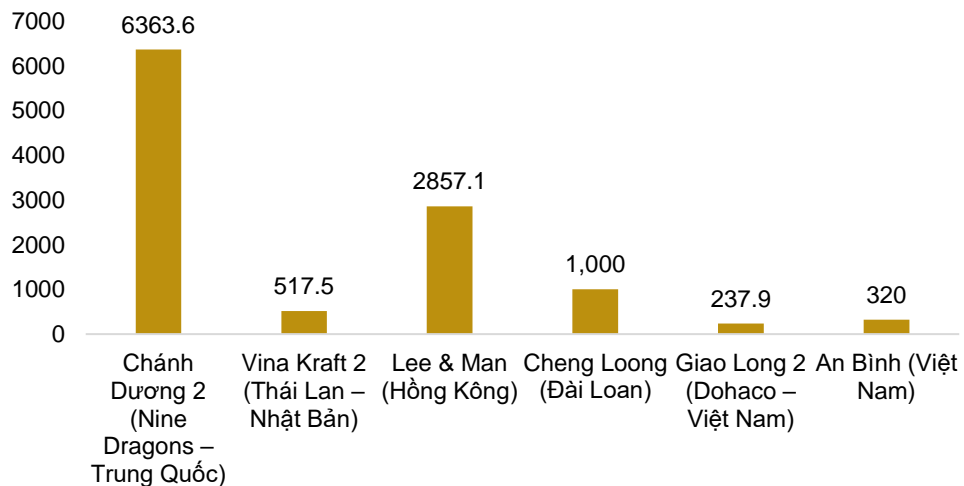
Mặc dù kết quả năm 2017 của DHC thấp hơn một chút so với năm trước nhưng công ty đã thích ứng được với những biến động khó lường của thị trường giấy và đặt nền móng vững chắc cho sự tăng trưởng nhanh chóng trong những năm tiếp theo. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2018 của DHC ở mức 1.760,8 tỷ đồng (+127,7% yoy), với biên gộp là 17,2% và lợi nhuận sau thuế ở mức 181,5 tỷ đồng (+148,8% yoy), với giả định chính như sau:

- (i) **Nhà máy Giấy Giao Long 2 sẽ đi vào hoạt động vào nửa cuối năm 2018:** Với công suất 660 tấn/ngày, gấp 3,5 lần công suất hiện tại của Nhà máy Giao Long 1, Giao Long 2 sẽ giúp DHC đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của Trung Quốc vào năm 2018. Chúng tôi dự kiến tỷ lệ sử dụng nhà máy mới sẽ là 75% trong năm tới, sau đó sẽ chạy hết công

suất vào đầu năm 2019. Hiện tại, công ty đang lắp đặt các trạm điện và sẽ hoàn thành trong Q1.2018.

- (ii) **Chính sách thuế ưu đãi và quản lý chi phí hiệu quả:** Giao Long 2 được miễn thuế trong 2 năm đầu hoạt động và giảm 50% thuế trong 4 năm tiếp theo. Sau năm 2020, Giao Long 1 sẽ hoàn thành việc trích khấu hao và giúp DHC tiết kiệm được khoảng 22 tỷ đồng mỗi năm. Lợi thế từ việc giảm chi phí sẽ giúp DHC đầu tư vào vốn lưu động hiệu quả hơn.
- (iii) **Chiến lược tích trữ hàng tồn kho và vận hành kịp thời:** Nhờ vào tăng công suất đúng lúc thị trường hồi phục nên DHC có thể tận dụng nguyên liệu giá rẻ và cải thiện biên lợi nhuận so với 2017. Công ty đã tăng số lượng các cơ sở thu gom giấy phế liệu từ 5 lên 10 cơ sở với công suất thu gom khoảng 500-700 tấn/tháng, và cũng đã lắp đặt kho mới với sức chứa là 18.000 tấn. Kho mới này sẽ giúp công ty có thể lưu kho khoảng 1,7 tháng và giải quyết vấn đề khan hiếm nguyên vật liệu đầu vào.
- (iv) **Suất đầu tư Nhà máy Giao Long 2 thấp hơn nhiều so với các đối thủ:** Mặc dù vốn đầu tư đã vượt 4,3% so với kế hoạch năm ngoái, lên đến 1.080 tỷ đồng do nhập khẩu máy móc và dây chuyền sản xuất chất lượng cao từ châu Âu với công suất cao hơn, việc quản lý đầu tư vào nhà máy mới của DHC vẫn hiệu quả hơn nhiều so với các nhà máy giấy lớn khác như Cheng Loong, Chánh Dương và Lee & Man, ... với suất đầu tư chỉ ở mức 237,9USD/tấn.

