

Mua vào (giữ nguyên)

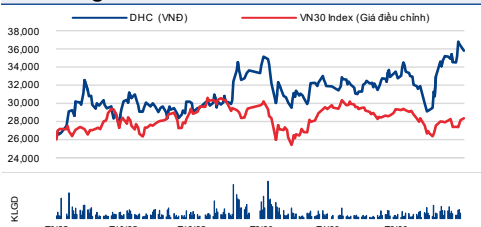
Giá mục tiêu: VNĐ51,800 (từ VNĐ42,182)

Tiềm năng tăng/giảm: 44.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/8/2026)	35,800
Mã Bloomberg	DHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	26,312-36,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	36,267
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,804
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	145
Slg CP lưu hành (tr.đv)	106
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	53.1
Slg CP NN được mua (tr.đv)	13.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	36.9%
Tỷ lệ freefloat	69.4%
Cổ đông lớn	KWE (15.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	22.4	14.4	35.2
So với chỉ số	15.3	18.5	26.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,508	5,058	8.9
2027F	5,508	7,011	(21.4)
2028F	9,030	7,405	21.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DHC là một trong những doanh nghiệp sản xuất giấy công nghiệp hàng đầu Việt Nam với thị phần ước tính đạt 4.7% trong năm 2025. Sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy công nghiệp và bao bì carton.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đức Thành Nhân

Chuyên viên cao cấp, CN & Công Nghệ
nhan.ndt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Triển vọng từ việc mở rộng công suất; tăng 23% giá mục tiêu

- HSC tăng 23% giá mục tiêu lên 51.800 đồng/cổ phiếu, dựa trên việc điều chỉnh tăng bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 (tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 35%), bất chấp việc tăng giả định WACC. Với tiềm năng tăng giá 45% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.
- DHC sở hữu vị thế thuận lợi để thúc đẩy sản lượng tiêu thụ nhờ đóng góp công suất mới từ dự án Giao Long 3 và dự án mở rộng Nhà máy Bao bì Bến Tre (dự kiến vận hành thương mại trong nửa cuối năm 2027), trong bối cảnh thị trường trong nước đang đối mặt với tình trạng thiếu hụt nguồn cung.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 15% so với chỉ số VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,5 lần, mức định giá hấp dẫn so với bình quân 4 năm là 8,6 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q2/2026 + cập nhật dự báo lợi nhuận dựa trên công suất mới

KQKD Q2/2026 của DHC rất ấn tượng, với doanh thu thuần đạt 1.046 tỷ đồng (+19% svck) và lợi nhuận thuần đạt mức cao kỷ lục 178 tỷ đồng, (+114% svck), vượt kỳ vọng của HSC. KQKD cao hơn dự báo chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng mạnh hơn kỳ vọng, dựa trên giá bán bình quân giấy bao bì tăng 16% so với cùng kỳ trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm, kết hợp với chi phí nguyên liệu đầu vào chính là giấy OCC giảm 8% so với cùng kỳ. Theo đó, lũy kế nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 2.013 tỷ đồng (+18% svck) và 315 tỷ đồng (+99% svck), hoàn thành 51% và 69% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi.

Bức tranh cung - cầu toàn ngành chính thức rơi vào tình trạng mất cân đối và thiếu hụt từ tháng 6/2025, bắt nguồn từ các biện pháp siết chặt quy định bảo vệ môi trường tại tỉnh Bắc Ninh kể từ Q4/2024. Chúng tôi kỳ vọng tình trạng thiếu hụt này sẽ kéo dài đến hết năm 2028, qua đó hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận cho các công ty trong ngành, đặc biệt là DHC.

Về công suất mới, việc đưa vào vận hành nhà máy Giao Long 3 và Nhà máy Bao bì Bến Tre mở rộng (dự kiến vào nửa cuối năm 2027) được kỳ vọng sẽ giúp tăng lần lượt 122% và 43% công suất giấy bao bì và thùng carton của DHC.

Tác động: Tăng bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

HSC tăng bình quân 46,8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do: (1) tăng giả định tỷ suất lợi nhuận do tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước trầm trọng hơn so với dự báo trước đây; (2) sản lượng tiêu thụ giấy bao bì dự kiến cao hơn nhờ công suất hoạt động của nhà máy Giao Long 3 cải thiện; và (3) phản ánh nhà máy Bao bì Bến Tre mới (vận hành thương mại trong nửa cuối năm 2027) vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 51%/1%/63% qua từng năm, đạt 593 tỷ đồng/599 tỷ đồng/971 tỷ đồng, tương đương với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm đạt 35% (trước đây là 11%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 15% so với VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,5 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 4 năm ở mức 8,6 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 23% giá mục tiêu lên 51.800 đồng/cổ phiếu (tiềm năng tăng giá là 45%), do tác động tích cực của việc tăng dự báo lợi nhuận lớn hơn tác động tiêu cực từ việc tăng giả định WACC.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	379	535	839 ▲	973 ▲	1,497 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	242	393	593 ▲	597 ▲	971 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,930	4,020	5,508 ▲	5,508 ▲	9,030 ▲
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000 ▲	1,000 ▲	1,000 ▼
BVPS (đồng)	24,859	22,893	25,320 ▲	29,828 ▲	37,858 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.02	8.84	6.20	6.97	4.94
P/E ĐC (lần)	12.2	8.91	6.50	6.50	3.96
Lợi suất cổ tức (%)	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79
P/B (lần)	1.44	1.56	1.41	1.20	0.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.8)	37.2	37.0	(0.00)	63.9
ROAE (%)	12.6	18.7	24.2	20.4	27.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mục lục

Mở rộng công suất trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung; tăng giá mục tiêu	3
Phân tích lợi nhuận Q2/2026	3
Đánh giá tổng quan ngành giấy bao bì	4
Triển vọng ngành: Tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước tiếp tục kéo dài trong trung hạn	5
Cập nhật tình hình mở rộng công suất của DHC	8
Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028	9
Định giá và khuyến nghị	11

Mở rộng công suất trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung; tăng giá mục tiêu

HSC tăng 23% giá mục tiêu lên 51.800 đồng/cổ phiếu, dựa trên việc điều chỉnh tăng bình quân 47% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028. DHC đang có vị thế thuận lợi khi ngành giấy bao bì chuyển sang trạng thái thiếu hụt nguồn cung trong nước từ tháng 6/2025, và xu hướng này được dự báo sẽ kéo dài ít nhất đến năm 2028. Bên cạnh đó, việc đưa vào vận hành thương mại nhà máy Giao Long 3 và nhà máy Bao bì Bến Tre mở rộng (trong nửa cuối năm 2027) sẽ bổ sung nguồn công suất đáng kể, tạo đòn bẩy vững chắc thúc đẩy đà tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Định giá vẫn ở mức hấp dẫn bất chấp nhịp tăng giá gần đây, khi cổ phiếu hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,5 lần, thấp hơn so với bình quân 4 năm ở mức 8,6 lần. Với tiềm năng tăng giá 45% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Phân tích lợi nhuận Q2/2026

Lợi nhuận thuần Q2/2026 bứt phá, hỗ trợ lũy kế 6 tháng đầu năm 2026 hoàn thành 69% dự báo trước đây cho cả năm

KQKD Q2/2026 ấn tượng và vượt kỳ vọng, với doanh thu thuần đạt 1.046 tỷ đồng (+19% svck) và lợi nhuận thuần đạt mức cao kỷ lục 178 tỷ đồng (+114% svck). Lũy kế nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 2.013 tỷ đồng (+18% svck) và 315 tỷ đồng (+99% svck), hoàn thành 51% và 69% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của HSC.

