

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

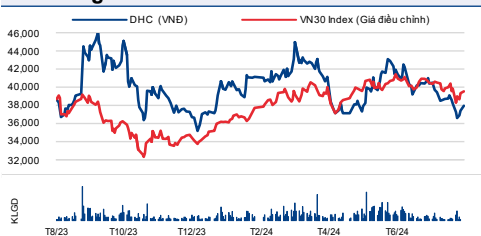
Giá mục tiêu: VNĐ41,700 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 9.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (12/8/2024)	37,950
Mã Bloomberg	DHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,179-45,990
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	37,417
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,055
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	122
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	(6.06)	(0.42)	(1.66)
So với chỉ số	(3.82)	0.05	(4.03)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,183	4,029	(21.0)
2025F	3,624	5,194	(30.2)
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. 5554

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng sau đợt bán tháo gần đây của thị trường

- HSC nâng khuyến nghị đối với DHC lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 41.700đ, với tiềm năng tăng giá 10%.
- Dự báo cho giai đoạn 2024-2026 không đổi, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 10,5%. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 261 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ). Cho nửa cuối năm 2024, lợi nhuận thuần được dự báo đạt 145 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ và 25% so với nửa đầu năm). Cho năm 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng lần lượt 13,9% và 7,2% so với cùng kỳ.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn một chút so với bình quân tính từ đầu năm 2019 ở mức 10,1 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, cổ phiếu xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ lợi nhuận dự kiến tăng mạnh trong nửa cuối năm 2024.

Sự kiện: Giá cổ phiếu giảm, nhưng sức mạnh cốt lõi không thay đổi

Giá cổ phiếu DHC giảm 6% trong 1 tháng qua do thị trường điều chỉnh giảm. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận năm 2024 của DHC vẫn còn thách thức do chi phí đầu vào cao mặc dù giá bán bình quân phục hồi. Tuy nhiên, cho năm 2025-2026, HSC kỳ vọng kinh tế vĩ mô phục hồi mạnh, đặc biệt tại thị trường Trung Quốc. Điều này sẽ thúc đẩy giá bán bình quân và KQKD tổng thể của DHC.

Lưu ý, lợi nhuận thuần Q2/2024 đạt 60 tỷ đồng (giảm 34,3% so với cùng kỳ nhưng tăng 8,6% so với quý trước dựa trên mức nền thấp) trên doanh thu thuần 1.016 tỷ đồng (tăng 26,9% so với cùng kỳ và tăng 25,3% so với quý trước). Lợi nhuận thuần ghi nhận trong quý cao hơn dự báo của chúng tôi 21,4%, chủ yếu nhờ công suất hoạt động của nhà máy sản xuất thùng carton tăng, cũng như doanh thu không thường xuyên từ hoạt động kinh doanh thép và phần lợi nhuận cao hơn dự báo 11% (nhờ công tác quản lý chi phí được thực hiện tốt hơn). Nhìn chung, trong nửa đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần hoàn thành lần lượt 53,7% và 44,4% (do bị ảnh hưởng từ KQKD kém tích cực trong Q1/2024) dự báo cho cả năm 2024 của chúng tôi.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026 lần lượt ở mức 261 tỷ đồng, 298 tỷ đồng, và 319 tỷ đồng do chúng tôi giữ quan điểm thận trọng khi đánh giá về sự phục hồi của kinh tế vĩ mô. Theo đó, lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 dự báo sẽ giảm 15,4%, tăng 13,9%, và tăng 7,2%, tương đương với mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 10,5%. Dự báo cho năm 2024 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 đạt 145 tỷ đồng (tăng 11,1% so với cùng kỳ và tăng 25,4% so với nửa đầu năm) trên doanh thu thuần 1.575 tỷ đồng (giảm 2,2% so với cùng kỳ và 13,8% so với nửa đầu năm).

Chúng tôi dự báo công suất hoạt động của các nhà máy sản xuất giấy bao bì tăng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, với nhà máy số 2 gần như hoạt động hết công suất. Trong dài hạn, với sự đóng góp của nhà máy Giao Long 3, công suất sản xuất giấy bao bì của DHC sẽ tăng lên hơn gấp đôi so với mức hiện tại, mang lại giá trị cao hơn cho Công ty.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt năm 2024 và 2025 lần lượt là 11,9 lần và 10,5 lần, tương đương với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn một chút so với bình quân tính từ đầu năm 2019 ở mức 10,1 lần. HSC giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 41.700đ nhưng nâng khuyến nghị đối với DHC lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với tiềm năng tăng giá 10% sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/8.

