

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

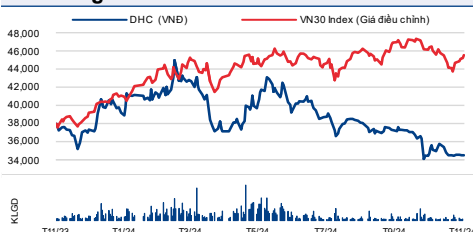
Giá mục tiêu: VNĐ42,300 (từ VNĐ41,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	34,500
Mã Bloomberg	DHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,100-44,951
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,490
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,777
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	110
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	62.2%
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	(0.58)	(9.45)	(9.12)
So với chỉ số	1.28	(8.38)	(24.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,329	3,267	1.9
2025F	3,861	4,204	(8.2)
2026F	4,117	5,668	(27.4)

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 28 3823 3299 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

Trên đà phục hồi; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với DHC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), và tăng 1,4% giá mục tiêu lên 42.300đ (tiềm năng tăng giá 23%) nhờ triển vọng lợi nhuận tích cực hơn, cũng như tác động tích cực từ việc lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025.
- Chúng tôi tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhờ giá bán cao hơn và chi phí đầu vào giảm giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận năm 2024 giảm 11,5%, sau đó tăng mạnh lần lượt 16%/7% trong năm 2025-2026. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2026 là 11,2%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 9,5% trong 3 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E dự phóng 1 năm là 9 lần, thấp hơn bình quân 5 năm ở mức 10,1 lần. Nâng khuyến nghị lên Mua vào.

Sự kiện: Cổ phiếu có vẻ hấp dẫn nhờ lợi nhuận phục hồi

HSC dự báo KQKD Q4/2024 cải thiện nhờ giá bán bình quân sản phẩm giấy ổn định, chi phí đầu vào giảm và công suất hoạt động của nhà máy tăng cao. DHC là một lựa chọn đầu tư hấp dẫn dựa trên triển vọng lợi nhuận tích cực cùng với giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây.

Tác động: Điều chỉnh tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC dự báo KQKD Q4/2024 sẽ tiếp tục phản ánh đà phục hồi với giá bán sản phẩm giấy vẫn ổn định ở mức 9.400đ/kg (không đổi so với cùng kỳ và so với quý trước), cộng với giá giấy thùng carton cũ (OCC) giảm xuống 165 USD/tấn (tăng 14% so với cùng kỳ nhưng giảm 5% so với quý trước). Công suất hoạt động của nhà máy sản xuất thùng carton tăng cao (81% trong Q4/2024 so với 68% trong Q4/2023 và 77% trong Q3/2024), giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 80,4 tỷ đồng (tăng 7,2% so với cùng kỳ và tăng 4,4% so với quý trước).

Do dự báo lợi nhuận sẽ phục hồi trong Q4/2024, chúng tôi điều chỉnh tăng 4,6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 273 tỷ đồng (mặc dù kết quả này giảm 11,5% so với cùng kỳ). HSC tin rằng DHC sẽ có thể duy trì giá bán sản phẩm giấy ổn định nhờ quý 4 là mùa cao điểm trong năm, cùng với giá OCC giảm, cũng như công suất hoạt động của nhà máy sản xuất thùng carton tăng mạnh.

Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 cũng được điều chỉnh tăng 6,5% trong năm 2025 lên 317 tỷ đồng, cho thấy sự phục hồi mạnh ở mức 16%. Trong khi đó, dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 được điều chỉnh tăng 6% lên 338 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 6,6% do hạn chế công suất sản xuất. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 11,2%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9,5% trong 3 tháng qua do thị trường điều chỉnh, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần, thấp hơn 11% so với bình quân 5 năm (từ đầu năm 2019) ở mức 10,1 lần. Dựa trên cơ sở định giá giảm và lợi nhuận dự kiến sẽ chạm đáy trong những năm tới, cũng như động lực tăng trưởng dài hạn từ nhà máy Giao Long 3, HSC nâng khuyến nghị đối với DHC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với giá mục tiêu sau điều chỉnh là 42.300đ (tiềm năng tăng giá là 23%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/12.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	554	460	441	478	540
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	379	309	273	317 ▲	338 ▲
EPS ĐC (đồng)	5,313	3,763	3,329	3,861 ▲	4,117 ▲
DPS (đồng)	2,500	2,000	2,000 ▼	2,275	2,275
BVPS (đồng)	24,978	22,969	24,243 ▼	29,191	30,973
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.99	7.25	7.65	6.77	6.61
P/E ĐC (lần)	6.49	9.17	10.4	8.94	8.38
Lợi suất cổ tức (%)	7.25	5.80	5.80	6.59	6.59
P/B (lần)	1.38	1.50	1.42	1.18	1.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.2)	(29.2)	(11.5)	16.0	6.62
ROAE (%)	22.0	17.2	14.4	14.7	14.0

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

Lợi nhuận phục hồi + định giá hấp dẫn = nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC nâng khuyến nghị đối với DHC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu sau khi điều chỉnh tăng 1,4% là 42.300đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 23% sau khi giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây, cũng như triển vọng lợi nhuận tươi sáng hơn. Với lợi nhuận Q3/2024 vượt nhẹ dự báo 5%, chúng tôi tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR ở mức 11,2%. Điều kiện kinh tế cải thiện tại Trung Quốc, được thúc đẩy bởi các gói kích thích trong thời gian gần đây, có thể giúp DHC hưởng lợi từ việc giảm hoạt động bán phá giá của các công ty FDI tại thị trường Việt Nam vì các công ty này sẽ đẩy mạnh xuất khẩu sang Trung Quốc.

