

### Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

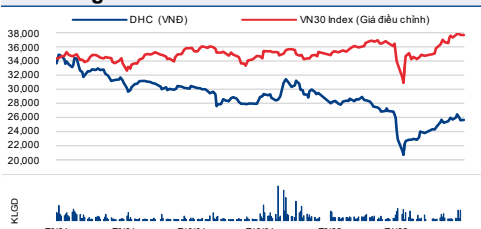
Giá mục tiêu: VNĐ29,400 (từ VNĐ33,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.6%

| Giá cổ phiếu (đồng) (2/6/2025) | 25,650        |
|--------------------------------|---------------|
| Mã Bloomberg                   | DHC VN        |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)       | 20,749-34,891 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)       | 25,733        |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)      | 2,478         |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)    | 95.2          |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)        | 96.6          |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)  | 48.3          |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)     | 10.2          |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN       | 50.0%         |
| Tỷ lệ sở hữu của NN            | 39.4%         |
| Tỷ lệ freefloat                | 67.9%         |
| Cổ đông lớn                    | KWE (15.1%)   |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

### Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | 8.00   | (10.1) | (24.1)  |
| So với chỉ số    | (0.60) | (14.3) | (31.9)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2025F         | 2,912 | 3,188      | (8.6)     |
| 2026F         | 3,176 | 3,828      | (17.0)    |
| 2027F         | 3,168 | 3,168      | 0.0       |

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 4.2% 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, CFA**

Chuyên Viên Phân Tích Thị Trường

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

## Siết chặt nguồn cung nhằm thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DHC nhưng giảm 12% giá mục tiêu xuống 29.400đ (tiềm năng tăng giá 15%) mặc dù điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận sau khi đưa ra các giả định định giá mới.
- Cho giai đoạn 2025-2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng bình quân 5%, chủ yếu nhờ tác động tích cực của việc cắt giảm chi phí đầu vào lớn hơn tác động tiêu cực từ việc giảm giá bán bình quân. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025-2026 tăng lần lượt 19%/9%, sau đó đi ngang trong năm 2027 do kế hoạch bổ sung công suất mới có khả năng bị trì hoãn đến Q2/2028 (trễ 9 tháng).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,9 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 11,1 lần. Đáng chú ý, việc cắt giảm khoảng 1,5 triệu tấn công suất/năm (trên 20% tổng nguồn cung của cả nước) tại Bắc Ninh trong thời gian gần đây có thể sẽ giúp các công ty còn hoạt động hưởng lợi.

### Sự kiện: Cập nhật tình hình bên cung; các giả định định giá mới

Gần đây, khoảng 1,5 triệu tấn công suất giấy (hơn 20% tổng công suất của cả nước) đã bị ngừng hoạt động do các vấn đề môi trường. Việc này được kỳ vọng sẽ giúp giảm tình trạng dư thừa công suất diễn ra trong vài năm qua. Cho năm 2025, HSC dự báo lượng công suất dư thừa sẽ giảm mạnh xuống chỉ còn 295.000 tấn (giảm 81% so với cùng kỳ), qua đó cải thiện tỷ lệ tiêu thụ trên công suất lên 95% (so với mức thấp kỷ lục 78% trong năm 2024).

### Tác động: Tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC giảm 4% giả định chi phí đầu vào – chủ yếu là giấy thùng carton cũ (OCCs) – trong khi hạ mức cắt giảm giá bán bình quân xuống còn 2%. Bên cạnh đó, DHC được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong ngắn hạn từ việc các nhà xuất khẩu Việt Nam đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu trước thời hạn hoãn áp thuế ‘đối ứng’ 90 ngày kết thúc, cùng với tình trạng nguồn cung trong nước bị siết chặt. Tác động của các yếu tố này dự kiến sẽ giúp cải thiện nhu cầu và tỷ suất lợi nhuận cho Công ty.

Nhìn chung, chúng tôi tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 nhưng giảm 2,4% dự báo cho năm 2027 do chậm đưa công suất mới vào vận hành. Dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 – thấp hơn 9-17% so với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 19%/9%/không đổi, đạt 287 tỷ đồng/313 tỷ đồng/312 tỷ đồng trong các năm tương ứng.

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 11,1 lần. Chúng tôi giảm 12% giá mục tiêu xuống 29.400đ, do tác động tiêu cực từ việc tăng giả định WACC (sau khi áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH “nội bộ” mới, cùng với việc điều chỉnh tăng hệ số beta (cập nhật từ Bloomberg)) lớn hơn tác động tích cực từ việc tăng dự báo lợi nhuận và chuyển cơ sở định giá đến giữa năm 2026 (lùi 6 tháng).

DHC đang hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ hoạt động tích trữ hàng trước khi mức thuế mới được công bố, cùng với tình trạng nguồn cung trong nước bị siết chặt. Tuy nhiên, tình trạng thiếu hụt công suất sản xuất đang kìm hãm triển vọng lợi nhuận đến năm 2028, thời gian dự án Giao Long 3 đi vào hoạt động, bổ sung 390.000 tấn giấy bao bì cao cấp mỗi năm (tăng 129%), cải thiện đáng kể triển vọng lợi nhuận của DHC.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/6.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F   | 12-26F  | 12-27F  |
|---------------------------|--------|--------|----------|---------|---------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 460    | 274    | 445 ▲    | 506     | 504 ▼   |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 309    | 242    | 287 ▲    | 313 ▲   | 312     |
| EPS ĐC (đồng)             | 3,763  | 2,947  | 2,912 ▲  | 3,176 ▲ | 3,168   |
| DPS (đồng)                | 2,000  | 1,000  | 1,000 ▼  | 1,000 ▼ | 1,000 ▼ |
| BVPS (đồng)               | 22,969 | 24,858 | 22,574 ▼ | 24,704  | 26,816  |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.70   | 9.50   | 6.90     | 5.59    | 6.90    |
| P/E ĐC (lần)              | 6.82   | 8.70   | 8.81     | 8.08    | 8.10    |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 7.80   | 3.90   | 3.90     | 3.90    | 3.90    |
| P/B (lần)                 | 1.12   | 1.03   | 1.14     | 1.04    | 0.96    |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (29.2) | (21.7) | (1.20)   | 9.08    | (0.27)  |
| ROAE (%)                  | 17.2   | 12.6   | 13.7     | 13.7    | 12.5    |

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

## Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ định giá rẻ

HSC tăng bình quân 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 nhằm phản ánh tỷ suất lợi nhuận cao hơn do mức giảm của chi phí đầu vào chưa được chuyển hết sang khách hàng, trong khi việc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu trước khi mức thuế mới được công bố của các doanh nghiệp Việt Nam đã thúc đẩy nhu cầu cũng như việc kiểm soát chặt chẽ nguồn cung hơn cũng góp phần giảm áp lực dư thừa công suất. Mặc dù vậy, chúng tôi giảm 2,4% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 do kế hoạch đưa công suất mới vào vận hành có khả năng bị trì hoãn 9 tháng đến Q2/2028. DHC đang giao dịch ở mức định giá rất thấp với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,9 lần, thấp hơn nhiều so với mức bình quân 3 năm ở mức 11.1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới.

## Cập nhật tình hình cung cầu của ngành giấy

Theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), sản lượng tiêu thụ giấy bao bì năm 2024 đạt 5,6 triệu tấn, tăng 6,6% so với cùng kỳ. Theo đó, sản lượng xuất khẩu tăng 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 v.v. Đáng chú ý, tình trạng dư thừa công suất vẫn là mối lo ngại trong năm 2024, khi sản lượng đạt khoảng 6 triệu tấn, giảm 1,3% so với cùng kỳ dù công suất thiết kế đã được mở rộng nhờ bổ sung thêm công suất tại nhà máy Thuận An (tăng lên 750.000 tấn/năm từ 350.000 tấn/năm trong năm 2023). Điều này dẫn đến tỷ lệ tiêu thụ trên công suất thiết kế giảm xuống mức thấp kỷ lục 78% trong năm 2024, so với 80% trong năm 2023.

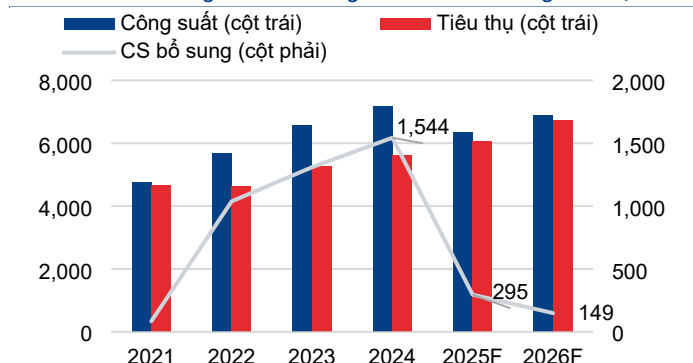
Về nguồn cung trong nước, chúng tôi lưu ý rằng có 158 trên tổng số 228 nhà máy giấy tại Phong Khê, tỉnh Bắc Ninh đã bị buộc phải ngừng hoạt động do các vấn đề liên quan đến môi trường, dẫn đến việc giảm sản lượng ước tính khoảng 1,5-2 triệu tấn giấy mỗi năm tính từ đầu năm nay. Đây được xem là một bước tiến tích cực trong việc giảm bớt tình trạng dư thừa công từ năm 2022. Ngoài ra, hiện tại chưa có kế hoạch xây nhà máy mới hoặc mở rộng công suất trong ngành giấy được công bố đến năm 2025.

Với việc cắt giảm công suất tại tỉnh Bắc Ninh, HSC dự báo tình trạng dư thừa công suất sẽ có khả năng được giải quyết hoàn toàn trong năm 2025, khi tỷ lệ tiêu thụ trên công suất được cải thiện lên mức 95%, so với mức thấp kỷ lục 78% trong năm 2024. Chúng tôi cũng dự báo công suất dư thừa trong năm 2025 và 2026 sẽ giảm mạnh, chỉ còn khoảng 295.000 tấn và 149.000 tấn lần lượt trong hai năm.

Cho năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ trong nước sẽ tăng 8% so với cùng kỳ, đạt 6,1 triệu tấn giấy bao bì, được hỗ trợ bởi mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng của Chính phủ ở mức khoảng 8%, với vai trò then chốt là sự cải thiện của nhu cầu tiêu dùng.

**Biểu đồ 1: Công suất bổ sung (nghìn tấn), Việt Nam**

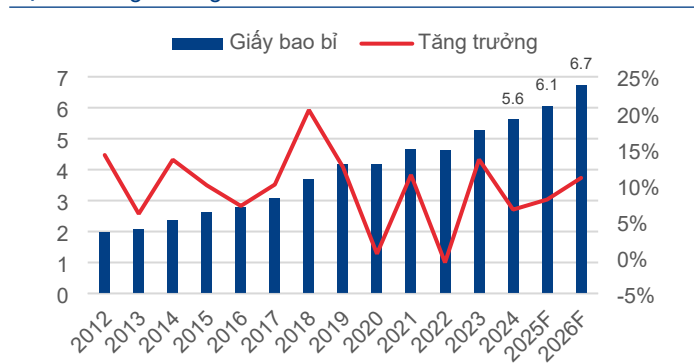
HSC ước tính công suất bổ sung năm 2025-2026 giảm mạnh



Nguồn: VPPA, HSC

**Biểu đồ 2: Nhu cầu giấy bao bì (triệu tấn), Việt Nam**

Dự báo tăng trưởng năm 2025-2026 là 8%/11%



Nguồn: VPPA, HSC

## Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Cho giai đoạn 2025-2027, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh tăng bình quân 5%, chủ yếu nhờ tác động tích cực của chi phí đầu vào thấp hơn (sau khi điều chỉnh giảm 4%) lớn hơn tác động tiêu cực từ giá bán bình quân thấp hơn (điều chỉnh giảm 2%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng 19%/9% trong năm 2025/2026, đạt lần lượt 287 tỷ đồng/313 tỷ đồng, trước khi đi ngang trong năm 2027 ở mức 312 tỷ đồng (sau khi điều chỉnh giảm 2,4%) do lùi thời điểm đưa công suất mới vào vận hành đến Q2/2028 (trễ ba quý).

### Bảng 3: Dự báo cũ và dự báo mới, DHC

HSC nâng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 trong khi hạ dự báo lợi nhuận cho năm 2027 do lùi thời điểm đưa công suất mới vào vận hành

| Tỷ đồng         | 2024  | Dự báo cũ |       |       | Dự báo mới |       |       | Tăng trưởng |       |        | Điều chỉnh |       |       |
|-----------------|-------|-----------|-------|-------|------------|-------|-------|-------------|-------|--------|------------|-------|-------|
|                 |       | 2025F     | 2026F | 2027F | 2025F      | 2026F | 2027F | 2025F       | 2026F | 2027F  | 2025F      | 2026F | 2027F |
| Doanh thu thuần | 3,597 | 3,656     | 3,830 | 4,741 | 3,632      | 3,774 | 3,843 | -0.7%       | -1.5% | -18.9% | 1.0%       | 3.9%  | 1.8%  |
| Lợi nhuận thuần | 242   | 260       | 289   | 320   | 287        | 313   | 312   | 10.4%       | 8.5%  | -2.4%  | 18.6%      | 9.1%  | -0.3% |

Nguồn: HSC

### Bảng 4: Giá định sản lượng tiêu thụ, DHC

Chúng tôi gần như giữ nguyên giá định sản lượng tiêu thụ năm 2025-2026, nhưng hạ với năm 2027 do lùi thời điểm đưa công suất mới vào vận hành

| Sản lượng tiêu thụ            | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sản lượng tiêu thụ giấy (tấn) | 306,363 | 306,288 | 303,038 | 303,038 |
| Thùng Carton (triệu thùng)    | 80      | 97      | 108     | 108     |

Nguồn: HSC

### Bảng 5: Giá bán bình quân và chi phí đầu vào qua các năm, DHC

Hạ ước tính giá OCC/giá bán bình quân năm 2025 lần lượt là 4%/2%

| USD/tấn           | 2024       | 2025F      | 2026F      | 2027F      |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| Giá OCC           | 170        | 162        | 164        | 165        |
| Giá bán bình quân | 351        | 357        | 364        | 372        |
| <b>Chênh lệch</b> | <b>181</b> | <b>195</b> | <b>200</b> | <b>206</b> |

Nguồn: HSC

### Bảng 6: Giá định tỷ suất lợi nhuận, DHC

Dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ hồi phục từ mức thấp năm 2024

|                         | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp   | 11.8% | 13.7% | 15.0% | 14.7% |
| Tỷ suất LNTT            | 7.8%  | 9.1%  | 10.2% | 10.0% |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần | 6.7%  | 7.9%  | 8.3%  | 8.1%  |

Nguồn: HSC

### Bảng 7: Tỷ lệ chi phí BH&QL/doanh thu, DHC

Giá định chi phí tăng trong giai đoạn 2025-2027

|                                    | 2024        | 2025F       | 2026F       | 2027F       |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Chi phí bán hàng/doanh thu         | 3.1%        | 3.2%        | 3.2%        | 3.2%        |
| Chi phí quản lý/doanh thu          | 1.1%        | 1.2%        | 1.2%        | 1.2%        |
| <b>Chi phí BH&amp;QL/doanh thu</b> | <b>4.2%</b> | <b>4.4%</b> | <b>4.4%</b> | <b>4.4%</b> |

Nguồn: HSC

## Các giả định chính

**Sản lượng tiêu thụ:** Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ giấy bao bì cho năm 2025-2026 lần lượt ở mức 306.288 và 303.038 tấn, trong khi giảm 17% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2027 do không có dòng sản phẩm mới nào được bổ sung khi công suất mới được đưa vào vận hành từ Q2/2028 (trễ 3 quý). Tuy nhiên, tình hình thiếu hụt công suất của phân khúc giấy bao bì sẽ tiếp diễn đến năm 2028 và trở về sau.

Đối với thùng carton, nhu cầu cải thiện khá tốt. Chúng tôi tăng 5% giả định sản lượng tiêu thụ lên 5%, tương ứng 97/108 triệu thùng trong năm 2025-2026, cao hơn so với 80 triệu thùng trong năm 2024. Đồng thời, chúng tôi giữ nguyên giả định cho năm 2027 ở mức 108 triệu thùng do nhà máy hoạt động ở mức công suất tối đa. Công ty có kế hoạch mở rộng công suất sản xuất cho mảng thùng carton, nhưng do thiếu thông tin nên chúng tôi chưa phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận.

**Giá bán bình quân và chi phí đầu vào:** HSC giảm bình quân 2% giả định giá bán bình quân xuống lần lượt 357/364/372 USD/tấn giấy bao bì cho các năm 2025/2026/2027. Đồng thời, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 4% chi phí giấy OCC đầu vào, xuống còn 162/164/165 USD/tấn. Chi phí đầu vào được điều chỉnh giảm chủ yếu nhờ chi phí vận tải thấp hơn so với trước đây, đa phần nhờ tình hình căng thẳng ở Biển Đỏ hạ nhiệt, cùng với việc tăng tỷ trọng nguồn cung trong nước (có chi phí thấp hơn), hiện chiếm 30% chi phí đầu vào (tăng từ mức 20%).

**Giả định tỷ suất lợi nhuận:** Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cho năm 2025/2026/2027 lần lượt lên 13,7%/15,0%/14,7% sau khi đạt mức thấp kỷ lục 11,8% trong năm 2024. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện đa phần nhờ công suất dư thừa tại thị trường trong nước giảm cùng với sự hỗ trợ trong ngắn hạn từ nhu cầu cao hơn khi các nhà xuất khẩu Việt Nam đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu trước thời hạn hoãn áp thuế 'đối ứng' 90 ngày kết thúc.

#### Cập nhật kế hoạch mở rộng công suất và nguồn vốn phát triển dự án

Chúng tôi cũng lưu ý rằng, tại ĐHCĐ được tổ chức vào đầu tháng 4/2025, DHC đã hủy kế hoạch phát hành quyền mua cổ phiếu (tỷ lệ 1:10 với mức giá 25.000đ/cp) và 3 triệu cổ phiếu ESOP cũng với mức giá 25.000đ/cp. Chúng tôi đã phản ánh các ước tính này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Trong khi đó, công suất và tổng vốn đầu tư của nhà máy mới – có tên là Giao Long 3 – cũng được điều chỉnh tăng lên lần lượt 390.000 tấn/năm (tăng 20% so với mục tiêu trước đó) và 2.250 tỷ đồng (so với kế hoạch trước đó là 1.800 tỷ đồng). Thời gian vận hành thương mại được điều chỉnh đến Q2/2028 từ nửa cuối năm 2027 (chậm 3 quý so với dự kiến ban đầu).

#### Bảng 8: Giả định nợ, DHC

Giả định DHC sẽ ở vị thế nợ thuần từ năm 2026 trở đi, do tài trợ vốn cho dự án Giao Long 3

| Tỷ đồng                 | 2024         | 2025F        | 2026F       | 2027F       |
|-------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Tổng nợ ngân hàng       | 768          | 877          | 1,198       | 2,118       |
| Nợ ngắn hạn             | 763          | 877          | 898         | 918         |
| Nợ dài hạn              | 6            | 0            | 300         | 1,200       |
| <b>Nợ thuần</b>         | <b>(137)</b> | <b>(212)</b> | <b>151</b>  | <b>798</b>  |
| Vốn CSH                 | 2,003        | 2,183        | 2,389       | 2,593       |
| <b>Nợ thuần/vốn CSH</b> | <b>-0.07</b> | <b>-0.10</b> | <b>0.06</b> | <b>0.31</b> |

Nguồn: HSC

Với những điều chỉnh trong tổng vốn đầu tư, chúng tôi tăng giả định nợ vay đối với DHC trong giai đoạn xây dựng nhà máy (2026-2028) Giao Long 3.

#### Giả định về EPS và cổ tức bằng tiền mặt

Với giả định số lượng cổ phiếu đang lưu hành không đổi do Công ty hủy kế hoạch phát hành quyền mua, HSC dự báo EPS năm 2025/2026/2027 lần lượt ở mức 2.912đ/3.176đ/3.168đ. Chúng tôi cũng dự báo mức cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu sẽ giảm xuống còn 1.000đ trong giai đoạn 2025-2027 (thấp hơn so với mức 2.000đ/cp trước đó) do kế hoạch phát hành quyền mua bị hủy và Công ty sẽ cần giữ lại nhiều lợi nhuận chưa phân phối hơn để tài trợ cho kế hoạch mở rộng công suất. Tuy nhiên, lợi suất cổ tức hằng năm trong giai đoạn này sẽ dao động trong khoảng 4%.

#### Định giá và khuyến nghị

HSC giảm 12% giá mục tiêu đối với DHC xuống còn 29.400đ (tiềm năng tăng giá 15%), do tác động tiêu cực của việc thay đổi các giả định định giá lớn hơn tác động tích cực từ việc đưa ra dự báo lợi nhuận mới và điều chỉnh thời điểm định giá thêm 6 tháng đến giữa năm 2026.

Chúng tôi tăng giả định WACC lên 11,3% (so với 9,8% trước đó) do tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ 7,5% (theo tiêu chuẩn 'nội bộ' mới) và tăng hệ số beta lên 1,2 lần (so với 1,1 lần trước đó, cập nhật từ Bloomberg). Đồng thời, chúng tôi giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn xuống 1% (so với 2% trước đó), nhằm phản ánh rủi ro bị ảnh hưởng cao hơn từ tình trạng dư thừa công suất của ngành và nhu cầu suy yếu kéo dài tại thị trường Trung Quốc. Những yếu tố này có thể làm gia tăng sự cạnh tranh tại thị trường Việt Nam, đặc biệt khi công ty FDI Trung Quốc tại Việt Nam gặp nhiều khó khăn trong việc xuất khẩu sản phẩm giấy vào thị trường Trung Quốc.

**Biểu đồ 9: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DHC**

Chi phí vốn CSH là: 14,7% so với mức 12,3%

| CAPM                       |              |
|----------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro        | 4.0%         |
| Phần bù rủi ro thị trường  | 8.75%        |
| Beta                       | 1.23         |
| <b>Chi phí vốn CSH</b>     | <b>14.7%</b> |
| Tính toán chi phí nợ       |              |
| Phần bù rủi ro tín dụng    | 2.0%         |
| Chi phí nợ                 | 6.0%         |
| Thuế suất                  | 12.7%        |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b> | <b>5.2%</b>  |

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Tính toán WACC, DHC**

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 11,3% từ mức 9,8%

|                          | Giá trị      |
|--------------------------|--------------|
| Vốn CSH / Tổng nguồn vốn | 64%          |
| Nợ / Tổng nguồn vốn      | 36%          |
| <b>WACC</b>              | <b>11.3%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 11: Tính toán FCFF, DHC**

Chúng tôi dự báo dòng tiền sẽ âm trong giai đoạn 2025–2027 do mở rộng công suất.

| Tỷ đồng                                 | 2024       | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Lợi nhuận thuần                         | 242        | 287          | 313          | 312          |
| + Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)      | 20         | 36           | 40           | 41           |
| + Khấu hao                              | 103        | 106          | 107          | 108          |
| - Thay đổi vốn lưu động                 | 233        | (109)        | (72)         | (155)        |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định        | (27)       | (653)        | (853)        | (827)        |
| <b>Dòng tiền tự do của doanh nghiệp</b> | <b>571</b> | <b>(333)</b> | <b>(465)</b> | <b>(522)</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 12: Định giá DCF, DHC**

Giá mục tiêu mới của DHC là 29.400 (tiềm năng tăng giá 15%)

| Năm                                                         | 2025F         | 2026F         | 2027F        | 2028F      | 2029F        |
|-------------------------------------------------------------|---------------|---------------|--------------|------------|--------------|
| Dòng tiền tự do của doanh nghiệp                            | (333)         | (465)         | (522)        | 303        | 488          |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)                              |               |               |              |            | 1.0%         |
| Giá trị dài hạn                                             |               |               |              |            | 4,797        |
| Dòng tiền tương lai                                         | (335)         | (465)         | (522)        | 303        | 5,286        |
| <b>Giá trị hiện tại</b>                                     |               | <b>(465)</b>  | <b>(469)</b> | <b>244</b> | <b>3,836</b> |
| Giá trị của doanh nghiệp                                    | <b>3,146</b>  |               |              |            |              |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn                      | (335)         |               |              |            |              |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn                        | 3,482         |               |              |            |              |
| - Tổng nợ                                                   | (1,198)       |               |              |            |              |
| + Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn        | 1,047         |               |              |            |              |
| <b>Giá trị của vốn CSH</b>                                  | <b>2,995</b>  |               |              |            |              |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)                     | 96.6          |               |              |            |              |
| <b>Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp), cuối năm 2026</b> |               | <b>31,011</b> |              |            |              |
| <b>Giá mục tiêu giữa năm 2026</b>                           | <b>29,398</b> |               |              |            |              |
| Thị giá hiện tại                                            | 25,650        |               |              |            |              |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b>                                   | <b>14.6%</b>  |               |              |            |              |

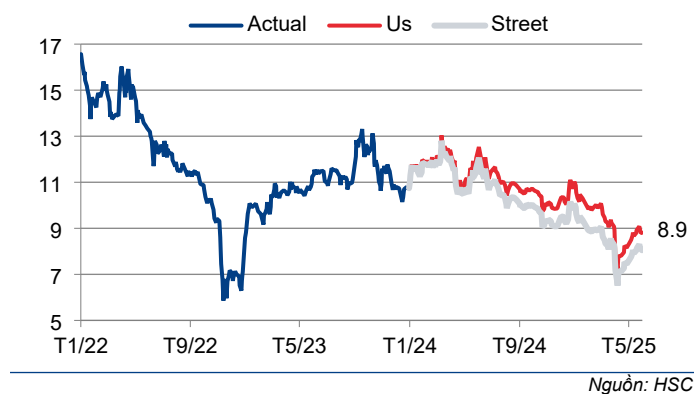
Nguồn: HSC

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, DHC đang giao dịch với P/E trượt dốc phóng 1 năm là 8,9 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 11,1 lần. Công ty đang hưởng lợi trong ngắn hạn từ hoạt động tích trữ hàng trước khi mức thuế mới được công bố, cùng với tình trạng nguồn cung trong nước bị siết chặt tại thị trường trong nước. Tuy nhiên, tình trạng thiếu hụt công suất sản xuất đang kìm hãm triển vọng lợi nhuận đến năm 2028, thời gian dự án Giao Long 3 đi vào hoạt động, bổ sung 390.000 tấn giấy bao bì cao cấp mỗi năm (tăng 129%). Điều này sẽ cải thiện đáng kể triển vọng lợi nhuận của DHC. Duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ định giá thấp.

**Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHC**

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



**Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn, DHC**

... so với bình quân 3 năm ở mức 11,1 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      | 3,632      | 3,774      | 3,843      |
| Lợi nhuận gộp                       | 504        | 426        | 499        | 565        | 565        |
| Chi phí BH&QL                       | (146)      | (152)      | (160)      | (166)      | (169)      |
| Thu nhập khác                       | -          | -          | -          | -          | -          |
| Chi phí khác                        | -          | -          | -          | -          | -          |
| <b>EBIT</b>                         | <b>358</b> | <b>274</b> | <b>339</b> | <b>399</b> | <b>396</b> |
| Lãi vay thuần                       | (8.99)     | (4.12)     | (18.3)     | (23.0)     | (20.7)     |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 1.89       | 1.64       | 0          | 0          | 0          |
| Lợi nhuận khác                      | -          | -          | -          | -          | -          |
| LN không thường xuyên               | 7.55       | 8.13       | 8.21       | 8.53       | 8.69       |
| <b>LNTT</b>                         | <b>358</b> | <b>279</b> | <b>329</b> | <b>385</b> | <b>384</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (49.0)     | (37.0)     | (41.8)     | (71.6)     | (71.4)     |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | 0          | (0.13)     | 0          | 0          | 0          |
| LNST không thường xuyên             | -          | -          | -          | -          | -          |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>309</b> | <b>242</b> | <b>287</b> | <b>313</b> | <b>312</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>303</b> | <b>237</b> | <b>281</b> | <b>307</b> | <b>306</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>460</b> | <b>274</b> | <b>445</b> | <b>506</b> | <b>504</b> |
| EPS (đồng)                          | 3,840      | 3,007      | 2,971      | 3,241      | 3,232      |
| EPS ĐC (đồng)                       | 3,763      | 2,947      | 2,912      | 3,176      | 3,168      |
| DPS (đồng)                          | 2,000      | 1,000      | 1,000      | 1,000      | 1,000      |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 80.5       | 80.5       | 96.6       | 96.6       | 96.6       |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 80.5       | 80.5       | 96.6       | 96.6       | 96.6       |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 80.5       | 80.5       | 96.6       | 96.6       | 96.6       |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F       | 12-26F       | 12-27F       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 247          | 571          | 690          | 947          | 1,220        |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 101          | 334          | 400          | 100          | 100          |
| Phải thu khách hàng             | 894          | 745          | 799          | 868          | 922          |
| Hàng tồn kho                    | 504          | 520          | 533          | 546          | 656          |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 38.7         | 11.6         | 43.6         | 45.3         | 46.1         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>1,785</b> | <b>2,182</b> | <b>2,465</b> | <b>2,506</b> | <b>2,944</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 1,087        | 1,010        | 972          | 1,465        | 2,157        |
| 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         | 22.3         | 24.4         | 26.9         |
| 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         | 5.28         | 5.48         | 5.58         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>1,130</b> | <b>1,058</b> | <b>1,006</b> | <b>1,501</b> | <b>2,196</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>2,915</b> | <b>3,240</b> | <b>3,471</b> | <b>4,008</b> | <b>5,140</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 702          | 763          | 877          | 898          | 918          |
| Phải trả người bán              | 303          | 403          | 407          | 417          | 426          |
| Nợ ngắn hạn khác                | 43.0         | 39.0         | 2.85         | 2.85         | 2.85         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>1,062</b> | <b>1,232</b> | <b>1,288</b> | <b>1,319</b> | <b>1,347</b> |
| 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            |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>0.70</b>  | <b>5.50</b>  | <b>0</b>     | <b>300</b>   | <b>1,200</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>1,063</b> | <b>1,237</b> | <b>1,288</b> | <b>1,619</b> | <b>2,547</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 1,849        | 2,001        | 2,180        | 2,386        | 2,590        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 3.02         | 2.21         | 3.02         | 3.02         | 3.02         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>1,852</b> | <b>2,003</b> | <b>2,183</b> | <b>2,389</b> | <b>2,593</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>2,915</b> | <b>3,240</b> | <b>3,471</b> | <b>4,008</b> | <b>5,140</b> |
| BVPS (đ)                        | 22,969       | 24,858       | 22,574       | 24,704       | 26,816       |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 455          | 198          | 188          | 251          | 898          |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A        | 12-24A        | 12-25F       | 12-26F       | 12-27F       |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| EBIT                                       | 358           | 274           | 339          | 399          | 396          |
| Khấu hao                                   | (102)         | 0             | (106)        | (107)        | (108)        |
| Lãi vay thuần                              | (8.99)        | (4.12)        | (18.3)       | (23.0)       | (20.7)       |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (57.2)        | 0             | (41.8)       | (71.6)       | (71.4)       |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (188)         | 0             | (150)        | (121)        | (205)        |
| Khác                                       | (6.79)        | 360           | (10.1)       | (14.4)       | (12.0)       |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>242</b>    | <b>657</b>    | <b>284</b>   | <b>348</b>   | <b>265</b>   |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (88.1)        | (68.9)        | (653)        | (853)        | (827)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | (98.3)        | (369)         | (45.9)       | 321          | 23.7         |
| Thanh lý                                   | 21.0          | 124           | 0            | 0            | 0            |
| Khác                                       | 0             | 0             | 0            | 0            | 0            |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(165)</b>  | <b>(313)</b>  | <b>(698)</b> | <b>(532)</b> | <b>(804)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (201)         | (83.0)        | (96.6)       | (96.6)       | (96.6)       |
| Thu từ phát hành CP                        | 0.03          | 3.03          | 161          | 0            | 0            |
| Tăng/giảm nợ                               | 183           | 66.6          | 469          | 538          | 908          |
| Khác                                       | -             | -             | -            | -            | -            |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(17.8)</b> | <b>(13.3)</b> | <b>533</b>   | <b>441</b>   | <b>811</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 189           | 247           | 571          | 690          | 947          |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>58.6</b>   | <b>331</b>    | <b>119</b>   | <b>258</b>   | <b>273</b>   |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | (0.56)        | (6.97)        | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>247</b>    | <b>571</b>    | <b>690</b>   | <b>947</b>   | <b>1,220</b> |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>154</b>    | <b>588</b>    | <b>(369)</b> | <b>(505)</b> | <b>(562)</b> |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 15.5   | 11.8   | 13.7   | 15.0   | 14.7   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 14.1   | 7.61   | 12.3   | 13.4   | 13.1   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 9.48   | 6.73   | 7.90   | 8.30   | 8.12   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 13.7   | 13.3   | 12.7   | 18.6   | 18.6   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (17.2) | 10.4   | 0.99   | 3.91   | 1.83   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (17.0) | (40.5) | 62.7   | 13.8   | (0.46) |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (18.5) | (21.7) | 18.6   | 9.08   | (0.27) |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (29.2) | (21.7) | (1.20) | 9.08   | (0.27) |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (29.2) | (21.7) | (1.20) | 9.08   | (0.27) |
| Tăng trưởng DPS (%)       | (20.0) | (50.0) | 0      | 0      | 0      |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 52.1   | 33.3   | 33.7   | 30.9   | 30.9   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 17.2   | 12.6   | 13.7   | 13.7   | 12.5   |
| ROACE (%)                 | 19.8   | 14.2   | 16.2   | 16.4   | 12.2   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 1.12   | 1.17   | 1.08   | 1.01   | 0.84   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 0.68   | 2.40   | 0.84   | 0.87   | 0.67   |
| Số ngày tồn kho           | 66.8   | 59.9   | 62.0   | 62.1   | 73.0   |
| Số ngày phải thu          | 118    | 85.8   | 93.1   | 98.7   | 103    |
| Số ngày phải trả          | 40.1   | 46.4   | 47.5   | 47.4   | 47.5   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 25.0   | 10.7   | 8.61   | 10.5   | 34.7   |
| Nợ/tài sản (%)            | 24.3   | 24.2   | 25.3   | 29.9   | 41.2   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 39.8   | 66.4   | 18.5   | 17.4   | 19.1   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 1.54   | 2.87   | 1.97   | 2.37   | 4.20   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.68   | 1.77   | 1.91   | 1.90   | 2.19   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 0.80   | 0.72   | 0.84   | 0.75   | 0.91   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.70   | 9.50   | 6.90   | 5.59   | 6.90   |
| P/E (lần)                 | 6.68   | 8.53   | 8.63   | 7.91   | 7.94   |
| P/E ĐC (lần)              | 6.82   | 8.70   | 8.81   | 8.08   | 8.10   |
| P/B (lần)                 | 1.12   | 1.03   | 1.14   | 1.04   | 0.96   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 7.80   | 3.90   | 3.90   | 3.90   | 3.90   |

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)