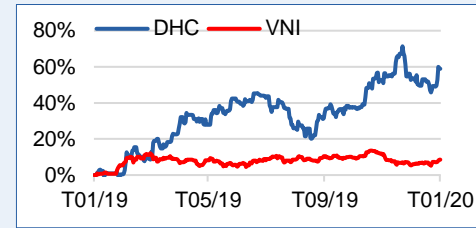


# CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) [MUA +23,8%]

## Báo cáo lần đầu

Ngành:	Giấy bao bì		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	20/01/2020	Tăng trưởng DT	14,4%	59,6%	56,1%	19,9%
Giá hiện tại:	39.350VND	Tăng trưởng EPS*	56,9%	20,3%	50,3%	30,1%
Giá mục tiêu:	47.700VND	Biên LN gộp	22,1%	20,5%	18,5%	18,4%
		Biên LN ròng	14,5%	11,3%	11,3%	12,3%
TL tăng:	+21,2%	EV/EBITDA	14,8x	9,8x	6,5x	5,5x
Lợi suất cổ tức:	2,5%	LN/dòng tiền HD	-50,5x	8,0x	7,9x	3,4x
Tổng mức sinh lời:	+23,8%	P/E	15,5x	12,9x	8,6x	6,6x



		DHC	Peers	VNI
GT vốn hóa:	95,1tr USD	21,0x	9,7x	16,1x
Room KN:	11,5tr USD	P/E (trượt)	2,3x	1,0x
GTGD/ngày (30n):	0,3tr USD	P/B (trượt)	0,8x	0,8x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	12,0%	9,4%
SL cổ phiếu lưu hành:	56,0tr	ROE	5,6%	4,2%
Pha loãng:	56,0tr	ROA	* EPS pha loãng theo đợt phát hành 10:1 trong năm 2018	
PEG 3 năm:	0,4			

### 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 ~2% trong năm 2018, 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.

Đào Danh Long Hà, CFA  
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA  
Phó Giám đốc

## Lợi nhuận cắt cánh nhờ công suất mới

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu dành cho CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) với khuyến nghị MUA và tổng mức sinh lời dự phóng 23,8%. DHC là công ty sản xuất bao bì quy mô trung bình với thị phần khoảng 2% trong năm 2018, theo ước tính của chúng tôi.
- DHC có vị thế tốt để nắm bắt đà tăng trưởng tiêu thụ giấy tại Việt Nam (tốc độ tăng trưởng kép/CAGR 12% trong giai đoạn 2019F-2022F, theo ước tính của chúng tôi). So với các nhà máy sản xuất bao bì khác đã được đầu tư/sẽ được đầu tư tại Việt Nam trong giai đoạn 2017-2020, nhà máy mới của DHC (Giao Long 2) có chi phí đầu tư thấp hơn trong khi sử dụng công nghệ lõi của Đức giúp đảm bảo chất lượng.
- Chúng tôi dự phóng DHC sẽ ghi nhận CAGR doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTTS lần lượt là 27% và 33% trong giai đoạn 2019F-2022F, nhờ tăng trưởng công suất, lợi ích thuế và dòng tiền mặt tự do dồi dào.
- DHC tỏ ra hấp dẫn khi được giao dịch tại PER 2020F là 8,6 lần, theo dự báo của chúng tôi, so với trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành khoảng 11 lần và PEG 3 năm là 0,4.
- Yếu tố hỗ trợ: chi phí giấy thùng carton cũ thuận lợi nhờ Trung Quốc giảm nhập khẩu.
- Rủi ro cho triển vọng tích cực của chúng tôi: giá bán giấy giảm do tình hình kinh tế chững lại tại Trung Quốc, nguồn cung trong nước tăng ngoài dự kiến, chính sách môi trường thay đổi bất ngờ.

### Tiêu dùng trong nước và hoạt động sản xuất mạnh mẽ thúc đẩy nhu cầu giấy tại Việt Nam.

Nhu cầu giấy có xu hướng tương quan với nhu cầu tiêu thụ và có tính chu kỳ thấp hơn so với các loại hàng hóa khác. Theo Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc (FAO) và Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), tiêu thụ giấy đầu người của Việt Nam là 52kg vào năm 2018, thấp hơn nhiều so với 80kg của Trung Quốc và 212 kg tại Mỹ. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ ghi nhận tăng trưởng hàng năm ở mức một chữ số cao (7-9) cho tổng mức bán lẻ và sản xuất công nghiệp trong 3 năm tới, củng cố nhu cầu tiêu thụ giấy.

**Mở rộng công suất và cải thiện cơ cấu sản phẩm sẽ giúp gia tăng doanh thu.** Nhà máy Giao Long 2 đi vào hoạt động thương mại tháng 9/2019 và vận hành 100% trong quý 4/2019. Ngoài ra, DHC có kế hoạch nâng công suất bao bì thêm 130% năm 2021 trong khi có kế hoạch sản xuất giấy kraft (krafliner) (có giá cao hơn 40%-50% so với các sản phẩm hiện tại của DHC) trong năm 2020.

**Giá giấy bao bì giảm – do nhu cầu thấp hơn tại Trung Quốc – là trở ngại chính trong ngắn hạn.** Chúng tôi ước tính rằng giá giấy bao bì đã giảm mạnh 15-20% YoY trong năm 2019. Theo tổ chức nghiên cứu thị trường RISI, nhu cầu giấy tại Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm trong năm 2020 trước khi phục hồi trong năm 2021; do đó, chúng tôi giả định giá bán trung bình của DHC sẽ giảm

10% YoY trong năm 2020 khi chúng tôi kỳ vọng một số nhà máy trong nước – với sản lượng tập trung cho thị trường Trung Quốc – sẽ gia tăng nỗ lực bán hàng tại Việt Nam.

**Tuy nhiên, kế hoạch của Trung Quốc nhằm chấm dứt nhập khẩu giấy carton cũ (OCC) vào năm 2021, nếu được thực hiện, có thể hỗ trợ với biên LN của các công ty sản xuất giấy như DHC.** Nếu kế hoạch được thực hiện, chúng tôi cho rằng sẽ có áp lực giảm giá lên OCC – nguyên liệu chính cho các nhà sản xuất giấy bao bì tại Việt Nam

## Mục lục

<b>Lợi nhuận cắt cánh nhờ công suất mới</b> .....	<b>1</b>
<b>Tổng quan công ty</b> .....	<b>3</b>
Khởi điểm là một công ty quốc doanh .....	3
Tập trung kinh doanh vào giấy bao bì và thùng carton.....	4
<b>Triển vọng ngành</b> .....	<b>6</b>
Hoạt động tiêu dùng và sản xuất sôi động thúc đẩy nhu cầu giấy .....	6
Cán cân cung cầu tương đối cân bằng ở ngành giấy nói chung; tuy nhiên, mảng giấy bao bì ghi nhận thừa cung nhẹ .....	8
Thị trường giấy bao bì ở Việt Nam khá phân mảnh với sự hiện diện lớn của các doanh nghiệp FDI.....	9
Chúng tôi kỳ vọng giá giấy của Việt Nam sẽ giảm trong năm 2020 trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc chững lại.....	10
Chính sách nhập khẩu OCC của Trung Quốc hỗ trợ biên lợi nhuận của các nhà sản xuất giấy Việt Nam .....	12
Tái chế giấy là xu hướng thân thiện với môi trường .....	13
<b>Tính hình tài chính DHC</b> .....	<b>14</b>
<b>Triển vọng kinh doanh: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ mở rộng công suất</b> .....	<b>18</b>
Được hỗ trợ một phần bởi chi phí đầu tư cạnh tranh, nhà máy Giao Long 2 của DHC hiện đi đúng tiến độ nhằm vận hành toàn bộ công suất trong năm 2021, theo quan điểm của chúng tôi .....	18
Cơ cấu sản phẩm cải thiện, dẫn dắt bởi sản phẩm giấy kraftliner mới .....	19
Nhà máy bao bì mới là một yếu tố dẫn dắt tăng trưởng tiềm năng khác, dù chúng tôi cho rằng đóng góp từ nhà máy này sẽ ở mức khiêm tốn trong giai đoạn đầu.....	19
<b>Tổng quan dự báo giai đoạn 2019-2022</b> .....	<b>21</b>
<b>Dự báo năm 2019</b> .....	<b>22</b>
<b>Dự báo năm 2020</b> .....	<b>23</b>
<b>Định giá</b> .....	<b>24</b>
<b>Rủi ro đầu tư</b> .....	<b>26</b>
<b>Báo cáo tài chính</b> .....	<b>27</b>
<b>Xác nhận của chuyên viên phân tích</b> .....	<b>28</b>
<b>Khuyến cáo</b> .....	<b>30</b>

## Tổng quan công ty

### Khởi điểm là một công ty quốc doanh

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) được thành lập vào thập niên 1990 với vai trò là công ty con của công ty quốc doanh Công ty TNHH Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre (Bến Tre Aquatex). Trong giai đoạn 2002-2003, DHC được tách thành một công ty riêng biệt và được cổ phần hóa thành một công ty độc lập với 2 mảng kinh doanh, sản xuất giấy và bao bì (Dohaco) và thủy sản (Beasemex). Năm 2009, DHC niêm yết trên sàn GDCK TP. HCM (HOSE/HSX).

**Năm 2012, DHC trải qua giai đoạn thay đổi lớn về cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo.** Trong năm 2012, Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc (TGD) hiện tại của DHC, người gia nhập công ty mẹ trước đây của DHC vào thập niên 1980 và gia nhập DHC vào năm thập niên 2000, trở thành cổ đông lớn và nắm quyền kiểm soát công ty. Trước đó, ông là Phó Chủ tịch HĐQT của DHC từ năm 2004. Ông đã giúp DHC thực hiện thoái vốn khỏi mảng kinh doanh thủy sản kém hiệu quả trong giai đoạn 2012-2013 để công ty có thể tập trung duy nhất vào mảng sản xuất giấy và bao bì.

**DHC có cơ cấu cổ đông khá đa dạng.** Tính đến tháng 12/2019, hiện không có cổ đông nào nắm lượng cổ phần kiểm soát của công ty. Thay vào đó, quyền sở hữu của DHC được chia đều bởi đội ngũ lãnh đạo được TGD công ty dẫn dắt và nhóm các NĐT tài chính.

#### Hình 1: HĐQT của DHC

	Tiểu sử
<b>Ông Lê Bá Phương</b> Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	Gia nhập Bến Tre Aquatex – công ty mẹ trước đây của DHC – vào năm 1987 và giữ vị trí Phó Chủ tịch HĐQT của Bến Tre Aquatex giai đoạn 2004-2012. Giữ vị trí Phó TGD và thành viên HĐQT của DHC từ 2012 trước khi giữ vị trí Chủ tịch HĐQT kiêm TGD năm 2014
<b>Ông Lương Văn Thành</b> Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Phó TGD	Gia nhập DHC năm 2012 với vai trò Phó TGD. Trước khi gia nhập DHC, ông Thành giữ nhiều vị trí khác nhau tại Công ty TNHH Quản lý Phát triển nhà quận 2, TPHCM.
<b>Ông Nguyễn Thành Nghĩa</b>	Gia nhập HĐQT của DHC trong năm 2012 Chủ tịch HĐQT kiêm TGD CTCP thép Đại Thiên Lộc (HSX: DTL).
<b>Ông Lê Quang Hiệp</b>	Gia nhập HĐQT của DHC trong năm 2014 Chủ tịch HĐQT kiêm TGD CTCP Đô Thành (HSX: DTT).
<b>Ông Nguyễn Phan Dũng</b>	Gia nhập HĐQT của DHC năm 2012 với vai trò đại diện của quỹ SSI AM – cổ đông lớn của Phó TGD của SSI AM.
<b>Ông Tatsuyuki Ota</b>	Gia nhập HĐQT của DHC năm 2016 với vai trò đại diện cho quỹ DAIWA-SSIAM Vietnam Growth Fund II.

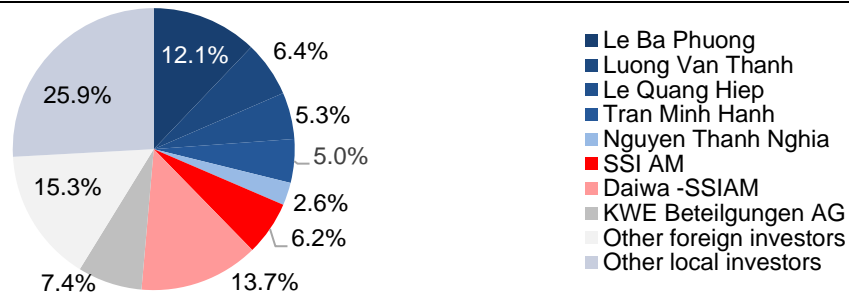
Nguồn: DHC, VCSC tổng hợp

#### Hình 2: Ban lãnh đạo của DHC

	Tiểu sử
<b>Ông Lê Bá Phương</b> Chủ tịch HĐQT kiêm TGD	Mô tả trong hình 1
<b>Ông Lương Văn Thành</b> Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Phó TGD	Mô tả trong hình 1
<b>Bà Hồ Thị Song Ngọc</b> Phó TGD	Gia nhập DHC năm 2005 và giữ nhiều vị trí trước khi được bổ nhiệm vị trí Giám đốc Kinh doanh năm 2010 và Phó TGD năm 2012.
<b>Bà Lê Thị Hoàng Huệ</b> Kế toán trưởng	Gia nhập DHC năm 2013 với vai trò Kế toán trưởng

Nguồn: DHC, VCSC tổng hợp

Hình 3: Cơ cấu cổ đông của DHC tính đến tháng 12/2019\*

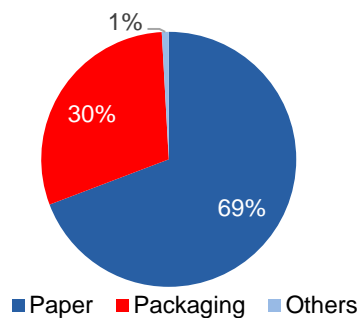


Nguồn: HSX, DHC, VCSC (\*bao gồm cổ phần nắm giữ bởi các thành viên gia đình)

### Tập trung kinh doanh vào giấy bào bì và thùng carton

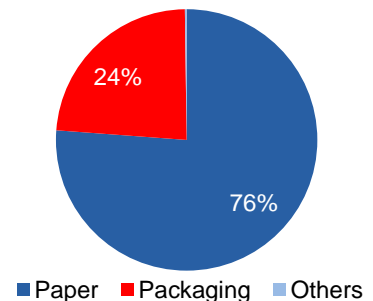
Giấy (cụ thể là giấy đóng gói) và bao bì (thùng carton) chiếm gần 100% doanh thu và LN gộp của DHC trong năm 2018, theo ước tính của chúng tôi. Trong mảng giấy, DHC sản xuất 2 loại giấy bào bì chính - giấy lớp mặt (testliner) và giấy lớp sóng (medium) – được sử dụng trong bìa carton và thùng carton (Hình 5).

