

Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

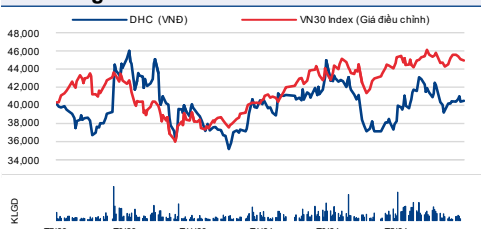
Giá mục tiêu: VNĐ41,700 (từ VNĐ43,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (15/7/2024)	40,500
Mã Bloomberg	DHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,179-45,990
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,260
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	128
Slg CP lưu hành (tr.đv)	80.5
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	40.2
Slg CP NN được mua (tr.đv)	10.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	37.6%
Tỷ lệ freefloat	56.8%
Cổ đông lớn	KWE (14.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.17)	5.46	0.77
So với chỉ số	(0.77)	(0.22)	(9.89)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,183	3,859	(17.5)
2025F	3,624	4,717	(23.2)
2026F	3,887	5,719	(32.0)

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 5.4% trong năm 2022. Sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy công nghiệp và bao bì carton. DHC hiện đang sở hữu hai nhà máy giấy và hai nhà máy bao bì carton tại Bến Tre.

Chuyên viên phân tích

Văn Nguyễn Minh Đức

Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp
duc.vnm@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ do triển vọng tỷ suất lợi nhuận kém tích cực

- HSC hạ khuyến nghị đối với DHC xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 41.700đ (tiềm năng tăng giá 3%) sau khi giảm bình quân 9,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 do tình hình thị trường khó khăn hơn.
- Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần giảm 15,4% trong năm nay trước khi phục hồi 14% trong năm 2025 và 7,2% trong năm 2026. Trong khi đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q2/2024 đạt 54 tỷ đồng, giảm 41% so với cùng kỳ và 2% so với quý trước, do tỷ suất lợi nhuận vẫn tiếp tục giảm.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, cao hơn bình quân 5 năm ở mức 10,1 lần.

Sự kiện: Dự báo KQKD Q2/2024

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q2/2024 đạt 54 tỷ đồng, giảm 41% so với cùng kỳ và 2% so với quý trước. Trong Q2, giá bình quân của OCC (giấy thùng carton cũ, nguyên liệu đầu vào chính) đạt mức cao nhất trong hai năm qua, gần 180 USD/tấn (tăng 19% so với cùng kỳ và 13% so với quý trước), gây áp lực lên lợi nhuận. Giá bán bình quân cũng tăng – chúng tôi ước tính tăng 8,4% so với cùng kỳ và 7,5% so với quý trước – nhưng với tốc độ chậm hơn so với mức tăng của chi phí đầu vào do tác động của cạnh tranh gay gắt.

Nếu DHC đạt được kết quả này, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2024 sẽ đạt 110 tỷ đồng, giảm 38% so với cùng kỳ và chỉ hoàn thành 39% dự báo lợi nhuận thuần cả năm 2024 trước đó của HSC.

Tác động: Giảm bình quân 9,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Với KQKD nửa đầu năm 2024 có khả năng yếu hơn dự báo trước đó, HSC đã giảm 7,7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 để phản ánh khả năng tỷ suất lợi nhuận yếu hơn (do mức tăng của giá bán bình quân không thể theo kịp chi phí đầu vào). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 15,4% so với cùng kỳ và Công ty sẽ khó có thể đạt được mục tiêu lợi nhuận thuần năm 2024 là 300 tỷ đồng (giảm 3% so với năm 2023). HSC cũng giảm 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 298 tỷ đồng, tăng trưởng 14% so với năm 2024. Trong khi đó, cho năm 2026, chúng tôi giảm 8,7% dự báo lợi nhuận thuần xuống 319 tỷ đồng (tăng trưởng 7,2%) do doanh thu giấy bao bì có thể đi ngang.

Dự báo EPS giai đoạn 2024-2026 của HSC thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường, và chúng tôi kỳ vọng bình quân dự báo thị trường sẽ sớm được điều chỉnh giảm.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, cao hơn bình quân từ đầu năm 2019 ở mức 10,1 lần. Với mức định giá cao hơn và triển vọng lợi nhuận ngắn hạn hạn chế, triển vọng của DHC có vẻ kém hấp dẫn hơn. HSC hạ khuyến nghị đối với DHC xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 3% giá mục tiêu xuống 41.700đ (tiềm năng tăng giá 3%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	554	460	427 ▼	457 ▼	516
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	379	309	261 ▼	298 ▼	319 ▼
EPS ĐC (đồng)	5,313	3,763	3,183 ▼	3,624 ▼	3,887 ▼
DPS (đồng)	2,500	2,000	2,275	2,275	2,275
BVPS (đồng)	24,978	22,969	27,257	28,541	30,096
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.75	8.30	8.53	8.13	7.55
P/E ĐC (lần)	7.62	10.8	12.7	11.2	10.4
Lợi suất cổ tức (%)	6.17	4.94	5.62	5.62	5.62
P/B (lần)	1.62	1.76	1.49	1.42	1.35
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.2)	(29.2)	(15.4)	13.9	7.23
ROAE (%)	22.0	17.2	12.9	13.3	13.5