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)	5.42	7.86	8.05	7.68	7.15
P/E ĐC (lần)	7.14	10.1	11.9	10.5	9.76
Lợi suất cổ tức (%)	6.59	5.27	5.99	5.99	5.99
P/B (lần)	1.52	1.65	1.39	1.33	1.26
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

Yếu tố nền tảng dài hạn còn nguyên vẹn, nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị đối với DHC lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) sau khi thị trường điều chỉnh giảm mạnh gần đây và giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 41.700đ, với tiềm năng tăng giá 10%. Cho giai đoạn 2024-2026, lợi nhuận thuần được dự báo sẽ được thúc đẩy bởi các chiến lược nhằm tối ưu tỷ suất lợi nhuận, kết quả của những tác động tích cực đến từ giá bán bình quân ở mảng giấy bao bì và giá OCC. Trong khi đó, tình trạng doanh thu thuần tăng chậm có thể sẽ được giải quyết trong nửa cuối năm 2027 khi nhà máy Giao Long 3 chính thức được đưa vào vận hành. Cho giai đoạn 2024-2026, chúng tôi giữ nguyên dự báo cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 10,5%.

Đánh giá KQKD Q2/2024: Lợi nhuận kém nhưng vượt dự báo

DHC công bố KQKD Q2/2024 với lợi nhuận thuần đạt 60 tỷ đồng (giảm 34,4% so với cùng kỳ nhưng tăng 8,6% so với quý trước dựa trên mức nền thấp) trên doanh thu thuần 1.016 tỷ đồng (tăng 26,8% so với cùng kỳ và tăng 25,3% so với quý trước).

Doanh thu thuần Q2/2024 cao hơn 21,4% so với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng DHC ghi nhận doanh thu không thường xuyên 165 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh thép (đóng góp 16,2% tổng doanh thu thuần trong quý). Nếu không bao gồm các khoản mục không thường xuyên, doanh thu thuần Q2/2024 của Công ty đạt 851 tỷ đồng, đa phần sát với dự báo của chúng tôi. Theo quan điểm của HSC, hoạt động thương mại là tín hiệu tiêu cực do tỷ suất lợi nhuận từ những hoạt động này thường rất thấp.

Liên quan đến sản lượng tiêu thụ, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ giấy bao bì trong Q2/2024 đạt 77.311 tấn, tăng 2,7% so với cùng kỳ và 0,4% so với quý trước đó. Tình trạng giới hạn công suất hoạt động tại các nhà máy giấy của Công ty dẫn đến tình trạng sản lượng tiêu thụ tăng chậm. Đối với mảng kinh doanh thùng carton, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ đạt 17,8 triệu thùng, tăng 18% so với cùng kỳ nhưng không đổi so với quý trước đó.

Bảng 1: KQKD Q2/2024, DHC

Lợi nhuận thuần Q2/2024 của DHC giảm mạnh 34,3% so với cùng kỳ nhưng tăng 8,6% so với quý trước chủ yếu nhờ lợi nhuận không thường xuyên tăng

Tỷ đồng	Q2/2023	Q1/2024	Q2/2024	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	6T2023	6T2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	801	811	1,016	26.9%	25.3%	1,649	1,827	10.8%
Doanh thu 'cốt lõi'	801	811	851	6.2%	4.9%	1,649	1,661	0.8%
Lợi nhuận gộp	137	104	110	-19.8%	5.8%	284	214	-24.6%
Lợi nhuận gộp 'cốt lõi'	137	104	101	-26.1%	-2.5%	284	206	-27.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.2%	12.8%	10.8%			17.2%	11.7%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp 'cốt lõi'	17.2%	12.8%	11.9%			17.2%	12.4%	
Chi phí BH&QL	35	38	38	8.7%	0.9%	83	75	-8.6%
Lỗ tài chính	(4)	(5)	(6)	38.2%	26.6%	(6)	(10)	62.6%
Lợi nhuận thuần	92	56	60	-34.3%	8.6%	178	116	-34.9%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	93	54	60	-35.0%	11.7%	188	114	-39.2%

Nguồn: HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu, DHC

Sản lượng tiêu thụ giấy & thùng carton trong Q2/2024 tăng lần lượt 2,7% và 17,9% so với cùng kỳ