Bảng 1: KQKD Q2 và 6 tháng đầu năm 2026, DHC

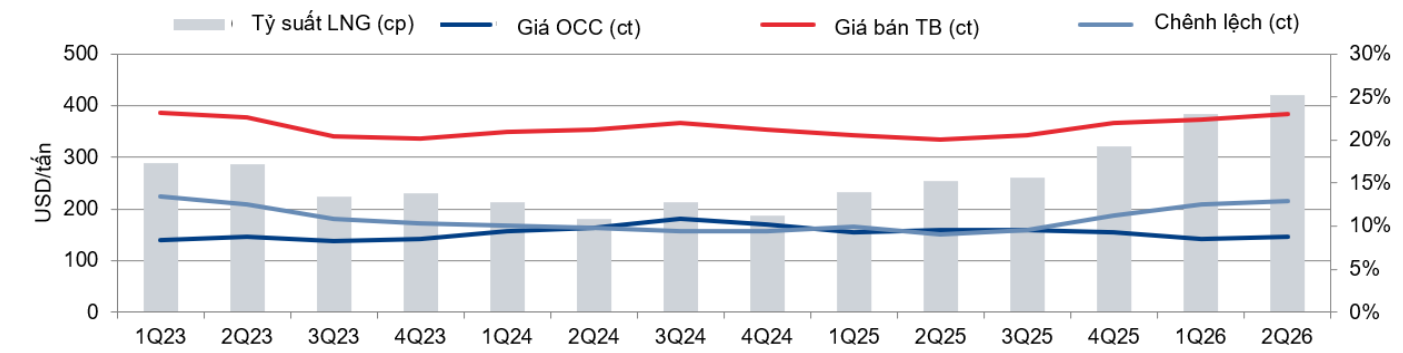
Vượt mạnh dự báo nhờ tỷ suất lợi nhuận cao hơn ước tính

Tỷ đồng	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T26	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu thuần	1,046	19%	8%	2,013	18%	51%
Giấy bao bì	793	16%	4%	1,552	15%	
- Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	79	0%	1%	156	0%	
- Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	10.1	16%	3%	9.9	14%	
Thùng carton	248	27%	22%	452	30%	
- Sản lượng tiêu thụ (triệu thùng)	29	16%	19%	53	20%	
- Giá bán bình quân (đồng/thùng)	8,652	10%	2%	8,565	8%	
Khác	5	46%	11%	10	59%	
Lợi nhuận gộp	264	97%	19%	487	95%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25.2%	+10.0ppts	+2.2ppts	24.2%	+9.6ppts	
Lợi nhuận thuần	178	114%	29%	315	99%	69%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	17.0%	+7.6ppts	+2.8ppts	15.7%	+6.4ppts	

Nguồn: DHC, HSC

Biểu đồ 2: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý, giá bán bình quân và giá OCC, DHC

Biên lợi nhuận gộp Q2/26 đạt 25,2% (tăng 10 điểm phần trăm so với cùng kỳ), cao kỷ lục từ khi niêm yết, nhờ chênh lệch giá mở rộng lên 215 USD/tấn (tăng 42% svck).



Ghi chú: chênh lệch = giá bán bình quân - (Tỷ lệ chuyển đổi × giá OCC)
 Nguồn: DHC, HSC

KQKD Q2/2026 khả quan chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn kỳ vọng, khi chênh lệch giữa giá bán bình quân của giấy bao bì và giá OCC nổi rộng mạnh (+42% svck, đạt 215 USD/tấn).

Cụ thể, giá bán bình quân của giấy bao bì tăng 16% so với cùng kỳ trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm, trong khi giá OCC giảm 8% so với cùng kỳ. Giá OCC hạ nhiệt chủ yếu chịu tác động dây chuyền từ chính sách siết nhập khẩu bột giấy tái chế của Trung Quốc kể từ tháng 10/2025. Nhu cầu từ thị trường này thu hẹp khiến các nhà máy tại Đông Nam Á giảm sản lượng, trực tiếp làm sụt giảm lực cầu giấy OCC, vốn là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất bột giấy tái chế trong khu vực. Trong khi đó, giá OCC trong Q2/2026 tăng nhẹ 2% so với quý trước do giá cước vận tải đối với các đơn hàng nhập khẩu theo điều kiện CIF/CFR tăng vọt. Tuy nhiên, giá bán bình quân của giấy bao bì cũng tăng 3% so với quý trước nhờ tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước.

Đà tăng trưởng doanh thu nhận lực đẩy kép từ hai mảng kinh doanh cốt lõi. Nếu mảng giấy bao bì tận dụng tốt đà tăng của giá bán bình quân nhờ nguồn cung khan hiếm, thì mảng thùng carton lại tăng trưởng toàn diện trên cả hai biến số giá bán bình quân và sản lượng tiêu thụ.

Đánh giá tổng quan ngành giấy bao bì

7 tháng đầu năm 2026: Tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước vẫn tiếp diễn

Ngành giấy bao bì Việt Nam có sự chuyển dịch mang tính cơ cấu từ tình trạng dư cung sang thiếu hụt nguồn cung kể từ tháng 6/2025, và xu hướng này hiện vẫn đang tiếp diễn. Theo số liệu từ Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), thị trường trong nước ghi nhận mức thâm hụt nguồn cung 601.000 tấn trong 7 tháng đầu năm 2026, đảo chiều mạnh so với trạng thái cân bằng cung - cầu (0 tấn) trong 7 tháng đầu năm 2025. Nguyên nhân cốt lõi xuất phát từ sự lệch pha cung - cầu. Sản lượng sản xuất trong nước giảm 8% so với cùng kỳ xuống 3,63 triệu tấn, trong khi nhu cầu tiêu thụ trong nước vẫn tăng trưởng vững chắc 7% so với cùng kỳ lên 4,23 triệu tấn.

Sản lượng sản xuất thấp hơn so với cùng kỳ bắt nguồn từ hai yếu tố chính:

- **(1) Việc siết chặt các quy định về môi trường tại tỉnh Bắc Ninh trong giai đoạn Q4/2024 đến Q2/2025:** Các chính sách nghiêm ngặt này đã loại bỏ 1,9 triệu tấn công suất sản xuất (tương đương khoảng 26% tổng công suất thiết kế của toàn ngành trong năm 2024).

Chiến dịch đóng cửa các cơ sở sản xuất diễn ra quyết liệt tại các điểm nóng sản xuất. Phong Khê đóng cửa toàn bộ 228/228 cơ sở làng nghề cùng 135/137 cơ sở tại Cụm công nghiệp Phong Khê 1 và 2, trong khi CCN Phú Lâm cũng có tới 20/25 cơ sở phải ngừng hoạt động. Năm cơ sở còn lại tại Phú Lâm hiện đang hoạt động theo cơ chế thử nghiệm 6 tháng (từ tháng 5 đến tháng 10/2026). Tùy thuộc vào mức độ đáp ứng các quy chuẩn về môi trường và quy hoạch đất đai, các cơ sở này có thể duy trì vận hành tạm thời, nhưng hạn chót bắt buộc phải hoàn tất việc đóng cửa hoặc di dời là trước cuối năm 2029.