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

Lợi nhuận yếu hơn do cạnh tranh gay gắt

Giá OCC đầu vào trong Q2/2024 đã tăng do phí vận chuyển tăng cao, nguyên nhân là do cuộc khủng hoảng Biển Đỏ. Tuy nhiên, do nhu cầu yếu và bối cảnh cạnh tranh gay gắt hơn, DHC có thể sẽ không thể chuyển toàn bộ phần tăng của chi phí đầu vào sang giá bán bình quân, điều này sẽ càng tác động tiêu cực lên tỷ suất lợi nhuận. Theo đó, HSC giảm bình quân 9,8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026. Dù KQKD nửa cuối năm 2024 dự kiến tốt hơn so với nửa đầu năm nhưng HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 sẽ giảm nhiều hơn, sau đó phục hồi dần trong năm 2025-2026, nhờ tỷ suất lợi nhuận mở rộng hơn là do doanh thu tăng trưởng (do công suất bị hạn chế). Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DHC xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 41.700đ (giảm 3% so với giá mục tiêu cũ, tiềm năng tăng giá 3%).

Dự báo lợi nhuận Q2/2024

Mặc dù hoạt động xuất khẩu của các công ty nông nghiệp và hoạt động sản xuất trong nước đã có sự phục hồi nhưng lợi nhuận Q2/2024 vẫn chưa cải thiện so với quý trước khi chuỗi cung ứng bị gián đoạn nghiêm trọng do khủng hoảng Biển Đỏ, đặc biệt là đối với tuyến EU. Ngoài ra, việc tăng nhẹ giá bán ở mọi mảng kinh doanh chỉ bù đắp được một phần thiệt hại đối với lợi nhuận, vì chi phí đầu vào vẫn ở mức cao.

Giá OCC đầu vào trong Q2/2024 tăng 12,5% so với quý trước, bù trừ hoàn toàn tác động tích cực của việc tăng 7,5% giá bán bình quân so với quý trước. Tuy nhiên, so với năm ngoái, giá OCC đầu vào đã tăng 19% so với cùng kỳ, trong khi giá bán bình quân thậm chí còn giảm nhẹ 0,6% so với cùng kỳ. Kết quả là lợi nhuận vẫn sẽ chịu áp lực đáng kể và thậm chí sẽ giảm khi so sánh với mức nền thấp của Q1/2024. Nói chung, HSC dự báo lợi nhuận thuần Q2/2024 đạt 55 tỷ đồng, giảm 41% so với cùng kỳ.

Giá tăng chậm hơn chi phí đầu vào do cạnh tranh ngày càng tăng

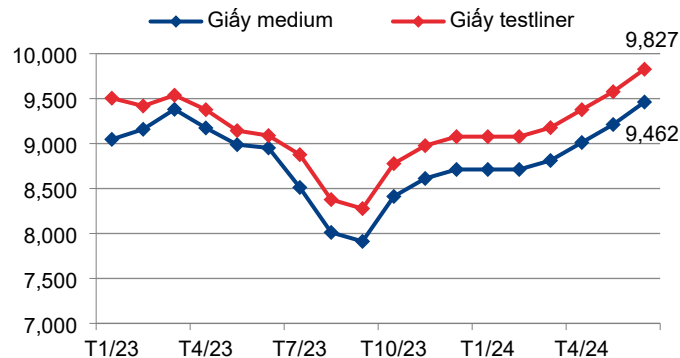
HSC quan sát thấy giá giấy đã phục hồi mạnh từ Q1/2024, trong đó giá bán bình quân gần ở mức thấp nhất khoảng 8.820đ/kg (350 USD/tấn). Trong Q2/2024, chúng tôi ước tính giá bán bình quân sẽ đạt 9.484đ/kg (376 USD/tấn), tăng 7,5% so với quý trước nhưng cũng giảm nhẹ 0,6% so với cùng kỳ.