Tấn	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Giấy medium	23,824	27,079	25,580	21,747	22,914	21,678	23,614	12,023	24,993	25,049
Giấy testliner	49,992	45,252	50,989	62,842	57,981	53,629	54,585	56,327	52,033	52,262
Sản lượng giấy	73,816	72,331	76,569	84,589	80,895	75,307	78,199	68,351	77,026	77,311
Thùng carton (triệu thùng)	11.9	13.1	14.5	12.9	12.6	15.1	18.2	18.5	17.8	17.8

Nguồn: HSC

Về giá bán bình quân, HSC dự báo giá bán bình quân của sản phẩm giấy trong Q2/2024 sẽ ở mức 9.100đ/kg, đa phần không đổi so với cùng kỳ nhưng tăng 3,2% so với quý trước dựa trên nhu cầu khách hàng của DHC đang dần hồi phục. Chúng tôi

lưu ý rằng, mức giá hiện tại của sản phẩm giấy rơi vào khoảng 9.500đ/kg (tăng 4,5% so với giá bán bình quân trong Q2/2024).

Liên quan đến HĐKD thùng carton, giá bán bình quân dự báo ở mức 8.300đ/thùng, giảm 5,4% so với cùng kỳ và giảm 1,4% so với quý trước. Mặc dù giá giấy tăng, giá thùng carton có vẻ tăng chậm do DHC nỗ lực duy trì công suất hoạt động nhà máy ở mức 67% đối với các nhà máy sản xuất giấy bao bì (đa phần không đổi so với Q1/2024, nhưng tăng mạnh so với mức công suất 55,8% trong Q2/2023).

Bảng 3: Giá bán bình quân theo sản phẩm, DHC

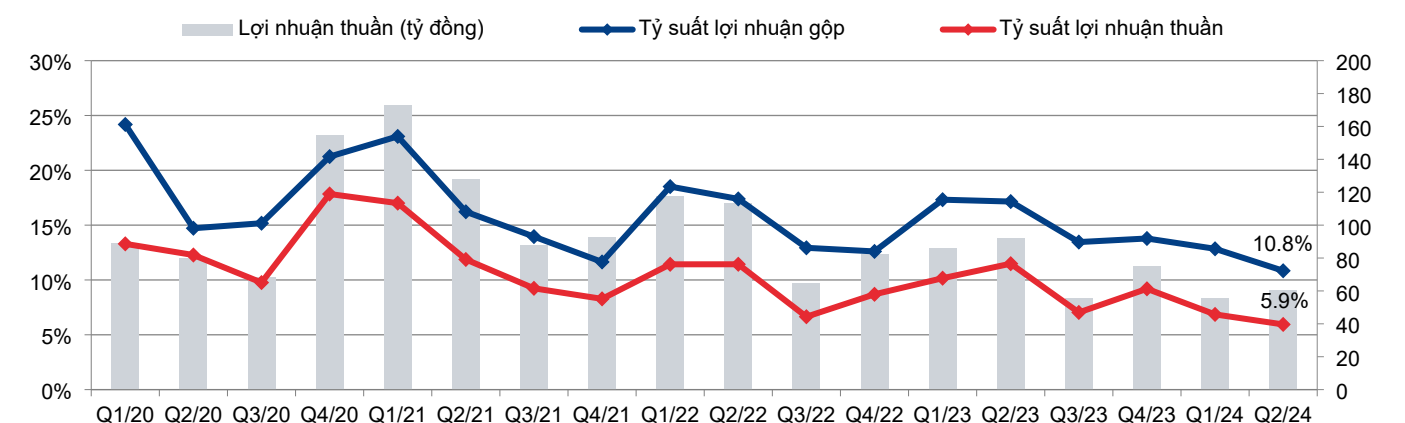
Giá bán bình quân mảng giấy đi ngang so với cùng kỳ nhưng tăng 3,2% so với quý trước, trong khi giá bán bình quân thùng carton giảm 5,4% so với cùng kỳ & giảm 1,4% so với quý trước

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Giấy (đồng/kg)	12,264	12,194	11,232	9,928	9,282	9,079	8,396	9,320	8,815	9,093
Thùng carton (đồng/thùng)	9,826	10,344	9,463	9,173	8,929	8,776	8,535	8,535	8,424	8,304