- **(2) Hiệu ứng mức nền cao trong 7 tháng đầu năm 2025:** Sản lượng sản xuất từng tăng đột biến trong giai đoạn tháng 2-3/2025 do các doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu trước thời điểm Mỹ áp thuế nhập khẩu mới vào tháng 4/2025.

Bất chấp mức nền cao trong 7 tháng đầu năm 2025, sức cầu toàn ngành vẫn tăng 7% so với cùng kỳ nhờ "động cơ kép" từ xuất khẩu (kim ngạch tăng mạnh 22% so với cùng kỳ) và tiêu dùng trong nước (tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 13% so với cùng kỳ).

Bảng 3: Nguồn cung và nhu cầu thực tế giấy bao bì trong 7 tháng đầu năm 2026 so với cùng kỳ (nghìn tấn), Việt Nam
Thị trường giấy bao bì ghi nhận tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước 601.000 tấn trong 7T26 (so với cung cầu cân bằng trong 7T25)

nguồn tấn	7T25	7T26	Tăng trưởng
Sản xuất (P)	3,960	3,625	-8%
Nhập khẩu (I)	1,050	1,183	13%
Tiêu thụ (C)	3,960	4,226	7%
Xuất khẩu (E)	861	582	-32%
Thay đổi hàng tồn kho (P + I - C - E)	189	-	-100%
Thặng dư/thiếu hụt trong nước (P - C)	-	(601)	N/a

Nguồn: VPPA, HSC

Triển vọng ngành: Tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước tiếp tục kéo dài trong trung hạn

Trong năm 2026, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ và sản lượng sản xuất giấy bao bì tại Việt Nam sẽ tăng lần lượt 11% so với cùng kỳ và 5% so với cùng kỳ, đạt 7,4 triệu tấn và 6,62 triệu tấn, tương ứng với mức thâm hụt nguồn cung trong nước 788.000 tấn trong năm 2026. Theo đó, chúng tôi ước tính mức thâm hụt nguồn cung trong 5 tháng còn lại của năm 2026 vào khoảng 186.000 tấn (tương đương 37.000 tấn/tháng). "Cơn khát" nguồn cung sẽ hạ nhiệt đáng kể so với mức thiếu hụt bình quân 86.000 tấn/tháng trong 7 tháng đầu năm 2026, khi công suất mới chính thức được đưa vào vận hành và giải tỏa áp lực cho thị trường.

Các dự án mở rộng công suất sắp tới bao gồm:

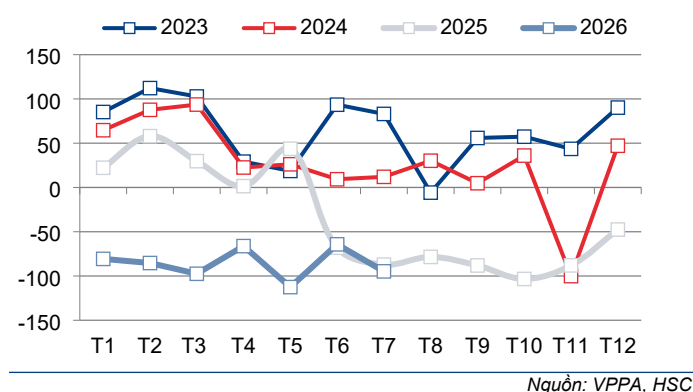
- (1) **Bổ sung thêm 800.000 tấn/năm từ các dự án mới đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2026:** Nguồn cung bổ sung này đến từ các dự án mở rộng công suất lớn dự kiến được đưa vào vận hành thương mại vào cuối năm 2026, cụ thể: Hoàng Hà Phú Yên (100.000 tấn/năm từ Q3/2026), GDT Nam Định (300.000 tấn/năm từ Q4/2026), Miza Nghi Sơn Giai đoạn 2 (100.000 tấn/năm từ Q3/2026), và Cheng Loong Bình Dương Giai đoạn 3 (300.000 tấn/năm từ Q4/2026).
- (2) **Việc tái khởi động 5 cơ sở tại Phú Lâm từ tháng 5/2026:** Như đã thảo luận ở phần trên, yếu tố này đóng góp khoảng 100.000-150.000 tấn/năm vào tổng công suất thiết kế.

Trong khi đó, đối với giai đoạn 2027-2028, HSC kỳ vọng tình trạng thiếu hụt nguồn cung sẽ tiếp diễn và nới rộng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 11,2%, đạt 974.000 tấn vào năm 2028. Xu hướng này được củng cố khi tốc độ tăng trưởng CAGR của nhu cầu trong nước dự kiến đạt 10,5%, cao hơn một chút so với mức tăng trưởng CAGR 10,4% của nguồn cung trong nước. Do đó, chúng tôi dự báo giá bán bình quân của giấy bao bì sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong trung hạn. Chi tiết như sau:

- **Về phía cầu:** Động lực tăng trưởng của ngành đến từ ba trụ cột chính bao gồm sự mở rộng của thương mại điện tử, sự bứt phá của hoạt động xuất khẩu, cùng với làn sóng tiêu dùng xanh thay thế bao bì nhựa bằng bao bì giấy.
- Xu hướng chuyển dịch này tăng tốc rõ rệt khi chi phí sản xuất bao bì nhựa tăng vọt 30-40% so với cùng kỳ trong Q2/2026, đặt trong bối cảnh giá dầu neo ở mức cao dưới tác động từ tình hình xung đột Mỹ - Iran. Bên cạnh đó, VPPA lưu ý rằng làn sóng tiêu dùng xanh tại Đông Nam Á đang định hình rõ nét khi 40-50% người tiêu dùng chấp nhận trả thêm chi phí cho các sản phẩm bao bì thân thiện môi trường. Con số này đang dần thu hẹp khoảng cách với các thị trường phát triển trong khu vực như Hàn Quốc và Nhật Bản (60-70%).