Phân tích KQKD Q3/2024: Vượt nhẹ dự báo nhờ giá bán bình quân cao

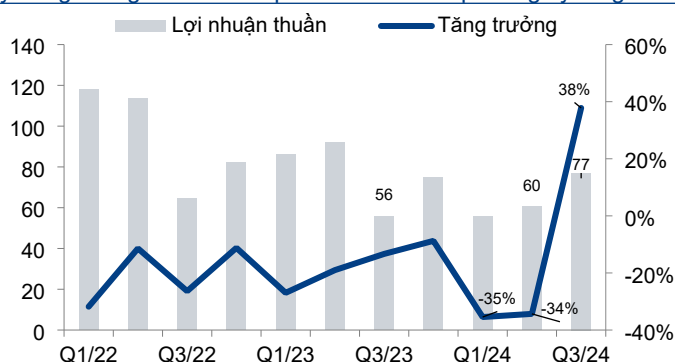
Sau khi ghi nhận KQKD Q2/2024 kém tích cực do chi phí đầu vào tăng mạnh, KQKD Q3/2024 của DHC phục hồi mạnh với 77 tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng 37,8% so với cùng kỳ và tăng 27,5% so với quý trước) trên doanh thu thuần 896 tỷ đồng (tăng 12,8% so với cùng kỳ, mặc dù giảm 11,8% so với quý trước).

Lợi nhuận thuần phục hồi mạnh là kết quả của giá OCC giảm cùng với giá bán bình quân sản phẩm giấy tăng (9.500đ/kg trong Q3/2024 so với 8.400đ/kg trong Q3/2023 và 9.100đ/kg trong Q2/2024), điều này cũng góp phần vào tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ trong Q3/2024. Tuy nhiên, doanh thu thuần giảm mạnh so với quý trước là do không ghi nhận doanh thu không thường xuyên từ hoạt động kinh doanh thép (165 tỷ đồng được ghi nhận trong Q2/2024). Ngoại trừ yếu tố này, doanh thu thuần sẽ tăng 5,4% so với quý trước.

Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần Q3/2024 phục hồi lên lần lượt 12,7% và 8,6% (so với mức thấp nhất trong 10 năm 10,8% và 5,9% trong Q2/2024). Để có thêm thông tin về KQKD Q3/2024, mời xem báo cáo '[Q3/2024: Lợi nhuận thuần tăng 38% so với cùng kỳ, vượt nhẹ dự báo](#)' phát hành ngày 31/10/2024.

Biểu đồ 1: Lợi nhuận thuần (tỷ đồng), DHC

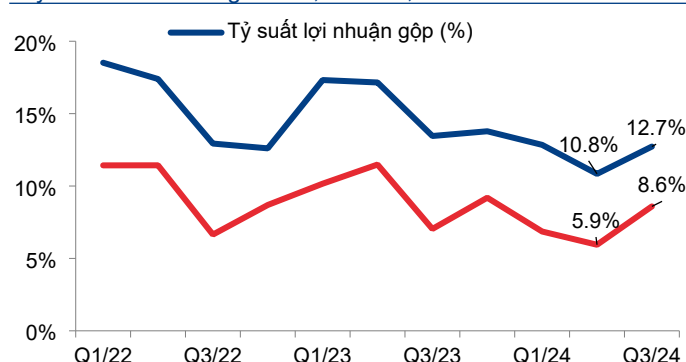
Lợi nhuận thuần Q3/2024 tăng mạnh 38% so với cùng kỳ lên 77 tỷ đồng nhờ giá bán bình quân của các sản phẩm giấy tăng



Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Tỷ suất lợi nhuận, DHC

Cả tỷ suất lợi nhuận thuần và tỷ suất lợi nhuận gộp đều chạm đáy ở Q2 sau đó tăng lên 12,7% và 8,6%



Nguồn: HSC

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2024-2026 được điều chỉnh tăng bình quân 6% nhằm phản ánh triển vọng tươi sáng hơn đối với môi trường kinh doanh của DHC trong những năm tiếp theo. Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần giảm 11,5% trong năm 2024, sau đó tăng trưởng khá ở mức 16% trong năm 2025 và ổn định trong năm 2026 ở mức 6,6% do thiếu hụt công suất sản xuất.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh tế vĩ mô sẽ ổn định hơn với rất ít tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng, giúp DHC có thể mua giấy OCC với giá thấp (chủ yếu nhập

khẩu từ châu Âu) kèm với tình hình kinh tế Trung Quốc phục hồi nhờ các gói kích thích kinh tế trong thời gian gần đây.

Bảng 3: Dự báo mới và dự báo cũ, DHC

Chúng tôi nâng bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026 nhằm phản ánh triển vọng tích cực của DHC

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	3,402	3,716	3,855	3,576	3,559	3,716	5.1%	-4.2%	-3.6%	9.7%	-0.5%	4.4%
Lợi nhuận thuần	261	298	319	273	317	338	4.6%	6.5%	5.9%	-11.5%	16.0%	6.6%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Dự báo doanh thu thuần theo dòng sản phẩm, DHC

Đóng góp của doanh thu thùng carton vào tổng doanh thu sẽ tăng lên...

