

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

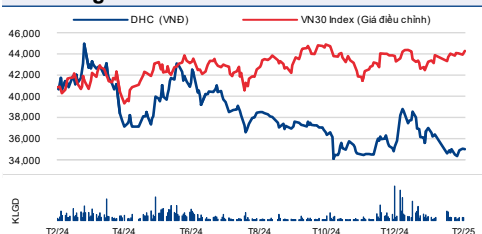
Giá mục tiêu: VNĐ40,200 (từ VNĐ42,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/2/2025)	35,000
Mã Bloomberg	DHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,100-44,951
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,067
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,817
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	64.8%
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	(5.41)	1.60	(14.3)
So với chỉ số	(7.60)	(4.87)	(21.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,160	3,940	(19.8)
2026F	3,519	4,201	(16.2)
2027F	3,894	4,202	(7.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DHC là một trong những doanh nghiệp sản xuất giấy công nghiệp hàng đầu Việt Nam với thị phần ước tính đạt 4.5% trong năm 2024. 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

Áp lực từ chi phí đầu vào tăng cao; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 5,2% giá mục tiêu xuống 40.200đ (tiềm năng tăng giá: 14,9%) sau khi giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 được điều chỉnh giảm bình quân 16% do đã phục hồi giá bán bình quân của các sản phẩm giấy chậm lại và chi phí đầu vào tăng cao. Tuy nhiên, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 7,2% và 11,3% trong năm 2025-2026, sau đó tăng trưởng 10,7% trong năm 2027 (dự báo được đưa ra lần đầu).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% 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 từ đầu năm 2019 ở mức 10,3 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q4/2024 và năm 2024

Doanh thu thuần Q4/2024 đạt 873,2 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 2,6% so với quý trước), trong khi lợi nhuận thuần đạt 49 tỷ đồng (giảm mạnh 34,6% so với cùng kỳ và 36,3% so với quý trước). Mặc dù doanh thu thuần sát với dự báo, lợi nhuận thuần thấp hơn 39% so với dự báo của HSC do giá OCC đầu vào tăng mạnh khi chi phí vận tải tăng cao và đồng USD tăng giá trong quý vừa qua. Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2024 đạt 242 tỷ đồng (giảm 21,7% so với cùng kỳ) trên doanh thu thuần 3.596 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt chỉ 89% và 100% dự báo của chúng tôi.

Tác động: Giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

Cho năm 2025-2026, HSC giảm 18,1% và 14,5% dự báo lợi nhuận, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 7,2% trong năm 2025 (lên 260 tỷ đồng), và tăng trưởng khiêm tốn 11,3% trong năm 2026 (lên 289 tỷ đồng) do thiếu hụt công suất sản xuất. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 10,7% đạt 320 tỷ đồng, nhờ nhà máy giấy bao bì Giao Long 3 của DHC dự kiến sẽ vận hành chính thức vào nửa cuối năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 1 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn so với bình quân từ đầu năm 2029 ở mức 10,3 lần. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giá mục tiêu là 40.200đ (tiềm năng tăng giá: 14,9%).

DHC vẫn là cổ phiếu hấp dẫn, được hỗ trợ bởi kỳ vọng giá giấy bao bì phục hồi khi nhu cầu trong nước tăng trở lại và kinh tế Trung Quốc hồi phục. Đã phục hồi tại thị trường Trung Quốc được kỳ vọng sẽ thúc đẩy hoạt động của các doanh nghiệp FDI, từ đó tăng cường xuất khẩu giấy bao bì thành phẩm trở lại thị trường Trung Quốc.

Tại thị trường Việt Nam, việc đóng cửa 158 trên tổng số 228 nhà máy giấy tại Phong Khuê (tỉnh Bắc Ninh) có thể dẫn đến sự sụt giảm công suất dư thừa của toàn ngành. Những yếu tố trên mang lại cho DHC vị thế tốt để tăng trưởng bất chấp những thách thức gần đây liên quan đến việc giá OCC và đồng USD tăng cao.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	460	274	415 ▼	484 ▼	659
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	309	242	260 ▼	289 ▼	320
EPS ĐC (đồng)	3,763	2,949	3,160 ▼	3,519 ▼	3,894
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,275	2,275	2,275
BVPS (đồng)	22,969	24,858	29,118	30,311	31,862
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.34	12.2	8.24	8.44	8.24
P/E ĐC (lần)	9.30	11.9	11.1	9.95	8.99
Lợi suất cổ tức (%)	5.71	5.71	6.50	6.50	6.50
P/B (lần)	1.52	1.41	1.20	1.15	1.10
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.2)	(21.6)	7.17	11.3	10.7
ROAE (%)	17.2	12.6	11.9	12.1	12.8

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

Vẫn còn khó khăn trong ngắn hạn; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Trong Q4/2024, giá OCC được ước tính tăng mạnh do chi phí vận tải tăng và đồng USD tăng giá trong những tháng cuối năm. Với những bất định liên quan đến những chính sách thuế quan của tổng thống Donald Trump, HSC giữ quan điểm thận trọng hơn đối với việc giá OCC đầu vào tăng do chi phí vận tải và giá đồng USD tăng. Do đó, chúng tôi giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026. Do năm 2024 dường như là năm sụt giảm mạnh nhất của DHC, trong năm 2025-2026, Công ty có thể chứng kiến sự phục hồi mạnh hơn nhờ nhu cầu trong nước tăng trở lại kèm với đà phục hồi của thị trường Trung Quốc. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DHC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 5,2% giá mục tiêu xuống 40.200đ (tiềm năng tăng giá: 14,9%).