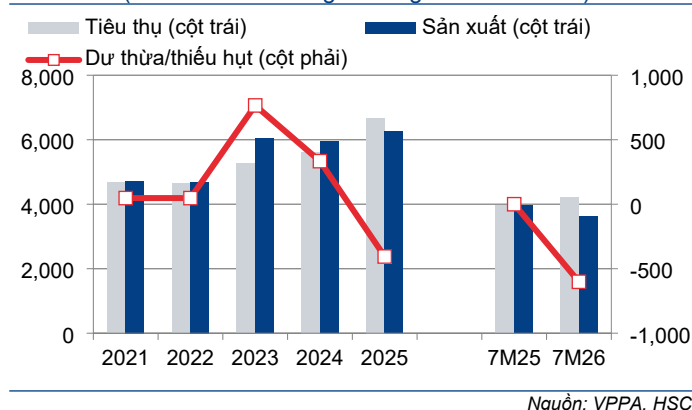
Biểu đồ 4: Thặng dư sản xuất giấy bao bì (nghìn tấn), Việt Nam

Thị trường giấy bao bì thiếu hụt từ T6/2025



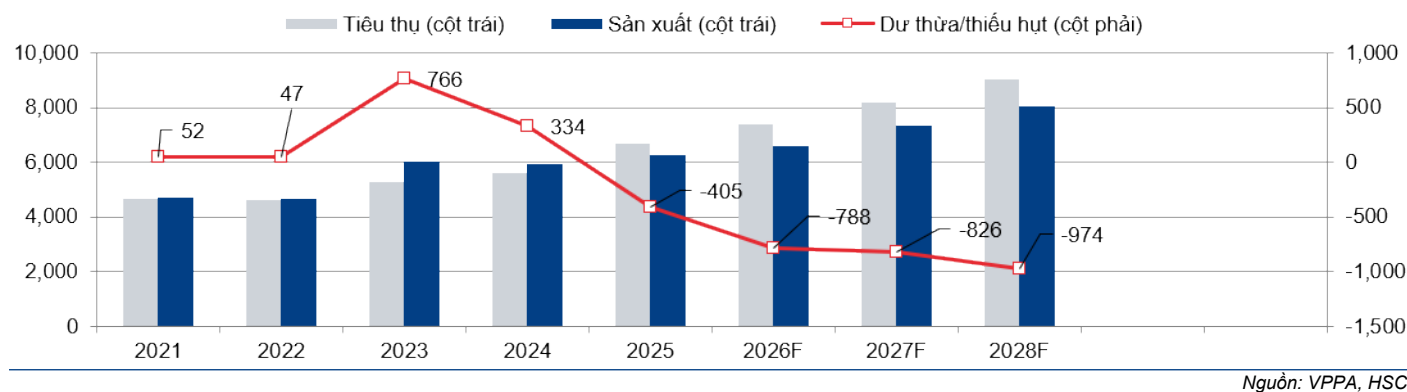
Biểu đồ 5: Sản lượng giấy bao bì tiêu thụ và sản xuất trong nước (nghìn tấn), Việt Nam

Thị trường giấy bao bì thiếu hụt 601.000 tấn trong 7 tháng đầu năm 2026 (so với dư thừa trong 7 tháng đầu năm 2025)



Biểu đồ 6: Thực tế/dự báo về sản lượng tiêu thụ & sản xuất giấy bao bì trong nước (nghìn tấn), Việt Nam

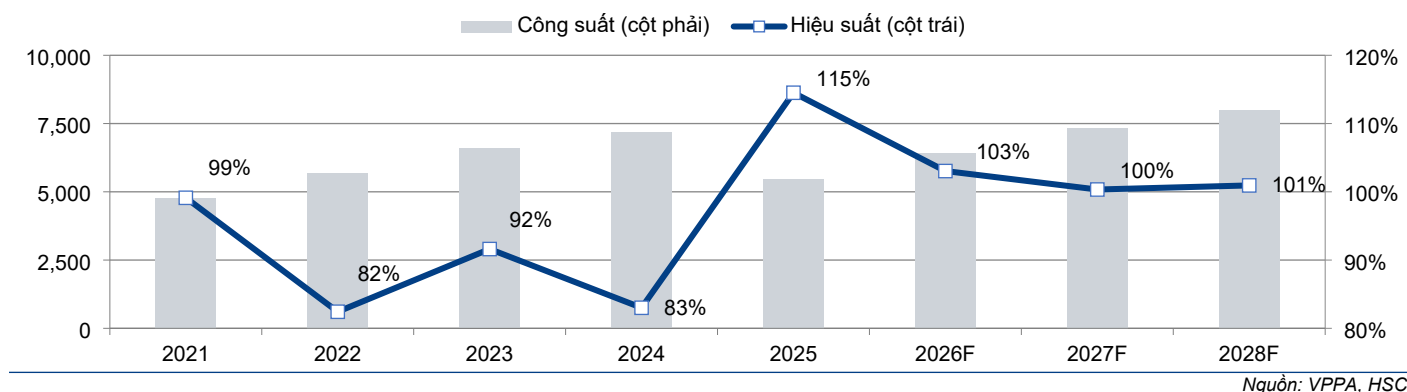
Dự báo nguồn cung giấy bao bì sẽ thiếu hụt với tốc độ CAGR 11,2% trong giai đoạn 2026-2028, đạt 974.000 tấn đến năm 2028



- Về phía cung:** Mức tăng trưởng công suất toàn ngành trong tương lai sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào các dự án mở rộng quy mô lớn với công suất thiết kế từ 50.000 tấn/năm trở lên. Diễn biến này xuất phát từ động thái siết chặt kiểm tra quy chuẩn bảo vệ môi trường và phòng cháy chữa cháy của Chính phủ, buộc hàng loạt doanh nghiệp vừa và nhỏ cùng các cơ sở làng nghề không đạt chuẩn phải tạm ngừng sản xuất hoặc đóng cửa vĩnh viễn trên diện rộng.

Biểu đồ 7: Công suất và hiệu suất thực tế và dự báo (nghìn tấn), Việt Nam

Các nhà máy sản xuất giấy bao bì trong nước dự kiến sẽ hoạt động hết công suất từ năm 2025 trở đi



Cơ sở giá OCC thế giới và “chiếc phao cứu sinh” từ nguồn cung trong nước

Giấy OCC là nguyên liệu đầu vào chính của ngành giấy bao bì Việt Nam, chiếm khoảng 50-60% chi phí sản xuất. Nguồn giấy OCC trong nước hiện đáp ứng khoảng 52% tổng nhu cầu tiêu thụ, phần còn lại phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Trong khi giá OCC toàn cầu dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong các năm tới, các nhà sản xuất giấy bao bì Việt Nam có thể sẽ gia tăng tỷ trọng thu mua trong nước nhằm giảm mức độ rủi ro trước biến động giá thế giới và ổn định chi phí nguyên liệu đầu vào. Chi tiết như sau:

Cán cân cung - cầu thắt chặt trên toàn cầu đẩy giá OCC tăng cao

HSC kỳ vọng giá OCC toàn cầu sẽ có xu hướng tăng trong giai đoạn 2026-2030, khi điều kiện cung - cầu ngày càng thắt chặt. Chi tiết như sau:

- Nguồn cung toàn cầu có thể chịu áp lực do sản lượng xuất khẩu từ EU và Bắc Mỹ giảm – hai khu vực đóng góp lượt 36% và 35% tổng kim ngạch xuất khẩu giấy OCC toàn cầu trong năm 2025. Sản lượng xuất khẩu của hai khu vực này sụt giảm với tốc độ CAGR giai đoạn 2021-2025 lần lượt ở mức 7% và 3,1%, phản ánh sự thu hẹp nguồn cung giấy in đồ họa trước làn sóng số hóa, chi phí thu gom và xử lý gia tăng do các tiêu chuẩn ESG, cùng với nhu cầu tiêu thụ giấy OCC trong nước tăng cao.