Nguồn: HSC

Biểu đồ 4: Tỷ suất lợi nhuận hàng quý, DHC

DHC phải đối mặt với áp lực tỷ suất lợi nhuận giảm trong 4 quý vừa qua do chi phí đầu vào tăng cao



Nguồn: HSC

Mức giá bình quân của thùng carton cũ (OCC) trong giai đoạn này ước tính đạt 180 USD/tấn, tăng 19% so với cùng kỳ và 12,5% so với quý trước. Khoảng chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC hiện đã giảm xuống 177 USD/tấn (giảm 22% so với cùng kỳ và 8,3% so với quý trước), tạo ra áp lực lên tỷ suất lợi nhuận. Lưu ý, do nhu cầu tại thị trường Trung Quốc thấp, các công ty giấy có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam tiếp tục bán phá giá sản phẩm tại thị trường trong nước. Do không thể chuyển phần chi phí tăng thêm do giá OCC tăng về phía khách hàng đầu cuối, tỷ suất lợi nhuận của Công ty vẫn ở mức thấp trong thời gian dài.

Từ đó, DHC ghi nhận lợi nhuận gộp 110 tỷ đồng (giảm 19,8% so với cùng kỳ nhưng tăng 5,8% so với quý trước), dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2/2024 đạt 10,8% (thấp hơn so với mức 17,2% trong Q2/2023 và 12,8% trong Q1/2024). Tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q2/2024 đạt mức thấp kỷ lục khi tỷ suất lợi nhuận của mảng kinh doanh thép thường ở mức khá thấp. Loại trừ khoản này, tỷ suất lợi nhuận gộp từ HĐKD cốt lõi đạt 11,9% trong Q2/2024, nhưng vẫn thấp hơn so với mức 17,2% trong Q2/2023 và 12,8% trong Q1/2024.

Bất chấp tỷ suất lợi nhuận gộp thấp, công tác quản lý chi phí tốt hơn đã giúp Công ty giữ vững lợi nhuận thuần (khi so với các giả định của chúng tôi). Chi phí bán hàng & quản lý, lỗ tài chính lần lượt thấp hơn 3% và 17% so với dự báo của chúng tôi trong khi thu nhập khác cao hơn 3 lần so với dự báo, dẫn đến lợi nhuận cao hơn dự báo 11%.

Nhìn chung, doanh thu và lợi nhuận thuần trong nửa đầu năm 2024 đạt lần lượt 1.827 tỷ đồng và 16 tỷ đồng, hoàn thành 53,7% và 44,4% dự báo cho cả năm 2024 của chúng tôi.

Cập nhật tình hình triển khai xây dựng nhà máy Giao Long 3

Theo nội dung của buổi thảo luận với BLĐ, dự án nhà máy Giao Long 3 đang đối mặt với thách thức lớn nhất, đó là vấn đề phê duyệt pháp lý, do quy trình phê duyệt phải trải qua rất nhiều bước khác nhau. Mặc dù DHC là công ty duy nhất quan tâm đến việc thuê đất nhưng quy định mới tại Luật Đất đai 2024 vẫn yêu cầu phải có quy trình đấu thầu. Sau đó, DHC sẽ xin giấy phép xây dựng cũng như các tài liệu liên quan như đánh giá tác động môi trường và đánh giá an toàn cháy nổ. Thời gian khởi công xây dựng sớm nhất có thể sẽ là vào quý 4 năm nay.

Thông tin chi tiết về dự án nhà máy GL3:

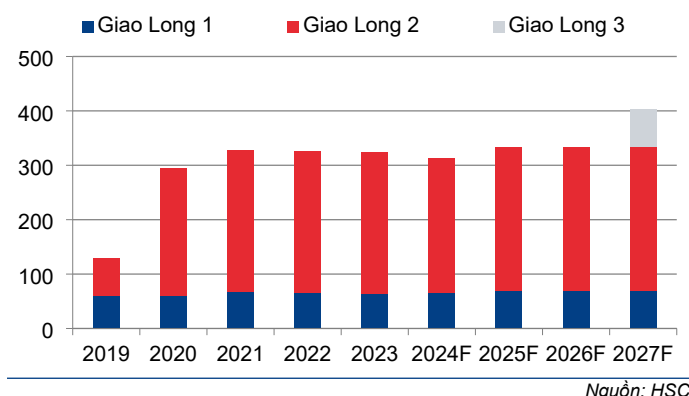
- Tổng công suất: 343.000 tấn/năm, tương đương 1.000 tấn/ngày.
- Các sản phẩm chính: Giấy kraftliner (sản phẩm cao cấp hơn giấy với testliner và giấy medium), sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, với giá bán dự kiến là 13.000đ/kg, cao hơn 37% so với các sản phẩm đang kinh doanh.
- Tổng vốn đầu tư: 1.800 tỷ đồng với mức yêu cầu tối thiểu là 20% vốn CSH, tương đương 360 tỷ đồng. Trong mô hình dự báo lợi nhuận, chúng tôi giả định nguồn tài trợ từ vốn CSH sẽ là 360 tỷ đồng, 201 tỷ đồng từ phát hành quyền theo tỷ lệ 1:10 (với giá phát hành là 25.000đ/cp và dự kiến phát hành trong Q4/2024). Phần còn lại sẽ đến từ hoạt động phát hành nợ dài hạn với mức cao nhất dự báo là 750 tỷ đồng trong năm 2027.
- Triển khai xây dựng: Từ Q1/2025 đến Q4/2026 (không đổi).
- Vận hành thử nghiệm: Từ nửa cuối năm 2027 trở đi (không đổi).
- Vận hành chính thức: Từ Q3/2027 trở đi (không đổi).

HSC đã phản ánh tác động của dự án này vào mô hình định giá. Do đó, tình trạng hạn chế về công suất sản xuất sẽ vẫn còn là vấn đề của DHC cho đến khi nhà máy GL3 chính thức đi vào hoạt động.

Cho giai đoạn 2024-2026, tăng trưởng lợi nhuận của Công ty sẽ chịu tác động từ (1) tỷ suất lợi nhuận tăng nhờ sự phục hồi của giá bán bình quân đối với mảng giấy bao bì và giá OCC giảm, và (2) đóng góp cao hơn từ mảng kinh doanh thùng carton.

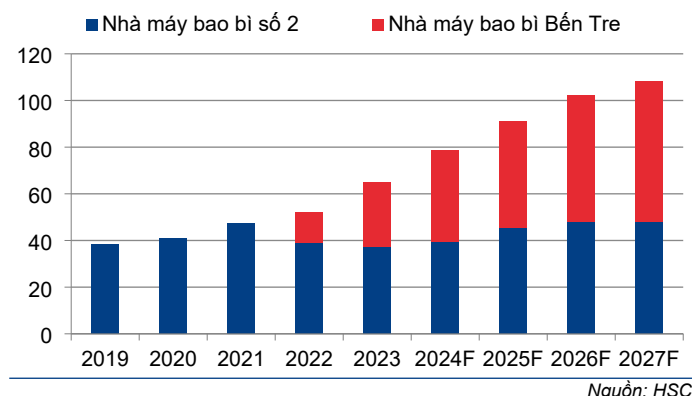
Biểu đồ 5: Sản lượng sản xuất giấy Kraft (nghìn tấn), DHC

Những hạn chế về công suất sản xuất có thể sẽ kéo dài đến năm 2027



Biểu đồ 6: Sản lượng sản xuất thùng carton (triệu thùng), DHC

Công suất cải thiện của các nhà máy sản xuất thùng carton sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu



Bảng 7: Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2026, DHC

Doanh thu thuần & lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2026 lần lượt là 6,4% và 10,5%

Tỷ đồng	Dự báo			Tăng trưởng			CAGR 2024-26
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	3,402	3,716	3,855	4.4%	9.2%	3.7%	6.4%
Lợi nhuận thuần	261	298	319	-15.4%	13.9%	7.2%	10.5%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, DHC

Chúng tôi kỳ vọng mảng thùng carton sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu trong 3 năm tới

Tỷ đồng	Dự báo			Tăng trưởng			CAGR 2024-26
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	
Giấy bao bì	2,675	2,853	2,861	-0.5%	6.7%	0.3%	3.4%
Thùng carton	727	863	994	30.2%	18.7%	15.2%	16.9%
Doanh thu thuần	3,402	3,716	3,855	4.8%	9.2%	3.7%	6.4%

Nguồn: HSC
Giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giữ nguyên dự báo giai đoạn 2024-2026, cho thấy lợi nhuận thuần giảm 15,4% trong năm 2024, sau đó tăng lần lượt 13,9%, và 7,2% trong năm 2025 và 2026. Thêm thông tin về dự báo cho giai đoạn 2024-2026:

- Đối với phân khúc sản phẩm giấy bao bì, trong giai đoạn 2024-2026, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng lần lượt -0,5%, 6,7%, và 0,3%. Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ giá bán bình quân phục hồi do tất cả nhà máy giấy của DHC đang hoạt động hết công suất. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng doanh thu của mảng kinh doanh này tăng trưởng kém không phải do giá bán bình quân tăng chậm, mà là do sản lượng giấy bao bì tiêu thụ nội bộ dùng làm nguyên liệu đầu vào cho mảng kinh doanh thùng carton tăng lên khi các nhà máy carton gia tăng công suất.
- Đối với mảng kinh doanh thùng carton, chúng tôi dự báo mảng này sẽ ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng 30,2% trong năm 2024, 18,7% trong năm 2025, và 15,2% trong năm 2026, cho thấy mức tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16,9%. Mảng kinh doanh này đang ở vị thế rất tốt để hưởng lợi từ xu hướng thương mại điện tử, sức chi tiêu tăng, và việc đẩy mạnh xuất khẩu sản phẩm nông sản.

Triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2024

Dự báo lợi nhuận năm 2024 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 tăng 11,1% so với cùng kỳ và 25,4% so với nửa đầu năm. Mức tăng trưởng trong kỳ được kỳ vọng đến nhờ giá bán bình quân các sản phẩm giấy không đổi, công suất hoạt động nhà máy sản xuất thùng carton cao hơn cũng như giá nguyên liệu đầu vào giảm.

Cập nhật giá bán bình quân

Về giá bán bình quân đối với sản phẩm giấy ở khu vực miền Nam (thị trường chính của DHC), trong tháng 7/2024, một số công ty đã tăng giá bán bình quân (bao gồm Leeman, Chánh Dương: +300đ/kg; ChengLong: +400đ/kg). Do đó, giá bán bình quân của các công ty cùng ngành tăng lên mức 9.500-9.600đ/kg.

Trong khi đó, giá bán bình quân của DHC ở mức 9.500đ/kg, đa phần sát với giá thị trường. Chúng tôi lưu ý rằng mức tăng giá bán bình quân cho các sản phẩm giấy của DHC đã dừng lại vào cuối nửa đầu năm 2024 trong khi các công ty cùng ngành đang bắt kịp mức giá của DHC. Hơn nữa, nhu cầu xuất khẩu của khách hàng của DHC dần phục hồi nên họ cũng thoải mái khi chi phí đầu vào tăng nhẹ. Điều này cho thấy, trong nửa cuối năm 2024, DHC tin rằng có thể duy trì giá bán bình quân ở mức hiện tại.

Trên thực tế, HSC duy trì giá định giá bán bình quân năm 2024 là 9.381đ/kg và giá bán bình quân nửa cuối năm 2024 là 9.500đ/kg, tăng 7,6% so với cùng kỳ và 6,1% so với nửa đầu năm 2024.

Nhu cầu sẽ tăng trong nửa cuối năm 2024

Theo quan sát của chúng tôi, nhu cầu mua nông sản của Việt Nam vẫn vững chắc với tổng giá trị xuất khẩu ước tính đạt khoảng 13,8 tỷ USD trong Q2/2024, tăng trưởng mạnh lần lượt 37% so với cùng kỳ và 8,5% so với quý trước. Chúng tôi lưu ý rằng khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, trung tâm chính sản xuất nông nghiệp của cả nước, là thị trường trọng điểm của DHC.

HSC dự báo sản lượng giấy bán ra trong nửa cuối năm 2024 đạt khoảng 144.054 tấn (giảm 1,7% so với cùng kỳ và 6,7% so với nửa đầu năm), do lượng giấy bao bì dùng nội bộ cho các nhà máy sản xuất thùng carton tăng. Đối với mảng kinh doanh thùng carton, chúng tôi dự báo Công ty sẽ tiêu thụ khoảng 43 triệu thùng trong nửa cuối năm

2024 (tăng 16,3% so với cùng kỳ và 20% so với nửa đầu năm), vì tháng 8 và tháng 9 thường là mùa cao điểm của ngành (mùa bánh Trung thu và các sự kiện Tết sắp tới).