Biểu đồ 10: Suất đầu tư của các dự án nhà máy giấy lớn (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: BVSC tổng hợp

Tuy nhiên, nhà máy Giao Long 2 không chỉ mang đến nhiều lợi thế mà cũng là một thách thức cho công ty. Với 1.080 tỷ đồng vốn đầu tư, khấu hao sẽ tăng thêm trên 60 tỷ đồng/năm trong 10 năm tới. Công ty cũng đã huy động được 112 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và ESOP cho nhân viên để đầu tư cho Giao Long 2. Cùng với 714 tỷ đồng nợ dài hạn từ Vietcombank, với lãi suất 7,5% trong năm đầu tiên và lãi suất huy động thả nổi cộng 2% - 2,2% trong những năm tiếp theo, DHC sẽ chịu áp lực lớn từ chi phí tài chính.

Kết quả Định giá

Với những động lực và thách thức trên, chúng tôi đã dự báo kết quả hoạt động kinh doanh của DHC trong giai đoạn 2017 – 2021 như sau:

Chỉ tiêu dự phóng	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh số bán hàng					
- Giấy công nghiệp (tấn/năm)	55.933	132.131	261.059	263.950	263.950
- Bao bì (triệu thùng/năm)	31,62	35,74	39,31	41,28	41,28
Hiệu suất hoạt động NM 2	0,0%	75,5%	101,6%	103,0%	103,0%
Doanh thu (tỷ VND)	773	1.761	3.395	3.300	3.299
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	73	182	300	363	338
Số lượng cổ phiếu (triệu CP)	34,46	34,46	34,46	34,46	34,46
EPS (VND/cp)	2.065	5.136	8.476	10.275	9.550

Nguồn: BVSC

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền để xác định giá mục tiêu của DHC là **66.820 VND/cp**.

Nhận định – Khuyến nghị

Cổ phiếu DHC hiện đang giao dịch ở mức 43.200 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E 4 quý là 21,3x, P/B là 2,5x và EPS 4 quý là 2.028 VNĐ/cổ phiếu. Dù những chỉ số so sánh này cao hơn chỉ số trung bình ngành, chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DHC dựa trên những cơ sở sau: (i) Triển vọng ngành thuận lợi với tăng trưởng ổn định từ cả thị trường trong nước và Trung Quốc; (ii) Nhà máy Giao Long 2 đi vào hoạt động sẽ giúp DHC đáp ứng được mức cầu gia tăng; (iii) Chính sách thuế tốt và khả năng quản lý chi phí hiệu quả của HĐQT công ty đối với nhà máy mới; (iv) Giá nguyên vật liệu thấp hơn và khả năng tăng giá bán giúp lợi nhuận tăng cao. Trong ngắn hạn, chính sách bảo vệ môi trường của Trung Quốc sẽ giúp DHC có kết quả kinh doanh tốt trong Q4/2017. Về triển vọng dài hạn, chúng tôi cho rằng công ty sẽ duy trì mức tăng trưởng cao cho đến năm 2020.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	454	543	640	668
Giá vốn	370	452	523	545
Lợi nhuận gộp	84	91	117	123
Doanh thu tài chính	0	1	0	5
Chi phí tài chính	25	8	6	4
Lợi nhuận sau thuế	27	43	80	86
Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Tiền & khoản tương đương tiền	5	7	2	35
Các khoản phải thu ngắn hạn	84	95	101	130
Hàng tồn kho	44	84	58	56
Tài sản cố định hữu hình	223	214	219	189
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	3	3
Tổng tài sản	399	421	406	630
Nợ ngắn hạn	160	162	103	108
Nợ dài hạn	14	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	226	259	303	521
Tổng nguồn vốn	399	421	406	630
Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	33,3%	19,5%	17,9%	4,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-1166,6%	59,4%	85,1%	7,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,6%	16,8%	18,3%	18,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,0%	7,9%	12,5%	12,8%
ROA (%)	6,5%	10,5%	19,3%	16,6%
ROE (%)	12,8%	17,8%	28,4%	20,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,43	0,39	0,25	0,17
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,77	0,63	0,34	0,21
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.803	2.747	4.622	3.351
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.043	16.485	17.551	20.370

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

LIÊN HỆ

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường, Dầu khí

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Phạm Đắc Hoàng Minh

Dệt may, Giấy và bao bì

phandachoangminh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trường

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh:

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