Ngoài ra, hoạt động xuất khẩu của EU còn đối mặt với rào cản kép từ chính sách: (1) Quy định về Bao bì và Rác thải Bao bì (PPWR), với lộ trình cấm đồ nhựa dùng một lần từ ngày 1/1/2030, tạo động lực thúc đẩy làn sóng chuyển dịch cơ cấu sang bao bì giấy thay thế trong giai đoạn 2026-2029; và (2) Quy định Vận chuyển Chất thải (Waste Shipment Regulation), chính thức cấm xuất khẩu giấy OCC sang các nước ngoài khối OECD thiếu kiểm toán môi trường độc lập, có hiệu lực từ ngày 21/5/2027.

- Về phía cầu, thị trường thế giới tiếp tục giữ vững đà tăng trưởng vững chắc, tâm điểm tập trung tại Đông Nam Á. Khu vực này hiện là đích đến của 35% tổng sản lượng giấy OCC nhập khẩu toàn cầu trong năm 2025, với mức tiêu thụ giấy bao bì được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR trên 3% trong giai đoạn đến năm 2035, cao hơn mức tăng trưởng bình quân 2,1% của thế giới.

Tăng cường sử dụng giấy OCC trong nước nhằm ổn định chi phí đầu vào

HSC kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất giấy Việt Nam sẽ tăng cường thay thế giấy OCC nhập khẩu bằng nguồn thu gom trong nước, qua đó giảm mức độ rủi ro trước đà tăng của giá OCC trên toàn cầu và giúp ổn định chi phí nguyên liệu đầu vào. Chi tiết như sau:

- Tỷ trọng giấy OCC trong nước tăng trưởng đều đặn trong giai đoạn 2018-2025, nhờ tỷ lệ thu hồi giấy OCC của Việt Nam có sự cải thiện rõ nét, từ mức 40% lên 55%. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng “nội địa hóa” nguồn giấy OCC sẽ tiếp diễn, hướng tới mục tiêu đưa tỷ lệ thu hồi chạm mốc 70% vào năm 2030 theo dự báo từ VPPA.
- Sự cải thiện này có thể được củng cố bởi: (1) Hiệu quả kinh tế từ hoạt động thu gom cải thiện sau các đợt mở rộng công suất của các nhà máy giấy FDI kể từ lệnh cấm nhập khẩu phế liệu năm 2018 của Trung Quốc; và (2) Khuôn khổ Trách nhiệm Mở rộng của Nhà sản xuất (EPR), có hiệu lực từ tháng 1/2024, quy định tỷ lệ tái chế bắt buộc tối thiểu 20% đối với giấy bao bì và thùng carton. Nguồn tài chính từ cơ chế EPR được kỳ vọng sẽ nâng cao hiệu quả phân loại rác thải tại nguồn và mở rộng mạng lưới thu gom, đặc biệt đối với lượng bao bì ngày càng phân tán từ các hộ gia đình trước sự bùng nổ của thương mại điện tử.
- Việc tăng cường sử dụng giấy OCC trong nước mang lại lợi thế phòng vệ về mặt chi phí rõ nét nhờ: Giấy OCC trong nước thường được giao dịch với mức giá thấp hơn 5-8% so với giấy OCC nhập khẩu và không phải chịu khoản ký quỹ bảo vệ môi trường 15-20% đối với hoạt động nhập khẩu phế liệu theo Nghị định 08/2022/NĐ-CP.

Mặc dù giấy OCC trong nước nhìn chung có chất lượng thấp hơn do khâu phân loại tại nguồn còn hạn chế và tỷ lệ tạp chất cao hơn, các nhà sản xuất có thể tối ưu

hóa cơ cấu nguyên liệu đầu vào bằng cách sử dụng tỷ trọng giấy OCC trong nước cao hơn cho các dòng sản phẩm cấp thấp như giấy medium, đồng thời dùng nhiều giấy OCC nhập khẩu hơn cho các dòng giấy bao bì cao cấp như giấy testliner và kraftliner.

Trong thời gian tới, cơ chế EPR được kỳ vọng sẽ nâng cao chất lượng giấy OCC trong nước nhờ quy trình phân loại và thu gom chuẩn hóa hơn. Điều này tạo tiền đề cho các nhà sản xuất từng bước gia tăng tỷ trọng giấy OCC trong nước, ngay cả đối với các dòng sản phẩm cao cấp vốn đòi hỏi tiêu chuẩn đầu vào khắt khe.

Nhìn chung, mặc dù mặt bằng giá OCC thế giới được dự báo sẽ neo ở mức cao trong giai đoạn 2026-2030, triển vọng nguồn cung trong nước dồi dào và chất lượng được cải thiện sẽ là đòn bẩy giúp các công ty đầu ngành như DHC giảm dần sự phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu, từ đó giảm bớt phần nào áp lực từ biến động giá OCC thế giới và duy trì chi phí nguyên vật liệu đầu vào ổn định hơn.

Bảng 8: Tỷ lệ thu hồi OCC trong nước và cơ cấu tiêu thụ OCC theo nguồn (nghìn tấn), Việt Nam

OCC trong nước ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu nguyên liệu đầu vào giai đoạn 2018–2025.

Năm	Tiêu thụ giấy trong nước	Tỷ lệ thu hồi	Nhu cầu OCC	OCC trong nước	OCC nhập khẩu	Tỷ lệ OCC trong nước	Tỷ lệ OCC nhập khẩu
2018	4.95	40%	3.72	1.60	2.12	43%	57%
2019	4.70	42%	4.14	1.99	2.16	48%	52%
2020	4.73	45%	4.78	2.34	2.44	49%	51%
2021	5.41	51%	5.56	2.67	2.89	48%	52%
2022	6.11	40%	5.76	3.00	2.77	52%	48%
2023	6.02	50%	6.61	3.44	3.17	52%	48%
2024	7.01	50%	7.28	3.81	3.47	52%	48%
2025	7.77	55%	7.14	3.72	3.42	52%	48%

Nguồn: VPPA, HSC

Cập nhật tình hình mở rộng công suất của DHC

Giấy bao bì: Công suất thiết kế dự kiến tăng vọt 122% nhờ dự án Giao Long 3

Dự án Giao Long 3 đang được triển khai đúng tiến độ, với kỳ vọng sẽ đưa vào vận hành trong nửa cuối năm 2027. Với công suất 390.000 tấn/năm, dự án này sẽ nâng tổng công suất giấy bao bì của DHC tăng thêm 122% lên mức 710.000 tấn/năm. Chi tiết như sau:

- Dự án đã được khởi công xây dựng vào Q3/2025, với kỳ vọng sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào cuối Q3/2027, sau giai đoạn chạy thử nghiệm trong khoảng thời gian từ tháng 7 đến tháng 9/2027.
- Tổng vốn đầu tư dự kiến là 2.250 tỷ đồng, trong đó 40% đến từ nguồn vốn chủ sở hữu (900 tỷ đồng) và 60% vốn vay (1.350 tỷ đồng).
- Cơ cấu sản phẩm mục tiêu của nhà máy bao gồm 70% giấy testliner và 30% giấy kraftliner, không sản xuất giấy medium. Tuy nhiên, với dây chuyền sản xuất giấy linh hoạt, DHC có thể điều chỉnh cơ cấu sản phẩm tùy theo điều kiện thị trường, bao gồm khả năng sản xuất tới 100% giấy kraftliner.