Lưu ý rằng thị trường EU thường chiếm 60% tổng nhu cầu nhập khẩu của DHC. Chi phí vận chuyển tăng vọt, đặc biệt đối với container, đã khiến giá OCC đầu vào từ thị trường EU trong Q2/2024 tăng bình quân 21,5% so với cùng kỳ, tương đương 4.234đ/kg (168 USD/tấn). Nhìn chung, chúng tôi dự kiến giá OCC đầu vào bình quân đối với DHC trong Q2/2024 đạt 4.536đ/kg (180 USD/tấn), tăng 19% so với cùng kỳ và 12,5% so với quý trước. Theo BLĐ, DHC sẽ tăng giá bán bình quân thêm 200đ/kg trong nửa cuối năm 2024 để bù đắp một phần sự tăng vọt về chi phí đầu vào, mà theo quan điểm của HSC, mức tăng này vẫn còn yếu để có thể giúp tỷ suất lợi nhuận phục hồi.

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần Q2/2024 của giấy bao bì đạt 677,5 tỷ đồng, tăng 1,3% so với cùng kỳ và 2,5% so với quý trước.

Biểu đồ 1: Giá giấy (đồng/kg), DHC

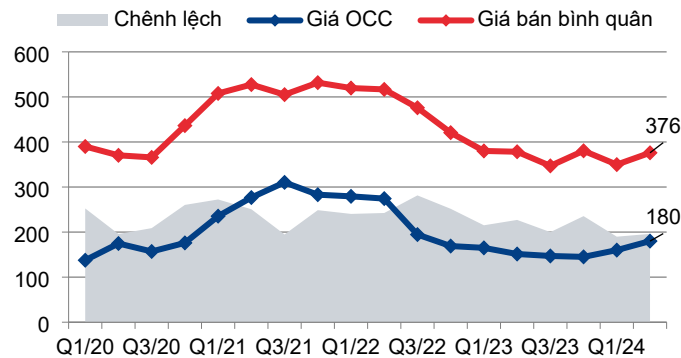
Giá bán bình quân giấy medium và giấy testliner trong Q2/2024 được ước tính lần lượt là 9.300đ/kg và 9.600đ/kg



Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Biến động giá OCC và giá bán bình quân, DHC

Chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức khoảng 196 USD/tấn để hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận



Nguồn: HSC

Bảng 3: Thị phần của các công ty lớn trên thị trường, Việt Nam

Do tình hình cạnh tranh gay gắt, thị phần của DHC ngày càng giảm dần

Doanh nghiệp	Công suất cuối năm 2023 (tấn)	Thị phần		
		2022	2023	2024F
Đồng Tiến	100,000	1.9%	1.6%	1.6%
Lee & Man	420,000	7.9%	6.8%	6.6%
Chánh Dương	542,800	10.2%	8.7%	8.5%
Chen Loong	700,000	5.7%	11.3% (*)	11.0%
DHC	303,480	5.7%	4.9%	4.8%

Ghi chú: (*) Nhà máy mới khánh thành với công suất bổ sung là 400.000 tấn
 Nguồn: HSC

Mảng thùng carton là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

Do mảng giấy bao bì đang phải đối mặt với những hạn chế về công suất nên mảng thùng carton sẽ dần chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng doanh thu. Giá bán thùng carton trong Q1/2024 đã đạt mức thấp nhất trong 3 năm qua khoảng 8.424đ/sp (giảm 5,7% so với cùng kỳ và 1,3% so với quý trước). HSC nhận thấy giá giấy cuộn carton ở khu vực phía Nam đã vượt 9.100đ/kg trong Q2/2024. Tuy nhiên, với chuỗi giá trị tích hợp theo chiều dọc của DHC, chúng tôi kỳ vọng DHC sẽ có thể duy trì giá bán cạnh tranh ở mức khoảng 8.800đ/sp (tăng 0,3% so với cùng kỳ và 4,5% so với quý trước).

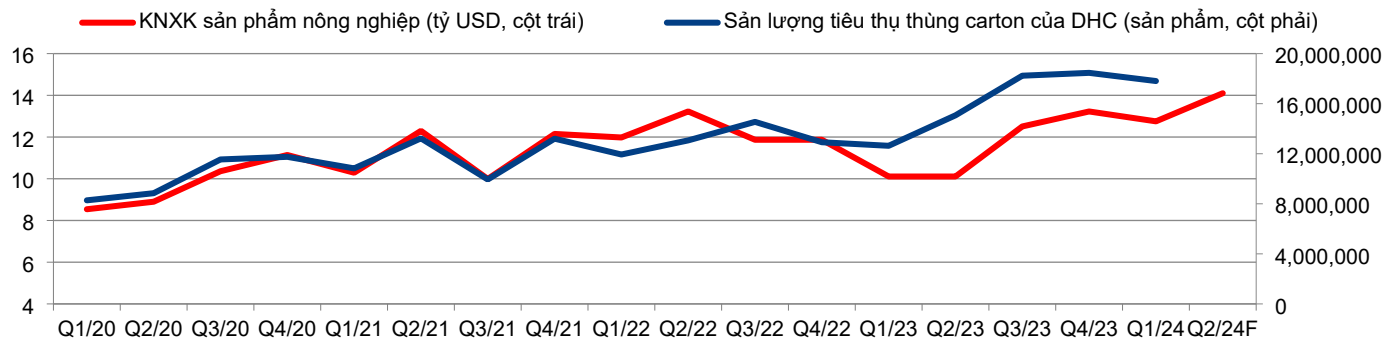
Các khách hàng trong mảng thùng carton của DHC chủ yếu đến từ ngành nông nghiệp, bao gồm thủy sản, trái cây và rau quả. Trong Q2/2024, mảng này đã tăng trưởng mạnh mẽ 39,5% so với cùng kỳ do nhu cầu phục hồi từ các đối tác thương mại chính. Do đó, HSC ước tính công suất hoạt động bình quân của nhà máy đóng gói sẽ đạt 67%, theo đó tổng sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 18,1 triệu đơn vị sản phẩm.