Phân tích KQKD Q4/2024 và năm 2024

Giá OCC tăng mạnh

Giá OCC Q4/2024 đảo chiều và trở lại đà tăng gần mức đỉnh của Q2/2024 vào khoảng 180 USD/tấn (tăng 24,1% so với cùng kỳ và 3,4% so với quý trước) do chi phí vận tải tăng mạnh. Khu vực châu Âu đóng góp 80% tổng nhu cầu nhập khẩu của DHC, với phần nhu cầu còn lại được đáp ứng từ Mỹ và Nhật Bản. Sự phụ thuộc này khiến Công ty rất nhạy cảm với chi phí vận tải liên quan đến khu vực phương Tây.

Theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA) nguồn cung giấy OCC trong Q4/2024 vẫn còn khan hiếm, với sự chậm trễ đáng kể trong việc giao hàng do các khu vực trọng điểm như châu Âu ưu tiên tiêu thụ giấy tái chế tại thị trường trong nước. Hơn nữa, tình trạng thiếu hụt nghiêm trọng container rỗng vẫn còn và các hãng tàu tiếp tục ưu tiên vận chuyển hàng hóa có giá trị cao, vốn mang lại nhiều lợi nhuận hơn giấy tái chế.

Tại thị trường trong nước, tỷ lệ thu hồi và tái chế giấy đã qua sử dụng (giấy tái chế) ở Việt Nam hiện ở mức dưới 50%, thấp hơn nhiều so với bình quân của toàn cầu ở mức 60%, chủ yếu do hạn chế về mặt công nghệ tái chế. Do đó, nguồn giấy tái chế trong nước không đủ ổn định để phục vụ cho nhu cầu sản xuất của Công ty.

Không thể điều chỉnh giá bán bình quân để phản ánh chi phí tăng

Quý 4 thường là mùa cao điểm đối với nhu cầu trong nước và xuất khẩu. Giá bán bình quân đối với sản phẩm giấy của DHC được duy trì ở mức 9.400đ/kg, đa phần không đổi so với cùng kỳ và so với quý trước bất chấp tình trạng dư thừa công suất diễn ra trong thời gian dài trên thị trường. Điều này dẫn đến giá bán bình quân sản phẩm giấy năm 2024 đạt 9.183đ/kg, tăng 3,4% so với cùng kỳ.

Đối với giá bán sản phẩm thùng carton, Công ty đã nỗ lực nâng cao công suất hoạt động nhà máy và duy trì giá bán ở mức 8.400đ/thùng trong năm 2024, giảm nhẹ 3% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo công suất hoạt động nhà máy của mảng kinh doanh thùng carton ở mức khoảng 81% trong Q4/2024 (so với mức 68% trong Q4/2023 và 78% trong Q3/2024), tương đương với 21,8 triệu thùng (tăng 18,3% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước) và giá bán bình quân ở mức 8.476đ/thùng (giảm 0,7% so với cùng kỳ và 0,9% so với quý trước). Điều này dẫn đến công suất hoạt động nhà máy sản xuất thùng carton năm 2024 tăng lên mức 74,3% (so với 60,2% trong năm 2023), tương đương với 80,3 triệu thùng, tăng 24,7% so với cùng kỳ.

Trong Q4/2024, lợi nhuận thuần đạt 49 tỷ đồng, giảm 34,6% so với cùng kỳ và 36,3% so với quý trước, thấp hơn 39% so với dự báo của chúng tôi. Doanh thu thuần sát với dự báo của chúng tôi ở mức 873,2 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 2,6% so với quý trước.

Lợi nhuận thuần của cả năm 2024 giảm mạnh 22% so với cùng kỳ xuống 242 tỷ đồng (đa phần do chi phí đầu vào tăng mạnh), chỉ hoàn thành 89% dự báo của chúng tôi. Trong khi đó, doanh thu thuần tăng ở mức khá 10% so với cùng kỳ đạt 3.597 tỷ đồng nhờ sự phục hồi của giá bán bình quân sản phẩm giấy (tăng 3,4% so với cùng kỳ như đã đề cập bên trên) và sản lượng thùng carton tăng 24,7% so với cùng kỳ (nhờ công suất hoạt động nhà máy cải thiện).