Hình 4: Cơ cấu doanh thu thuần (2018)





Nguồn: DHC, VCSC

Hình 5: Cơ cấu lợi nhuận gộp (2018)



Nguồn: DHC, VCSC

Hình 6: Các sản phẩm chính của DHC

Màng giấy		Màng bao bì
<b>Giấy Medium</b>	<b>Giấy Testliner</b>	<b>Thùng carton</b>
Sử dụng trong lớp rãnh/lượn sóng của tấm carton; chiếm khoảng 40% sản lượng giấy của DHC năm 2018	Sử dụng trong lớp giấy bọc bên ngoài của tấm carton; ~60% sản lượng của DHC năm 2018.	Sử dụng để đóng gói sản phẩm
		

Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 7: Các nhà máy hiện tại của DHC

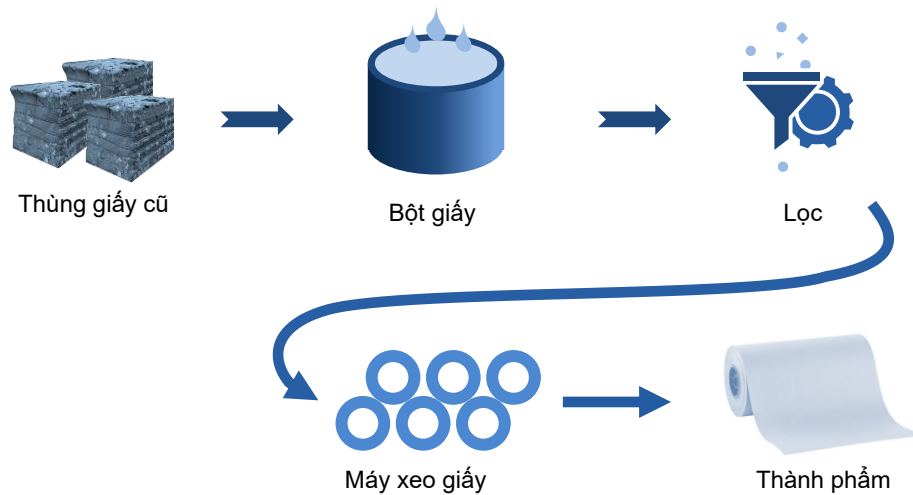
Nhà máy	Màng	Công suất hàng năm	Địa điểm	Năm hoạt động
Giao Long 1	Giấy	~60,000 m2	Bến Tre	2011
Giao Long 2	Giấy	~200,000 m2	Bến Tre	2019
Bao bì 1	Bao bì	~47 triệu thùng	Bến Tre	2006

Nguồn: DHC, VCSC tổng hợp

**Hoạt động kinh doanh của DHC tập trung vào thị trường trong nước và các khách hàng B2B (doanh nghiệp).** Theo DHC, hơn 90% doanh thu 2018 đến từ các khách hàng trong nước. Các khách hàng chính cho mảng giấy của DHC là các nhà sản xuất bao bì tại Việt Nam, bao gồm Box-Pak Vietnam, Nam An, Cát Phú và Vĩnh Xuân, trong khi các khách hàng của mảng thùng giấy bao bì chủ yếu là các nhà sản xuất thủy sản, sữa dừa, dệt may và dược phẩm tại đồng bằng sông Cửu Long.

**Mảng giấy của DHC sử dụng các nguyên liệu tái chế.** DHC sản xuất giấy bao bì từ thùng carton cũ (OCC), là giấy carton cũ được thu mua tại Việt Nam và nước ngoài. DHC thu mua 50% nhu cầu nguyên liệu từ trong nước và nhập khẩu 50% còn lại từ Mỹ, EU và Nhật Bản. so với OCC trong nước, OCC nhập khẩu có hàm lượng sợi giấy, chất lượng cao hơn, và giá thấp hơn. Trở ngại chính của giấy OCC nhập khẩu là có biến động giá cao hơn và gặp rủi ro về chính sách khi nhập khẩu vật liệu phế thải từ nước ngoài là khá nhạy cảm về mặt chính trị và xã hội do tồn tại lo ngại rằng Việt Nam có thể bị ô nhiễm bởi chất thải từ nước ngoài.

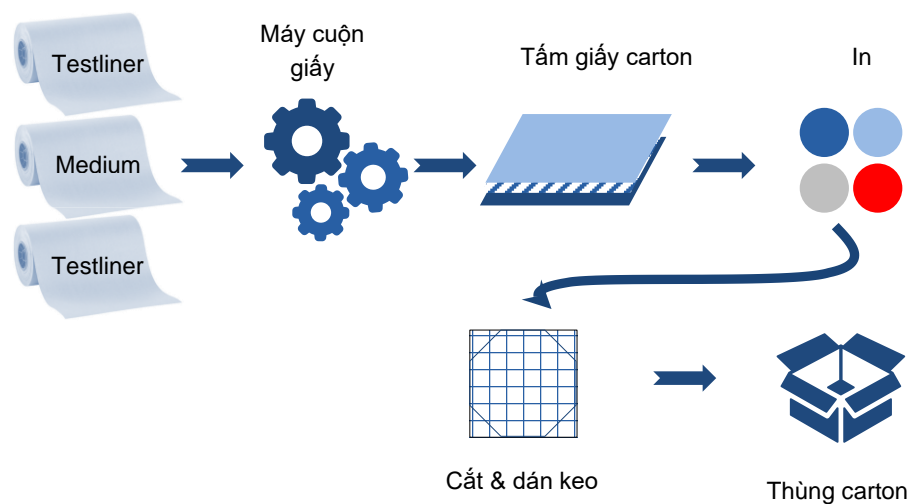
**Hình 8: Quy trình sản xuất giấy đóng gói của DHC**



Nguồn: DHC, VCSC

**Mảng bao bì của DHC được tích hợp theo chiều dọc một phần.** Chúng tôi ước tính rằng trong năm 2018, DHC sử dụng 15% sản lượng giấy tự sản xuất cho sản xuất bao bì. Dù vậy, tùy thuộc vào nhu cầu cụ thể của từng khách hàng, DHC vẫn mua các nguồn giấy khác từ bên ngoài, như giấy whitetop (là loại giấy có 2 mặt, 1 mặt được làm từ bột hoá tẩy trắng, 1 mặt được làm từ giấy phế liệu với các loại carton nhập khẩu) để sản xuất thùng carton. Nhìn chung, 60% nguyên liệu đầu vào cho mảng bao bì là do tự công ty tự cung cấp.

**Hình 9: Quy trình sản xuất thùng carton của DHC**



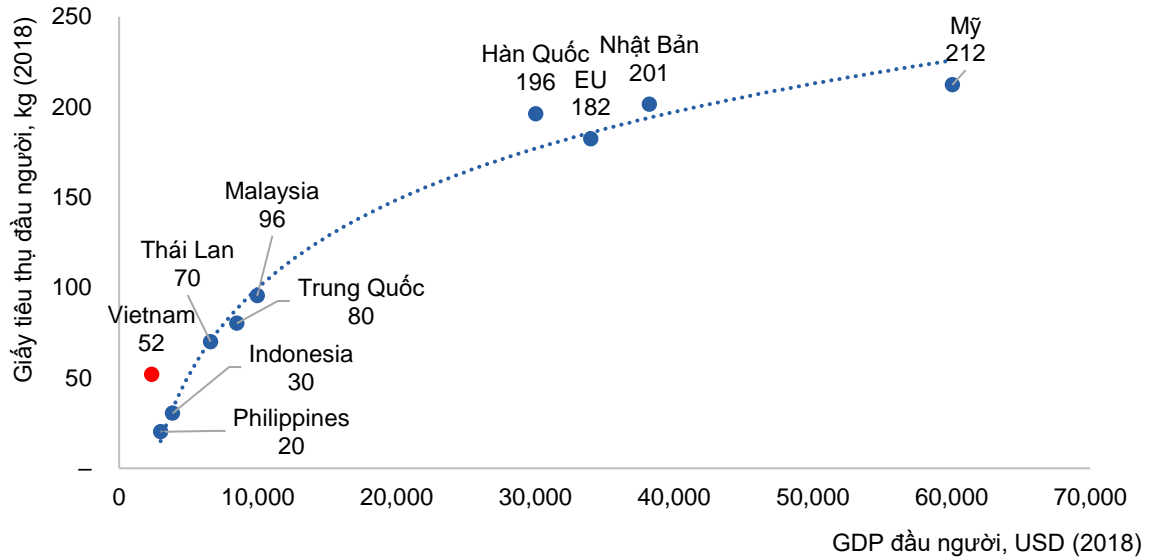
Nguồn: DHC, VCSC

## Triển vọng ngành

### Hoạt động tiêu dùng và sản xuất sôi động thúc đẩy nhu cầu giấy

Tiêu thụ giấy tại Việt Nam vẫn có dư địa lớn cho tăng trưởng – song hành với nền kinh tế chung. Chúng tôi ước tính tỷ lệ tiêu thụ giấy đầu người của Việt Nam đạt 52 kg trong năm 2018, thấp hơn con số tại Thái Lan là 70kg, Trung Quốc – 80 kg, và Mỹ - 212kg, dựa theo số liệu từ FAO.

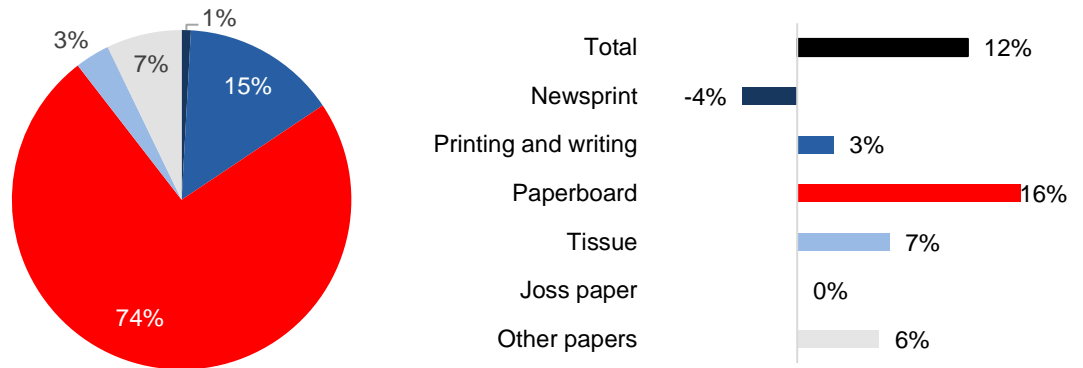
Hình 10: Lượng giấy tiêu thụ đầu người của một số quốc gia



Nguồn: FAO, VPPA, VCSC

Giấy bao bì là mảng lớn nhất và tăng trưởng nhanh nhất của ngành giấy, nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ ngành hàng tiêu dùng của Việt Nam. Theo VPPA, giấy bao bì và bìa giấy ghi nhận CAGR 16% trong giai đoạn 2016-2019 và đóng góp 74% tổng nhu cầu tiêu thụ giấy của Việt Nam trong năm 2019. Giấy bao bì được sử dụng để làm tấm carton, và sau đó làm thành thùng carton. Các thùng carton được sử dụng để chứa và bảo vệ nhiều loại sản phẩm, bao gồm thực phẩm và đồ uống, sản phẩm chăm sóc cá nhân, gia dụng, may mặc, thiết bị gia đình và nội thất. Ngoài các ngành hàng tiêu dùng, chúng tôi dự báo e-commerce sẽ là một yếu tố dẫn dắt tăng trưởng khác cho giấy bao bì khi quá trình giao nhận hàng hóa e-commerce gia tăng thêm một lớp đóng gói sản phẩm.

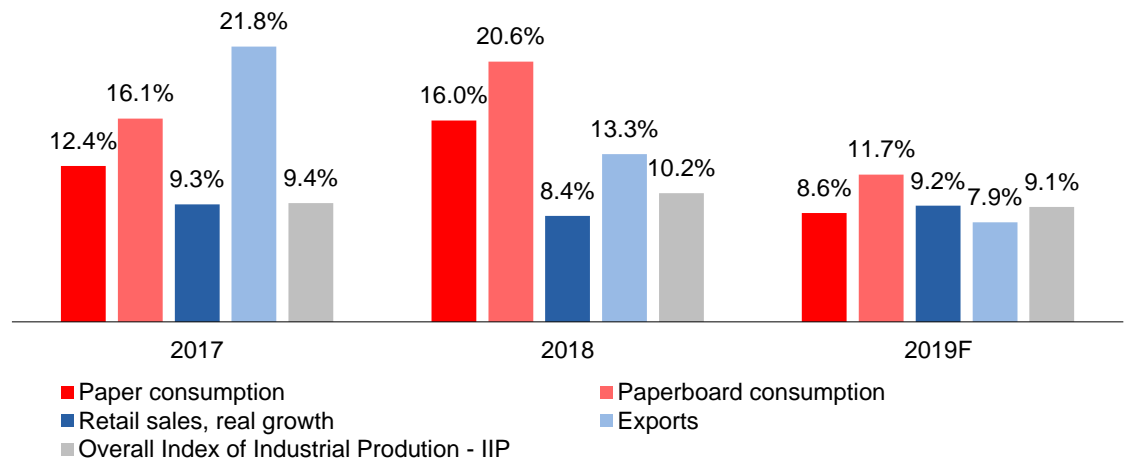
Hình 11: Cơ cấu các phân khúc giấy chính (2019E) và CAGR tiêu thụ của phân khúc giấy giai đoạn 2016-2019E



Nguồn: VPPA, VCSC



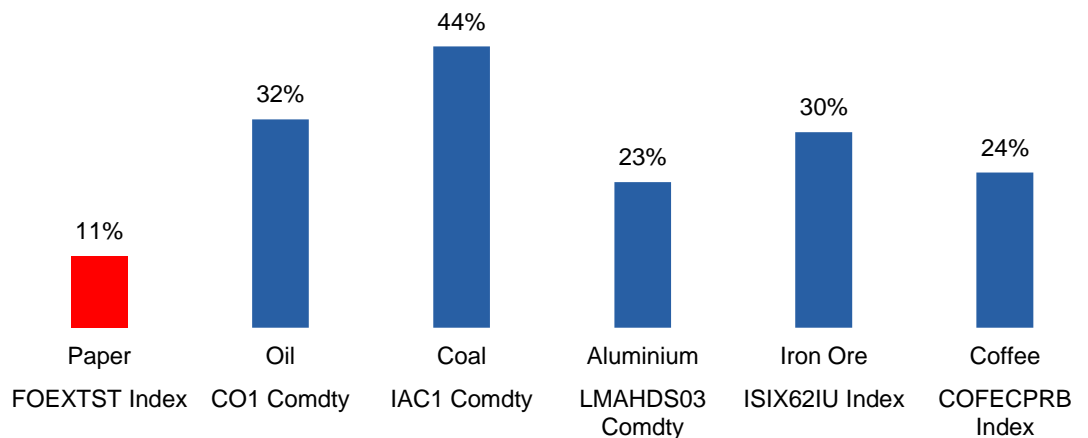
**Hình 12: Tăng trưởng tiêu thụ giấy, xuất khẩu và Chỉ số Sản xuất Công nghiệp của Việt Nam (2017-2019)**



Nguồn: VPPA, TCTK, VCSC

**Do phục vụ ngành tiêu dùng, giấy có ít biến động giá hơn so với các loại hàng hóa khác.** Các phân tích của chúng tôi về giá các loại hàng hóa chính trong giai đoạn 2014-2018 (hình 13) cho thấy biến động giá thấp hơn ở mặt hàng giấy so với các loại hàng hóa khác như dầu thô, than đá, kim loại và cà phê. Chúng tôi cho rằng biến động ít hơn của giá giấy do nhu cầu giấy có mức tương quan cao với tiêu dùng trong khi nguồn cung ít bị ảnh hưởng bởi các rủi ro địa chính trị và thời tiết.