Chi phí đầu tư trên mỗi tấn công suất tại nhà máy Giao Long 3 được ghi nhận mức 5,7 triệu đồng/tấn (cao hơn 34% so với nhà máy Giao Long 2). Mức chênh lệch này chủ yếu đến từ việc đầu tư dây chuyền phục vụ cơ cấu sản phẩm có giá trị gia tăng cao hơn (tập trung 30% kraftliner và 70% testliner, thay vì cơ cấu 80% testliner và 20% medium như trước).

Mặc dù vậy, nhà máy Giao Long 3 vẫn có lợi thế cạnh tranh chi phí vượt trội so với các nhà máy có cơ cấu sản phẩm và tiến độ vận hành tương đương, nhờ vốn đầu tư trên mỗi tấn công suất thấp hơn tới 57% so với Nhà máy giấy số 5 của Miza Nghi Sơn (MZG; chưa khuyến nghị). Chúng tôi cho rằng lợi thế chi phí này đến từ: (1) lợi thế kinh tế theo quy mô, nhờ công suất thiết kế của Giao Long 3 vượt trội đáng kể (390.000 tấn/năm so với 100.000 tấn/năm của PM5); và (2) Mô hình tự quản lý dự án xây dựng kết hợp trực tiếp mua sắm thiết bị của DHC, tối ưu hơn phương thức tổng thầu EPC trọn gói của MZG.

Bảng 9: Dự án Giao Long 3 so với các dự án khác, DHC

Chi phí đầu tư/tấn của Giao Long 3 thấp hơn 57% so với dự án PM5 của MZG.

	GL3 (DHC)	PM5 (MZG)	PM3 (MZG)	GL2 (DHC)
Ngày vận hành	3Q27	3Q26	2Q21	3Q19
Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	2,250	1,355	1,409	1,100
Công suất (tấn/năm)	390,000	100,000	120,000	255,000
Chi phí đầu tư trên mỗi tấn (triệu đồng/tấn)	5.8	13.6	11.7	4.3
Cơ cấu sản phẩm				
- Kraftliner	30%	35%	12%	0%
- Testliner	70%	65%	76%	80%
- Medium	0%	0%	12%	20%

Nguồn: DHC, MZG, HSC

Bảng 10: Cơ cấu chi phí đầu tư Giao Long 3, DHC

Tổng chi phí đầu tư của Giao Long 3 đạt 2.250 tỷ đồng

Tỷ đồng	
Máy móc & lắp đặt	1,650
Nhà kho & cơ sở hạ tầng	330
Hệ thống xử lý chất thải	200
Vốn hóa chi phí lãi vay	47
Chạy thử	23
Tổng vốn đầu tư	2,250

Nguồn: DHC, HSC

Thùng carton: Công suất thiết kế dự kiến tăng vọt 43% nhờ mở rộng nhà máy Bao bì Bến Tre

DHC có kế hoạch mở rộng công suất thùng carton thông qua hai dự án chính. Chi tiết như sau:

- Dự án mở rộng nhà máy Bao bì Bến Tre (công suất thiết kế: 50 triệu thùng/năm) được kỳ vọng sẽ giúp mở rộng 43% công suất thiết kế thùng carton, nâng tổng công suất sản xuất lên 165 triệu thùng/năm. Dự kiến khởi công xây dựng vào Q3/2026 và đưa vào vận hành trong Q3/2027. Tổng vốn đầu tư của dự án là 120 tỷ đồng, với khoảng 33% vốn chủ sở hữu và 67% vốn vay theo ước tính của chúng tôi. Do trước đây chưa được phản ánh vào mô hình định giá, chúng tôi chính thức đưa dự án này vào mô hình dự báo cho giai đoạn 2027-2028 như một dự án mở rộng mới của DHC.
- Ngoài ra, DHC có kế hoạch đầu tư vào Dự án Bao bì Phú Thuận (quy mô 3,5 ha tại KCN Phú Thuận, tỉnh Bến Tre) với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 300 tỷ đồng. BLĐ dự kiến thành lập công ty con mới, Công ty TNHH Bao bì Phú Thuận, để vận hành dự án trong nửa đầu năm 2027, tiếp theo là hoạt động mua sắm thiết bị và bàn giao đất trong nửa cuối năm 2027. Tuy nhiên, do chưa có đủ thông tin chi tiết về công suất thiết kế và tính khả thi tổng thể, chúng tôi vẫn chưa phản ánh dự án này vào mô hình định giá.

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028

HSC tăng bình quân 46,8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do: (1) tăng giả định tỷ suất lợi nhuận do tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước trầm trọng hơn so với dự báo trước đây; (2) sản lượng tiêu thụ giấy bao bì dự kiến cao hơn nhờ công suất hoạt động của nhà máy Giao Long 3 cải thiện; và (3) phản ánh nhà máy Bao bì Bến Tre mới (vận hành thương mại trong nửa cuối năm 2027) vào mô hình dự báo lợi nhuận. Cả hai dự án đều sẽ bắt đầu được đưa vào vận hành trong nửa cuối năm 2027. Chi tiết như sau:

Năm 2026: HSC tăng lần lượt 6% và 30% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần, lên 4.195 tỷ đồng (tăng trưởng 16%) và 593 tỷ đồng (tăng trưởng 51%). Việc điều chỉnh tăng dự báo doanh thu phản ánh sản lượng tiêu thụ tốt hơn kỳ vọng (tăng 5% đối với cả mảng giấy bao bì và thùng carton) trong bối cảnh tình trạng thắt chặt nguồn cung trên thị trường vẫn đang tiếp diễn. Trong khi đó, chúng tôi tăng mạnh dự báo lợi nhuận thuần chủ yếu dựa trên giả định tỷ suất lợi nhuận được cải thiện sau khi điều chỉnh tăng 1% giá bán bình quân của cả giấy bao bì và thùng carton, cùng với việc điều chỉnh giảm 5% giá giấy OCC đầu vào (so với mức nền thấp trong Q1/2026 sau các quy định được Trung Quốc ban hành vào tháng 10/2025).

Dự báo cho cả năm 2026 cho thấy doanh thu thuần nửa cuối năm 2026 đạt 2.181 tỷ đồng (Q3 – 1.080 tỷ đồng; Q4 – 1.101 tỷ đồng), tăng 13% so với cùng kỳ, và lợi nhuận thuần đạt 278 tỷ đồng (Q3 – 140 tỷ đồng; Q4 – 138 tỷ đồng), tăng 19% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần nửa cuối năm 2026 dự kiến cao hơn 8% so với nửa đầu năm 2026 nhờ tăng giá bán bình quân trong bối cảnh nguồn cung trong nước khan hiếm, sau đó giảm dần vào giai đoạn cuối năm. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 lại thấp hơn 12% so với nửa đầu năm, do giá giấy OCC đầu vào được dự báo

sẽ gia tăng trong những tháng cuối năm. Chúng tôi kỳ vọng giá giấy OCC sẽ tăng dựa trên sự phục hồi về nhu cầu nhập khẩu của các nhà máy bột giấy tại Đông Nam Á, trong bối cảnh thị trường kỳ vọng Trung Quốc sẽ nới lỏng quy định hạn chế nhập khẩu bột giấy tái chế đã ban hành vào tháng 10/2025. Do các rào cản trên chủ yếu mang tính chất thủ tục hành chính, chúng tôi cho rằng mức độ gát gao trong khâu thanh tra sẽ giảm bớt theo thời gian, khi cơ quan chức năng hướng dẫn doanh nghiệp xuất khẩu chuẩn hóa quy trình tuân thủ.