Bảng 1: KQKD Q4/2024 và cả năm 2024, DHC

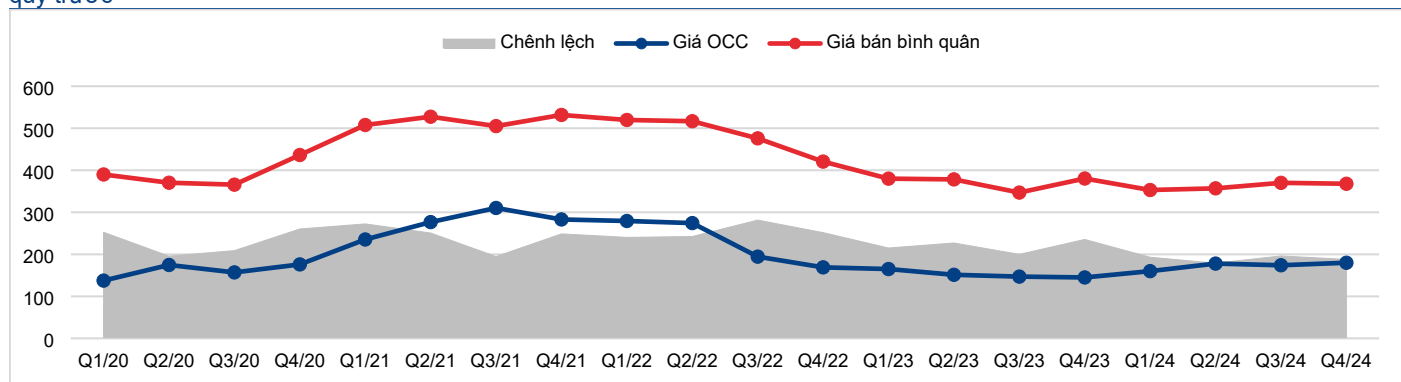
Lợi nhuận thuần Q4/2024 giảm 34,6%, chỉ đạt 89% dự báo của HSC

Tỷ đồng	Q4/2024	So với cùng kỳ	so với quý trước	2024	Tăng trưởng	% so với dự báo HSC
Doanh thu thuần	873	7.0%	-2.6%	3,597	10.4%	100%
Lợi nhuận thuần	49	-34.6%	-36.3%	242	-21.7%	89%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Biến động giá OCC và giá bán bình quân (USD/tấn), DHC

Chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC đã thu hẹp lại quanh mức 188 USD/tấn, giảm 20,2% so với cùng kỳ và 4,2% so với quý trước



Nguồn: HSC

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

Giá bán các sản phẩm giấy hồi phục nhẹ, trong khi giá thùng carton giảm nhằm đẩy mạnh công suất nhà máy

	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	Tăng trưởng
Sản phẩm giấy (đồng/kg)	9,400	0.9%	-0.3%	9,183	3.4%
Thùng carton (đồng/thùng)	8,476	-0.7%	0.9%	8,409	-3.0%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Sản lượng tiêu thụ theo sản phẩm, DHC

Sản lượng giấy bao bì đạt đỉnh, trong khi thùng carton tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2024	Tăng trưởng
Sản phẩm giấy (nghìn tấn)	74	8.3%	-5.1%	306	1.2%
Thùng carton (triệu thùng)	22	4.0%	4.0%	80	24.7%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Tỷ suất lợi nhuận theo quý, DHC

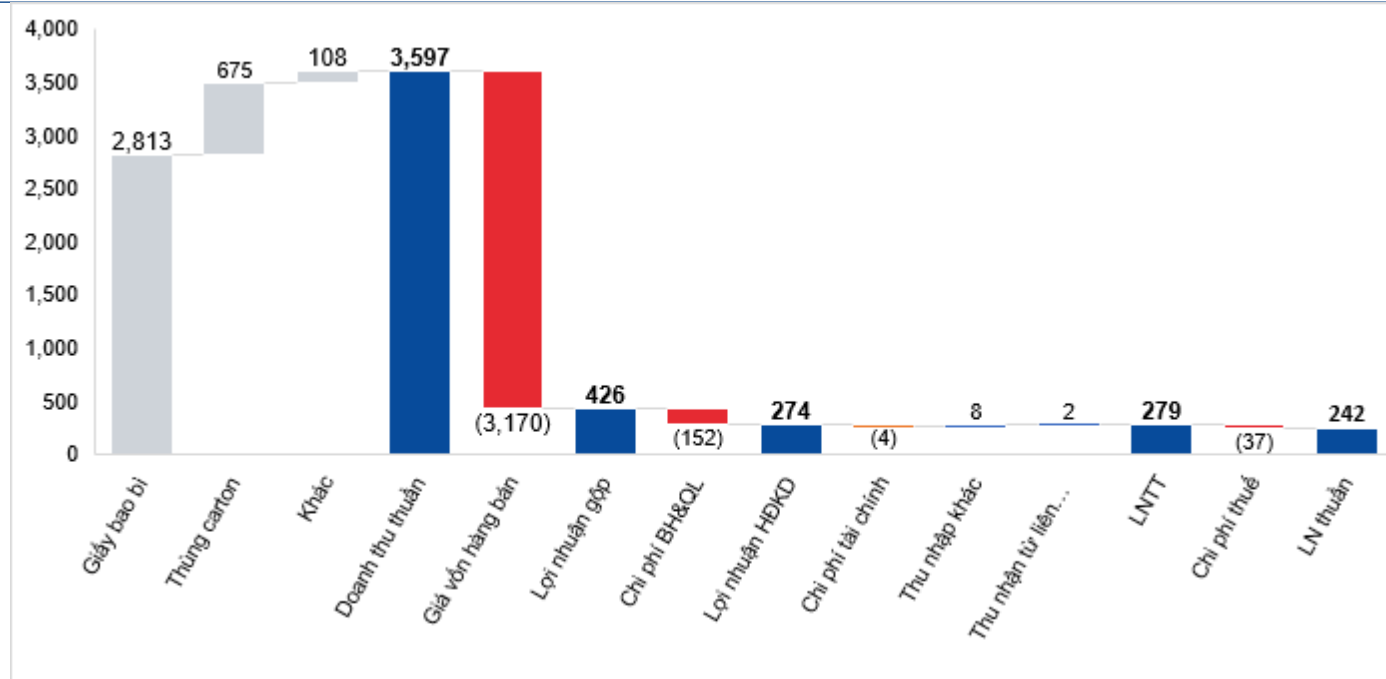
Tỷ suất lợi nhuận gộp Q4/2024 đạt 11,2%, trong khi tỷ suất lợi nhuận thuần thấp kỷ lục ở mức 5,6% do giá OCC tăng