**Hình 13: Biến động giá tính theo tuần hàng năm\* của giấy và các loại hàng hóa khác trong giai đoạn 2004-2018**



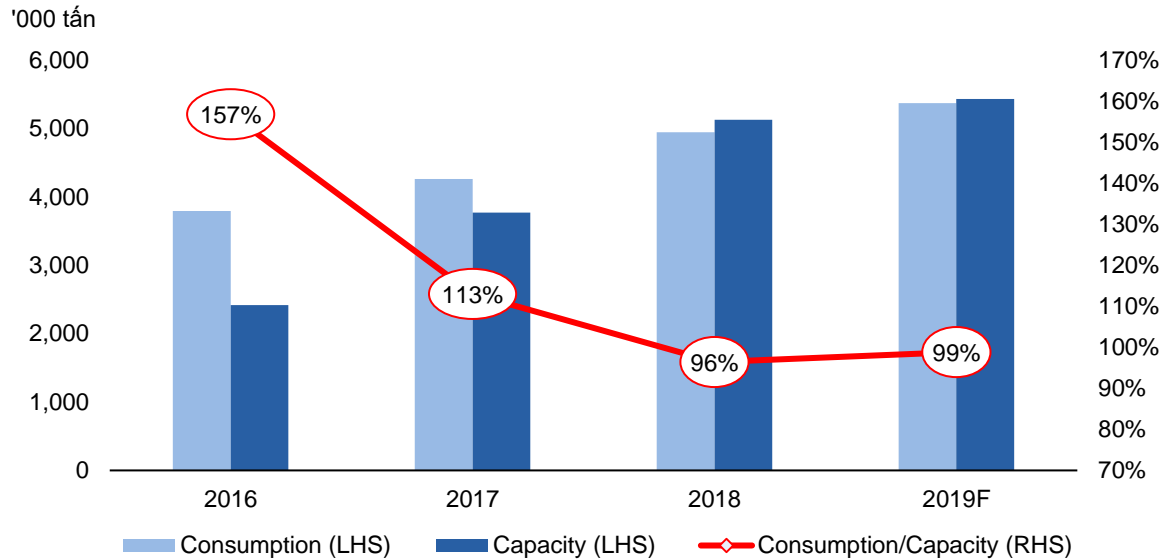
Nguồn: Bloomberg, VCSC (\*độ lệch chuẩn của biến động giá)

**Chúng tôi dự phóng tiêu thụ giấy bao bì của Việt Nam sẽ ghi nhận CAGR 12% giai đoạn 2019-2022 khi triển vọng của cả hoạt động tiêu dùng và sản xuất trong nước duy trì tích cực.** Theo quan điểm của chúng tôi, Việt Nam ghi nhận tăng trưởng hàng năm khoảng gần 10% cho tổng mức bán lẻ thực và sản xuất công nghiệp trong vòng 3 năm tới. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng số lượng giao dịch e-commerce của Việt Nam sẽ ghi nhận CAGR cao hơn 30% trong 5 năm tới.

**Cán cân cung cầu tương đối cân bằng ở ngành giấy nói chung; tuy nhiên, mảng giấy bao bì ghi nhận thừa cung nhẹ.**

Theo VPPA, cán cân cung cầu nói chung của ngành giấy là cân bằng trong năm 2018 và 2019 dù có lượng công suất lớn tăng thêm trong giai đoạn 2016-2019. Theo số liệu từ VPPA, chúng tôi ước tính tỷ lệ huy động công suất của ngành (tiêu dùng trong nước chia cho công suất) vào khoảng 96% năm 2018 và 99% năm 2019. Chúng tôi lưu ý rằng trước năm 2018, Việt Nam đã phải nhập khẩu giấy để đáp ứng nhu cầu trong nước.

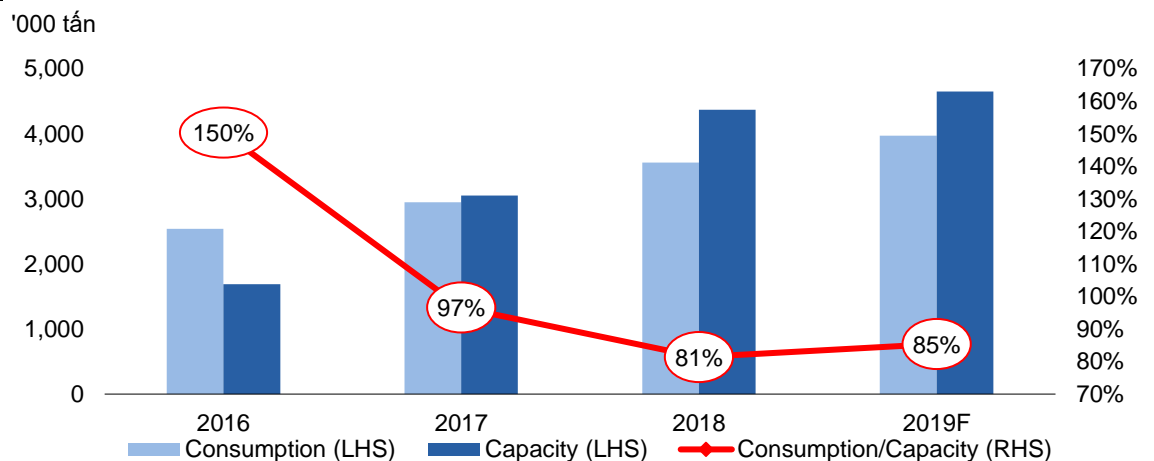
**Hình 14: Cung cầu ngành giấy Việt Nam trong giai đoạn 2016-2019**



Nguồn: VPPA, VCSC

Tuy nhiên, trong mảng giấy bao bì, chúng tôi ghi nhận tình trạng dư cung vào cuối 2018 – đầu 2019; và đã dần giảm nhiệt vào cuối 2019. Do sự mở rộng nhanh chóng của các công ty FDI trong giai đoạn 2016-2018, ngành giấy bao bì của Việt Nam đã chuyển từ giai đoạn thiếu hụt cung sang thừa cung vào cuối năm 2018. Dựa theo số liệu từ VPPA, chúng tôi ước tính tỷ lệ huy động công suất của ngành giấy Việt Nam đã giảm từ 150% trong năm 2016 còn 81% năm 2018. Khi phần lớn các dự án mở rộng đã hoàn thành và nhu cầu duy trì tăng trưởng ổn định trong năm 2019, tỷ lệ hoạt động của ngành đã cải thiện lên mức 85%, theo ước tính của chúng tôi dựa theo số liệu của VPPA.

**Hình 15: Cung cầu ngành giấy bao bì Việt Nam trong giai đoạn 2016-2019**



Nguồn: VPPA, VCSC



**Dựa theo kế hoạch mở rộng cơ suất, chúng tôi dự báo tỷ lệ hoạt động ngành giấy bao bì sẽ duy trì ổn định trong các năm tới.** Theo VPPA, dự kiến sẽ có 5,9 triệu tấn công suất giấy bao bì mới sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2019-2026 so với tổng công suất hiện tại của ngành là 4,6 triệu tấn. Dựa theo con số này và dự báo CAGR 12% cho nhu cầu giấy bao bì, chúng tôi ước tính tỷ lệ hoạt động của ngành sẽ tăng từ 85% năm 2019 lên 86% năm 2026, theo ước tính của chúng tôi.

**Các lo ngại về môi trường của Chính phủ có thể làm giảm mở rộng công suất, theo quan điểm của chúng tôi.** Như đã được đề cập, nhập khẩu nguyên liệu đã qua sử dụng nhạy cảm về mặt chính trị và xã hội tại Việt Nam, trong năm 2018, Chính phủ đã thắt chặt giám sát giấy OCC nhập khẩu cũng như việc phê duyệt các nhà máy giấy mới tại Việt Nam. Do đó, 2,3 triệu tấn công suất mới (trong số 5,9 triệu tấn được đề cập ở trên) có kế hoạch triển khai trong giai đoạn 2019-2026 chưa được phê duyệt – phần lớn trong số này thuộc về Lee & Man và Nine Dragons (còn được gọi với tên Chánh Dương tại Việt Nam). Nếu 2,3 triệu tấn công suất mới này không được phê duyệt, tỷ lệ hoạt động của ngành giấy sẽ tăng lên 110% trong năm 2016, theo ước tính của chúng tôi.

**Hình 16: Các dự án giấy mới giai đoạn 2016-2019**

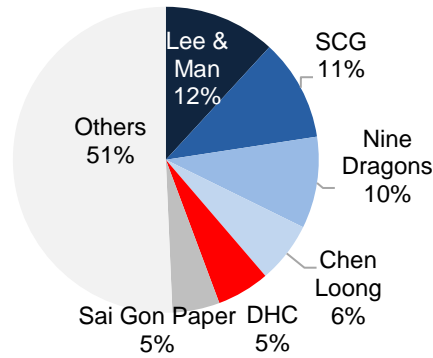
Công ty	Loại hình công ty	Địa điểm	Công suất (tấn)	Thời gian xây dựng	Thời gian hoạt động
Lee & Man*	FDI	Hậu Giang	1.000.000	NA	NA
Cheng Loong	FDI	Bình Dương	700.000	NA	2021
Marubeni	FDI	Vũng Tàu	800.000	01/2019	Cuối 2020
Nine Dragons*	FDI	Hải Phòng	1.200.000	NA	NA
An Việt Phát	Việt Nam	Vũng Tàu	1.000.000	NA	NA
Rạng Đông	Việt Nam	Khánh Hòa	70.000	NA	NA
Miza	Việt Nam	Thanh Hóa	100.000	NA	NA
Toàn Cầu	Việt Nam	Hải Dương	70.000	NA	NA
Hoàng Hà*	Việt Nam	Hải Phòng	100.000	NA	NA
Hưng Hà	Việt Nam	Hà Nội	100.000	NA	NA
Tân Mai	Việt Nam	Bình Dương	150.000	NA	2020
Khôi Nguyên	Việt Nam	Bình Phước	100.000	2019	2021
Khác	Việt Nam	Khác	400.000		
<b>Tổng cộng</b>			<b>5.870.000</b>		
Công suất phê duyệt			3,570,000		
*Công suất vẫn đang chờ đợi phê duyệt			2,300,000		

Nguồn: VPPA, VCSC

## Thị trường giấy bao bì ở Việt Nam khá phân mảnh với sự hiện diện lớn của các doanh nghiệp FDI

**Chúng tôi ước tính công ty lớn nhất trên thị trường giấy bao bì của Việt Nam chỉ chiếm 12% trong tổng công suất, so với Trung Quốc là 30% và Mỹ là 31%.** Tính về mặt nguồn gốc, các công ty có vốn nước ngoài chiếm tổng cộng 44% tổng công suất năm 2019, theo ước tính của chúng tôi. Đáng chú ý, các công ty từ Trung Quốc đại lục như Lee & Man (2314 HK), Nine Dragons (2689 HK) and Chen Loong (1904 TT) chiếm tổng cộng 28% công suất tính đến cuối 2019, theo ước tính của chúng tôi.

Hình 17: Thị phần giấy bao bì của Việt Nam tính theo công suất (2019)



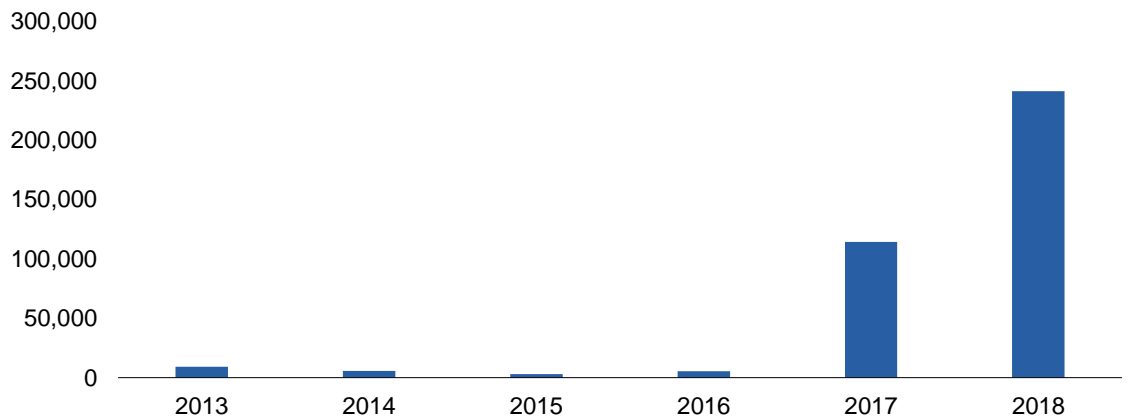
Công ty	Loại hình	Công suất (tấn)
Lee & Man	FDI	550.000
SCG	FDI	500.000
Nine Dragons	FDI	450.000
Chen Loong	FDI	300.000
<b>DHC</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>260.000</b>
Giấy Sài Gòn	FDI	232.440

Nguồn: VPPA, VCSC tổng hợp và ước tính

### Chúng tôi kỳ vọng giá giấy của Việt Nam sẽ giảm trong năm 2020 trong bối cảnh kinh tế Trung Quốc chững lại

Thị trường giấy của Việt Nam phần nào liên kết với thị trường Trung Quốc thông qua thương mại – đặc biệt kể từ năm 2017. Trong năm 2017, Trung Quốc đã bắt đầu giới hạn nhập khẩu OCC, dẫn đến thiếu hụt giấy tại Trung Quốc. Nhằm đáp ứng nhu cầu, các công ty giấy của Trung Quốc bắt đầu nhập khẩu giấy thành phẩm từ các quốc gia khác tại Châu Á, bao gồm Việt Nam. Trong năm 2016, Việt Nam xuất khẩu chỉ 5.500 tấn giấy sang Trung Quốc; tuy nhiên, con số này đã tăng lên 241.000 tấn trong năm 2018, theo Trung tâm Thương mại Quốc tế (ITC).

