

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

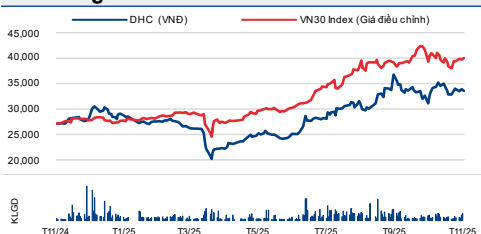
Giá mục tiêu: VNĐ41,100 (từ VNĐ40,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	33,550
Mã Bloomberg	DHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,156-36,767
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	33,730
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,241
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	123
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)	13.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	35.7%
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	3.41	9.12	23.8
So với chỉ số	4.28	7.69	(16.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,689	3,215	14.7
2026F	3,820	3,668	4.1
2027F	4,193	3,972	5.6

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

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ giá bán bình quân cao và định giá thấp

- HSC nâng khuyến nghị đối với DHC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 2% giá mục tiêu lên 41.100đ (tiềm năng tăng giá 22,5%) dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận do tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn kỳ vọng và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng đến cuối năm 2026.
- Chúng tôi tăng bình quân 3,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, cho thấy mức tăng trưởng 50% trong năm 2025 (lên 364 tỷ đồng), 4% trong năm 2026 (lên 377 tỷ đồng) và 10% trong năm 2027 (lên 413 tỷ đồng), tương đương tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm là 19,5%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 8% so với chỉ số VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,3 lần, mức định giá tương đối rẻ. Mức tăng trưởng dự kiến 115% của lợi nhuận thuần trong Q4/2025 sẽ là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.

Sự kiện: Giá giấy bao bì tiếp tục tăng do nhu cầu cải thiện mạnh

Theo quan sát của chúng tôi, giá giấy bao bì toàn cầu và trong nước sẽ tiếp tục tăng mạnh trong Q4/2025, với mức tăng dự kiến là 6% so với quý trước. Xu hướng tích cực này được thúc đẩy bởi hai yếu tố thuận lợi: Nhu cầu trong nước cải thiện nhờ tình hình xuất khẩu của Việt Nam hồi phục và việc cắt giảm công suất dư thừa thông qua chiến dịch chống dư thừa công suất của Trung Quốc và chi phí đầu vào tăng cao tại thị trường này. Những yếu tố trên cho thấy KQKD Q4/2025 của DHC dự kiến sẽ vững chắc, bất chấp tình trạng hạn chế về công suất.

Tác động: Tăng 4% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

Nhằm phản ánh môi trường kinh doanh thuận lợi, HSC tăng bình quân 3,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, dự kiến tăng trưởng 50%/4%/10% lên lần lượt 364 tỷ đồng/377 tỷ đồng/413 tỷ đồng lần lượt trong 3 năm.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2025 sẽ đạt mức cao kỷ lục 105 tỷ đồng (tăng 115% so với cùng kỳ), nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện vượt bậc. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh nhờ giá bán bình quân tăng trong khi giá nguyên vật liệu đầu vào vẫn ổn định. Mặc dù tình trạng hạn chế về công suất làm doanh thu tăng chậm lại, mức tỷ suất lợi nhuận này đảm bảo Q4/2025 sẽ là quý có lợi nhuận cao nhất trong hơn ba năm qua.

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 19,5%.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng nhẹ 2% giá mục tiêu lên 41.400đ (tiềm năng tăng giá 22,5%), sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá 6 tháng đến cuối năm 2026.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn chỉ số VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,3 lần. Cổ phiếu đang được định giá rẻ, dựa trên các yếu tố nền tảng được cải thiện nhờ: cắt giảm công suất dư thừa ở cả Việt Nam và Trung Quốc, nhu cầu cải thiện khi điều kiện kinh tế vĩ mô của Việt Nam cải thiện và tình hình xuất khẩu phục hồi. Mặc dù tình trạng thiếu hụt công suất dự kiến vẫn còn trong năm 2026, mức đóng góp của nhà máy Giao Long 3 từ năm 2027 sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn. Nâng khuyến nghị lên Mua vào.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	460	274	509	572	747
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	309	242	364 ▲	377	413
EPS ĐC (đồng)	3,763	2,947	3,689 ▲	3,820	4,193
DPS (đồng)	2,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	22,969	24,858	23,336	26,101	29,220
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.09	11.8	7.37	7.59	6.32
P/E ĐC (lần)	8.92	11.4	9.10	8.78	8.00
Lợi suất cổ tức (%)	5.96	2.98	2.98	2.98	2.98
P/B (lần)	1.46	1.35	1.44	1.29	1.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.2)	(21.7)	25.2	3.57	9.76
ROAE (%)	17.2	12.6	17.1	15.8	15.5

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

Triển vọng tươi sáng nhờ thay đổi cơ cấu nguồn cung; Mua vào

Công suất dư thừa của ngành giấy bao bì giảm trên phạm vi toàn cầu và nhu cầu được cải thiện tại Việt Nam đang thúc đẩy giá bán bình quân và cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho DHC. Bất chấp tình trạng hạn chế về công suất trong năm 2025-2026, tỷ suất lợi nhuận cải thiện sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng trong ngắn hạn. Nhà máy Giao Long 3 (bổ sung 108% công suất) sẽ đóng vai trò như động lực tăng trưởng chính từ nửa cuối năm 2027 trở đi. Chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 3,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, cho thấy mức tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR 3 năm là 19,5%. Do được định giá thấp, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DHC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với giá mục tiêu mới là 41.100đ (tiềm năng tăng 22,5%).

Các yếu tố thuận lợi hỗ trợ giá bán bình quân và mở rộng tỷ suất lợi nhuận

Giá bán và tỷ suất lợi nhuận giấy bao bì được hỗ trợ tích cực từ một số yếu tố tích cực ở cả thị trường toàn cầu (Trung Quốc) và trong nước (Việt Nam):

Trung Quốc: Nguồn cung được siết chặt và nhu cầu cải thiện - Giá bán trên thị trường bắt đầu cải thiện mạnh từ khi chiến dịch chống dư thừa công suất (chống cạnh tranh nội bộ) của Trung Quốc được triển khai vào tháng 7.

- **Áp lực chi phí đầu vào:** Gần đây, giá giấy phế liệu tại Trung Quốc tiếp tục tăng, đẩy giá giấy bao bì tăng cao do nguồn cung giấy phế liệu phục hồi chậm nên nguồn cung đầu vào bị hạn chế. Xin lưu ý, Trung Quốc kiểm soát nghiêm ngặt hoạt nhập khẩu giấy phế liệu nên khiến chi phí đầu để sản xuất giấy bao bì tương đối đắt hơn so với các nơi khác.
- **Nhu cầu có xu hướng tăng mạnh:** Nhu cầu tăng cao là do xuất hiện nhiều lễ hội thương mại điện tử và các chương trình khuyến mãi cuối năm, dẫn đến giá giấy phế liệu thiết lập mức cao mới trong năm.

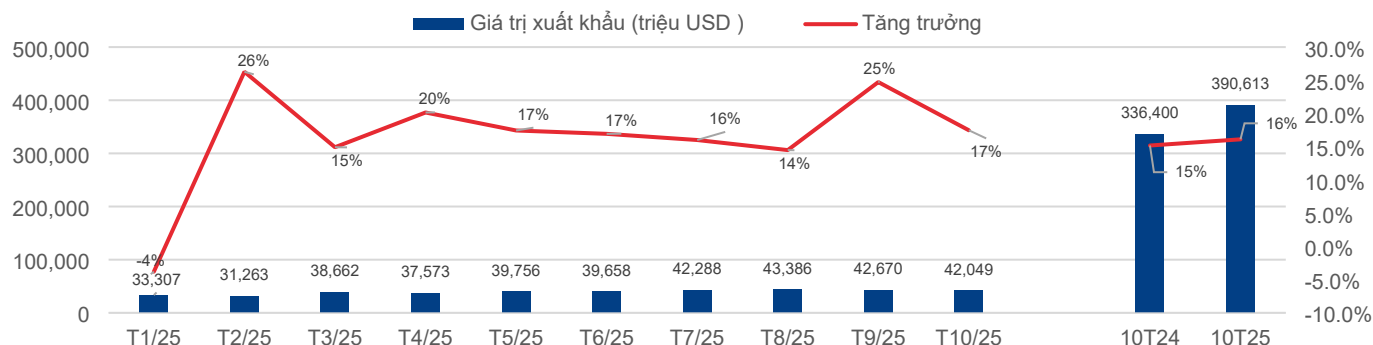
Việt Nam: Việc cắt giảm công suất và nhu cầu phục hồi: Các động lực tăng trưởng tại thị trường Việt Nam cũng rất thuận lợi:

- **Tình trạng dư thừa công suất giảm:** Lượng công suất dư thừa trong nước đã giảm đáng kể trong năm 2025, nhờ nhu cầu cải thiện (cả trong nước và xuất khẩu) và việc cắt giảm công suất ở miền Bắc Việt Nam trong năm 2024 do lo ngại về môi trường.
- **Xuất khẩu phục hồi:** Hoạt động xuất khẩu đã tích cực thúc đẩy nhu cầu giấy bao bì của Việt Nam trong 10 tháng đầu năm 2025 khi tổng kim ngạch xuất khẩu cải thiện 16% so với cùng kỳ lên 391 tỷ USD. Quan trọng hơn hết, nhu cầu thị trường của các công ty FDI Trung Quốc hoạt động tại Việt Nam đã thay đổi:

Trong năm 2024, đối mặt với nhu cầu trong nước suy yếu tại Trung Quốc, các công ty này đã bán phá giá sản phẩm sang thị trường Việt Nam. Trong năm 2025, khi nhu cầu và giá cả cải thiện ở Trung Quốc, các công ty này đã bắt đầu xuất khẩu trở lại Trung Quốc, làm giảm áp lực dư thừa nguồn cung tại Việt Nam.

Biểu đồ 1: Giá trị xuất khẩu (triệu USD), Việt Nam

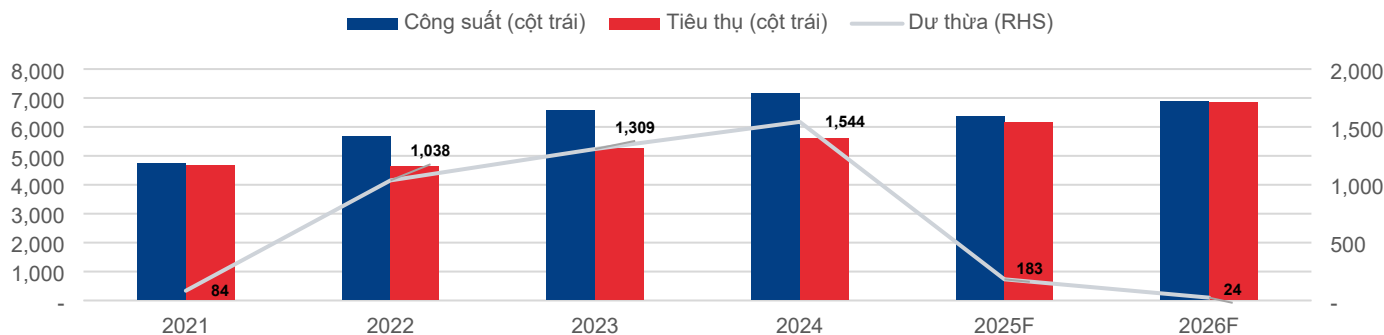
Xuất khẩu duy trì ổn định bất chấp thuế 'đối ứng', nhờ vị thế cạnh tranh của Việt Nam so với các nước trong khu vực



Nguồn: NSO, HSC

Biểu đồ 2: Công suất giấy bao bì dư thừa (nghìn tấn), Việt Nam

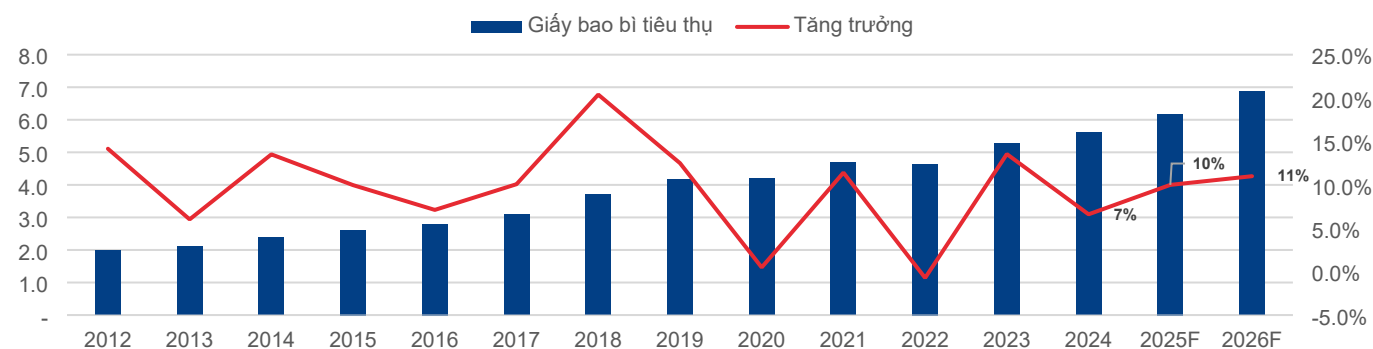
Chúng tôi giả định rằng sẽ không còn tình trạng dư thừa công suất trong năm 2026, giảm mạnh so với mức dư thừa 1,5 triệu tấn trong năm 2024



Nguồn: HSC

Biểu đồ 3: Mức độ tiêu thụ giấy bao bì (triệu tấn), Việt Nam

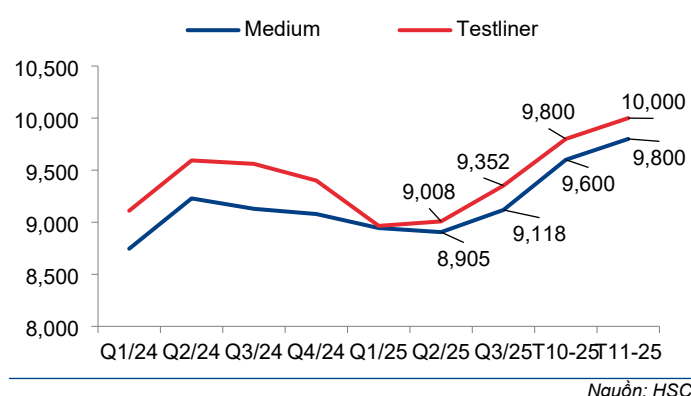
Chúng tôi dự báo mức tiêu thụ giấy bao bì tại Việt Nam tăng trưởng lần lượt 10% và 11% trong năm 2025/2026



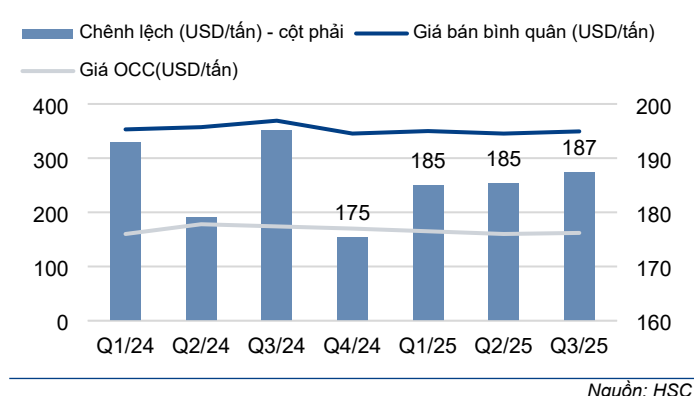
Nguồn: HSC

Biểu đồ 4: Giá bán bình quân (đồng/kg), DHC

Tăng mạnh so với Q2/2025


Biểu đồ 5: Chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá nguyên liệu đầu vào, DHC

Đã cải thiện qua 4 quý vừa qua



Triển vọng tỷ suất lợi nhuận: Khoảng cách chi phí đầu vào và giá thành phẩm mở rộng

Nhìn chung, giá bán bình quân của giấy bao bì đã cải thiện lên 10.000đ/kg đối với giấy testliner và 9.800đ/kg đối với giấy Medium trong tháng 11/2025 (so với 9.352đ/kg và 9.118đ/kg trong Q3/2025). Xu hướng tăng giá dự kiến sẽ tích cực hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận và khả năng sinh lời trong Q4/2025 và năm 2026.

- **Chi phí đầu vào ổn định:** Giá giấy OCC nhập khẩu vẫn ổn định ở mức 160 USD/tấn (từ châu Âu) và nguồn nhập khẩu đóng góp khoảng 70-80% nhu cầu nguyên liệu đầu vào của DHC. Giá giấy phế liệu trong nước đã giảm xuống 4.200đ/kg (so với 4.500đ/kg trong 6 tháng đầu năm 2025).
- **Tỷ suất lợi nhuận cải thiện:** Nhờ tác động tổng hợp của giá bán bình quân cao hơn và chi phí đầu vào ổn định/thấp hơn, khoảng cách giữa giá bán bình quân và chi phí đầu vào tiếp tục mở rộng, giúp cải thiện hơn nữa tỷ suất lợi nhuận trong Q4/2025 và có khả năng trong cả năm 2026 (Biểu đồ 4-5).

Cập nhật kế hoạch mở rộng công suất

Nhà máy Giao Long 3

DHC đang gấp rút triển khai dự án Giao Long 3. Công ty dự kiến sẽ nhận được phê duyệt đánh giá tác động môi trường trong Q4/2025. Sau đó, giấy phép xây dựng và phê duyệt thiết kế phòng cháy chữa cháy dự kiến sẽ được cấp trong vòng một tháng sau đó.

Lộ trình xây dựng và vận hành như sau:

- **Bắt đầu xây dựng:** đầu năm 2026
- **Hoàn tất công tác xây dựng:** Q1/2027
- **Đóng góp thương mại:** dự kiến từ nửa cuối năm 2027 trở đi, sau khoảng ba tháng vận hành thử nghiệm.

Dự án mở rộng này, với tổng vốn đầu tư 2.250 tỷ đồng (35% vốn chủ sở hữu và 65% vốn vay ngân hàng), được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đáng kể sản lượng của DHC. Theo đó, công suất thiết kế của công ty sẽ tăng 108% lên tổng cộng 693.828 tấn/năm.

Đáng chú ý, DHC cũng có kế hoạch mở rộng công suất sản xuất thùng carton, do nhu cầu phục hồi mạnh. Lưu ý, DHC có công suất thiết kế 108 triệu thùng, bao gồm 48 triệu thùng tại nhà máy bao bì số 2 (công suất hoạt động gần 100%) và 60 triệu thùng tại nhà máy bao bì Bến Tre (công suất hoạt động khoảng 85-86%). Chi tiết như sau:

Kế hoạch mở rộng công suất sản xuất thùng carton

Nhà máy bao bì Bến Tre sẽ mở rộng gấp đôi công suất, bổ sung thêm 60 triệu thùng/năm, nâng tổng công suất nhà máy này lên 120 triệu thùng/năm. Ước tính vốn

đầu tư khoảng 120 tỷ đồng (30% vốn chủ sở hữu và 70% vốn vay ngân hàng), và dự kiến sẽ bổ sung 450 tỷ đồng doanh thu sau khi hoàn thành. Dự án sẽ khởi công vào đầu năm 2026 và dự kiến vận hành thương mại vào Q4/2026 hoặc Q1/2027.

Nhà máy bao bì Đông Hải mới: Dự án có tổng vốn đầu tư khoảng 350 tỷ đồng (30% vốn chủ sở hữu và 70% vốn vay ngân hàng), bổ sung thêm 120 triệu thùng/năm, dự kiến đạt doanh thu 1.000 tỷ đồng sau khi hoàn thành. Công tác xây dựng dự kiến sẽ bắt đầu từ Q2/2026. Nhà máy sẽ được vận hành thương mại vào năm 2027, DHC có kế hoạch chuyển thiết bị từ Nhà máy Bao bì số 2 sang nhà máy bao bì Đông Hải mới hoặc có thể sẽ thanh lý. Đồng thời, địa điểm Nhà máy số 2 ban đầu sẽ được tái sử dụng để làm kho cho các nhà máy giấy bao bì Giao Long 1 và 2.

Điều này cho thấy, một khi hai dự án này hoàn thành, công suất sản xuất thùng carton của DHC sẽ đạt trên 240 triệu thùng, cao hơn so với công suất thiết kế hiện tại là 108 triệu thùng. Lưu ý rằng, chúng tôi đã phản ánh nhà máy Giao Long 3 vào mô hình dự báo lợi nhuận trong khi nhà máy bao bì mới chưa được phản ánh vào mô hình dự báo do thiếu thông tin chi tiết.

Bảng 6: Công suất giấy bao bì (tấn/năm), DHC

Bổ sung công suất mới từ 6 tháng cuối năm 2027 trở đi

Công suất giấy	Cuối 2025	Cuối 2027	% tăng
Giao Long 1	70,290	70,290	
Giao Long 2	263,538	263,538	
Giao Long 3	0	360,000	
Tổng công suất	333,828	693,828	108%

Nguồn: DHC, HSC

Bảng 7: Công suất thùng carton (triệu thùng/năm), DHC

Bổ sung thêm một nhà máy mới từ 2027 trở đi

Công suất thùng carton	Cuối 2025	Cuối 2027	% tăng
Nhà máy bao bì số 2	48	48	0
Nhà máy bao bì Bến Tre	60	120	120
Nhà máy bao bì Đông Hải	0	0	120
Tổng công suất	108	168	240

Nguồn: DHC, HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2025-2027

Nhằm phản ánh tỷ suất lợi nhuận cao hơn một chút so với kỳ vọng, HSC tăng 3,5% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 trong khi đa phần giữ nguyên dự báo doanh thu. Các giả định chính như sau:

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận, DHC

Nâng bình quân 3,5 % dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

		Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Tỷ đồng	2024												
Doanh thu thuần	3,597	3,723	3,849	4,759	3,723	3,849	4,759	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	3.4%	23.6%
Lợi nhuận thuần	242	345	370	400	364	377	413	5.3%	1.8%	3.4%	50.2%	3.6%	9.8%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, DHC

Thùng carton là trụ cột chính thúc đẩy doanh thu

Doanh thu	2024	2025F	2026F	2027F
Giấy bao bì	2,743	2,843	2,914	3,814
Thùng carton	681	880	936	945
Doanh thu khác	172	0	0	0
Doanh thu thuần	3,596	3,723	3,849	4,759

Nguồn: HSC

Bảng 10: Giả định tỷ suất lợi nhuận, DHC

Tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ giá bán bình quân tăng và chi phí đầu vào ổn định

Tỷ suất lợi nhuận	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.8%	15.3%	16.6%	15.3%
Tỷ suất LNTT	7.8%	11.4%	12.1%	10.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.7%	9.8%	9.8%	8.7%

Nguồn: HSC

Chúng tôi dự báo doanh thu tăng trưởng khá khiêm tốn, đạt 3,7-3,8 nghìn tỷ đồng cho năm 2025-2026, chủ yếu do thiếu hụt công suất như đã đề cập ở phần trên. Ngược lại, lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 được dự báo tăng trưởng lần lượt 50% và 4%, đạt 364 tỷ đồng và 377 tỷ đồng. Mức tăng trưởng lợi nhuận trong 2 năm không giống nhau chủ yếu là do sự khác biệt trong dự báo về mức độ mở rộng khoảng cách chênh lệch giữa giá bán bình quân và giá OCC.

Dự báo mới cho năm 2025 của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2025 đạt 105 tỷ đồng (tăng 115% so với cùng kỳ), quý có lợi nhuận cao nhất trong hơn ba năm qua, nhờ tỷ suất lợi nhuận tăng đột biến. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện mạnh nhờ giá bán bình quân tăng trong khi giá nguyên vật liệu đầu vào vẫn ổn định. Mặc dù tình trạng hạn

chế về công suất làm doanh thu tăng chậm lại, mức tỷ suất lợi nhuận này đảm bảo Q4/2025 sẽ là quý có lợi nhuận cao nhất trong hơn ba năm qua.

Cho năm 2027, HSC dự báo doanh thu đạt 4,7 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức tăng trưởng 24%, nhờ đóng góp từ nhà máy Giao Long 3. Nhà máy này dự kiến sẽ bắt đầu vận hành chính thức vào nửa cuối năm 2027. Mặc dù tăng mạnh dự báo doanh thu nhưng chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần chỉ tăng 10% so với cùng kỳ (điều chỉnh tăng 3%) đạt 413 tỷ đồng, do áp lực tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn đến từ chi phí khấu hao mới và chi phí lãi vay không được vốn hóa, bắt đầu ghi nhận từ nửa cuối năm 2027. Tuy nhiên, trong dài hạn hơn (giai đoạn 2027–2030), HSC dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh với tốc độ CAGR đạt 28,3%, nhờ công suất hoạt động cải thiện.

Tăng 2% giá mục tiêu lên 41.100đ (tiềm năng tăng giá 22,5%); nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC điều chỉnh tăng 2% giá mục tiêu đối với DHC lên 40.100đ (tiềm năng tăng giá 22,5%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận. Trong khi chúng tôi giữ nguyên giả định WACC không ở mức 11,3% dựa trên hệ số beta không đổi là 1,2 lần, với các giả định chính sau:

- Điều chỉnh tăng 3,5% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027.
- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.

Bảng 11: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DHC

CSH và chi phí nợ không đổi ở mức 14,5% và 5,2%

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	1.20
Chi phí vốn CSH	14.5%
Tính toán chi phí nợ	
Chi phí nợ	6.0%
Thuế suất	14.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.2%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Tính toán WACC, DHC

Cơ cấu nguồn vốn dẫn đến WACC là 11,3%

	Value
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	66%
Nợ / Tổng nguồn vốn	34%
WACC	11.3%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Tính toán FCFF, DHC

Dự báo dòng tiền sẽ đảo chiều dương từ năm 2028 trở đi khi khoản đầu tư mới hoàn thành

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	364	377	413	538	756
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	29	36	71	134	120
+ Khấu hao	106	107	241	285	287
- Thay đổi vốn lưu động	(98)	(62)	(185)	(300)	(312)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(103)	(1,553)	(743)	(121)	(122)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	297	(1,095)	(202)	537	730

Nguồn: HSC

Bảng 14: Định giá DCF, DHC

Giá mục tiêu mới tăng 2% lên 40.400đ (tiềm năng tăng giá 22,5%)

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	297	(1,095)	(202)	537	730
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)					1.0%
Giá trị dài hạn				0	7,147
Dòng tiền tương lai	297	(1,095)	(202)	537	7,878
Giá trị hiện tại		(1,095)	(182)	433	5,710
Giá trị của doanh nghiệp		4,867			
Giá trị dài hạn		5,222			
Giá trị giai đoạn 2026-2029		(355)			
- Tổng nợ		(1,499)			
Giá trị của vốn CSH		3,970			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		96.6			
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp), cuối năm 2026		41,104			

Nguồn: HSC

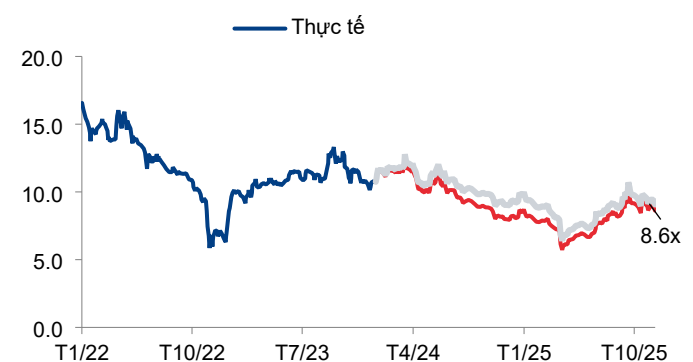
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 8% so với chỉ số VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,3 lần.

Các yếu tố thuận lợi trong ngắn hạn có thể sẽ hỗ trợ đà tăng trưởng lợi nhuận của công ty, trước khi công suất mới được đưa vào vận hành từ nửa cuối năm 2027. Trong dài hạn, kế hoạch bổ sung công suất mới được tính toán một cách chiến lược để phù hợp với quy định mới được đề xuất của Việt Nam nhằm dần dần cấm các sản phẩm nhựa dùng một lần, có hiệu lực từ tháng 10/2025. Quy định này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm giấy bao bì trong dài hạn, mang lại cho DHC vị thế tốt để hưởng lợi lớn từ xu hướng này. Cùng với mức định giá thấp, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DHC lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với giá mục tiêu mới là 41.100đ (tiềm năng tăng 22,5%).

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

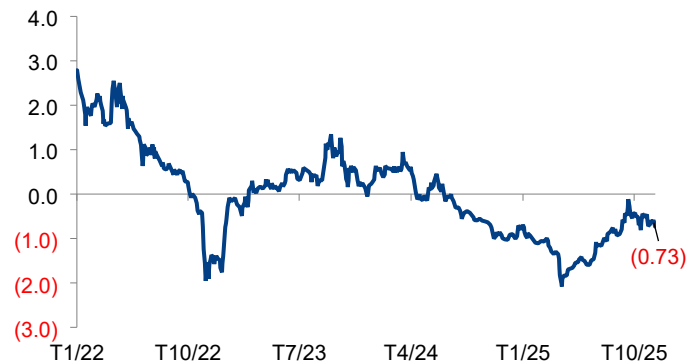
DHC hiện giao dịch tại P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với bình quân P/E, DHC

...rẻ hơn so với bình quân 3 năm ở mức 10,3 lần



Nguồn: HSC

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	3,723	3,849	4,759
Lợi nhuận gộp	504	426	570	638	729
Chi phí BH&QL	(146)	(152)	(168)	(173)	(224)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	358	274	402	465	506
Lãi vay thuần	(8.99)	(4.12)	12.0	(8.78)	(41.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.89	1.64	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	7.55	8.13	8.42	8.70	10.8
LNTT	358	279	423	465	476
Chi phí thuế TNDN	(49.0)	(37.0)	(59.2)	(88.3)	(62.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	(0.13)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	309	242	364	377	413
Lợi nhuận thuần ĐC	303	237	356	369	405
EBITDA ĐC	460	274	509	572	747
EPS (đồng)	3,840	3,007	3,764	3,898	4,279
EPS ĐC (đồng)	3,763	2,947	3,689	3,820	4,193
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	782	503	1,252
Đầu tư ngắn hạn	101	334	400	100	100
Phải thu khách hàng	894	745	819	847	999
Hàng tồn kho	504	520	505	546	685
Các tài sản ngắn hạn khác	38.7	11.6	44.7	46.2	57.1
Tổng tài sản ngắn hạn	1,785	2,182	2,550	2,041	3,094
TSCĐ hữu hình	1,087	1,010	972	2,365	2,840
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	22.9	24.9	33.4
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	5.41	5.59	6.91
Tổng tài sản dài hạn	1,130	1,058	1,007	2,402	2,886
Tổng cộng tài sản	2,915	3,240	3,557	4,443	5,980
Nợ ngắn hạn	702	763	883	899	1,128
Phải trả người bán	303	403	410	417	524
Nợ ngắn hạn khác	43.0	39.0	2.85	2.85	2.85
Tổng nợ ngắn hạn	1,062	1,232	1,296	1,319	1,655
Nợ dài hạn	0	5.50	4.50	600	1,500
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	4.50	600	1,500
Tổng nợ phải trả	1,063	1,237	1,300	1,919	3,155
Vốn chủ sở hữu	1,849	2,001	2,254	2,521	2,822
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	2,257	2,524	2,825
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,915	3,240	3,557	4,443	5,980
BVPS (đ)	22,969	24,858	23,336	26,101	29,220
Nợ thuần*/(tiền mặt)	455	198	105	996	1,376

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	358	274	402	465	506
Khấu hao	(102)	0	(106)	(107)	(241)
Lãi vay thuần	(8.99)	(4.12)	12.0	(8.78)	(41.0)
Thuế TNDN đã nộp	(57.2)	0	(59.2)	(88.3)	(62.3)
Thay đổi vốn lưu động	(188)	0	(132)	(106)	(267)
Khác	(6.79)	360	20.4	(0.08)	(30.2)
LCT thuần từ HKKD	242	657	371	422	469
Đầu tư TS dài hạn	(88.1)	(68.9)	(103)	(1,553)	(743)
Góp vốn & đầu tư	(98.3)	(369)	(29.3)	331	34.2
Thanh lý	21.0	124	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(165)	(313)	(132)	(1,222)	(708)
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	(92.5)	617	1,086
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(17.8)	(13.3)	(28.1)	520	989
Tiền & tương đương tiền đầu kì	189	247	571	782	503
LCT thuần trong kỳ	58.6	331	211	(280)	750
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.56)	(6.97)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	247	571	782	503	1,252
Dòng tiền tự do	154	588	269	(1,131)	(274)

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	15.3	16.6	15.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.1	7.61	13.7	14.9	15.7
Tỷ suất LNT (%)	9.48	6.73	9.77	9.78	8.68
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.7	13.3	14.0	19.0	13.1
Tăng trưởng doanh thu (%)	(17.2)	10.4	3.52	3.39	23.6
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(17.0)	(40.5)	85.9	12.5	30.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.5)	(21.7)	50.2	3.57	9.76
Tăng trưởng EPS (%)	(29.2)	(21.7)	25.2	3.57	9.76
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.2)	(21.7)	25.2	3.57	9.76
Tăng trưởng DPS (%)	(20.0)	(50.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	52.1	33.3	26.6	25.7	23.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.2	12.6	17.1	15.8	15.5
ROACE (%)	19.8	14.2	18.8	17.3	13.6
Vòng quay tài sản (lần)	1.12	1.17	1.10	0.96	0.91
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.68	2.40	0.92	0.91	0.93
Số ngày tồn kho	66.8	59.9	58.4	62.0	62.0
Số ngày phải thu	118	85.8	94.8	96.3	90.5
Số ngày phải trả	40.1	46.4	47.5	47.4	47.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	25.0	10.7	4.67	39.5	48.7
Nợ/tài sản (%)	24.3	24.2	24.9	33.7	43.9
EBIT/lãi vay (lần)	39.8	66.4	N/a	53.0	12.3
Nợ/EBITDA (lần)	1.54	2.87	1.74	2.62	3.52
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.68	1.77	1.97	1.55	1.87
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.00	0.90	1.01	1.13	0.99
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.09	11.8	7.37	7.59	6.32
P/E (lần)	8.74	11.2	8.91	8.61	7.84
P/E ĐC (lần)	8.92	11.4	9.10	8.78	8.00
P/B (lần)	1.46	1.35	1.44	1.29	1.15
Lợi suất cổ tức (%)	5.96	2.98	2.98	2.98	2.98

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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