Chúng tôi dự báo doanh thu của mảng này trong Q2/2024 đạt 159 tỷ đồng (tăng 20,4% so với cùng kỳ và 6,1% so với quý trước), đóng góp 19% doanh thu trong Q2/2024 so với 17,9% trong quý trước.

Nhìn chung, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q2/2024 của DHC dự báo đạt lần lượt 837 tỷ đồng (tăng 4,5% so với cùng kỳ) và 55 tỷ đồng (giảm 40,8% so với cùng kỳ).

Biểu đồ 4: KNXK sản phẩm nông nghiệp & sản lượng tiêu thụ thùng carton thực tế & dự báo, DHC

KNXK của ngành nông nghiệp trong Q2/2024 ước tính đạt 14 tỷ USD, đánh dấu mức tăng mạnh 39,5% so với cùng kỳ



Ghi chú: (*) Sản phẩm nông nghiệp chủ yếu bao gồm thủy sản, gạo, rau quả, gỗ, cà phê, v.v...
Nguồn: GSO, HSC

Bảng 5: Lợi nhuận thực tế và dự báo hàng tháng, DHC

Mặc dù doanh thu thuần tăng 4,5% so với cùng kỳ, lợi nhuận thuần được ước tính sẽ giảm 40,8% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/2022	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022	Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024F
Doanh thu thuần	1,032	993	970	946	848	801	794	816	811	837
Lợi nhuận thuần	118	114	64	82	86	92	56	75	56	54

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026

HSC giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 để phản ánh sự phục hồi chậm hơn dự kiến của giá bán bình quân do nhu cầu phục hồi chậm. Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 giảm 15,4%, sau đó tăng trưởng tốt 14% trong năm 2025 đạt 298 tỷ đồng rồi giảm xuống trong năm 2026 chỉ tăng trưởng nhẹ 7,2% đạt 319 tỷ đồng do hạn chế về công suất.

Bảng 6: Dự báo cũ và mới, HSC

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận của DHC trong giai đoạn 2024-2026 do tốc độ phục hồi chậm hơn kỳ vọng của chúng tôi

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,358	3,718	3,853	3,402	3,716	3,855	1.3%	-0.1%	0.0%	4.4%	9.2%	3.7%
Lợi nhuận thuần	283	341	350	261	298	319	-7.7%	-12.8%	-8.7%	-15.4%	13.9%	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Giả định sản lượng tiêu thụ, DHC

HSC dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng mạnh mẽ trong những năm tới

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Sản lượng giấy bao bì bán ngoài (tấn)	302,752	285,138	302,628	298,933	365,480
Thùng carton (triệu sản phẩm)	64	78	91	102	108

Nguồn: HSC

Bảng 8: Giả định chi phí đầu vào và giá bán bình quân, DHC

HSC kỳ vọng chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC sẽ ổn định

USD/tấn	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Giá OCC	153	168	170	170	172
Giá bán bình quân	364	372	374	376	385
Chênh lệch (giữa giá bán bình quân & giá OCC)	211	204	204	206	213

Nguồn: HSC

Bảng 9: Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp, DHC

Công suất hoạt động của mảng thùng carton tăng giúp tỷ suất lợi nhuận mở rộng

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Giấy	15.9%	15.1%	16.5%	16.7%	16.8%
Thùng carton	13.0%	13.5%	15.0%	16.0%	16.0%
Hợp nhất	15.4%	14.8%	16.2%	16.5%	16.6%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2024

Cho năm 2024, HSC dự báo doanh thu thuần đạt 3.402 tỷ đồng (tăng trưởng 4,4%), đây là mức điều chỉnh tăng 1,3% so với dự báo trước đó. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 261 tỷ đồng (giảm 15,4%), được điều chỉnh giảm 7,7% so với dự báo trước đó. Những điều chỉnh này chủ yếu là do chúng tôi điều chỉnh giảm giả định giá bán mảng giấy báo bì do nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến.