Doanh thu thuần (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Giấy bao bì	2,688	2,901	2,777	2,758
Thùng carton	558	675	782	954

Nguồn: HSC

Bảng 5: Tỷ trọng doanh thu thuần, DHC

...nhờ công suất nhà máy tăng và các nhà máy giấy hoạt động hết công suất

Đóng góp vào doanh thu thuần	2023	2024F	2025F	2026F
Giấy bao bì	82.8%	81.1%	78.0%	74.3%
Thùng carton	17.2%	18.9%	22.0%	25.7%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo sản lượng tiêu thụ, DHC

Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì dự kiến sẽ giảm dần qua thời gian do sử dụng để sản xuất thùng carton

Sản lượng tiêu thụ	2023	2024F	2025F	2026F
Sản lượng giấy bao bì (tấn)	302,752	306,363	287,454	281,706
Thùng carton (triệu chiếc)	64	80	91	108

Nguồn: HSC

Bảng 7: Giả định chi phí đầu vào và giá bán bình quân, DHC

Chúng tôi dự báo chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC năm 2024 sẽ đạt 202 USD/tấn, và tăng thêm 19 USD/tấn vào năm 2025 lên mức 221 USD/tấn, sau đó ổn định trong năm 2026

USD/tấn	2023	2024F	2025F	2026F
Giá OCC	153	173	168	168
Giá bán bình quân	364	375	389	390
Chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC	211	202	221	222

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2024

Cho năm 2024, HSC tăng 5,1% dự báo doanh thu thuần lên 3.576 tỷ đồng (tăng trưởng 9,7%). Dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng 4,6% lên 273 tỷ đồng, nhưng giảm 11,5% so với cùng kỳ. Doanh thu và lợi nhuận được điều chỉnh tăng chủ yếu dựa trên các giả định liên quan đến công suất hoạt động nhà máy sản xuất thùng carton cải thiện, giá bán bình quân sản phẩm giấy tăng, và giá giấy OCC giảm.

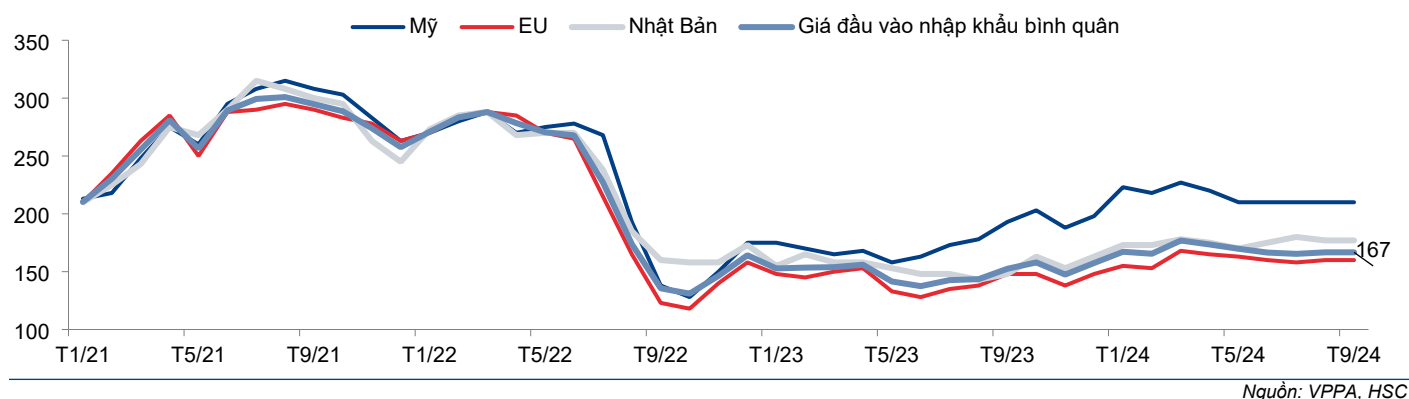
Liên quan đến sản lượng tiêu thụ, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ giấy bao bì đạt 306.363 tấn, tăng 1,2% so với cùng kỳ, do các nhà máy giấy của DHC dự kiến có thể vận hành trong tình trạng vượt công suất một chút. Trong khi đó, hoạt động sản xuất của các nhà máy sản xuất thùng carton dự kiến sẽ tăng mạnh trong năm nay, với sản lượng tiêu thụ đạt 80 triệu tấn, tương ứng với công suất hoạt động cho cả năm đạt gần 74,3% (so với mức 60,2% trong năm 2023).

Đối với giá bán bình quân của sản phẩm giấy, mặc dù phục hồi ở mức khiêm tốn 3% lên 375 USD/tấn (tương đương 9.350đ/kg) trong năm 2024, giá giấy OCC (tăng cao hơn mức tăng giá của sản phẩm giấy) tăng 13,1% so với cùng kỳ lên 173 USD/tấn (tương đương 4.325đ/kg). Điều này làm thu hẹp khoảng cách chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC xuống 202 USD/tấn, giảm 4,3% so với cùng kỳ. Trong khi đó, đối với phân khúc sản phẩm thùng carton, chúng tôi dự báo giá bán bình quân giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ xuống khoảng 8.400đ/thùng trong năm 2024, nhờ nỗ lực nâng cao công suất hoạt động của nhà máy.