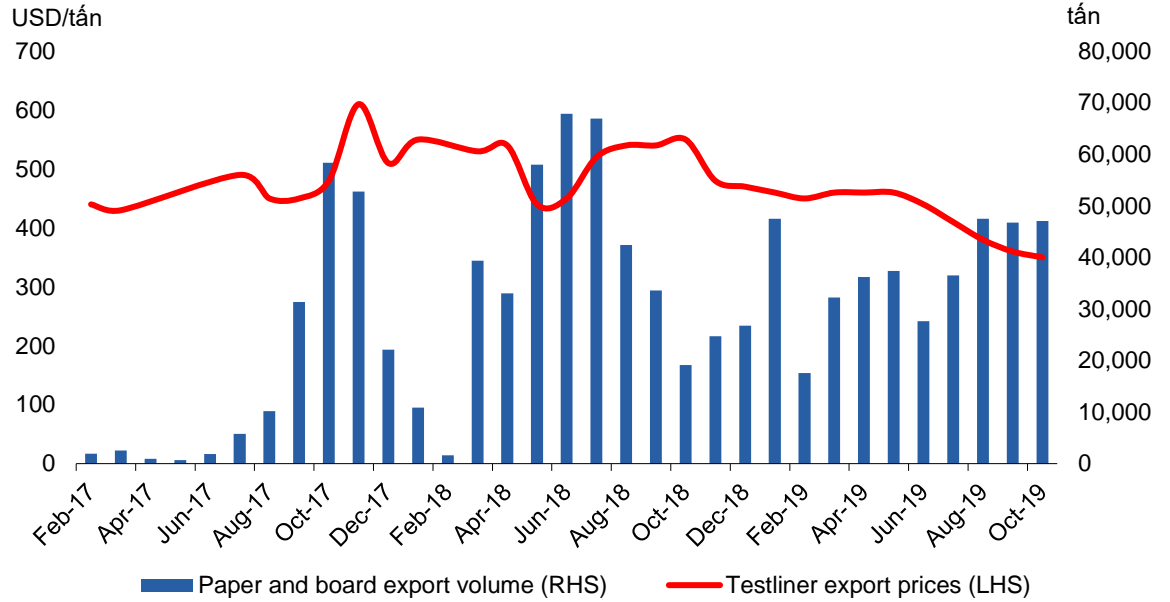
Hình 18: Xuất khẩu giấy Việt Nam sang Trung Quốc giai đoạn 2013-2018 (tấn)



Nguồn: ITC

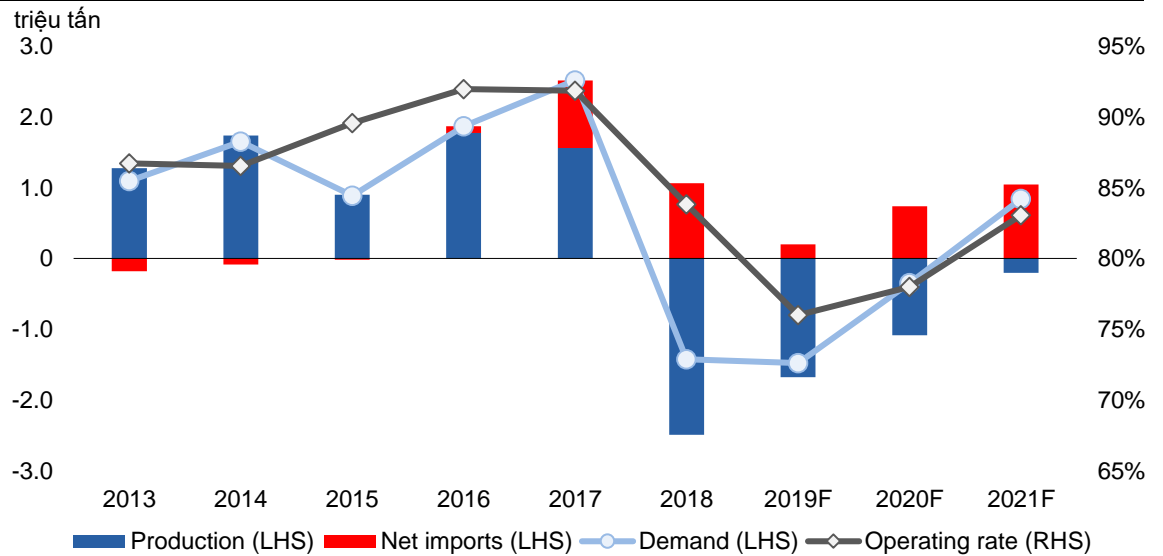
Nhu cầu giấy hạ nhiệt tại Trung Quốc ảnh hưởng đến giá giấy bao bì của Việt Nam kể từ cuối năm 2018. Theo ước tính của chúng tôi, giá giấy bao bì của Việt Nam đã giảm 15-20% YoY trong năm 2019 do giá giấy giảm tại Trung Quốc. Trong năm 2019, các nhà máy giấy ở Việt Nam có sản lượng sản xuất dành cho thị trường Trung Quốc đã gia tăng nỗ lực bán hàng tại Việt Nam trong bối cảnh nhu cầu tại Trung Quốc chững lại. Theo RISI, nhu cầu giấy bao bì tại Trung Quốc đã giảm 1,4-1,5 triệu tấn/năm (tương ứng với khoảng 4% tổng nhu cầu của Trung Quốc) trong giai đoạn 2018-2019, dẫn đến tỷ lệ hoạt động của ngành giấy bao bì Trung Quốc giảm mạnh từ 84% năm 2018 còn 76% năm 2019.

**Hình 19: Giá giấy tesliner xuất khẩu của Việt Nam và lượng giấy xuất khẩu sang Trung Quốc**



Nguồn: ITC, VCSC

**Hình 20: Tăng trưởng cung và cầu giấy bao bì giai đoạn 2013-2021 tại Trung Quốc**



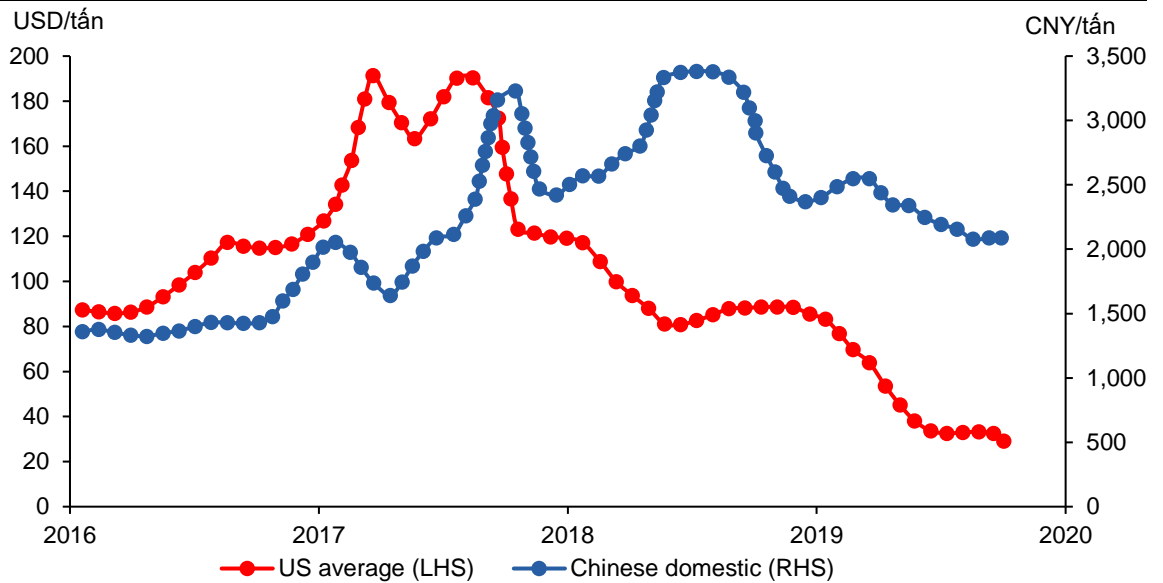
Nguồn: RISI, VCSC

**Chúng tôi dự báo giá giấy bao bì của Việt Nam sẽ giảm 10% trong năm 2020.** Theo RISI, nhu cầu giấy của Trung Quốc sẽ giảm thêm 0,3 triệu tấn, tương ứng với ~1% tổng nhu cầu, trong năm 2020 trước khi phục hồi trong năm 2021.

## Chính sách nhập khẩu OCC của Trung Quốc hỗ trợ biên lợi nhuận của các nhà sản xuất giấy Việt Nam

Kể từ năm 2017, chính sách hạn chế nhập khẩu giấy tái chế của Trung Quốc đem lại thuận lợi cho các nhà sản xuất giấy Việt Nam. Nhằm giảm ô nhiễm và khuyến khích tái chế trong nước, Chính phủ Trung Quốc đã bắt đầu giảm OCC nhập khẩu thông qua hạn ngạch áp dụng từ giữa năm 2017, dẫn đến thiếu cung trên thị trường giấy bao bì Trung Quốc và dư cung OCC trên toàn cầu. Bối cảnh này tạo ra chênh lệch giá giấy thành phẩm - OCC thuận lợi hơn cho các công ty tại Châu Á, bao gồm Việt Nam.

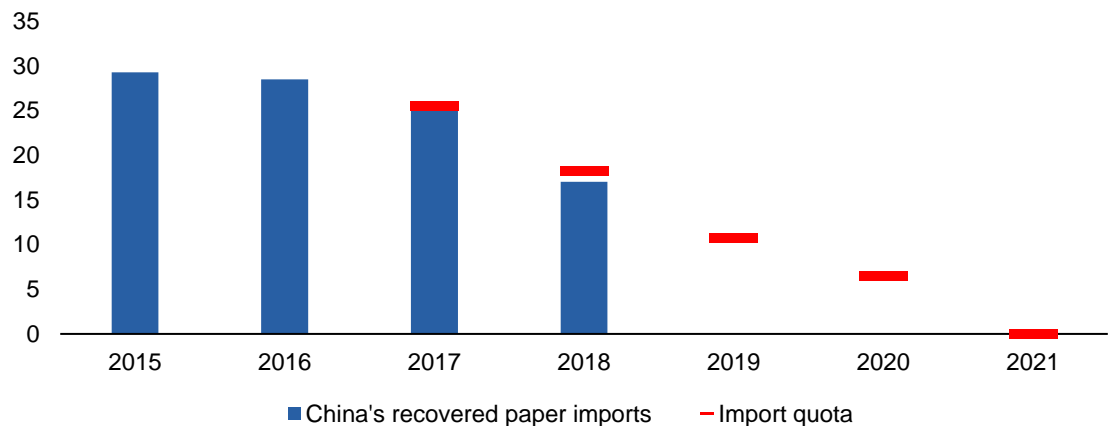
Hình 21: Giá OCC giai đoạn 2016-2019



Nguồn: RISI, VCSC

Theo RISI, Chính phủ Trung Quốc có kế hoạch giảm quota OCC từ 10,8 triệu tấn trong năm 2019 còn 6,5 triệu tấn trong năm 2020 và còn 0 vào năm 2021. Chúng tôi cho rằng nếu kế hoạch được thực hiện, sẽ tạo ra áp lực lên giá OCC, từ đó hỗ trợ cho biên LN của các nhà sản xuất giấy tại Việt Nam.

Hình 22: Lượng giấy thu hồi nhập khẩu và hạn ngạch nhập khẩu (triệu tấn) của Trung Quốc



Nguồn: International Trade Center, RISI, VCSC

## Tái chế giấy là xu hướng thân thiện với môi trường

**Mặc dù tồn tại rủi ro ô nhiễm từ khâu tái chế, Mỹ và EU đều cho rằng hoạt động này là thân thiện với môi trường.** Theo Cơ quan Bảo vệ Môi trường Mỹ, tái chế 1 tấn giấy thay vì sản xuất 1 tấn giấy từ gỗ cây sẽ giúp tiết kiệm điện, nước cũng như cây xanh, và cũng giúp giảm lượng carbon thải ra môi trường. Mặt khác, EU cũng giới thiệu Kế hoạch Hành động cho Nền kinh tế tuần hoàn trong năm 2015 để giảm khoảng cách vòng đời sản phẩm thông qua tái chế và tái sử dụng cao hơn, giúp có lợi cho cả môi trường và nền kinh tế. Theo kế hoạch này, EU có kế hoạch tái chế ít nhất 85% giấy và giấy bìa cứng vào năm 2035.

**Hình 23: Các nguồn tài nguyên tiết kiệm từ tái chế 1 tấn giấy**



Nguồn: Cơ quan Bảo vệ Môi trường Mỹ

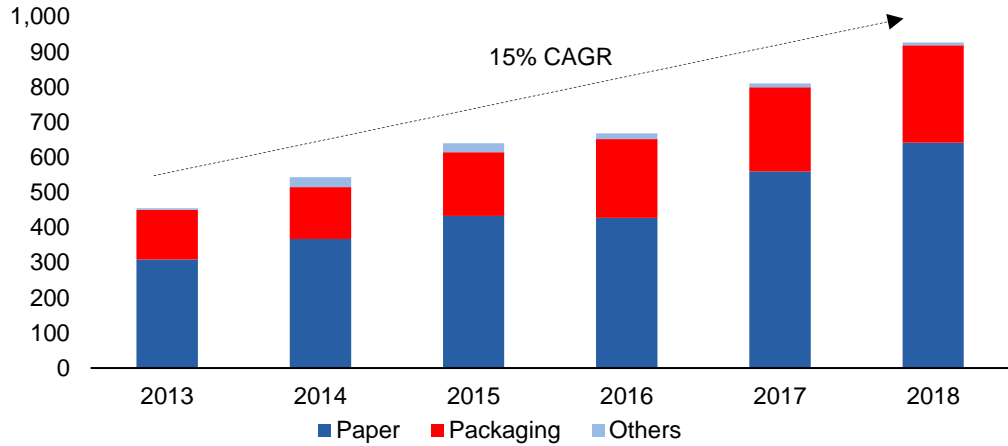
**Sau các trở ngại quy định vào cuối năm 2018, nhập khẩu OCC vào Việt Nam đã dần bình thường hóa bất chấp chính sách thận trọng hơn của Chính phủ trong cấp phép nhập khẩu.**

Trong quý 3/2018, do các lo ngại môi trường và lượng chất thải nhập khẩu gia tăng mạnh vào Việt Nam, Chính phủ Việt Nam đã bất ngờ thắt chặt thủ tục nhập khẩu cho các nguyên liệu qua sử dụng và trì hoãn cấp giấy phép nhập khẩu cho các công ty sử dụng các loại nguyên liệu này. Tuy nhiên, trong tháng 3/2019, Chính phủ đã ban hành quy định mới nới lỏng thủ tục nhập khẩu phế liệu. Nhằm hạn chế rủi ro ô nhiễm, thay vì cấm nhập khẩu, Chính phủ sẽ thực hiện thẩm định và chỉ cấp giấy phép nhập khẩu OCC cho các công ty có khả năng xử lý nước thải như DHC. Trong khi đó, VPPA hiện đang đề xuất Chính phủ thay đổi các thuật ngữ dùng trong các văn bản pháp lý cho OCC từ “giấy phế liệu” sang “thùng carton cũ” hoặc “giấy thu hồi” nhằm giảm nhẹ sự nhạy cảm về chính trị và xã hội cho giấy OCC cũng tăng cường quảng bá các lợi ích của việc tái chế.

## Tính hình tài chính DHC

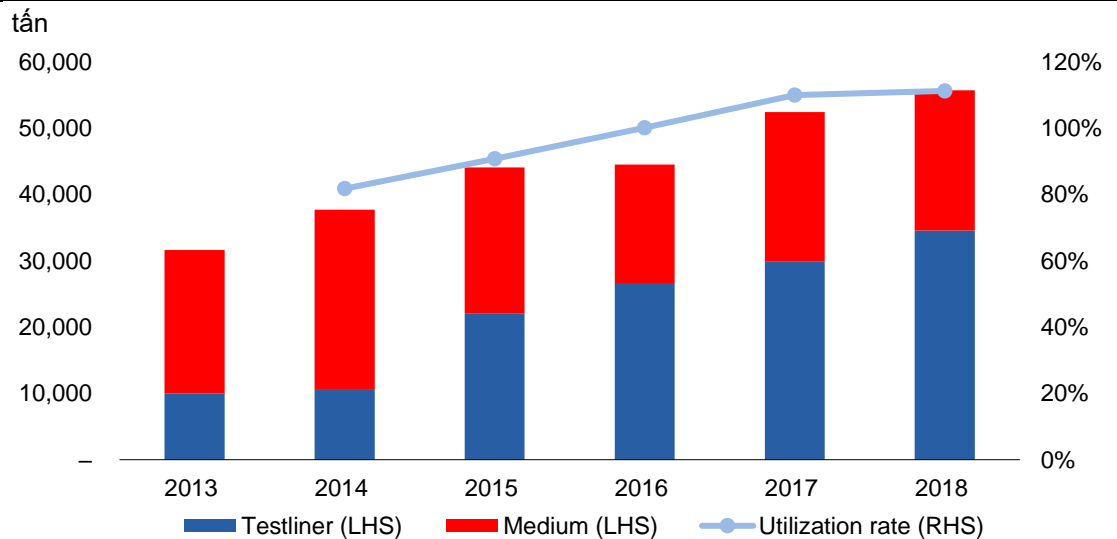
**DHC ghi nhận CAGR doanh thu 15% trong giai đoạn 2013-2018, nhờ nhu cầu giấy bao bì mạnh mẽ trong nước.** Diễn biến này được dẫn dắt bởi CAGR doanh thu 16% và 14% lần lượt trong mảng giấy và bao bì. Chúng tôi ước tính rằng sản lượng bán giấy của DHC đã tăng với CAGR 12% trong giai đoạn này, phù hợp với ngành giấy bao bì. Mặt khác, sản lượng bán bao bì của DHC cũng ghi nhận CAGR 12% trong giai đoạn 2013-2018, được chúng tôi cho rằng là nhờ mức cơ sở thấp và mở rộng công suất.

**Hình 24: Doanh thu của DHC (tỷ đồng) giai đoạn 2013-2018**



Nguồn: DHC, VCSC

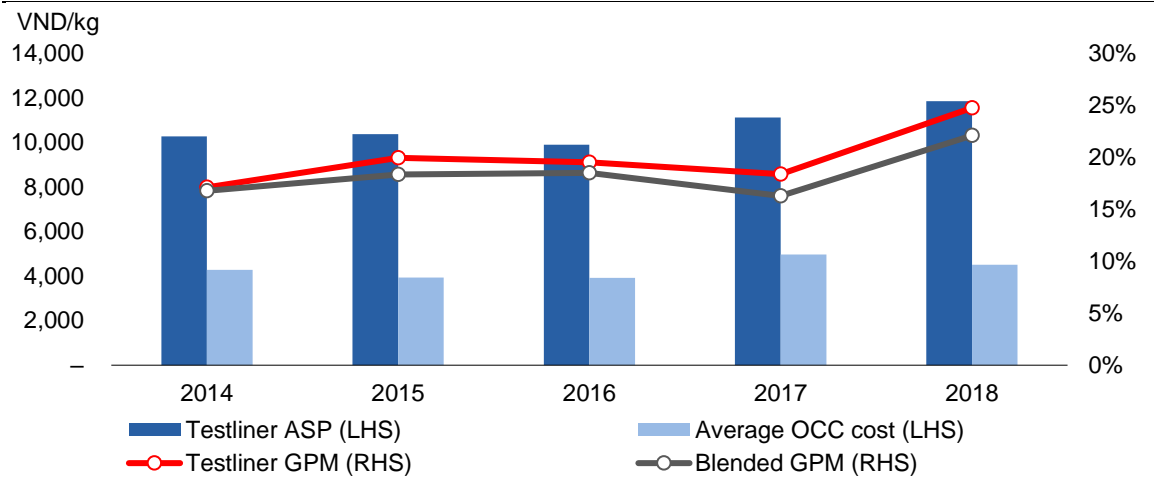
**Hình 25: Sản lượng giấy và hiệu suất hoạt động trong giai đoạn 2013-2018 của DHC**



Nguồn: DHC, VCSC

**Mức chênh lệch giữa giá bán giấy và giá OCC là yếu tố chính dẫn dắt khả năng sinh lời của DHC.** Trong giai đoạn 2014-2017, biên LN gộp giấy testliner của DHC (sản phẩm chính) biến động trong khoảng 16,8% và 19,9% trong khi biên LN gộp chung biến động trong khoảng 16,3%-18,5%. Đáng chú ý, biên LN gộp mang giấy testliner của DHC mở rộng từ 18,4% trong năm 2017 lên 24,7% trong năm 2018, nhờ chính sách nhập khẩu OCC chặt chẽ hơn từ Trung Quốc được đề cập ở trên. Theo ước tính của chúng tôi, OCC chiếm khoảng 58% chi phí sản xuất giấy trong năm 2018. Trong khi đó, giấy đóng góp 54% chi phí sản xuất bao bì của DHC trong năm 2018, theo ước tính của chúng tôi.

**Hình 26: Biên LN gộp, giá bán trung bình và chi phí OCC trung giai đoạn 2014-2018**

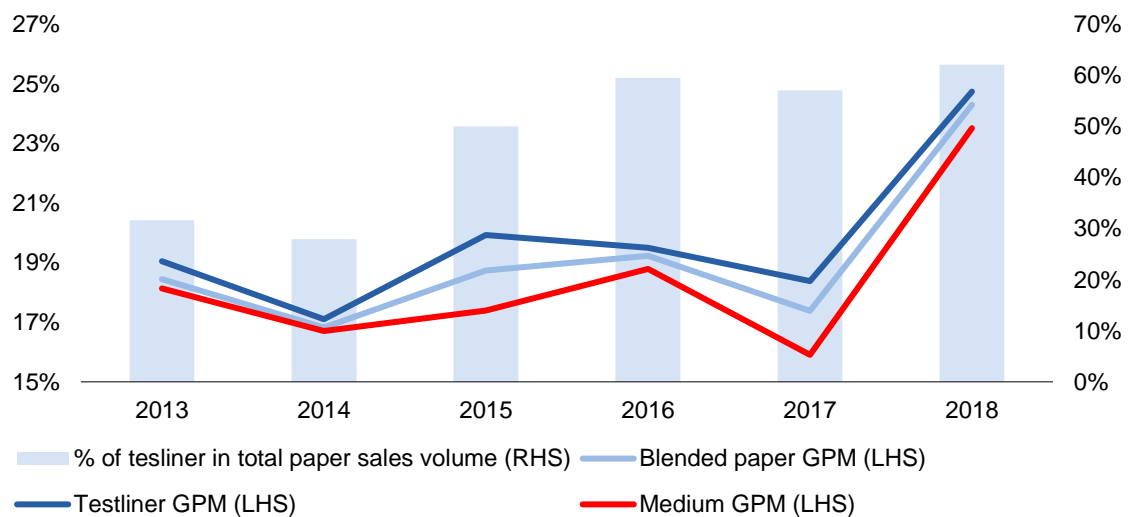


Nguồn: DHC, VCSC

**Ngoài chênh lệch giá, biên LN của DHC cũng được hưởng lợi từ cơ cấu bán hàng tốt hơn.** Cơ cấu doanh số giấy testliner/medium dịch chuyển từ 30/70 trong năm 2013 lên 60/40 trong năm 2018. Chúng tôi lưu ý rằng giấy tesliner thường có giá bán cao hơn 10% so với giấy medium.

Được củng cố bởi yếu tố hỗ trợ biên LN, DHC ghi nhận CAGR LNST 38% giai đoạn 2013-2018.

**Hình 27: Biên LN gộp của DHC giai đoạn 2013-2018**



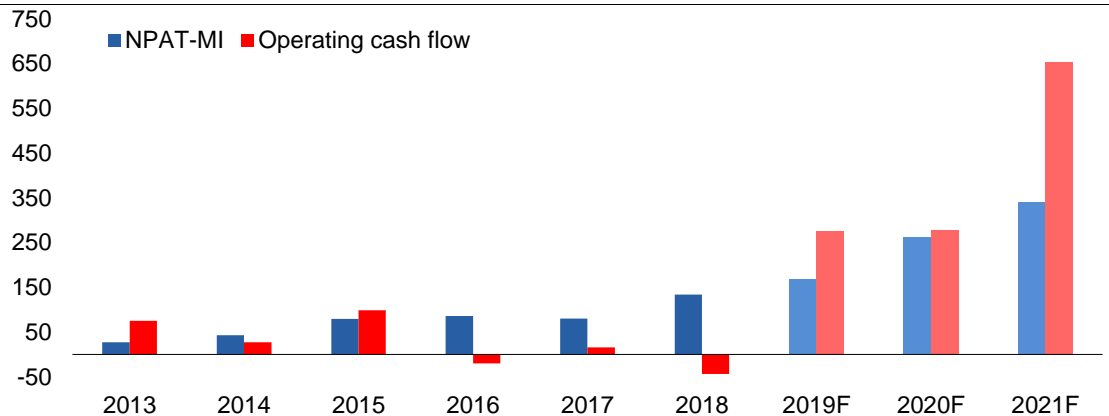
Nguồn: DHC, VCSC.

**DHC ghi nhận dòng tiền từ HĐKD (CFO) cao trước năm 2016; tuy nhiên, CFO của công ty đã dần chững lại sau đó, một phần do vấn đề chất lượng sản phẩm trong năm 2016 và tích trữ tồn kho trong giai đoạn 2017-2018.** Trong giai đoạn 2013-2015, CFO/LNST sau lợi ích CĐTTS của DHC biến động trong mức ổn định 0,6-2,8 lần. Tuy nhiên, CFO đã chuyển sang âm trong năm 2016 khi DHC kéo dài số ngày phải thu nhằm hỗ trợ doanh số khi tình hình xâm nhập mặn tại đồng bằng sông Cửu Long ảnh hưởng đến chất lượng giấy của DHC. Vấn đề này và số ngày khoản phải thu kéo dài được xử lý sau khi DHC lắp đặt các thiết bị xử lý nước bổ sung trong năm 2016. Dù vậy, CFO của DHC vẫn duy trì ở mức thấp trong năm 2017 và 2018 khi DHC tăng cường tích trữ nguyên liệu cho nhà máy mới, dẫn đến tăng số ngày tồn kho trong giai đoạn 2017-2018.



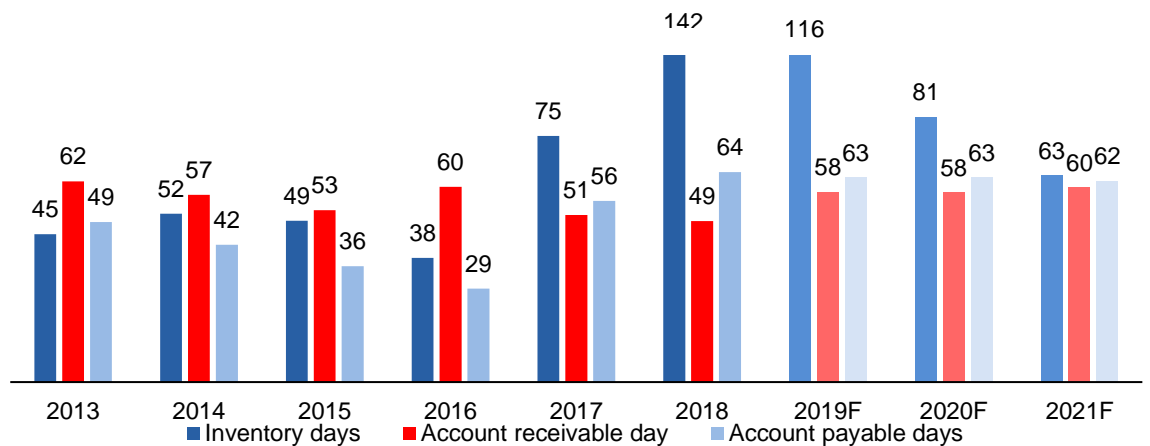
Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng CFO của DHC sẽ được cải thiện nhờ đóng góp từ các nhà máy mới và khả năng chuẩn hóa số ngày tồn kho khi nguyên liệu thô cho nhà máy mới đã được dự trữ xong.

**Hình 28: LNST sau lợi ích CĐTS và dòng tiền từ HĐKD của DHC (tỷ đồng)**



Nguồn: DHC, VCSC

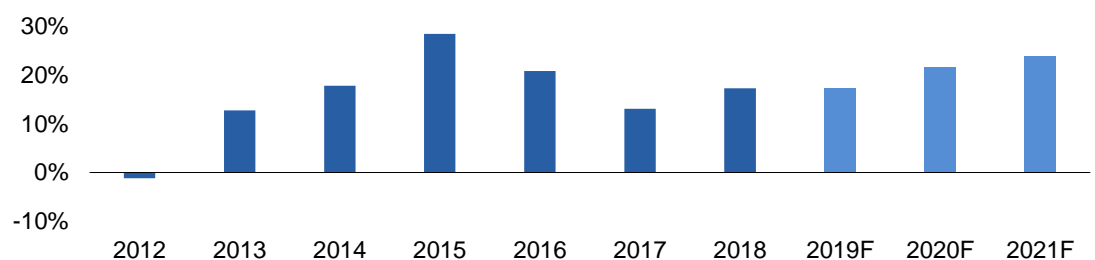
**Hình 29: Số ngày tồn kho, các khoản phải thu và các khoản phải trả của DHC**



Nguồn: DHC, VCSC

Sau khi đạt mức 29% trong năm 2015, ROE của DHC giảm còn 17,3% trong năm 2018 do phải huy động vốn lớn cho kế hoạch xây dựng nhà máy Giao Long 2, vốn đã đi vào hoạt động trong tháng 9/2019. Chúng tôi lưu ý rằng nhà máy Giao Long 2 có chi phí đầu tư 1,2 nghìn tỷ đồng, gấp 2,7 lần tổng tài sản của DHC tính đến cuối năm 2015. Khoản vốn XDCB này cùng với hoạt động tích trữ hàng tồn kho đã đề cập, đã giảm số vòng quay tài sản của DHC từ 1,5 lần trong năm 2015 còn 0,6 lần trong năm 2018. Hiện tại nhà máy giấy mới đã được vận hành, do đó ROE của DHC sẽ dần cải thiện, đạt con số được ghi nhận tại thời điểm năm 2015, dựa theo dự phóng của chúng tôi.

**Hình 30: ROE của DHC**

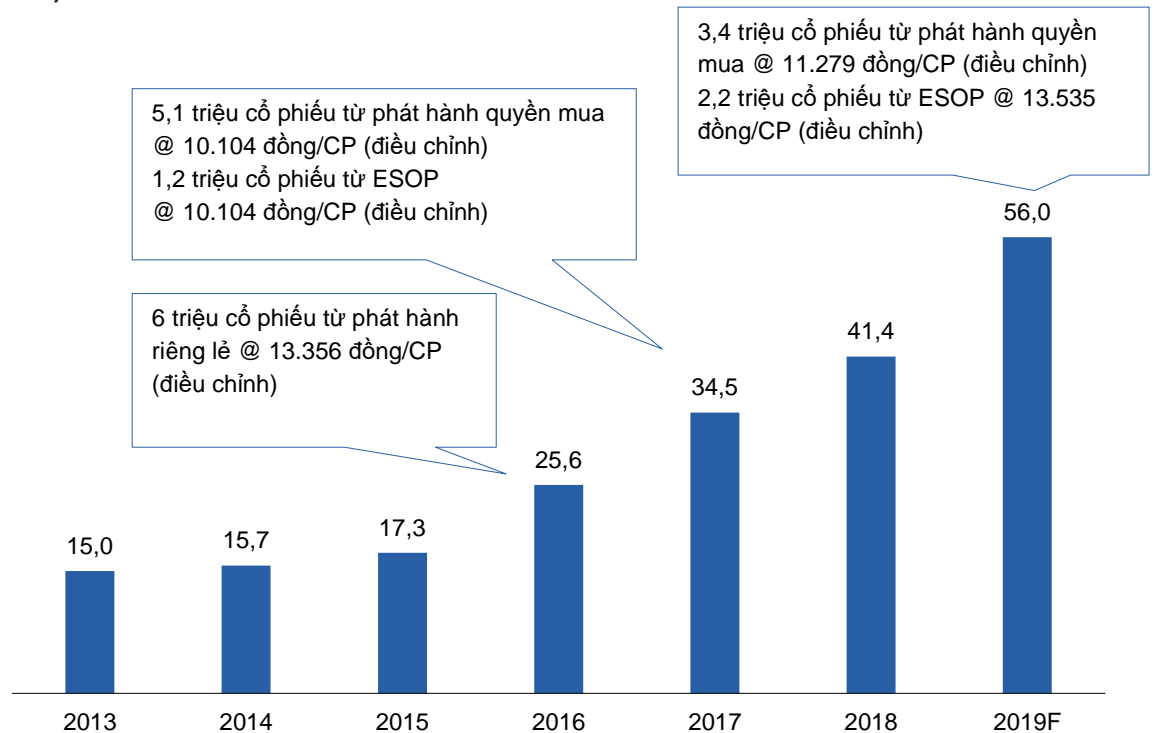


Nguồn: DHC, VCSC

**DHC đã tăng vốn chủ sở hữu, bao gồm thông qua hình thức phát hành cổ phiếu ESOP, trong giai đoạn 2016-2019 nhằm tài trợ cho nhà máy giấy mới.** DHC đã thực hiện chào bán riêng lẻ với tỷ lệ khoảng 35% trong năm 2016, phát hành quyền mua với tỷ lệ 20% trong năm 2017 và 10% trong năm 2018, bên cạnh phát hành cổ phiếu ESOP với tỷ lệ 5% trong năm 2017 và 2019. Tổng cộng, DHC đã tăng 272 tỷ đồng vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2016-2018. Các đợt tăng vốn này giúp giữ tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của DHC được giữ ở mức khoảng 1,0 lần tính đến cuối năm 2018.

Các đợt phát hành cổ phiếu ESOP đã đề cập làm dấy lên lo ngại về rủi ro pha loãng cho các cổ đông hiện hữu. Theo quan điểm của chúng tôi, đối với lợi nhuận, tác động pha loãng đến từ 2 đợt phát hành cổ phiếu ESOP gần nhất (mỗi đợt phát hành sẽ có thời gian hạn chế giao dịch trong 1 năm) không quá cao do chúng tôi ước tính tổng khoản lãi chưa ghi nhận từ các đối tượng được phát hành ESOP tương ứng với khoảng 14% tổng LNST của DHC trong giai đoạn 2017-2020. Tuy vậy, nếu DHC duy trì phát hành ESOP với tỷ lệ 5% mỗi 2 năm kể từ năm 2017, diễn biến này sẽ tạo ra rủi ro pha loãng đáng kể cho các cổ đông hiện hữu, trừ phi công ty đạt tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ (như chúng tôi hiện dự báo trong 3 năm tới) hoặc nâng giá phát hành ESOP.

**Hình 31: Lượng cổ phiếu tại thời điểm cuối năm của DHC trong giai đoạn 2013-2019 (triệu cổ phiếu)**



Nguồn: DHC, VCSC (giá phát hành được điều chỉnh cho các đợt chia tách cổ phiếu không mang tính pha loãng)

## Triển vọng kinh doanh: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ mở rộng công suất

**Được hỗ trợ một phần bởi chi phí đầu tư cạnh tranh, nhà máy Giao Long 2 của DHC hiện đi đúng tiến độ nhằm vận hành toàn bộ công suất trong năm 2021, theo quan điểm của chúng tôi**

Sau quá trình xây dựng 3 năm, nhà máy sản xuất giấy Giao Long 2 của DHC đã bắt đầu hoạt động thương mại vào tháng 9/2019. So với các nhà máy giấy khác đã hoặc sẽ được đầu tư tại Việt Nam trong giai đoạn 2017-2020, nhà máy Giao Long 2 ghi nhận chi phí đầu tư tính theo mỗi đơn vị thấp hơn, chỉ 236 USD/tấn so với trung bình ngành là 655 USD/tấn, dựa theo ước tính của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng chi phí đầu tư của DHC thấp nhờ thời điểm đầu tư thuận lợi (cụ thể, giá thiết bị thấp tại thời điểm DHC thực hiện đầu tư) và phương thức tiếp cận thận trọng trong việc thiết kế nhà máy cũng như mua máy móc thiết bị (cụ thể, sử dụng thiết bị phụ trợ từ Trung Quốc nhằm hỗ trợ thiết bị lõi từ Đức). Dù chi phí đầu tư thấp hơn, giấy sản xuất bởi nhà máy Giao Long 2 thuộc những sản phẩm có chất lượng hàng đầu trên thị trường nhờ công nghệ lõi từ Đức, theo ban lãnh đạo.

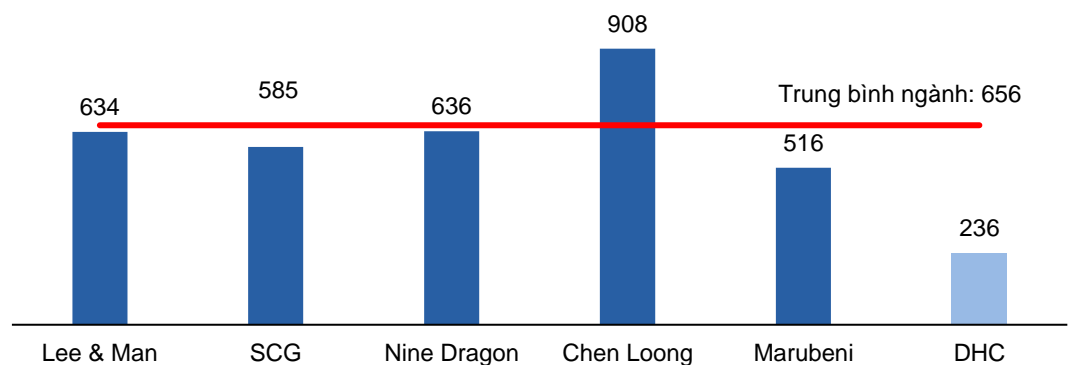
Theo DHC, nhà máy Giao Long 2 đã được vận hành với 100% hiệu suất hoạt động trong giai đoạn tháng 10-11/2019. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất hoạt động sẽ duy trì ở mức cao 85%/100% trong cả năm 2020/2021 và đạt 110% trong năm 2022. Dự phóng thận trọng về hiệu suất hoạt động của chúng tôi cho năm 2020 so với quý 4/2019 dựa trên bối cảnh hiệu suất hoạt động trong quý 4/2019 có thể đã hưởng lợi từ yếu tố mùa vụ (cụ thể, quý 4 là mùa cao điểm).

### Hình 32: Nhà máy giấy Giao Long 2 của DHC

Công suất	Khoảng 200.000 tấn mỗi năm
Công nghệ	Lõi: Đức (Andritz, ABB); Phụ trợ: Trung Quốc
Chi phí đầu tư	Kế hoạch: 1,1 nghìn tỷ đồng Thực tế: 1,2 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 3/2019
Thời gian thi công	2016-2019
Nợ/chủ sở hữu	Kế hoạch: 60%, Thực tế: 49% tính đến cuối quý 3/2019

Nguồn: DHC, VCSC tổng hợp

### Hình 33: Chi phí đầu tư nhà máy (USD/tấn) của các công ty lớn trong ngành giấy bao bì tại Việt Nam



Nguồn: VCSC tổng hợp

**Hình 34: Các nhà máy giấy bao bì đáng chú ý đã hoặc sẽ được vận hành trong giai đoạn 2017-2020**

Công ty	Loại hình công ty	Địa điểm	Công suất (tấn)	Vốn đầu tư (triệu USD)	Năm hoạt động
Lee & Man	FDI (Hong Kong)	Hậu Giang	550.000	348,7	2017
SCG (Vinakraft)	FDI (Thái Lan)	Bình Dương	256.500	150,0	2017
Nine Dragons (Chánh Dương)	FDI (Hong Kong)	Bình Dương	440.000	280,0	Cuối 2017
Chen Loong	FDI (Đài Loan)	Bình Dương	300.000	272,5	2018
Marubeni	FDI (Nhật Bản)	Vũng Tàu	400.000	206,0	Cuối 2020
<b>DHC</b>	<b>Trong nước</b>	<b>Bến Tre</b>	<b>200.000</b>	<b>47,2</b>	<b>2019</b>

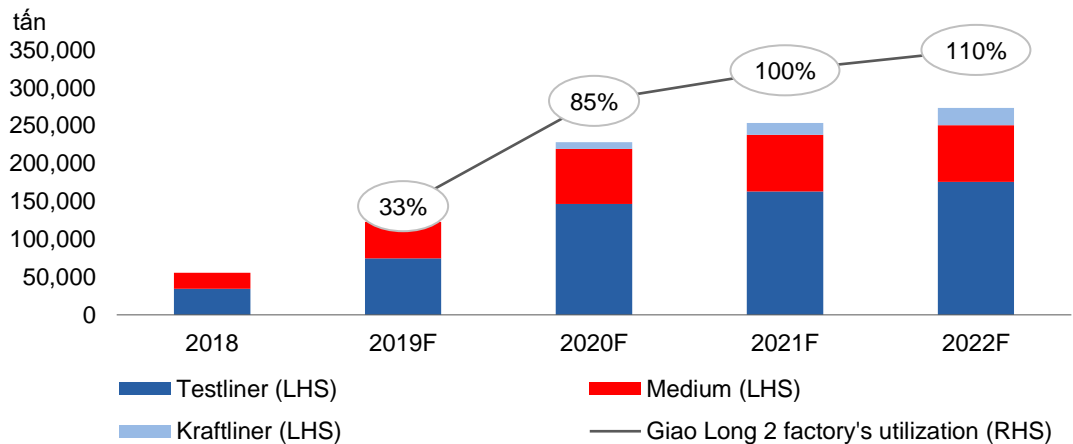
Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC tổng hợp

### Cơ cấu sản phẩm cải thiện, dẫn dắt bởi sản phẩm giấy kraftliner mới

Bên cạnh lượng công suất bổ sung, nhà máy Giao Long 2 cũng giúp DHC sản xuất sản phẩm giấy mới có giá trị cao hơn – kraftliner. DHC lên kế hoạch phân bổ 10% công suất của nhà máy Giao Long 2 để sản xuất kraftliner từ năm 2020 trở đi. So với giấy testliner, giấy kraftliner có mức giá bán cao hơn 40%-50%. Kraftliner sử dụng bột giấy nguyên sinh từ gỗ cùng với bột giấy tái chế từ OCC. Nhờ sử dụng bột giấy nguyên sinh, kraftliner có các tính chất về độ bền cao hơn so với testliner.

Do sản lượng sản xuất dự báo của DHC cho kraftliner khá nhỏ so với quy mô thị trường, chúng tôi cho rằng việc bán hàng không phải là 1 thách thức quá lớn. Chúng tôi dự phóng đóng góp doanh thu từ kraftliner sẽ đạt 5% trong năm 2020 (tương ứng với 50% công suất phân bổ) và 10% trong năm 2022 (tương ứng với 100% công suất phân bổ).

**Hình 35: Sản lượng giấy bán ra của DHC và hiệu suất hoạt động của nhà máy Giao Long 2**



Nguồn: DHC, VCSC

### Nhà máy bao bì mới là một yếu tố dẫn dắt tăng trưởng tiềm năng khác, dù chúng tôi cho rằng đóng góp từ nhà máy này sẽ ở mức khiêm tốn trong giai đoạn đầu

DHC có kế hoạch xây dựng nhà máy bao bì mới khi công ty kỳ vọng nhà máy bao bì hiện hữu sẽ đạt tối đa công suất trong giai đoạn 2020-2021. Theo DHC, nhà máy mới sẽ có công suất hàng năm là 42 triệu m<sup>2</sup>, tương ứng với 64 triệu thùng carton và khoảng 1,3 lần công suất bao bì hiện tại của DHC, theo ước tính của chúng tôi. Nhà máy mới này sẽ được đặt gần các nhà máy hiện hữu của DHC tại tỉnh Bến Tre ở khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long.

Chúng tôi cho rằng nhà máy mới này sẽ đi vào hoạt động trong năm 2021 và đạt full công suất sau khoảng 7 năm vận hành. Giả định thận trọng của chúng tôi cho hiệu suất hoạt động dựa trên việc nhà máy này có vị trí xa khu vực Đông Nam Bộ, vốn là cụm sản xuất cho ngành hàng tiêu dùng tại Việt Nam. Vị trí này sẽ khiến DHC tốn nhiều chi phí trong việc vận chuyển thùng carton khi vận chuyển thùng carton có chi phí cao hơn so với vận chuyển giấy do kích cỡ hộp. Dựa theo dự báo của chúng tôi, nhà máy bao bì mới của DHC sẽ đóng góp khoảng 30% sản lượng thùng carton bán ra và 5% tổng lợi nhuận gộp của DHC trong năm 2021.

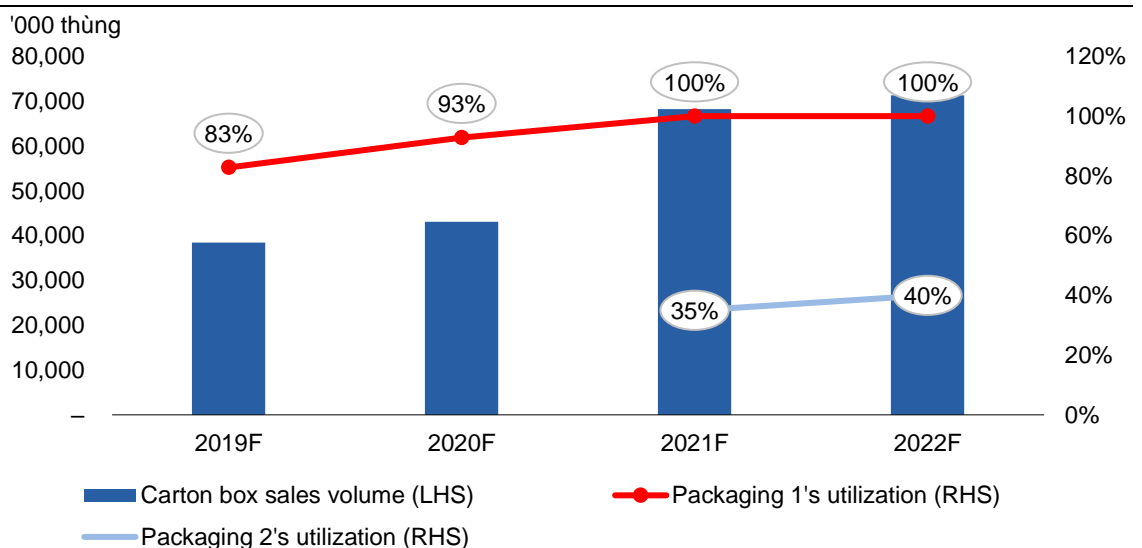
Chúng tôi cho rằng DHC lựa chọn vị trí này cho nhà máy mới vì (1) có thể tận dụng quỹ đất hiện hữu, (2) tiếp tục phục vụ các khách hàng hiện hữu ở khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long và (3) khu vực Đông Nam Bộ hiện đang được cung cấp bởi các công ty bao bì là khách hàng mua giấy của DHC.

### Hình 36: Nhà máy bao bì 2 của DHC

Công suất	42 triệu m2 hoặc 64 triệu thùng carton
Chi phí đầu tư	168 tỷ đồng, bao gồm 34 tỷ đồng cho xây dựng và 120 tỷ đồng cho máy móc thiết bị
Thời gian thi công	2020-2021
Nợ/vốn chủ sở hữu	100% vốn chủ sở hữu

Nguồn: DHC, VCSC tổng hợp

### Hình 37: Sản lượng thùng carton bán ra của DHC và hiệu suất hoạt động của nhà máy bao bì trong giai đoạn 2019-2022.



Nguồn: DHC, VCSC

## Tổng quan dự báo giai đoạn 2019-2022

Hình 38: Dự báo của VCSC cho giai đoạn 2019-2022

Tỷ đồng	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu</b>	<b>927</b>	<b>1.479</b>	<b>2.309</b>	<b>2.769</b>	<b>2.996</b>
Giấy	641	1.125	1.927	2.169	2.369
Bao bì	277	346	374	591	618
Khác	8	8	8	8	8
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>205</b>	<b>303</b>	<b>428</b>	<b>510</b>	<b>590</b>
Giấy	156	238	359	418	482
Bao bì	48	65	69	93	107
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>164</b>	<b>236</b>	<b>324</b>	<b>386</b>	<b>455</b>
<b>LNTT</b>	<b>155</b>	<b>201</b>	<b>277</b>	<b>359</b>	<b>451</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>134</b>	<b>168</b>	<b>261</b>	<b>340</b>	<b>393</b>
<b>Tăng trưởng YoY</b>					
<b>Doanh thu</b>	<b>14%</b>	<b>60%</b>	<b>56%</b>	<b>20%</b>	<b>8%</b>
Giấy	15%	75%	71%	13%	9%
Bao bì	16%	25%	8%	58%	5%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>55%</b>	<b>48%</b>	<b>42%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>
Giấy	60%	53%	51%	16%	16%
Bao bì	45%	34%	7%	34%	16%
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>74%</b>	<b>44%</b>	<b>37%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>
<b>LNTT</b>	<b>66%</b>	<b>30%</b>	<b>38%</b>	<b>30%</b>	<b>26%</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>67%</b>	<b>25%</b>	<b>56%</b>	<b>30%</b>	<b>16%</b>
<b>Biên lợi nhuận</b>					
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>22,1%</b>	<b>20,5%</b>	<b>18,5%</b>	<b>18,4%</b>	<b>19,7%</b>
Giấy	24,3%	21,1%	18,6%	19,3%	20,4%
Bao bì	17,4%	18,7%	18,5%	15,7%	17,3%
<b>Biên lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>17,7%</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,0%</b>	<b>13,9%</b>	<b>15,2%</b>
<b>Biên LNTT</b>	<b>16,7%</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>15,1%</b>
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,3%</b>	<b>13,1%</b>

Nguồn: VCSC

## Dự báo năm 2019

Hình 39: Dự báo của VCSC cho năm 2019

Tỷ đồng	2018	2019F	YoY	Nhận định của VCSC
<b>Doanh thu</b>	<b>927</b>	<b>1.479</b>	<b>60%</b>	
Giấy	641	1.125	75%	Được hỗ trợ bởi sản lượng bán tăng 120% khi nhà máy Giao Long 2 của DHC bắt đầu hoạt động thương mại vào tháng 9/2019 và đạt hiệu suất vận hành khoảng 100% trong quý 4/2019. Chúng tôi kỳ vọng ASP sẽ giảm khoảng 20% YoY trong bối cảnh nhu cầu thấp hơn tại Trung Quốc.
Bao bì	277	346	25%	Chủ yếu tăng nhờ sản lượng.
Khác	8	8	0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>205</b>	<b>303</b>	<b>48%</b>	
Giấy	156	238	53%	Biên lợi nhuận gộp giảm do ASP giảm và OCC tồn kho có chi phí cao của DHC. Ban lãnh đạo cho biết DHC đã tiêu thụ hết lượng hàng tồn kho có giá vốn cao vào tháng 11/2019.
Bao bì	48	65	34%	Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng bao bì sẽ tăng trong bối cảnh giá giấy giảm.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>164</b>	<b>236</b>	<b>44%</b>	
Thu nhập tài chính	2	7	192%	
Chi phí tài chính	-15	-42	184%	
- trong đó, chi phí lãi vay	-11	-42	273%	Chi phí lãi vay từ các khoản vay nhằm tài trợ cho nhà máy Giao Long 2 bắt đầu được ghi nhận trong KQKD vào tháng 9/2019 so với việc được vốn hóa tại thời điểm trước đó.
Khác	3	0	-100%	
<b>LNTT</b>	<b>155</b>	<b>201</b>	<b>30%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>134</b>	<b>168</b>	<b>25%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>22,1%</b>	<b>20,5%</b>		
Giấy	24,3%	21,1%		
Bao bì	17,4%	18,7%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	4,4%	4,5%		
<b>Biên lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>17,7%</b>	<b>16,0%</b>		
<b>Biên LNTT</b>	<b>16,7%</b>	<b>13,6%</b>		
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,3%</b>		
<b>Thuế suất thực tế</b>	<b>13,5%</b>	<b>16,5%</b>		Lợi ích thuế cho nhà máy bao bì và nhà máy giấy Giao Long 1 của DHC (10%) dần giảm bớt.

Nguồn: DHC, VCSC



## Dự báo năm 2020

Hình 40: Dự báo của VCSC cho năm 2020

Tỷ đồng	2019F	2020F	YoY	Nhận định của VCSC
<b>Doanh thu</b>	<b>1.479</b>	<b>2.309</b>	<b>56%</b>	
Giấy	1.125	1.927	71%	Chúng tôi dự phóng sản lượng giấy bán ra sẽ tăng 79% YoY khi giả định nhà máy Giao Long 2 sẽ đạt hiệu suất hoạt động 85% trong năm 2020. Chúng tôi thận trọng giả định ASP sẽ giảm 10% do nhu cầu giấy dự kiến giảm tại Trung Quốc.
Bao bì	346	374	8%	Chủ yếu đến từ sản lượng bán tăng 12%. Chúng tôi giả định hiệu suất hoạt động tại nhà máy bao bì hiện hữu của DHC sẽ đạt 93% trong năm 2020. Chúng tôi giả định ASP bao bì sẽ giảm nhẹ 4% YoY do giá giấy đầu vào hạ nhiệt.
Khác	8	8	0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>303</b>	<b>428</b>	<b>42%</b>	
Giấy	238	359	51%	Biên lợi nhuận gộp giảm trong bối cảnh ASP thấp hơn. Chúng tôi chưa ghi nhận tiềm năng giá OCC diễn biến thuận lợi nhờ nhu cầu giấy thấp hơn và chính sách nhập khẩu OCC chặt chẽ hơn tại Trung Quốc.
Bao bì	65	69	7%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>236</b>	<b>324</b>	<b>37%</b>	
Thu nhập tài chính	7	16	131%	
Chi phí tài chính	-42	-63	51%	
- trong đó, chi phí lãi vay	-42	-63	51%	Chi phí lãi vay từ các khoản vay nhằm tài trợ cho nhà máy Giao Long 2 sẽ được ghi nhận trong KQKD 12 tháng năm 2020 thay vì 4 tháng năm 2019.
Khác	0	0	NA	
<b>LNTT</b>	<b>201</b>	<b>277</b>	<b>38%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	<b>168</b>	<b>261</b>	<b>56%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>20,5%</b>	<b>18,5%</b>		
Giấy	21,1%	18,6%		
Bao bì	18,7%	18,5%		
Chi phí SG&A/Doanh thu	4,5%	4,5%		
<b>Biên lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,0%</b>		
<b>Biên LNTT</b>	<b>13,6%</b>	<b>12,0%</b>		
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,3%</b>		
<b>Thuế suất thực tế</b>	<b>16,5%</b>	<b>5,6%</b>		Chúng tôi giả định nhà máy Giao Long 2 sẽ được miễn thuế trong 2 năm đầu hoạt động, bắt đầu từ năm 2020, và hưởng mức thuế 10% trong 4 năm tiếp theo.

Nguồn: DHC, VCSC

## Định giá

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp Chiết khấu dòng tiền và P/E với tỷ trọng 50%/50% để định giá DHC. Đối với phương pháp định giá dựa theo chỉ số P/E, chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 10 lần, thấp hơn 10% so với trung vị P/E trượt trung bình trong 5 năm của các công ty cùng ngành là 11,0 lần, và thấp hơn 21% so với con số trung bình trong 10 năm là 12,6 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, giá trị P/E mục tiêu này là hợp lý dựa trên quy mô nhỏ của DHC so với các công ty cùng ngành. Nhóm các công ty cùng ngành của DHC được chúng tôi lựa chọn bao gồm các công ty giấy bao bì tại các thị trường Châu Á mới nổi. Chúng tôi lưu ý rằng có 10 trong số 13 công ty cùng ngành này ở Trung Quốc mở rộng. Chúng tôi cho rằng việc chỉ số P/E của các công ty này có xu hướng giảm và giảm xuống mức thấp hơn giá trị trung bình 5 năm một phần do Trung Quốc siết chặt các chính sách nhập khẩu OCC vào giữa năm 2017 như chúng tôi đã đề cập. Khi DHC hưởng lợi từ các chính sách này (cụ thể, chi phí OCC thấp hơn), chúng tôi cho rằng giá trị P/E trung bình lịch sử của các công ty cùng ngành là thước đo thích hợp hơn cho định giá tương ứng của chúng tôi so với giá trị P/E hiện tại.

Định giá của chúng tôi theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền đem lại giá mục tiêu cao hơn so với phương pháp P/E, được chúng tôi cho rằng một phần đến từ sự cải thiện trong số vòng quay vốn lưu động của DHC trong những năm tới, dù chúng tôi áp dụng tốc độ tăng trưởng năm cuối cùng trong mô hình định giá là 0% khi giả định DHC sẽ không mở rộng thêm công suất trong dài hạn.

**Hình 41: Tóm tắt định giá của VCSC cho DHC**

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp giá trị (đồng/CP)
Chiết khấu dòng tiền	49.721	50%	24.861
Chỉ số P/E @ 10,0 lần (EPS dự phóng năm 2020)	45.747	50%	22.873
<b>Giá mục tiêu (đồng/CP)</b>			<b>47.700</b>
P/E dự phóng năm 2020 theo giá mục tiêu			10,4x

Nguồn: VCSC

**Hình 42: Định giá Chiết khấu dòng tiền cho DHC**

Chi phí vốn		Dòng tiền thuần của doanh nghiệp (FCFF) (10 năm)	Tỷ đồng
Beta	1,2	Giá trị hiện tại của DTTD	1.389
Phần bù rủi ro thị trường %	8,7%	Giá trị cuối cùng (0% g)	2.171
LS phi rủi ro %	4,5%	<b>Tổng DTTDCK và GTCC</b>	<b>3.560</b>
Chi phí Vốn CSH %	14,5%	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	53
Chi phí nợ %	7,3%	- Nợ	-830
Nợ %	35,0%	- Lợi ích CĐTS	0
Vốn CSH %	65,0%	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>2.784</b>
Thuế doanh nghiệp %	20,0%	Cổ phiếu (triệu)	56
<b>WACC %</b>	<b>11,5%</b>	<b>Giá cổ phiếu, đồng</b>	<b>49.721</b>

Nguồn: VCSC

**Hình 43: Dự phóng dòng tiền cho DHC**

Tỷ đồng	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>LN trước thuế và lãi vay</b>	<b>164</b>	<b>236</b>	<b>240</b>	<b>335</b>	<b>400</b>	<b>481</b>	<b>489</b>
- Thuế	-21	-33	-15	-19	-58	-60	-61
+ Khấu hao	38	69	133	157	129	130	132
- Đầu tư XDCB ròng	-530	-116	-218	-25	-25	-25	-25
(Tăng)/giảm vốn lưu động	-183	43	-111	162	-155	77	-70
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>-532</b>	<b>198</b>	<b>29</b>	<b>611</b>	<b>291</b>	<b>603</b>	<b>465</b>
Giá trị hiện tại của DTTD			26	492	210	391	270
<b>Tổng giá trị hiện tại của DTTD</b>			<b>26</b>	<b>518</b>	<b>728</b>	<b>1.119</b>	<b>1.389</b>

Nguồn: VCSC

Hình 44: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu của chúng tôi cho DHC theo WACC và tỷ lệ tăng trưởng năm cuối cùng của mô hình định giá DCF, giả định các yếu tố khác không đổi

Giá mục tiêu (đồng)		WACC				
		10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
Tăng trưởng năm cuối cùng (g)	0,0%	50.900	49.300	<b>47.700</b>	46.300	45.000
	1,0%	53.500	51.600	49.800	48.200	46.700
	2,0%	56.700	54.400	52.300	50.400	48.700
	3,0%	60.800	57.900	55.400	53.100	51.100
	4,0%	66.100	62.500	59.300	56.500	54.100

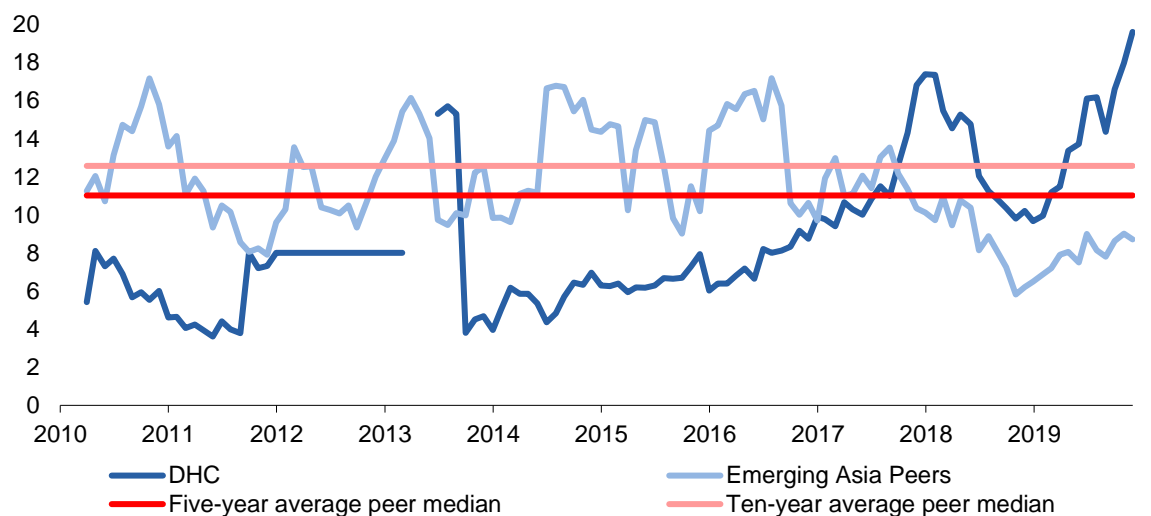
Nguồn: VCSC

Hình 45: Các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	TT DT trượt (%)	TT EPS trượt (%)	ROE (%)	ROA (%)	Nợ ròng/vốn CSH (lần)	Biên LN ròng (%)	P/B quý gần nhất (lần)	P/E trượt (lần)	EV/EBITDA trượt (lần)
Nine Dragons	Hồng Kông	4.965,4	3,5	-50,8	10,5	4,9	0,6	7,1	0,9	8,8	6,4
Shandong Sun	Trung Quốc	3.630,7	3,6	-21,6	14,7	6,3	0,9	8,7	1,8	12,9	NA
Lee & Man	Hồng Kông	3.474,2	-6,4	-38,6	14,1	7,8	0,5	12,4	1,0	7,6	6,6
Indah Kiat	Indonesia	3.294,7	-2,3	-51,7	8,1	3,6	0,8	9,4	0,8	10,6	5,2
Shanying	Trung Quốc	2.330,0	2,3	-23,8	16,9	6,0	1,1	9,4	0,8	6,8	NA
Fajar Surya Wisesa	Indonesia	1.315,3	-10,3	14,2	31,7	12,6	0,9	15,2	4,0	13,4	11,1
Xiamen Hexing	Trung Quốc	688,0	-9,5	NA	-1,9	-0,8	0,7	-0,4	1,6	NA	NA
Long Chen	Đài Loan	607,8	-96,6	NA	-0,1	0,0	1,7	-0,0	0,9	NA	14,2
Chen Loong	Đài Loan	747,5	-6,2	-50,7	8,4	3,1	0,8	4,8	1,0	11,8	7,3
Henan Yinge	Trung Quốc	607,7	-23,8	NA	-14,5	-6,2	1,1	-12,7	2,3	NA	NA
Zhejiang Rongsheng	Trung Quốc	461,8	-12,0	-2,4	19,5	15,6	-0,2	13,6	2,2	12,5	NA
Yibin	Trung Quốc	321,3	-7,0	NA	-5,1	-0,8	3,8	-2,0	3,2	NA	NA
Muda	Malaysia	108,3	-2,0	-35,4	5,6	3,0	0,5	3,7	0,4	7,7	4,5
<b>Trung vị ngành</b>		<b>747,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-35,4</b>	<b>8,4</b>	<b>3,6</b>	<b>0,8</b>	<b>7,1</b>	<b>1,0</b>	<b>10,6</b>	<b>6,6</b>
<b>Trung bình ngành</b>		<b>1.734,8</b>	<b>-12,8</b>	<b>-29,0</b>	<b>8,3</b>	<b>4,2</b>	<b>1,0</b>	<b>5,3</b>	<b>1,6</b>	<b>10,2</b>	<b>7,9</b>
<b>DHC</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>95,1</b>	<b>10,9</b>	<b>-23,4</b>	<b>12,0</b>	<b>5,6</b>	<b>0,8</b>	<b>10,5</b>	<b>2,3</b>	<b>21,0</b>	<b>16,5</b>

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 46: P/E trượt của DHC so với các công ty cùng ngành (lần)



Nguồn: Bloomberg, VCSC (Giá trị P/E trượt của DHC không có ý nghĩa trong giai đoạn năm 2013 do công ty ghi nhận lỗ ròng trong năm 2012 đến từ mảng thủy sản kém hiệu quả và chi phí lãi vay tăng)

## Rủi ro đầu tư

**Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục chững lại.** Theo quan điểm của chúng tôi, nhu cầu giấy tiếp tục suy giảm tại Trung Quốc sẽ dẫn đến cạnh tranh giá gia tăng tại Việt Nam khi các công ty giấy trong nước nỗ lực duy trì công suất hoạt động và sản lượng bán hàng.

**Công suất ngành mở rộng nhanh hơn dự kiến.** Nếu công suất tăng nhanh hơn nhu cầu, ngành giấy bao bì của Việt Nam có thể bước vào giai đoạn thừa cung. Kịch bản này sẽ có nhiều khả năng xảy ra hơn nếu Chính phủ chấp thuận kế hoạch mở rộng của nhà máy Lee & Man và Nine Dragons, như đã đề cập trong trang 9.

**Các rủi ro chính sách ngoài dự kiến.** Các chính sách về nhập khẩu OCC có thể thay đổi không thuận lợi cho các công ty giấy nếu các vấn đề môi trường lớn xuất hiện và ảnh hưởng tâm lý công chúng.

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu</b>	<b>927</b>	<b>1.479</b>	<b>2.309</b>	<b>2.769</b>
Giá vốn hàng bán	-722	-1.176	-1.881	-2.258
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>205</b>	<b>303</b>	<b>428</b>	<b>510</b>
Chi phí bán hàng	-26	-40	-62	-75
Chi phí quản lý DN	-14	-27	-42	-50
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>164</b>	<b>236</b>	<b>324</b>	<b>386</b>
Thu nhập tài chính	2	7	16	21
Chi phí tài chính	-15	-42	-63	-48
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-11</i>	<i>-42</i>	<i>-63</i>	<i>-48</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	3	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>155</b>	<b>201</b>	<b>277</b>	<b>359</b>
Thuế TNDN	-21	-33	-15	-19
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>134</b>	<b>168</b>	<b>261</b>	<b>340</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS. báo cáo</b>	<b>134</b>	<b>168</b>	<b>261</b>	<b>340</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS. điều chỉnh (1)</b>	<b>134</b>	<b>168</b>	<b>261</b>	<b>340</b>

EBITDA	202	305	457	543
EPS báo cáo. VND	2.531	3.044	4.575	5.951
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> . VND	2.531	3.044	4.575	5.951
EPS pha loãng. điều chỉnh <sup>1)</sup> VND	2.531	3.044	4.575	5.951
DPS. VND	0	1.000	1.900	2.400
DPS/EPS (%)	0	33%	42%	40%

(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	14,4%	59,6%	56,1%	19,9%
Tăng trưởng LN HĐKD	73,7%	44,0%	37,4%	19,0%
Tăng trưởng LNTT	66,1%	29,6%	37,9%	29,6%
Tăng trưởng EPS. điều chỉnh	56,9%	20,3%	50,3%	30,1%

Khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN gộp %	22,1%	20,5%	18,5%	18,4%
Biên LN từ HĐ %	17,7%	16,0%	14,0%	13,9%
Biên EBITDA	21,8%	20,6%	19,8%	19,6%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	14,5%	11,3%	11,3%	12,3%
ROE %	17,3%	17,2%	21,7%	23,9%
ROA %	8,6%	7,8%	10,5%	13,0%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày tồn kho	142	117	81	63
Số ngày phải thu	49	58	58	60
Số ngày phải trả	75	63	62	62
TG luân chuyển tiền	117	112	77	61

Thanh khoản	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,4	1,3	1,4
CS thanh toán nhanh	0,6	0,9	0,8	1,0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,5	0,2	0,5
Nợ/Tài sản	0,5	0,4	0,3	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,4	0,3
Nợ/Vốn CSH	1,0	0,9	0,6	0,4
Khả năng thanh toán lãi vay	14,5	5,6	5,1	8,0

Nguồn: số liệu công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương	29	417	206	621
Đầu tư TC ngắn hạn	8	8	8	8
Các khoản phải thu	147	324	411	493
Hàng tồn kho	337	419	412	371
TS ngắn hạn khác	44	44	44	44
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>565</b>	<b>1.212</b>	<b>1.081</b>	<b>1.537</b>
TS dài hạn (gộp)	1.427	1.544	1.761	1.786
- Khấu hao lũy kế	-206	-275	-408	-565
TS dài hạn (ròng)	1.221	1.269	1.354	1.221
Đầu tư TC dài hạn	3	3	3	3
TS dài hạn khác	24	24	24	24
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.248</b>	<b>1.295</b>	<b>1.380</b>	<b>1.248</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.812</b>	<b>2.507</b>	<b>2.461</b>	<b>2.784</b>

Phải trả ngắn hạn	80	355	283	464
Nợ ngắn hạn	286	466	446	536
Nợ ngắn hạn khác	46	73	114	136
Tổng nợ ngắn hạn	412	893	843	1.136
Nợ dài hạn	558	508	311	115
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>970</b>	<b>1.401</b>	<b>1.155</b>	<b>1.251</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	192	236	236	236
Paid in capital	414	560	560	Vốn cổ phần
Lợi nhuận giữ lại	213	282	475	691
Vốn khác	23	28	36	46
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>842</b>	<b>1.106</b>	<b>1.307</b>	<b>1.533</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.812</b>	<b>2.507</b>	<b>2.461</b>	<b>2.784</b>

Số cp lưu hành cuối năm.tr	51,9	56,0	56,0	56,0
Số cp quỹ. tr	0	0	0	0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>111</b>	<b>29</b>	<b>417</b>	<b>206</b>
Lợi nhuận sau thuế	134	168	261	340
Khấu hao	38	69	133	157
Thay đổi vốn lưu động	-183	43	-111	162
Điều chỉnh khác	-33	-3	-5	-7
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-44</b>	<b>276</b>	<b>279</b>	<b>653</b>

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-530	-116	-218	-25
Đầu tư	0	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-530</b>	<b>-116</b>	<b>-218</b>	<b>-25</b>

Cổ tức đã trả	0	0	-56	-106
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	100	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	182	180	-20	90
Tăng (giảm) nợ dài hạn	310	-51	-196	-196
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>491</b>	<b>229</b>	<b>-272</b>	<b>-213</b>

<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-83</b>	<b>389</b>	<b>-211</b>	<b>415</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>29</b>	<b>417</b>	<b>206</b>	<b>621</b>

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Đào Danh Long Hà và Đặng Văn Pháp, 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 VCSC

**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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	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 Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149



## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt 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 Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.