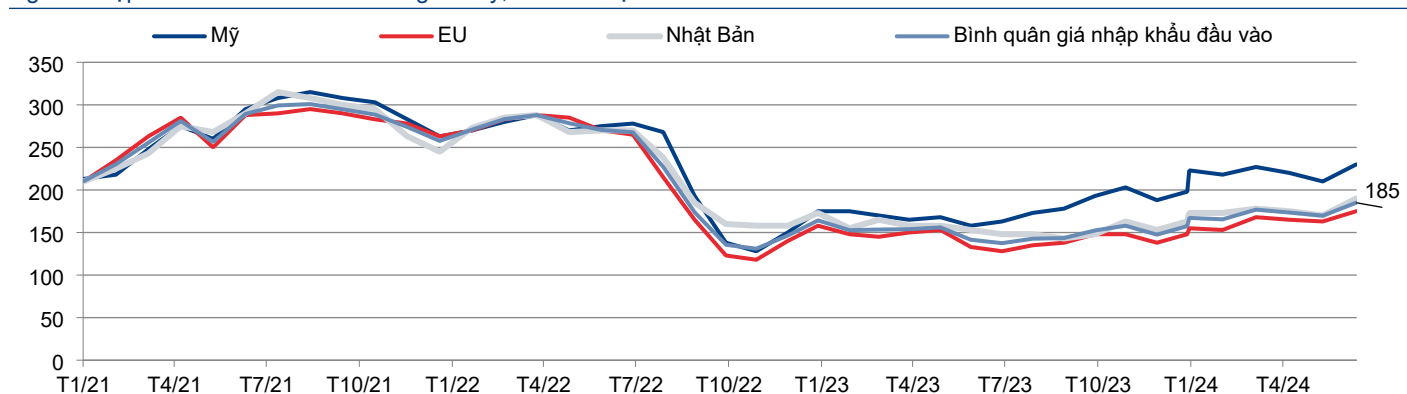
Mặc dù cuộc khủng hoảng Biển Đỏ có tác động đến chi phí vận chuyển trên toàn cầu, nhưng OCC đầu vào nhập khẩu từ EU vẫn có mức giá phải chăng nhất trong số các nguồn cung từ nước ngoài (Bảng 10). Thông thường, OCC đầu vào từ EU chiếm 60% tổng nguồn cung nhập khẩu. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2024, DHC dự kiến sẽ tăng tỷ lệ này lên 80% do nguồn giấy này (OCC 98/2) có chất lượng cao và giá thấp hơn so với nhập khẩu từ Mỹ hoặc Nhật Bản. Do đó, sự biến động giữa giá OCC đầu vào và giá bán bình quân có liên hệ chặt chẽ hơn với giá OCC đầu vào từ EU.

Giá OCC đầu vào từ EU đã đạt đỉnh ở mức 190 USD/tấn và dự kiến sẽ giảm khoảng 5-10 USD/tấn trong nửa cuối năm 2024 và duy trì ổn định ở mức khoảng 175 USD/tấn. Ngoài ra, Công ty không có kế hoạch tăng tỷ lệ nguồn cung trong nước do giá cao (hiện tại là 180 USD/tấn) và chất lượng thấp hơn.

Việc giá OCC đầu vào giảm nhẹ sau khi tăng mạnh chủ yếu là do nhu cầu yếu kém kéo dài ở thị trường Trung Quốc, khiến các công ty FDI tiếp tục các hoạt động bán phá giá ở thị trường trong nước. Do đó, HSC dự báo giá bán của giấy medium và giấy testliner sẽ duy trì ở mức bình quân 9.300đ/kg và 9.600đ/kg trong nửa cuối năm 2024 trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt.

Biểu đồ 10: Giá nhập khẩu OCC (USD/tấn), DHC

Nguồn nhập khẩu OCC của DHC bao gồm Mỹ, EU và Nhật Bản



Nguồn: VPPA, HSC

Sự phục hồi nhu cầu trong mảng thùng carton, trong bối cảnh tình hình kinh tế vĩ mô tươi sáng hơn, dự báo sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chính trong giai đoạn 2024-2026. Điều này là do công suất hạn chế trong mảng giấy bao bì, do hầu hết các nhà máy hiện đã hoạt động hết công suất. Công suất hoạt động cao hơn, kết hợp với chuỗi giá trị tích hợp theo chiều dọc, sẽ giúp cải thiện dần tỷ suất lợi nhuận của mảng kinh doanh này.