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận năm 2024, lợi nhuận thuần Q4/2024 dự báo đạt 80,4 tỷ đồng (tăng 7,2% so với cùng kỳ và 4,4% so với quý trước) trên doanh thu thuần 853 tỷ đồng, tăng 4,6% so với cùng kỳ nhưng giảm 4,8% so với quý trước do việc sử dụng giấy nội bộ phục vụ cho hoạt động sản xuất thùng carton. Sau đây là thông tin chi tiết về sản lượng tiêu thụ và giá bán:

Biểu đồ 8: Giá OCC nhập khẩu (USD/tấn), DHC

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



- Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì Q4/2024 được dự báo đạt 74.026 tấn, tăng 8,3% so với cùng kỳ nhưng giảm 5% so với quý trước do hạn chế công suất sản xuất và lượng giấy được sử dụng nội bộ. Giá bán bình quân được dự báo tăng lên 9.400đ/kg (đi ngang so với cùng kỳ), giảm 100đ/kg so với quý trước đó, chủ yếu do chi phí đầu vào giảm.
- Sản lượng tiêu thụ thùng carton trong Q4/2024 dự kiến đạt 21,8 triệu tấn, tăng mạnh 18,3% so với cùng kỳ và tăng 4% so với quý trước. Giá bán bình quân của phân khúc sản phẩm này được duy trì ở mức 8.500đ/thùng (địa phần không đổi so với cùng kỳ và so với quý trước). Sản lượng tiêu thụ tăng phù hợp với mùa cao điểm trong quý 4, khi khách hàng bắt đầu tích trữ hàng tồn kho để chuẩn bị cho mùa Giáng sinh và Tết Nguyên đán sắp tới.

Nhìn chung, tỷ suất lợi nhuận thuần Q4/2024 được dự báo sẽ cải thiện lên 9,4% (so với 9,2% trong Q4/2023 và 8,6% trong Q3/2024) trên lợi nhuận thuần 80,4 tỷ đồng (tăng 7,2% so với cùng kỳ và tăng 4,4% so với quý trước). Theo đó, lợi nhuận thuần cả năm 2024 đạt 273 tỷ đồng (giảm 11,5% so với cùng kỳ), cho thấy tỷ suất lợi nhuận thuần đạt 7,6% (thấp hơn mức 9,5% trong năm 2023).

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026

HSC tăng lần lượt 6,5% và 6% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 lên 317 tỷ đồng và 338 tỷ đồng, cho thấy mức tăng trưởng 16% và 6,6% trong 2 năm tương ứng. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận nhằm phản ánh việc điều chỉnh tăng dự báo sản lượng tiêu thụ thùng carton và giảm dự báo giá giấy thùng carton cũ.

Phân khúc thùng carton hỗ trợ tăng trưởng, trong khi tăng trưởng của giấy bao bì bị giới hạn

HSC điều chỉnh tăng dự báo sản lượng tiêu thụ thùng carton lên 91,2 triệu thùng trong năm 2025 và 108 triệu thùng trong năm 2026, tương ứng với công suất hoạt động nhà máy lần lượt ở mức 85% và 100%. Khách hàng của phân khúc sản phẩm thùng carton của DHC chủ yếu hoạt động trong ngành nông nghiệp như thủy hải sản, trái cây, và rau củ.

Phân khúc sản phẩm thùng carton có mối liên hệ mật thiết với nhu cầu xuất khẩu nông sản của Việt Nam. Với chính sách thuế cứng rắn dưới thời của chính quyền Trump, những tác động liên quan đến hoạt động xuất khẩu cần được theo dõi chặt chẽ. Theo nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của HSC, những ngành dễ bị tổn thương nhất từ chính sách thuế mới đều có 3 đặc điểm chính như sau: (1) có mức thuế nhập khẩu vào Mỹ

thấp; (2) chiếm tỷ trọng cao và ngày càng tăng trong tổng lượng nhập khẩu của Mỹ; và (3) có đối thủ cạnh tranh trực tiếp có FTA với Mỹ.

Trong ba đặc điểm vừa được đề cập, ngành nông nghiệp Việt Nam phù hợp với đặc điểm đầu tiên — thuế nhập khẩu vào Mỹ thấp. Tuy nhiên, ngành này chiếm tỷ trọng chỉ 1,8% trên tổng kim ngạch nhập khẩu của Mỹ trong năm 2023, giảm 0,6 điểm phần trăm so với năm 2018. Ngoài Úc, Việt Nam hầu như không cạnh tranh trực tiếp với các nước vốn đang có FTA với Mỹ. Hơn nữa, chúng tôi dự báo chính sách thuế của chính quyền Trump sẽ không gây ra tác động toàn phần cho đến năm 2026 hoặc những năm tiếp theo. Chính vì vậy, phân khúc kinh doanh thùng carton sẽ hưởng lợi từ sự tăng trưởng tự nhiên của ngành nông nghiệp Việt Nam.

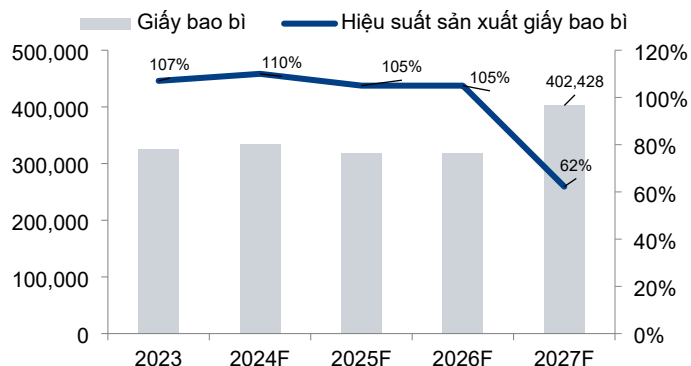
Chi phí đầu vào thấp hỗ trợ đà phục hồi tỷ suất lợi nhuận

Liên quan đến giá OCC, HSC dự báo môi trường kinh doanh trên toàn cầu sẽ ổn định hơn trong năm 2025 và giá OCC sẽ giảm nhẹ xuống khoảng 168 USD/tấn (giảm 3% so với cùng kỳ) và ổn định ở mức này trong năm 2026 do chúng tôi giữ quan điểm thận trọng rằng đến chính sách thuế của ông Trump có thể gây ra thêm bất ổn.

Theo quan sát của chúng tôi, giá giấy OCC nhập khẩu từ châu Âu, chiếm đến 80% tổng nhu cầu nhập khẩu của DHC, sẽ ổn định ở mức 155-160 USD/tấn, nhờ chi phí vận chuyển giảm từ tháng 9/2024. Chi phí vận chuyển tăng trước đây, làm giá giấy OCC tăng cao trong nửa đầu năm 2024, là do khủng hoảng tại khu vực Biển Đỏ và việc Mỹ áp thuế nhập khẩu đối với hàng hóa Trung Quốc từ tháng 8/2024. Theo đó, các nhà xuất khẩu Trung Quốc đẩy nhanh tiến độ giao hàng trước khi chính sách thuế chính thức có hiệu lực, làm tăng đáng kể nhu cầu và chi phí vận chuyển. Sau những động thái nhằm tránh thuế này, nhu cầu đã trở lại bình thường, dẫn đến chi phí vận chuyển giảm.

Biểu đồ 9: Sản lượng sản xuất giấy Kraft (tấn), DHC

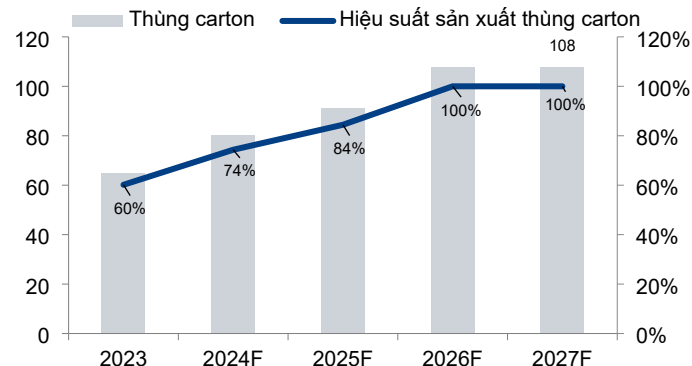
Công suất mới được bổ sung trong nửa cuối năm 2027 sẽ giải quyết các hạn chế về mặt công suất sản xuất



Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Sản lượng sản xuất thùng carton (triệu thùng), DHC

Dự kiến sẽ hoạt động với công suất tối đa từ năm 2026 trở đi



Nguồn: HSC

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

Sau một thời gian dài chờ đợi, DHC đã nhận được giấy chứng nhận đầu tư cho nhà máy giấy bao bì thứ 3, Giao Long 3 vào đầu tháng 10/2024. Với dự án mới này, tổng công suất sản xuất của DHC sẽ tăng thêm 343.000 tấn mỗi năm, đạt 646.480 tấn mỗi năm—tăng đáng kể 113% so với công suất hiện tại.

Sau khi nhận được giấy chứng nhận đầu tư, DHC đang tiến hành nộp hồ sơ xin phê duyệt báo cáo đánh giá tác động môi trường và công tác phòng cháy chữa cháy, dự kiến sẽ hoàn thành trong Q1/2025. Một số thông tin chính về dự án:

- **Tổng vốn đầu tư:** 1,8 nghìn tỷ đồng, trong đó: 360 tỷ đồng từ nguồn lợi nhuận giữ lại, 201 tỷ đồng dự kiến thu được từ hoạt động phát hành quyền mua cổ phiếu trong Q1/2025 (25.000đ/cp với tỷ lệ 1:10), phần còn lại 1.239 tỷ đồng, Công ty sẽ vay nợ dài hạn.
- **Công suất sản xuất:** 343.000 tấn/năm, tương đương 1.000 tấn/ngày.

- **Sản phẩm:** Chủ yếu là giấy Kraftliner và Testliner.
- **Thời gian xây dựng:** Từ Q2/2025 đến Q4/2026 do Công ty cần thời gian để chuẩn bị các hồ sơ liên quan như báo cáo đánh giá tác động môi trường (DTM) và công tác phòng cháy chữa cháy (PCCC).
- **Vận hành thử nghiệm:** Từ nửa đầu năm 2027.
- **Vận hành chính thức:** Từ Q3/2027.

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. HSC đã phản ánh tác động của dự án này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Ngoài ra, DHC đang triển khai chương trình ESOP, phát hành khoảng 3 triệu cổ phiếu với giá phát hành là 25.000đ/cp, dự kiến vào năm 2025. Cùng với kế hoạch phát hành quyền mua cổ phiếu như đã đề cập bên trên, tổng số cổ phiếu đang lưu hành của DHC sẽ tăng lên 91,5 triệu, từ mức hiện tại là 80,5 triệu cổ phiếu. Lưu ý, chúng tôi đã phản ánh các kế hoạch phát hành mới này vào mô hình dự báo lợi nhuận ở giai đoạn này.

Cập nhật triển vọng ngành giấy bao bì của Việt Nam

Các nhà sản xuất giấy trong nước phải đối mặt với những điều kiện kinh doanh đặc biệt khó khăn trong năm 2024 do chi phí đầu vào tăng vọt (chủ yếu là OCC) và tình hình bất ổn trên toàn cầu gia tăng liên quan đến chính sách thương mại và căng thẳng địa chính trị. Vấn đề trở nên tồi tệ hơn khi các nhà máy giấy không thể chuyển phần chi phí đầu tăng đến người dùng cuối trong khi công suất dư thừa dự kiến hơn 1,35 triệu tấn giấy trong năm 2024. Đây là nguyên nhân khiến các doanh nghiệp FDI Trung Quốc tại thị trường Việt Nam bán phá giá vì không thể xuất khẩu sản phẩm giấy sang Trung Quốc khi nhu cầu tại nước này chậm lại.

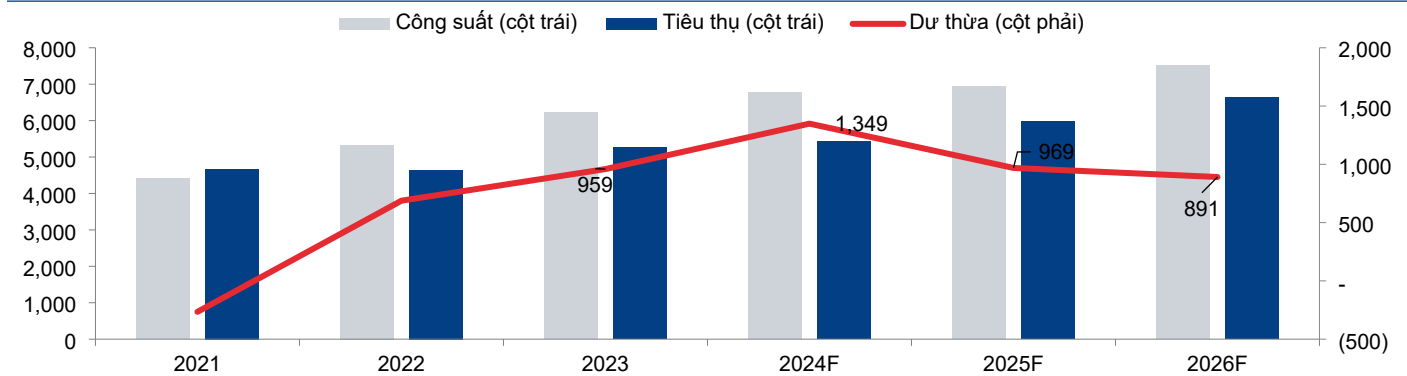
Trong dài hạn, HSX dự báo nhu cầu giấy bao bì tại Việt Nam sẽ tăng bình quân 10% mỗi năm trong năm 2025-2026, đạt lần lượt khoảng 6,2 triệu tấn/năm và 6,9 triệu tấn/năm. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tình hình trong nước sẽ dần cải thiện với mức công suất dư thừa dự kiến đạt khoảng 969.000 tấn và 891.000 tấn trong năm 2025 và 2026. Theo nhóm nghiên cứu kinh tế vĩ mô của HSC, tăng trưởng GDP của Việt Nam dự kiến đạt 6,7% trong năm 2024, sau đó đạt mức tăng trưởng ổn định ở mức 6,5% trong 2 năm 2025 và 2026. Đà tăng trưởng này được thúc đẩy bởi doanh thu bán lẻ tích cực, dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng một con số (mức cao) khoảng 9% trong giai đoạn dự báo.

Sự phát triển của thương mại điện tử (TMĐT) sẽ trở thành động lực quan trọng cho ngành giấy bao bì của Việt Nam trong tương lai. Theo chiến lược phát triển TMĐT của Chính phủ, hơn một nửa trong tổng số 96 triệu dân của Việt Nam dự kiến sẽ mua sắm trực tuyến trong năm 2025. Số liệu của Bộ Công Thương cũng cho thấy thị trường TMĐT của Việt Nam được định giá khoảng 20,5 tỷ USD trong năm 2023 và dự kiến sẽ tăng mạnh trong 5 năm tới. Đà tăng trưởng này dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu về các giải pháp đóng gói ngày càng tăng.

Nếu nhu cầu của Trung Quốc trở lại quỹ đạo phục hồi như dự báo, lượng công suất dư thừa (theo dự báo hiện tại của chúng tôi) có thể được chuyển hướng sang xuất khẩu sang Trung Quốc, mang lại cơ hội tích cực cho các nhà sản xuất trong nước.

Biểu đồ 11: Tình hình cung cầu giấy bao bì (nghìn tấn), Việt Nam

Chúng tôi dự báo tình trạng dư thừa công suất sẽ dần giảm bớt khi nhu cầu phục hồi ở cả thị trường trong nước và quốc tế



Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 1,4% giá mục tiêu lên 42.300đ (tiềm năng tăng giá 23%) sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2025 và thay đổi các giả định định giá. Cụ thể như sau:

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá DHC, với các giả định định giá chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (so với 8,5% trước đó), được điều chỉnh giảm để phù hợp với những thay tiêu chuẩn nội của HSC, và hệ số hệ số beta 1 lần (không đổi).
- Chúng tôi tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi)
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025, từ giữa năm 2025.

Bảng 12: Tính toán FCFF, DHC

Chi phí đầu tư tăng mạnh trong năm 2025-2026 cho nhà máy Giao Long giai đoạn 3

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận thuần	309	273	317	338	373
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	29	31	31	30	90
+ Khấu hao	102	103	104	105	215
- Thay đổi vốn lưu động	(220)	(92)	146	(29)	(183)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	1	(181)	(551)	(652)	(130)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	221	135	48	(207)	365

Nguồn: HSC

Bảng 13: Chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DHC

Chi phí vốn CSH là: 11,6% (giả định cũ là 12,5%) và chi phí nợ là: 6,1%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Tỷ suất sinh lời kỳ vọng của thị trường	11.5%
Phần bù rủi ro thị trường	7.5%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH (tỷ suất sinh lời kỳ vọng)	11.6%

Tính toán chi phí nợ

Phần bù rủi ro tín dụng	3.0%
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất	12.7%
Chi phí nợ sau thuế	6.1%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Tính toán WACC, DHC

Giả định WACC là 10,0% so với giả định cũ là 10,8%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	70%
Nợ / Tổng nguồn vốn	30%
WACC	10.0%

Nguồn: HSC

Bảng 15: Định giá DCF, DHC

Giá mục tiêu mới theo tính toán của chúng tôi (trước khi pha loãng) là 42.300đ (tiềm năng tăng giá: 23%)

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	135	48	(207)	365
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)				2.0%
Giá trị dài hạn				4,685
Dòng tiền tương lai	135	48	(207)	5,050
Giá trị hiện tại	135	48	(188)	4,178
Giá trị của doanh nghiệp	4,037			
- Tổng nợ	(604)			
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	347			
Giá trị của vốn CSH	3,779			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	91.5 (Pha loãng hoàn toàn)	Trước khi pha loãng		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp), cuối năm 2025	41,285	42,345		

Nguồn: HSC

Bảng 16: Phân tích độ nhạy, DHC

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Giá CP	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
Lãi suất phi rủi ro	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
3.0%	40,890	43,817	47,147	50,971	55,406
3.5%	38,924	41,603	44,635	48,094	52,077
4.0%	37,112	39,574	42,345	45,488	49,083
4.5%	35,437	37,706	40,248	43,116	46,377
5.0%	33,884	35,981	38,321	40,947	43,918

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Do kinh tế Trung Quốc dự kiến sẽ phục hồi sau khi triển khai các gói kích thích trong thời gian gần đây, HSC dự báo các công ty giấy FDI tại Việt Nam bắt đầu khôi phục hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc, dẫn đến thiếu hụt nguồn cung trong nước và tạo điều kiện cho DHC tăng giá bán bình quân. Hơn nữa, với tình hình kinh tế vĩ mô ổn định hơn, tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng sẽ hạn chế nên giá giấy OCC sẽ giảm, từ đó hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận của DHC.

Nhìn chung, ở giai đoạn này, chúng tôi nhận thấy rất ít rủi ro dự báo lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá là 23%. DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần, thấp hơn so với bình quân 5 năm (từ đầu năm 2019) là 10 lần.

Biểu đồ 17: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHC

DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn, DHC

...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn của P/E bình quân ở mức 10 lần (dữ liệu 5 năm)



Nguồn: HSC

Rủi ro liên quan đến khuyến nghị của chúng tôi

- Do OCC nhập khẩu chiếm phần lớn trong cơ cấu chi phí của DHC nên sự đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu cũng sẽ tạo ra rủi ro giảm đối với dự báo hiện tại của HSC.
- Hai mảng kinh doanh chính của DHC có mối liên hệ mật thiết với một số nền kinh tế lớn (Trung Quốc, Mỹ), nên chúng tôi nhận thấy những rủi ro chính liên quan đến tình hình kinh tế vĩ mô toàn cầu. Tuy nhiên, sự phục hồi yếu hơn / mạnh hơn của nền kinh tế cũng sẽ mang lại tác động tích cực/tiêu cực cho dự báo của chúng tôi.
- Tác động từ chính sách của ông Trump – làm gia tăng bất ổn về chi phí logistic/thương mại: Với kế hoạch áp thuế cứng rắn 60% lên hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc vào Mỹ, nền kinh tế đang suy thoái của Trung Quốc dự kiến sẽ trở nên tồi tệ hơn, dẫn đến tình trạng bán phá sản phẩm tại giá tại Việt Nam. Điều này sẽ tạo ra tác động tiêu cực lên ngành giấy bao bì Việt Nam, trong đó có DHC.

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	3,576	3,559	3,716
Lợi nhuận gộp	611	504	498	537	606
Chi phí BH&QL	(157)	(146)	(161)	(164)	(171)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	453	358	338	374	435
Lãi vay thuần	(21.4)	(8.99)	(28.2)	(13.9)	(23.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.33	1.89	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	4.81	7.55	3.58	3.56	3.72
LNTT	437	358	313	363	415
Chi phí thuế TNDN	(57.7)	(49.0)	(39.5)	(46.3)	(77.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	379	309	273	317	338
Lợi nhuận thuần ĐC	372	303	268	311	331
EBITDA ĐC	554	460	441	478	540
EPS (đồng)	5,421	3,840	3,397	3,940	4,201
EPS ĐC (đồng)	5,313	3,763	3,329	3,861	4,117
DPS (đồng)	2,500	2,000	2,000	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	216	247	231
Đầu tư ngắn hạn	19.1	101	100	100	100
Phải thu khách hàng	782	894	894	783	743
Hàng tồn kho	629	504	646	604	591
Các tài sản ngắn hạn khác	44.0	38.7	42.9	42.7	44.6
Tổng tài sản ngắn hạn	1,663	1,785	1,900	1,777	1,710
TSCĐ hữu hình	1,183	1,087	1,131	1,544	1,988
TSCĐ vô hình	0.36	0.23	0.14	0.05	0.01
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	24.2	30.9	24.3	21.9	24.1
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	5.20	5.17	5.40
Tổng tài sản dài hạn	1,220	1,130	1,166	1,577	2,023
Tổng cộng tài sản	2,882	2,915	3,066	3,353	3,733
Nợ ngắn hạn	518	702	708	604	622
Phải trả người bán	533	303	400	393	311
Nợ ngắn hạn khác	36.4	43.0	3.38	3.38	3.38
Tổng nợ ngắn hạn	1,131	1,062	1,111	1,000	937
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	1,111	1,000	1,237
Vốn chủ sở hữu	1,748	1,849	1,951	2,350	2,493
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	1,954	2,353	2,496
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,882	2,915	3,066	3,353	3,733
BVPS (đ)	24,978	22,969	24,243	29,191	30,973
Nợ thuần*/(tiền mặt)	329	455	492	358	691

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	453	358	338	374	435
Khấu hao	(101)	(102)	(103)	(104)	(105)
Lãi vay thuần	(21.4)	(8.99)	(28.2)	(13.9)	(23.1)
Thuế TNDN đã nộp	(45.7)	(57.2)	(39.5)	(46.3)	(77.1)
Thay đổi vốn lưu động	(195)	(188)	(127)	110	(65.5)
Khác	(29.4)	(6.79)	(24.6)	(10.3)	(19.4)
LCT thuần từ HKKD	304	241	285	567	415
Đầu tư TS dài hạn	(77.0)	(88.1)	(181)	(551)	(652)
Góp vốn & đầu tư	(1.51)	(98.3)	7.82	6.63	6.77
Thanh lý	30.2	21.0	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(48.3)	(165)	(173)	(545)	(645)
Cổ tức trả cho CSH	(315)	(201)	(161)	(183)	(183)
Thu từ phát hành CP	3.00	0.03	0	276	0
Tăng/giảm nợ	148	183	18.3	(85.4)	398
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(164)	(17.8)	(143)	7.80	214
Tiền & tương đương tiền đầu kì	98.2	189	247	216	247
LCT thuần trong kỳ	91.1	58.1	(31.1)	30.5	(15.8)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.14)	(0.00)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	189	247	216	247	231
Dòng tiền tự do	227	153	104	16.0	(237)

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	13.9	15.1	16.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	14.1	12.3	13.4	14.5
Tỷ suất LNT (%)	9.64	9.48	7.65	8.91	9.10
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.2	13.7	12.6	12.7	18.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5.51)	(17.2)	9.74	(0.49)	4.42
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(9.56)	(17.0)	(4.13)	8.45	13.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(21.2)	(18.5)	(11.5)	16.0	6.62
Tăng trưởng EPS (%)	(21.2)	(29.2)	(11.5)	16.0	6.62
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.2)	(29.2)	(11.5)	16.0	6.62
Tăng trưởng DPS (%)	(28.6)	(20.0)	0	13.7	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	46.1	52.1	58.9	57.7	54.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	22.0	17.2	14.4	14.7	14.0
ROACE (%)	26.3	19.8	17.7	17.4	16.9
Vòng quay tài sản (lần)	1.49	1.12	1.20	1.11	1.05
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.67	0.67	0.84	1.52	0.95
Số ngày tồn kho	69.0	66.8	76.6	73.0	69.4
Số ngày phải thu	85.8	118	106	94.6	87.2
Số ngày phải trả	58.5	40.1	47.4	47.4	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.4	25.0	25.2	15.2	27.7
Nợ/tài sản (%)	18.9	24.3	23.1	18.0	24.7
EBIT/lãi vay (lần)	21.2	39.8	12.0	26.9	18.8
Nợ/EBITDA (lần)	0.98	1.54	1.61	1.26	1.71
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.47	1.68	1.71	1.78	1.83
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.70	1.02	0.94	0.91	0.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.99	7.25	7.65	6.77	6.61
P/E (lần)	6.36	8.98	10.2	8.76	8.21
P/E ĐC (lần)	6.49	9.17	10.4	8.94	8.38
P/B (lần)	1.38	1.50	1.42	1.18	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	7.25	5.80	5.80	6.59	6.59

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