Tỷ suất lợi nhuận tăng trở lại nhờ giá bán bình quân phục hồi và chi phí đầu vào giảm

Với giá OCC từ EU (nguồn nhập khẩu chính của DHC) đã giảm 5-10 USD/tấn so mức đỉnh 190 USD/tấn trong Q2/2024; chúng tôi tin rằng lợi nhuận sẽ bắt đầu tăng trong nửa cuối năm 2024.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 đạt 145 tỷ đồng (tăng 11,1% so với cùng kỳ và tăng 25,4% so với nửa đầu năm) trên doanh thu thuần 1.575 tỷ đồng (giảm 2,2% so với cùng kỳ và 13,8% so với nửa đầu năm). Nếu loại trừ các khoản doanh thu không thường xuyên, doanh thu HĐKD cốt lõi nửa cuối năm 2024 sẽ giảm 5,2% so với nửa đầu năm. Dự báo của chúng tôi cho thấy tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần trong nửa cuối năm 2024 đạt lần lượt 16,7% và 9,2%, cao hơn mức 11,7% và 6,3% trong nửa đầu năm 2024.

Bảng 9: Dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2024, DHC

Tỷ suất lợi nhuận thuần của DHC được dự báo sẽ hồi phục mạnh hơn nữa trong 6 tháng cuối năm 2024 nhờ giá bán bình quân phục hồi và giá OCC giảm

Tỷ đồng	6 tháng cuối 2023	6 tháng đầu 2024	6 tháng cuối 2024	% so với cùng kỳ	% so với 6T trước	2023	2024F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	1,610	1,827	1,575	-2.2%	-13.8%	3,259	3,402	4.4%
Doanh thu 'cốt lõi'	1,610	1,661	1,575	-2.2%	-5.2%	3,259	3,236	-0.7%
Lợi nhuận thuần	131	116	145	11.1%	25.4%	309	261	-15.4%
Lợi nhuận cốt lõi	122	114	145	18.8%	27.4%	310	260	-16.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.1%	6.3%	9.2%			9.5%	7.7%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	8.1%	7.0%	9.2%			9.5%	8.1%	

Nguồn: HSC

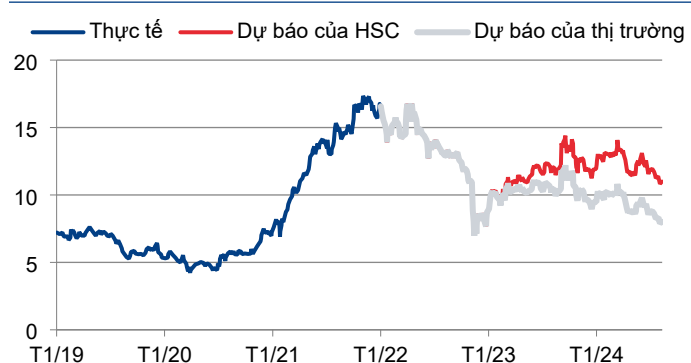
Định giá và khuyến nghị

HSC giữ nguyên giá mục tiêu theo phương pháp DCF ở mức 41.700đ và nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) với tiềm năng tăng giá 10%. Chúng tôi vẫn giữ nguyên các giả định chính.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 1 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 11,9 lần và 10,5 lần, tương đương với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn một chút so với bình quân tính từ đầu năm 2019 ở mức 10,1 lần. Ở giai đoạn này, chúng tôi tin rằng rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng ở mức thấp nhờ triển vọng kinh tế vĩ mô có vẻ tươi sáng hơn trong những năm tới. Mặc dù được định giá cao hơn một chút, nhưng lợi nhuận tăng trở lại từ nửa cuối năm 2024 sẽ cho thấy DHC xứng đáng được định giá ở mặt bằng cao hơn.

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHC

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



Nguồn: HSC

Biểu đồ 11: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DHC

...cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ đầu năm 2019 lần 10,1 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (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
Slg CP bình quân (triệu đv)	70.0	80.5	80.5	80.5	80.5
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	70.0	80.5	80.5	80.5	80.5
Slg 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
Tiền mặt HĐ/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)	0.76	1.11	1.01	0.94	0.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.42	7.86	8.05	7.68	7.15
P/E (lần)	7.00	9.88	11.7	10.3	9.57
P/E ĐC (lần)	7.14	10.1	11.9	10.5	9.76
P/B (lần)	1.52	1.65	1.39	1.33	1.26
Lợi suất cổ tức (%)	6.59	5.27	5.99	5.99	5.99

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