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026

HSC giảm lần lượt 12,8% và 8,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 do giảm giả định giá bán bình quân cũng như do giá OCC đầu vào cao hơn dự kiến. Doanh thu thuần/lợi nhuận thuần cho giai đoạn này dự báo đạt 3.716 tỷ đồng/298 tỷ đồng (tăng

trường 9,2%/13,9%) cho năm 2025 do giá bán bình quân tiếp tục tăng, cũng như do so với mức nền thấp của năm 2024 và 3.855 tỷ đồng/319 tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%/7,2%) cho năm 2026 do công suất hạn chế trong mảng giấy bao bì và các nhà máy sản xuất thùng carton đã gần như hoạt động hết công suất.

Sản lượng tiêu thụ thùng carton sẽ tăng trưởng, trong khi sản lượng tiêu thụ giấy bao bì đạt giới hạn

HSC dự báo sản lượng giấy bao bì sẽ đạt 333.828 tấn trong năm 2025, tăng trưởng 7% so với 2024, tương đương với công suất hoạt động bình quân là 110%. Vì nhà máy Giao Long 3 dự kiến sẽ chỉ bắt đầu sản xuất thương mại từ nửa cuối năm 2027 trở đi nên tổng sản lượng sẽ không tăng trưởng trong năm 2026.

Về sản lượng tiêu thụ bên ngoài, HSC hiện dự báo sản lượng tiêu thụ trong năm 2025 đạt 302.628 tấn, tăng trưởng 6,1%, với 9,3% sản lượng giấy Kraft được sử dụng nội bộ để sản xuất thùng carton. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ năm 2026 dự báo giảm nhẹ 1,2%, đạt 298.933 tấn, vì chúng tôi giả định lượng giấy Kraft được sử dụng nội bộ để sản xuất thùng carton sẽ tăng lên do công suất hoạt động của mảng này ngày càng tăng.

Đối với mảng bao bì, HSC dự báo sản lượng sản xuất trong năm 2025-2026 đạt lần lượt 91,2 triệu/102 triệu đơn vị sản phẩm, tương đương mức tăng trưởng 16,4%/11,8%, và công suất hoạt động bình quân 84,4%/94,4%.

Công suất hoạt động bình quân hiện tại của nhà máy sản xuất bao bì là khoảng 73,3%. Nhà máy sản xuất bao bì Bến Tre đã hòa vốn từ giữa năm 2023 và hiện đang tạo ra lợi nhuận dương. HSC kỳ vọng nhà máy này sẽ đóng góp khoảng 12 tỷ đồng (4,6%) vào lợi nhuận thuần năm 2024. Cho năm 2025, với công suất hoạt động cao hơn, lợi nhuận của nhà máy này dự báo đạt 16 tỷ đồng, đóng góp 5,4% vào lợi nhuận thuần năm 2025.

Giá bán bình quân vẫn đang trên đà phục hồi và ổn định trong năm 2025-2026

Với kỳ vọng môi trường kinh tế vĩ mô sẽ cải thiện và ổn định trong nửa cuối năm, HSC dự báo giá bán bình quân sẽ tiếp tục xu hướng phục hồi, tăng 2,2% trong năm 2024 và khoảng 1,1% trong năm 2025-2026.

Chúng tôi giữ nguyên giả định rằng DHC sẽ duy trì phân bổ cho quỹ khen thưởng và phúc lợi ở mức 2%/năm từ nguồn lợi nhuận thuần. Theo đó, cho giai đoạn 2024-2026, chúng tôi dự báo EPS trước pha loãng sẽ lần lượt là 3.183đ/3.624đ/3.887đ và EPS sau pha loãng sẽ lần lượt là 2.799đ/3.187đ/3.417đ.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 3% giá mục tiêu xuống 41.700đ (tiềm năng tăng giá 3%) do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Do giá bán bình quân phục hồi chậm hơn dự kiến cũng như chi phí đầu vào tăng vọt – và ngày càng trầm trọng hơn trong bối cảnh khủng hoảng Biển Đỏ, các hoạt động bán phá giá của các công ty FDI và nhu cầu rất yếu – chúng tôi giảm bình quân 9,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026. Những yếu tố này dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực đáng kể lên tỷ suất lợi nhuận của DHC.

Chúng tôi tiếp tục định giá DHC bằng mô hình DCF và giữ nguyên các giả định định giá cơ bản, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5% và hệ số beta là 1 lần, dẫn đến giả định WACC là 10,8% (không thay đổi). HSC cũng duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%. Các tính toán và giả định định giá được trình bày trong Bảng 11-14.