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24
TS lợi nhuận gộp	18.5%	17.4%	12.9%	12.6%	17.3%	17.2%	13.5%	13.8%	12.8%	10.8%	12.7%	11.2%
TS lợi nhuận thuần	11.4%	11.4%	6.6%	8.7%	10.2%	11.5%	7.0%	9.2%	6.9%	5.9%	8.6%	5.6%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 6: Bảng cân đối kế toán năm 2024 (tỷ đồng), DHC

Mảng thùng carton là động lực tăng trưởng trong năm 2024



Nguồn: HSC

Cập nhật tình trạng ngành giấy bao bì

Theo VPPA, sản lượng tiêu thụ giấy bao bì đạt 6 triệu tấn, tăng 13,2% so với cùng kỳ trong năm 2024. Theo đó, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ giấy bao bì chủ yếu được thúc đẩy bởi các mặt hàng xuất khẩu chủ lực có nhu cầu sử dụng giấy bao bì lớn như máy tính và linh kiện, điện thoại và phụ kiện, dệt may...

Đáng lưu ý, tình trạng dư thừa công suất vẫn là mối lo ngại, với sản lượng sản xuất đạt khoảng 6,5 triệu tấn, tăng 7,2% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số cải thiện khi tỷ lệ tiêu thụ trên công suất tăng lên 89% trong năm 2024, cao hơn so với mức 85% trong năm 2023.

Về tình hình thương mại, sản lượng xuất khẩu của giấy bao bì trong năm 2024 đạt 1,9 triệu tấn, giảm 8,2% so với cùng kỳ. Sản lượng xuất khẩu giấy bao bì giảm (chủ yếu tại thị trường Bắc Mỹ, EU, Trung Đông và một số nước Đông Nam Á) là do thiếu hụt container rỗng và chi phí vận tải biển tăng cao. Tuy nhiên, sản lượng xuất khẩu sang các thị trường chủ lực như Trung Quốc chỉ giảm nhẹ. Trong khi đó, sản lượng nhập khẩu năm 2024 đạt gần 1,9 triệu tấn, tăng 12,5% so với cùng kỳ. Nhìn chung, sự sụt giảm trong xuất khẩu cùng với sự gia tăng trong nhập khẩu cho thấy một môi trường thương mại đầy thách thức, có khả năng gây sức ép lên thị trường giấy bao bì trong nước.

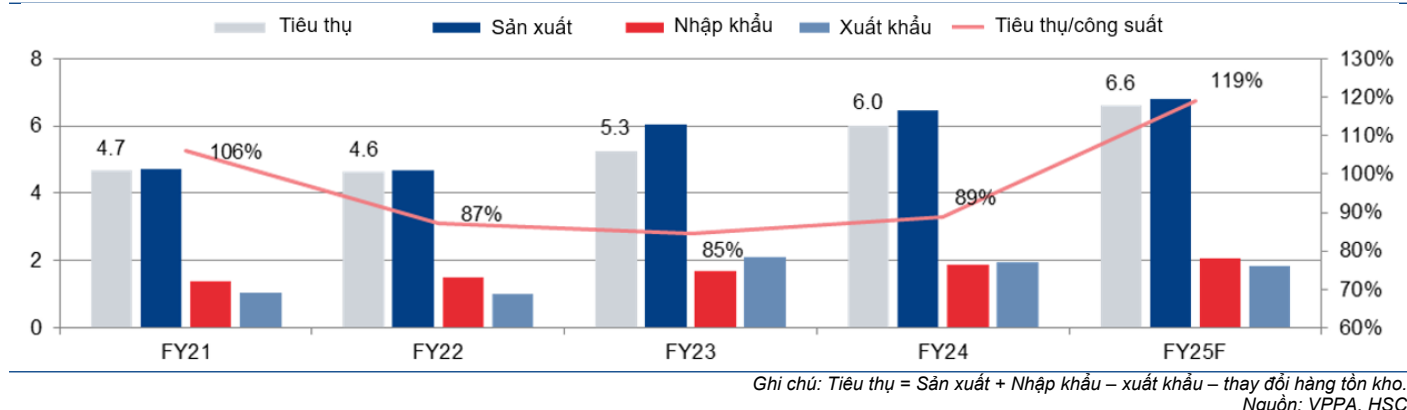
Trong năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ trong nước tăng 10% so với cùng kỳ, dựa trên mục tiêu tăng trưởng GDP 8% đầy tham vọng của chính phủ, với việc đẩy mạnh nhu cầu của người tiêu dùng là trụ cột chính. Tuy nhiên, HSC vẫn giữ quan điểm triển vọng thận trọng đối với kênh xuất khẩu, dự kiến giảm 5% so với cùng kỳ xuống 1,8 triệu tấn do tình trạng thiếu hụt container rỗng kéo dài và chi phí vận tải cao.

Đối với nguồn cung trong nước, chúng tôi lưu ý rằng có đến 158 trong số 228 nhà sản xuất giấy ở Phong Khuê, tỉnh Bắc Ninh đã phải đóng cửa do lo ngại về môi trường, dẫn đến sản lượng bị cắt giảm ước tính khoảng 1,5-2 triệu tấn giấy mỗi năm. Điều này là diễn biến tích cực hướng tới việc giảm bớt tình trạng dư thừa công suất diễn ra trong thời gian dài kể từ năm 2022. Hơn nữa, hiện tại không có dự án mở rộng công suất hoặc xây dựng nhà máy mới được công bố trong ngành giấy cho năm 2025.

Với việc cắt giảm sản lượng tại tỉnh Bắc Ninh, chúng tôi dự báo tình trạng dư thừa công suất có thể sẽ được giải quyết hoàn toàn trong năm 2025 khi tỷ lệ tiêu thụ trên công suất được cải thiện lên 119% từ 89% trong năm 2024. Sự phục hồi này có được là nhờ nhu cầu trong nước tăng sau khi sản lượng tiêu thụ cho ngành bán lẻ và kênh TMĐT tăng. Theo Bộ Công Thương, thị trường TMĐT của Việt Nam đạt hơn 25 tỷ USD trong năm 2024, tăng trưởng 20% so với năm 2023. Với Nghị định 25/NQ-CP của Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng TMĐT 20-22% trong năm 2025, HSC kỳ vọng nhu cầu giấy bao bì sẽ tăng ở mức tương ứng.

Biểu đồ 7: Sản lượng giấy bao bì, Việt Nam (triệu tấn)

Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì tăng trưởng 13,2% trong năm 2024



Dự báo lợi nhuận mới

Dự báo lợi nhuận mới cho năm 2025-2026

Do lợi nhuận năm 2024 thấp hơn nhiều so với dự báo, HSC giảm bình quân 16% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhằm phản ánh việc giảm giá định giá bán bình quân của sản phẩm giấy và ảnh hưởng của việc USD tăng giá. Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 7,2% lên 263 tỷ đồng, sau đó tăng khiêm tốn 11,3% trong năm 2026 lên 289 tỷ đồng do thiếu hụt công suất sản xuất.

Đối với sản lượng tiêu thụ, động lực tăng trưởng chính được dự báo sẽ là mảng kinh doanh thùng carton khi tình trạng thiếu hụt công suất sản xuất tại các nhà máy giấy của DHC vẫn tiếp diễn, cho đến khi nhà máy Giao Long 3 vận hành chính thức, dự kiến trong nửa cuối năm 2027.

Chúng tôi dự báo mảng kinh doanh thùng carton có công suất hoạt động khoảng 84,3% và 100% trong năm 2025-2026, tương ứng với 91 triệu và 108 triệu thùng, tăng lần lượt 13,6% và 18,4% so với cùng kỳ. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ giấy được dự báo giảm 6,2% trong năm 2025 xuống còn 287.454 tấn và tiếp tục giảm 2% trong năm 2026 xuống 287.706 tấn do Công ty tăng tỷ trọng giấy dùng cho sản xuất nội bộ ở mảng kinh doanh thùng carton.

HSC giảm giá định tốc độ tăng giá bán bình quân đối với sản phẩm giấy của DHC xuống còn khoảng 2-3% trong năm 2025-2026, vì các công ty cùng ngành trong khu vực dự kiến sẽ tăng công suất trong giai đoạn này, cho thấy giá bán bình quân năm 2025-2026 ở mức 9.428đ/kg (tăng 2,7% so với cùng kỳ). Đối với phân khúc sản phẩm thùng carton, chúng tôi dự báo giá bán bình quân tăng khiêm tốn 2-3% trong năm 2025-2026, do DHC vẫn còn chủ yếu tập trung vào việc tối ưu hóa công suất hoạt động.

Liên quan đến giá OCC, những bất ổn liên quan đến chính sách thuế quan của Tổng thống Donald Trump có thể làm tình trạng thiếu hụt container thêm trầm trọng. Các nhà xuất khẩu dường như đang ưu tiên hàng hóa có giá trị cao hơn giấy tái chế, điều này có khả năng làm giảm nguồn cung container rỗng và tạo ra áp lực tăng giá OCC. Do đó, chúng tôi dự báo giá OCC nhập khẩu sẽ dao động quanh mức 170 USD/tấn trong năm 2025-2026, tăng khoảng 1,2% so với cùng kỳ.

Về tỷ suất lợi nhuận, HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025-2026 lần lượt ở mức 13,1% và 14,4%, phản ánh công suất hoạt động của phân khúc thùng carton cải thiện và giá bán bình quân của sản phẩm giấy phục hồi, thấp hơn dự báo trước đó

của chúng tôi ở mức 15% và 16,2%. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận thuần được dự báo đạt 7,1% và 7,5% trong cùng giai đoạn.

Đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

HSC cũng đưa dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 10,7% đạt 320 tỷ đồng. Đáng lưu ý, doanh thu thuần được dự báo tăng trưởng mạnh 23,8% đạt 4.741 tỷ đồng, nhờ đóng góp của dây chuyền sản xuất giấy Kraftliner mới, nhằm giải quyết tình trạng thiếu hụt công suất kéo dài. Để có thêm thông tin chi tiết về nhà máy Giao Long 3, vui lòng xem báo cáo [‘Được cấp giấy chứng nhận đầu tư sau thời gian dài chờ đợi’](#) được phát hành ngày 7/10/2024.

Với dự báo nhà máy vận hành chính thức sớm nhất là vào nửa cuối năm 2027, tỷ suất lợi nhuận dự kiến sẽ giảm nhẹ do chi phí khấu hao tăng. Theo đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp/tỷ suất lợi nhuận thuần năm 2027 sẽ đạt lần lượt ở mức 13,9% và 6,7%.

Bảng 8: Dự báo cũ và dự báo mới, DHC

Dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 sẽ tăng trưởng với CAGR là 11%

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh	
	2024A	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,597	3,576	3,559	3,716	3,656	3,830	4,741	1.6%	4.8%	23.8%	2.7%	3.1%
Lợi nhuận thuần	242	273	317	338	260	289	320	7.2%	11.3%	10.7%	-18.1%	-14.5%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Giả định sản lượng tiêu thụ, DHC

Chúng tôi dự báo tình trạng doanh thu tăng trưởng chậm sẽ được giải quyết vào năm 2027 sau khi nhà máy Giao Long 3 đi vào hoạt động

Doanh thu	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Giấy bao bì	2,688	2,742	2,873	2,885	3,777
Thùng carton	558	675	782	945	964
Khác	12	179	0	0	0
Doanh thu thuần	3,259	3,597	3,656	3,830	4,741

Nguồn: HSC

Bảng 10: Giả định tỷ suất lợi nhuận, DHC

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận của DHC sẽ dần cải thiện nhờ giá bán bình quân hồi phục, giá OCC giảm và công suất tăng

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.5%	11.8%	13.1%	14.4%	13.9%
Tỷ suất LNTT	11.0%	7.8%	8.1%	9.3%	7.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.5%	6.7%	7.1%	7.5%	6.7%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Chúng tôi giảm 5,2% giá mục tiêu xuống 40.200đ (tiềm năng tăng giá: 14,9%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.

Triển vọng ngành giấy năm 2025 tích cực, nhờ nhu cầu trong nước phục hồi trong khi sự phục hồi của kinh tế Trung Quốc sẽ thúc đẩy hoạt động xuất khẩu. Hơn nữa, tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng được dự báo sẽ giảm dần, hỗ trợ sự ổn định của nguồn nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, tình trạng thiếu hụt nguồn cung và mức tăng trưởng khiêm tốn của giá bán bình quân có thể làm chậm tốc độ phục hồi của một số công ty. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DHC.

Thông tin chi tiết về phương pháp định giá như sau:

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá trị hợp lý của DHC với các giả định định giá chính được giữ nguyên: Lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%, và hệ số beta 1,0 lần (dẫn đến WACC ở mức 10,5%), cũng như tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.

Bảng 11: Tính toán FCFF, DHC

Cash flow pressures are expected over the next two years due to significant capex incurred for the Giao Long 3 project
Dự báo trong 2 năm tới công ty sẽ chịu áp lực dòng tiền do chi phí vốn đầu tư lớn cho dự án Giao Long 3

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	242	260	289	320	430	564	688
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	20	34	32	77	91	69	58
+ Khấu hao	103	106	107	216	218	221	223
- Thay đổi vốn lưu động	233	(339)	(284)	(434)	(460)	(521)	(446)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(27)	(653)	(657)	(131)	(26)	(5)	(1)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	571	(592)	(505)	48	253	327	521

Nguồn: HSC

Bảng 12: Chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DHC

Chi phí vốn CSH là: 11,7% và chi phí nợ là: 7%

	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)	11.7%

Tính toán chi phí nợ	
Phần bù rủi ro tín dụng	4.0%
Chi phí nợ	8.0%
Thuế suất	12.7%
Chi phí nợ sau thuế	7.0%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Tính toán WACC, DHC

Giả định WACC là 10,5%

	Value
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	74%
Nợ / Tổng nguồn vốn	26%
WACC	10.5%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Định giá DCF, DHC

Giá mục tiêu của DHC là 40.200đ

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	571	(592)	(509)	48	253	327	521	598
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)								2.0%
Giá trị dài hạn								7,187
Dòng tiền tương lai	571	(592)	(509)	48	253	327	521	7,784
Giá trị hiện tại	571	(592)	(461)	40	188	220	316	4,280
Giá trị của doanh nghiệp		3,990						
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2031		39						
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		3,951						
- Tổng nợ		(636)						
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn		231						
Giá trị của vốn CSH		3,586						
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		39,172	40,244					

Nguồn: HSC

Bảng 15: 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%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	40,598	43,520	46,818	50,572	54,883
	3.5%	37,774	40,413	43,376	46,729	50,553
	4.0%	35,179	37,571	40,244	43,251	46,661
	4.5%	32,787	34,961	37,381	40,091	43,145
	5.0%	30,576	32,558	34,756	37,206	39,954

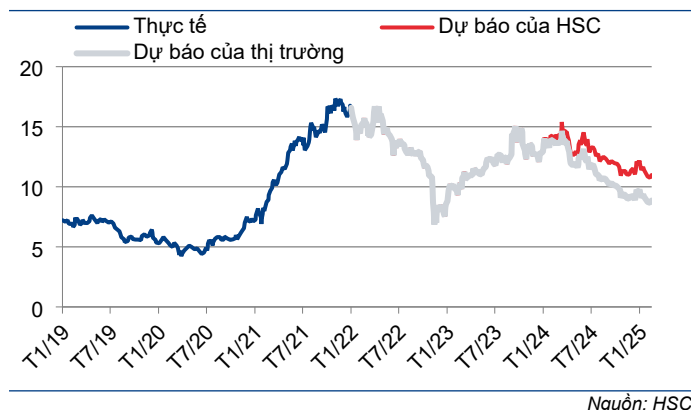
Nguồn:

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% 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 từ đầu năm 2019 ở mức 10,3 lần. Khi so sánh với các công ty cùng ngành, bất chấp môi trường kinh doanh đầy thách thức của toàn ngành, DHC vẫn chứng minh được hiệu quả hoạt động, giữ vững vị trí dẫn đầu về mặt tỷ suất lợi nhuận thuần so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

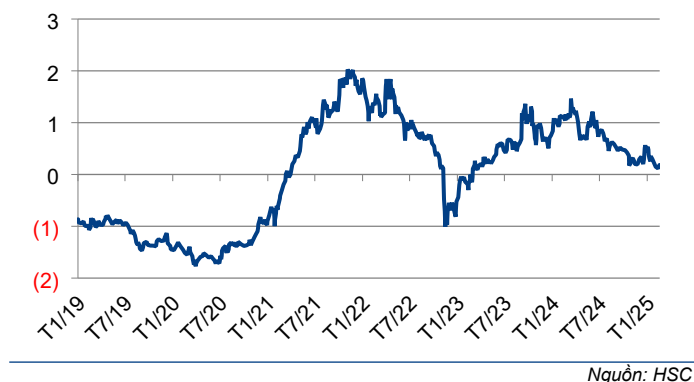
Biểu đồ 16: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHC

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



Biểu đồ 17: Độ lệch chuẩn, DHC

... cao hơn 0,18 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2019 ở mức 10,3 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,259	3,597	3,656	3,830	4,741
Lợi nhuận gộp	504	426	477	553	661
Chi phí BH&QL	(146)	(152)	(168)	(176)	(218)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	358	274	309	377	443
Lãi vay thuần	(8.99)	(4.12)	(15.5)	(25.3)	(77.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.89	1.64	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	7.55	8.13	3.66	3.83	4.74
LNTT	358	279	297	355	370
Chi phí thuế TNDN	(49.0)	(37.0)	(37.8)	(66.2)	(50.0)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	309	242	260	289	320
Lợi nhuận thuần ĐC	303	237	254	283	313
EBITDA ĐC	460	274	415	484	659
EPS (đồng)	3,840	3,009	3,225	3,591	3,974
EPS ĐC (đồng)	3,763	2,949	3,160	3,519	3,894
DPS (đồng)	2,000	2,000	2,275	2,275	2,275
Sig CP bình quân (triệu đv)	80.5	80.5	80.5	80.5	80.5
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	80.5	80.5	80.5	80.5	80.5
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	80.5	80.5	80.5	80.5	80.5

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	247	571	131	(209)	(494)
Đầu tư ngắn hạn	101	334	100	100	100
Phải thu khách hàng	894	745	804	881	1,138
Hàng tồn kho	504	520	667	721	938
Các tài sản ngắn hạn khác	38.7	11.6	43.9	46.0	56.9
Tổng tài sản ngắn hạn	1,785	2,182	1,747	1,539	1,739
TSCĐ hữu hình	1,087	1,010	1,522	1,989	3,005
TSCĐ vô hình	0.23	0.99	0.90	0.81	0.71
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	30.9	39.2	22.5	24.8	33.2
Đầu tư vào Cty LD,LK	6.88	5.53	5.92	5.92	5.92
Tài sản dài hạn khác	4.74	2.57	5.31	5.56	6.89
Tổng tài sản dài hạn	1,130	1,058	1,556	2,026	3,051
Tổng cộng tài sản	2,915	3,240	3,303	3,565	4,791
Nợ ngắn hạn	702	763	636	655	816
Phải trả người bán	303	403	318	164	204
Nợ ngắn hạn khác	43.0	39.0	2.85	2.85	2.85
Tổng nợ ngắn hạn	1,062	1,232	956	822	1,023
Nợ dài hạn	0	5.50	0	300	1,200
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0.70	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0.70	5.50	0	300	1,200
Tổng nợ phải trả	1,063	1,237	956	1,122	2,223
Vốn chủ sở hữu	1,849	2,001	2,344	2,440	2,565
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.02	2.21	3.02	3.02	3.02
Tổng vốn chủ sở hữu	1,852	2,003	2,347	2,443	2,568
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,915	3,240	3,303	3,565	4,791
BVPS (đ)	22,969	24,858	29,118	30,311	31,862
Nợ thuần*/(tiền mặt)	455	198	504	1,164	2,510

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	358	274	309	377	443
Khấu hao	(102)	0	(106)	(107)	(216)
Lãi vay thuần	(8.99)	(4.12)	(15.5)	(25.3)	(77.4)
Thuế TNDN đã nộp	(57.2)	0	(37.8)	(66.2)	(50.0)
Thay đổi vốn lưu động	(188)	0	(377)	(323)	(523)
Khác	(6.79)	360	(11.9)	(21.5)	(72.6)
LCT thuần từ HKKD	242	657	27.2	112	102
Đầu tư TS dài hạn	(88.1)	(68.9)	(653)	(653)	(131)
Góp vốn & đầu tư	(98.3)	(369)	246	1.23	(5.02)
Thanh lý	21.0	124	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(165)	(313)	(407)	(652)	(136)
Cổ tức trả cho CSH	(201)	(83.0)	(183)	(183)	(183)
Thu từ phát hành CP	0.03	3.03	276	0	0
Tăng/giảm nợ	183	66.6	(153)	383	(68.5)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(17.8)	(13.3)	(59.7)	200	(252)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	189	247	571	131	(209)
LCT thuần trong kỳ	58.6	331	(440)	(340)	(285)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.56)	(6.97)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	247	571	131	(209)	(494)
Dòng tiền tự do	154	588	(625)	(541)	(28.8)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.5	11.8	13.1	14.4	13.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	7.61	11.4	12.6	13.9
Tỷ suất LNT (%)	9.48	6.73	7.10	7.55	6.75
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.7	13.3	12.7	18.6	13.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	(17.2)	10.4	1.64	4.77	23.8
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(17.0)	(40.5)	51.9	16.5	36.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.5)	(21.6)	7.17	11.3	10.7
Tăng trưởng EPS (%)	(29.2)	(21.6)	7.17	11.3	10.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.2)	(21.6)	7.17	11.3	10.7
Tăng trưởng DPS (%)	(20.0)	0	13.7	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	52.1	66.5	70.5	63.3	57.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.2	12.6	11.9	12.1	12.8
ROACE (%)	19.8	14.2	14.2	14.8	13.6
Vòng quay tài sản (lần)	1.12	1.17	1.12	1.12	1.13
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.68	2.40	0.09	0.30	0.23
Số ngày tồn kho	66.8	59.9	76.6	80.3	84.0
Số ngày phải thu	118	85.8	92.4	98.1	102
Số ngày phải trả	40.1	46.4	36.5	18.3	18.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	25.0	10.7	21.5	47.7	97.9
Nợ/tài sản (%)	24.3	24.2	19.2	26.8	42.1
EBIT/lãi vay (lần)	39.8	66.4	19.9	14.9	5.72
Nợ/EBITDA (lần)	1.54	2.87	1.53	1.97	3.06
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.68	1.77	1.83	1.87	1.70
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.04	0.93	0.94	1.07	1.15
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.34	12.2	8.24	8.44	8.24
P/E (lần)	9.11	11.6	10.9	9.75	8.81
P/E ĐC (lần)	9.30	11.9	11.1	9.95	8.99
P/B (lần)	1.52	1.41	1.20	1.15	1.10
Lợi suất cổ tức (%)	5.71	5.71	6.50	6.50	6.50

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