Năm 2027-2028: Do đó, HSC tăng bình quân 16% và 54% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giai đoạn 2027-2028. Theo đó, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần dự phóng cho năm 2027 lần lượt đạt 4.983 tỷ đồng (tăng trưởng 19%) và 597 tỷ đồng (tăng trưởng 1%), sau đó bứt phá lên 7.616 tỷ đồng (tăng trưởng 53%) và 971 tỷ đồng (tăng trưởng 63%) trong năm 2028.

Cho năm 2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần chỉ tăng 1% so với cùng kỳ, do gánh nặng chi phí khấu hao và chi phí lãi vay từ nhà máy mới tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận trong giai đoạn đầu vận hành, khi công suất hoạt động chưa đạt mức tối ưu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng lợi nhuận sẽ cải thiện mạnh trong năm 2028 với mức tăng 63% so với cùng kỳ khi sản lượng sản xuất của nhà máy mới tăng mạnh.

Cho giai đoạn 2027-2028, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu nhằm phản ánh: (1) việc tăng giả định công suất hoạt động của nhà máy Giao Long 3 (đạt bình quân 42,5%, cao hơn so với mức 35% trước đây) nhằm phản ánh triển vọng cung - cầu của ngành vừa mới cập nhật; và (2) đóng góp mới từ dự án mở rộng Nhà máy Bao bì Bến Tre, dự kiến đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2027 (so với mức 0 trong dự báo trước đây), do đây là dự án đầu tư mở rộng mới của DHC.

Bảng 11: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận , DHC

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028F trung bình 46,8%.

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	3,951	4,854	6,050	4,195	4,983	7,616	6%	3%	26%	16%	19%	53%
Lợi nhuận thuần	456	473	544	593	597	971	30%	26%	78%	51%	1%	63%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, DHC

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 28% và 35% trong giai đoạn 2025A-2028F

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	3,597	3,631	4,195	4,983	7,616
Tăng trưởng	10%	1%	16%	19%	53%
Lợi nhuận gộp	426	587	925	997	1,313
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.8%	16.2%	22.1%	21.0%	20.3%
LNTT	279	457	737	736	1,089
Tỷ suất LNTT	7.8%	12.6%	17.6%	14.8%	14.3%
Lợi nhuận thuần	242	393	593	597	971
Tăng trưởng	-22%	62%	51%	1%	63%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.7%	10.8%	14.1%	12.0%	12.8%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Cơ cấu doanh thu thực tế và dự báo, DHC

Tăng trưởng doanh thu thuần dự kiến được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ tăng sau khi Giao Long 3 và dự án nhà máy bao bì Bến Tre mở rộng đi vào vận hành trong nửa cuối năm 2027.

Tỷ đồng	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	3,597	3,631	4,195	4,983	7,616
Giấy bao bì	2,760	2,852	3,202	3,915	6,482
- Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	310	317	317	375	588
- Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	8.9	9.0	10.1	10.5	11.0
Thùng carton	663	776	990	1,066	1,131
- Sản lượng tiêu thụ (triệu thùng)	81	97	114	123	130
- Giá bán bình quân (Đồng/thùng)	8,173	8,002	8,700	8,700	8,700
Doanh thu khác	173	3	3	3	3

Nguồn: HSC

Đáng chú ý, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần mạnh hơn nhiều so với doanh thu dựa trên các yếu tố sau:

- Cơ cấu sản phẩm chuyển dịch theo hướng tích cực, với nhóm sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao (giấy kraftliner và testliner) chiếm tỷ trọng đóng góp doanh thu cao hơn, nhờ nhà máy Giao Long 3 đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2027, tập trung sản xuất các dòng sản phẩm phẩm cấp cao hơn so với hai nhà máy Giao Long 1 và 2 của DHC.

Bảng 14: Giá bán bình quân giấy bao bì và giá OCC đầu vào, DHC

Giá bán bình quân và giá OCC dự kiến tăng trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt

USD/tấn	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Testliner/Medium					
Giá bán bình quân	355	346	384	384	384
Giá OCC	166	155	153	155	157
Tỷ lệ chuyển đổi	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
Chênh lệch (giá bán bình quân – OCC * tỷ lệ chuyển đổi)	164	168	208	205	204
Kraftliner					
Giá bán bình quân	-	-	-	542	541

Nguồn: HSC

- Dựa trên giả định tỷ suất lợi nhuận cải thiện tích cực hơn nhờ tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước trầm trọng hơn so với dự báo trước đây, kết hợp với mặt bằng giá OCC thực tế thấp hơn kỳ vọng. HSC dự báo giá OCC thấp hơn kỳ vọng dựa trên việc điều chỉnh giảm tỷ trọng giấy OCC nhập khẩu (vốn có giá thành cao hơn) xuống mức bình quân 73% trong giai đoạn 2027-2028 (so với mức 77% trong dự báo trước đây). Nguồn cung trong nước mở rộng nhờ cơ chế EPR đi kèm chất lượng thu gom cải thiện sẽ là tiền đề giúp DHC tăng cường sử dụng giấy OCC trong nước cho hoạt động sản xuất giấy medium và testliner như đã thảo luận ở phần trên.

Định giá và khuyến nghị

Tăng 23% giá mục tiêu lên 51.800 đồng/cổ phiếu; duy trì khuyến nghị Mua vào (tiềm năng tăng giá 45%)

HSC tăng 23% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 51.800 đồng/cổ phiếu (tương ứng tiềm năng tăng giá 45%) sau khi điều chỉnh tăng mạnh dự báo lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Các giả định định giá của chúng tôi bao gồm: lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, hệ số beta 1,2 lần và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1% (tất cả đều không đổi). Song song đó, chúng tôi tái cơ cấu tỷ trọng nguồn vốn nhằm phản ánh chính xác quy mô vốn hóa thị trường ở thời điểm hiện tại. Sau khi phản ánh toàn bộ các biến số mới, giả định WACC sau điều chỉnh của công ty là 12,2% (so với mức 11,4% trước đây).