Bảng 11: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DHC

Dòng tiền thuần sẽ giảm mạnh trong giai đoạn 2024-2026 do khoản chi phí đầu tư tài sản cố định lớn cho nhà máy Giao Long 3

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Thu nhập thuần	309	261	298	319	366
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	29	30	31	30	69
+ Khấu hao	102	103	104	105	215
- Thay đổi vốn lưu động	(220)	(36)	43	(24)	(102)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	1	(304)	(451)	(652)	(130)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	221	54	26	(221)	418

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán chi phí vốn CSH & chi phí nợ, DHC

Chi phí vốn CSH: 12.5%; chi phí nợ: 6%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của thị trường	12.5%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH (tỷ suất sinh lời kỳ vọng)	12.5%

Tính toán chi phí nợ	
Phần bù rủi ro tín dụng	3.0%
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	13.7%
Chi phí nợ sau thuế	6.0%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Tính toán WACC, DHC

WACC là 10,8%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	73%
Nợ / Tổng nguồn vốn	27%
WACC	10.8%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Định giá DCF, DHC

Giá mục tiêu mới của HSC (trước khi pha loãng) là 41.700đ/cp (tiềm năng tăng giá: 3%)

	2024F	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	54	26	-221	418
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)				2.0%
Giá trị dài hạn				4,861
Dòng tiền tương lai	54	26	(221)	5,279
Giá trị hiện tại	54	26	(200)	4,303
Giá trị của doanh nghiệp	4,129			
- Tổng nợ	(639)			
+ Tiền & các khoản tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	388			
Giá trị của vốn CSH	3,878			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	91.5 (pha loãng hoàn toàn)	Trước khi pha loãng		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đ/cp) cuối năm 2025	42,361	43,869		
Giá mục tiêu (giữa năm 2025)	40,250	41,683		

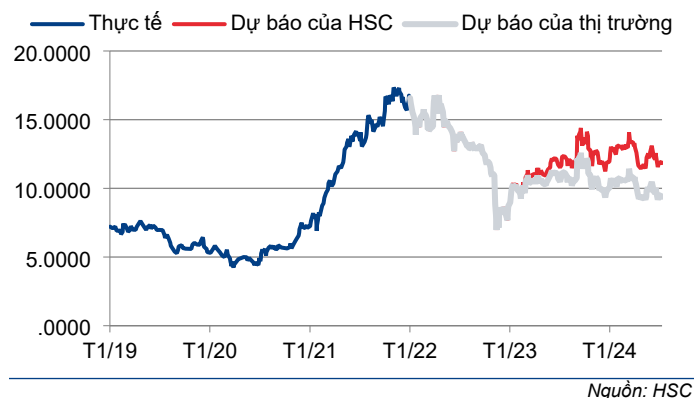
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5% trong 3 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dợt phóng 1 năm là 11,8 lần, cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2019 ở mức 10,1 lần.

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHC

DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần...


Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn, DHC

...cao hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 5 năm là 10,1 lần



Rủi ro đối với khuyến nghị của HSC

Vì hai mảng kinh doanh chính của DHC có liên quan chặt chẽ đến sự biến động của giá OCC đầu vào cũng như liên quan đến một số nền kinh tế chủ chốt (như Trung Quốc), HSC nhận thấy những rủi ro chính (cả tiềm năng tăng giá lẫn rủi ro giảm giá) liên quan đến tình hình kinh tế vĩ mô toàn cầu. Điều đó có nghĩa là sự phục hồi yếu hơn/mạnh hơn của nền kinh tế sẽ mang lại rủi ro KQKD thực hiện giảm/tăng so với dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	3,935	3,259	3,402	3,716	3,855
Lợi nhuận gộp	611	504	477	523	588
Chi phí BH&QL	(157)	(146)	(153)	(171)	(177)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	453	358	324	352	410
Lãi vay thuần	(21.4)	(8.99)	(27.6)	(14.8)	(21.8)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.33	1.89	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	4.81	7.55	3.40	3.72	3.85
LNTT	437	358	300	341	392
Chi phí thuế TNDN	(57.7)	(49.0)	(38.1)	(43.6)	(73.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	379	309	261	298	319
Lợi nhuận thuần ĐC	372	303	256	292	313
EBITDA ĐC	554	460	427	457	516
EPS (đồng)	5,421	3,840	3,248	3,698	3,966
EPS ĐC (đồng)	5,313	3,763	3,183	3,624	3,887
DPS (đồng)	2,500	2,000	2,275	2,275	2,275
Sig CP bình quân (triệu đv)	70.0	80.5	80.5	80.5	80.5
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	70.0	80.5	80.5	80.5	80.5
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	70.0	80.5	80.5	80.5	80.5

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	189	247	392	288	358
Đầu tư ngắn hạn	19.1	101	100	100	100
Phải thu khách hàng	782	894	850	818	771
Hàng tồn kho	629	504	614	639	621
Các tài sản ngắn hạn khác	44.0	38.7	40.8	44.6	46.3
Tổng tài sản ngắn hạn	1,663	1,785	1,997	1,888	1,896
TSCĐ hữu hình	1,183	1,087	1,254	1,567	1,988
TSCĐ vô hình	0.36	0.23	0.14	0.05	(0.04)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	24.2	30.9	23.1	22.8	25.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	5.30	6.88	5.92	5.92	5.92
Tài sản dài hạn khác	7.28	4.74	4.94	5.40	5.60
Tổng tài sản dài hạn	1,220	1,130	1,288	1,601	2,024
Tổng cộng tài sản	2,882	2,915	3,286	3,489	3,920
Nợ ngắn hạn	518	702	673	639	588
Phải trả người bán	533	303	380	415	327
Nợ ngắn hạn khác	36.4	43.0	35.6	136	280
Tổng nợ ngắn hạn	1,131	1,062	1,089	1,189	1,195
Nợ dài hạn	0	0	0	0	300
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0.70	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0	0.70	0	0	300
Tổng nợ phải trả	1,131	1,063	1,089	1,189	1,495
Vốn chủ sở hữu	1,748	1,849	2,194	2,297	2,423
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.00	3.02	3.02	3.02	3.02
Tổng vốn chủ sở hữu	1,751	1,852	2,197	2,300	2,426
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,882	2,915	3,286	3,489	3,920
BVPS (đ)	24,978	22,969	27,257	28,541	30,096
Nợ thuần/(tiền mặt)	329	455	281	351	530

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	453	358	324	352	410
Khấu hao	(101)	(102)	(103)	(104)	(105)
Lãi vay thuần	(21.4)	(8.99)	(27.6)	(14.8)	(21.8)
Thuế TNDN đã nộp	(45.7)	(57.2)	(38.1)	(43.6)	(73.1)
Thay đổi vốn lưu động	(195)	(188)	(70.6)	7.36	(60.7)
Khác	(29.4)	(6.79)	(24.2)	(11.1)	(17.9)
LCT thuần từ HĐKD	304	241	329	446	401
Đầu tư TS dài hạn	(77.0)	(88.1)	(304)	(451)	(652)
Góp vốn & đầu tư	(1.51)	(98.3)	9.57	8.79	8.46
Thanh lý	30.2	21.0	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(48.3)	(165)	(295)	(443)	(643)
Cổ tức trả cho CSH	(315)	(201)	(183)	(183)	(183)
Thu từ phát hành CP	3.00	0.03	276	0	0
Tăng/giảm nợ	148	183	17.5	76.0	497
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(164)	(17.8)	111	(107)	314
Tiền & tương đương tiền đầu kì	98.2	189	247	392	288
LCT thuần trong kỳ	91.1	58.1	144	(104)	70.8
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.14)	(0.00)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	189	247	392	288	358
Dòng tiền tự do	227	153	24.3	(5.85)	(251)

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.5	15.5	14.0	14.1	15.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	14.1	12.6	12.3	13.4
Tỷ suất LNT (%)	9.64	9.48	7.69	8.01	8.28
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.2	13.7	12.7	12.8	18.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.51)	(17.2)	4.38	9.24	3.73
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(9.56)	(17.0)	(7.13)	6.96	12.9
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(21.2)	(18.5)	(15.4)	13.9	7.23
Tăng trưởng EPS (%)	(21.2)	(29.2)	(15.4)	13.9	7.23
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.2)	(29.2)	(15.4)	13.9	7.23
Tăng trưởng DPS (%)	(28.6)	(20.0)	13.7	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	46.1	52.1	70.0	61.5	57.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	22.0	17.2	12.9	13.3	13.5
ROACE (%)	26.3	19.8	16.0	15.7	16.3
Vòng quay tài sản (lần)	1.49	1.12	1.10	1.10	1.04
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.67	0.67	1.02	1.26	0.98
Số ngày tồn kho	69.0	66.8	76.6	73.0	69.4
Số ngày phải thu	85.8	118	106	93.5	86.1
Số ngày phải trả	58.5	40.1	47.5	47.4	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.4	25.0	12.8	15.3	21.9
Nợ/tài sản (%)	18.9	24.3	20.5	18.3	22.7
EBIT/lãi vay (lần)	21.2	39.8	11.7	23.8	18.8
Nợ/EBITDA (lần)	0.98	1.54	1.58	1.40	1.72
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.47	1.68	1.83	1.59	1.59
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.81	1.17	1.07	1.00	1.01
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.75	8.30	8.53	8.13	7.55
P/E (lần)	7.47	10.5	12.5	11.0	10.2
P/E ĐC (lần)	7.62	10.8	12.7	11.2	10.4
P/B (lần)	1.62	1.76	1.49	1.42	1.35
Lợi suất cổ tức (%)	6.17	4.94	5.62	5.62	5.62

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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