Bảng 15: Tính toán FCFF, DHC

Dự báo FCFF sẽ quay trở lại âm trong giai đoạn 2026-2027 do chi phí đầu tư cho dự án Giao Long 3 và nhà máy bao bì Bến Tre mở rộng

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal year
Lợi nhuận thuần	593	597	971	967	916	883	787	730
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	53	100	154	157	142	133	123	114
+ Khấu hao	115	166	314	318	322	326	330	330
- Thay đổi vốn lưu động	(141)	(211)	(672)	(158)	(158)	(158)	(70)	(70)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(1,193)	(1,236)	(58)	(60)	(61)	(63)	(65)	(330)
Dòng tiền tự do của DN	(573)	(583)	711	1,225	1,160	1,121	1,105	774

Ghi chú: *Dòng tiền năm cuối kỳ không bao gồm tác động của các ưu đãi thuế TNDN
Nguồn: HSC

Bảng 16: Định giá WACC, DHC

WACC tăng lên 12,2% do thay đổi cơ cấu nguồn vốn

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.5%
Chi phí nợ sau thuế	5.6%
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	73.8%
Nợ / Tổng nguồn vốn	26.2%
WACC	12.2%

Nguồn: HSC

Bảng 17: Định giá DCF, DHC

HSC nâng 23% giá mục tiêu lên 51.800đ

	Đơn vị	Giá trị (giữa năm-2027)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)	%	1.0
Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	2,997
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	3,793
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	6,791
- Tổng nợ	Tỷ đồng	(1,457)
+ Tiền,	Tỷ đồng	167
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	5,500
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	Triệu	106
Giá mục tiêu	Đồng/cp	51,800

Nguồn: HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, DHC

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	52,800	54,700	56,700	59,000	61,500
	3.5%	50,600	52,300	54,200	56,300	58,600
	4.0%	48,500	50,100	51,800	53,700	55,800
	4.5%	46,600	48,000	49,600	51,300	53,200
	5.0%	44,700	46,100	47,500	49,100	50,900

Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHC

DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,5 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 4 năm ở mức 8,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 22% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 15% so với VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 6,5 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 4 năm ở mức 8,6 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	3,597	3,631	4,195	4,983	7,616
Lợi nhuận gộp	426	587	925	1,046	1,548
Chi phí BH&QL	(152)	(164)	(201)	(239)	(366)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	274	424	724	807	1,183
Lãi vay thuần	(4.12)	25.7	8.41	(76.2)	(102)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.64	0.54	0.54	0.54	0.54
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	8.13	7.26	3.90	4.63	7.08
LNTT	279	457	737	736	1,089
Chi phí thuế TNDN	(37.0)	(64.2)	(144)	(138)	(117)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.13)	(0.02)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	242	393	593	597	971
Lợi nhuận thuần ĐC	236	388	585	585	959
EBITDA ĐC	379	535	839	973	1,497
EPS (đồng)	3,007	4,069	5,582	5,620	9,142
EPS ĐC (đồng)	2,930	4,020	5,508	5,508	9,030
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	80.5	96.6	106	106	106
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	80.5	96.6	106	106	106
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	80.5	96.6	106	106	106

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	571	408	419	498	762
Đầu tư ngắn hạn	334	763	441	859	1,382
Phải thu khách hàng	745	871	1,007	1,196	1,828
Hàng tồn kho	524	492	528	636	980
Các tài sản ngắn hạn khác	11.6	17.9	50.3	0	0
Tổng tài sản ngắn hạn	2,186	2,552	2,446	3,189	4,951
TSCĐ hữu hình	1,010	993	2,070	3,140	2,883
TSCĐ vô hình	0.99	1.03	1.05	1.06	1.07
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	39.2	24.7	31.2	37.0	56.6
Đầu tư vào Cty LD,LK	5.53	8.14	5.92	5.92	5.92
Tài sản dài hạn khác	2.57	0.43	0.49	0.58	0.89
Tổng tài sản dài hạn	1,058	1,027	2,109	3,185	2,948
Tổng cộng tài sản	3,245	3,579	4,555	6,374	7,899
Nợ ngắn hạn	763	918	986	1,187	1,829
Phải trả người bán	408	381	409	493	759
Nợ ngắn hạn khác	39.0	34.7	40.0	47.3	71.7
Tổng nợ ngắn hạn	1,236	1,368	1,475	1,775	2,733
Nợ dài hạn	5.50	0	390	1,430	1,144
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	5.50	0	390	1,430	1,144
Tổng nợ phải trả	1,242	1,368	1,865	3,205	3,877
Vốn chủ sở hữu	2,001	2,211	2,690	3,169	4,022
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.13	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,003	2,211	2,690	3,169	4,022
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,245	3,579	4,555	6,374	7,899
BVPS (đ)	24,859	22,893	25,320	29,828	37,858
Nợ thuần*/(tiền mặt)	198	510	956	2,119	2,212

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	274	424	724	807	1,183
Khấu hao	(105)	(111)	(115)	(166)	(314)
Lãi vay thuần	(4.12)	25.7	8.41	(76.2)	(102)
Thuế TNDN đã nộp	(33.4)	(51.2)	(144)	(138)	(117)
Thay đổi vốn lưu động	300	(31.3)	(239)	(284)	(845)
Khác	(11.6)	(21.2)	(70.0)	(130)	(195)
LCT thuần từ HKKD	656	465	452	544	512
Đầu tư TS dài hạn	(70.6)	(183)	(1,193)	(1,236)	(57.8)
Góp vốn & đầu tư	(368)	(1,004)	76.4	(365)	(441)
Thanh lý	124	589	322	0	0
Khác	0	0	2.22	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(322)	(600)	(792)	(1,601)	(499)
Cổ tức trả cho CSH	(80.5)	(177)	(106)	(106)	(106)
Thu từ phát hành CP	3.03	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	66.6	149	458	1,241	356
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(10.9)	(27.9)	352	1,135	250
Tiền & tương đương tiền đầu kì	247	571	408	419	498
LCT thuần trong kỳ	324	(163)	11.5	78.9	263
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.00	(0.00)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	571	408	419	498	762
Dòng tiền tự do	586	282	(741)	(692)	455

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.8	16.2	22.1	21.0	20.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.5	14.7	20.0	19.5	19.7
Tỷ suất LNT (%)	6.73	10.8	14.1	12.0	12.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.3	14.0	19.5	18.8	10.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.4	0.96	15.5	18.8	52.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(17.7)	41.3	56.8	16.0	53.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(21.8)	64.6	50.7	(0.00)	63.9
Tăng trưởng EPS (%)	(21.7)	35.3	37.2	0.67	62.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.8)	37.2	37.0	(0.00)	63.9
Tăng trưởng DPS (%)	(50.0)	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	33.3	24.6	17.9	17.8	10.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.6	18.7	24.2	20.4	27.0
ROACE (%)	14.2	20.1	27.4	21.0	24.2
Vòng quay tài sản (lần)	1.17	1.06	1.03	0.91	1.07
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	2.40	1.10	0.62	0.68	0.43
Số ngày tồn kho	60.4	59.0	59.0	59.0	59.0
Số ngày phải thu	85.8	104	112	111	110
Số ngày phải trả	46.9	45.7	45.7	45.7	45.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	10.7	23.2	35.7	67.0	55.2
Nợ/tài sản (%)	24.2	25.8	30.3	41.2	37.8
EBIT/lãi vay (lần)	66.3	N/a	N/a	10.6	11.6
Nợ/EBITDA (lần)	2.07	1.72	1.65	2.70	1.99
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.77	1.87	1.66	1.80	1.81
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.95	1.30	1.24	1.36	0.97
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.02	8.84	6.20	6.97	4.94
P/E (lần)	11.9	8.80	6.41	6.37	3.92
P/E ĐC (lần)	12.2	8.91	6.50	6.50	3.96
P/B (lần)	1.44	1.56	1.41	1.20	0.95
Lợi suất cổ tức (%)	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn