

CTCP ĐÔNG HẢI BẾN TRE (HSX: DHC)

Ngành: Giấy

BÁO CÁO CẬP NHẬT

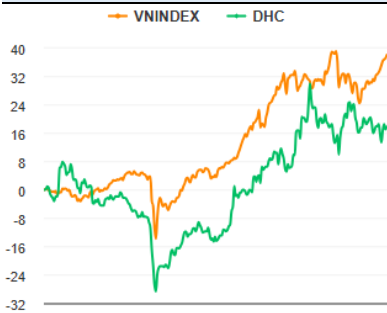
Ngày: 08/12/2025

Giá mục tiêu 12 tháng	39.800 đồng/cổ phần
Giá thị trường	33.300 đồng/cổ phần
Lợi nhuận kỳ vọng	+19,52%

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	3.216
Số CP đang lưu hành (triệu cp)	96,59
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	36.767
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	20.156
KLCP trung bình 20 phiên (cp)	235.293
GTGD TB 20 phiên (tỷ đồng)	7,83
EPS (đồng/cp)	3.182
P/E (lần)	10,47
BVPS (đồng/cp)	22.497
P/B (lần)	1,48

Biến động giá cổ phiếu



Biến động giá (%)	1th	3th	Ytd
DHC	1,37	0,82	12,31
VNINDEX	9,67	7,95	38,44

Cơ cấu cổ đông

KWE Beteiligungen AG	11,3%
Nguyễn Thị Thủy	5,6%
Khác	83,1%

Kế hoạch kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng

	KH2025	9T2025	% TH
Doanh thu	3.275	2.639	80,6%
LNST	242	258	106,6%

Chuyên viên phân tích:

Bùi Thị Thảo

Email: thao.bt@bsi.com.vn

Kết quả kinh doanh tăng tốc, lợi nhuận 9 tháng 2025 vượt kỳ vọng

Quý III/2025 đánh dấu một bước tiến mạnh mẽ của DHC khi doanh thu đạt 932,3 tỷ đồng (+4,0% svck), được thúc đẩy bởi nhu cầu tiêu thụ giấy ổn định và sản lượng bao bì tăng trưởng vượt trội. Điểm nhấn quan trọng nằm ở biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 15,7%, khi doanh nghiệp tối ưu chi phí nguyên liệu đầu vào. Nhờ đó, LNST cổ đông công ty mẹ tăng mạnh 29,3% svck, đạt 99,6 tỷ đồng, kéo biên lợi nhuận ròng lên mức ấn tượng 10,7%.

Lũy kế 9 tháng, DHC ghi nhận 2.639 tỷ đồng doanh thu (-3,1% svck) nhưng lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ vẫn tăng vọt lên hơn 258 tỷ đồng (+33,8% svck). Kết quả trên phản ánh rõ sự phục hồi bền vững của biên lợi nhuận khi giá nguyên liệu duy trì ổn định hơn. Với gần 81% kế hoạch doanh thu đã hoàn thành và lợi nhuận vượt xa mục tiêu cả năm, DHC đang củng cố vững chắc kỳ vọng tăng trưởng tích cực cho phần còn lại của 2025.

Nguồn cung co hẹp – ngành Giấy đang trong giai đoạn điều chỉnh

Kể từ đầu năm 2025, các tỉnh phía Bắc đã mạnh tay siết chặt môi trường, đóng cửa hàng loạt cơ sở giấy không đạt chuẩn xử lý nước thải. Đây vốn là “thủ phủ” giấy tái chế, nên việc ngưng hoạt động ồ ạt đã tạo cú sốc lớn cho nguồn cung, với khoảng 2 triệu tấn công suất bị loại khỏi thị trường theo ước tính của Hiệp hội Giấy Việt Nam (VPPA). Động thái này thúc đẩy quá trình tái cơ cấu ngành theo hướng bền vững hơn và mở ra lợi thế rõ rệt cho các doanh nghiệp quy mô lớn, có hệ thống xử lý bài bản như DHC, khi thị phần dịch chuyển sang nhóm sản xuất đạt chuẩn.

Gia tăng nội lực: mở rộng công suất và nâng chuẩn chất lượng

Với vị thế là doanh nghiệp thuộc nhóm chi phí sản xuất thấp trong ngành giấy bao bì – DHC tiếp tục đẩy mạnh công xuất với dự án Giao Long 3. Ban đầu dự án có tổng mức đầu tư 1,8 nghìn tỷ đồng, nhưng ĐHCĐ đã phê duyệt nâng vốn lên 2,25 nghìn tỷ đồng, đồng thời tăng công suất thiết kế từ 1.000 tấn/ngày lên 390.000 tấn/năm (tương đương hơn 1.068 tấn/ngày). Việc mở rộng quy mô kéo theo tiến độ vận hành chính thức được điều chỉnh sang quý 2/2028 thay vì quý 3/2027 như kế hoạch trước đó.

Khuyến nghị: Chúng tôi tiến hành cập nhật kết quả kinh doanh và định giá đối với DHC là **39.800 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá **19,52%** so với giá đóng cửa tại ngày báo cáo.

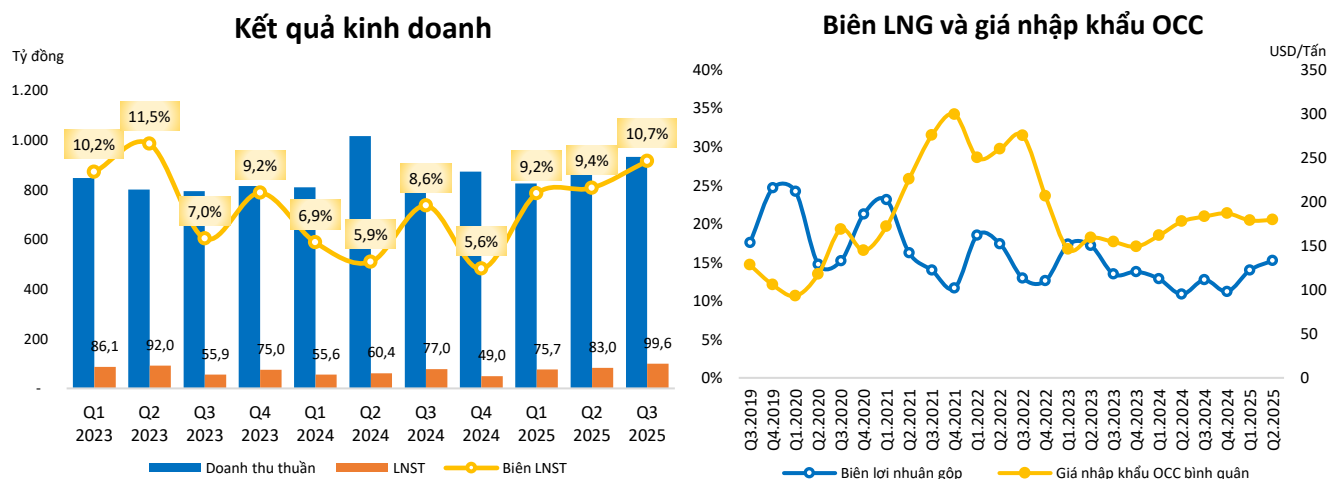
Rủi ro: i) Hoạt động xuất khẩu suy giảm, ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu bao bì, ii) Giá bột giấy OCC nhập khẩu

Tóm tắt một số chỉ tiêu tài chính

(Tỷ đồng)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.258	3.596	3.503	3.619	3.601
Lợi nhuận gộp	504	426	536	571	571
LNST cty mẹ	309	242	321	355	351
ROE	17,2%	12,6%	15,3%	15,8%	14,8%
ROA	10,7%	7,9%	9,6%	10,1%	9,8%
EPS	3.202	2.506	3.318	3.680	3.635

1. Cập nhật kết quả kinh doanh

Quý - VNDbn	Q3/24	Q2/25	Q3/25	%YoY	%QoQ	9T2024	9T2025	%YoY
Doanh thu thuần	896	881	932	4,0%	5,9%	2.723	2.639	-3,1%
Giá vốn hàng bán	782	747	786	0,5%	5,3%	2.395	2.243	-6,3%
Lợi nhuận gộp	114	134	146	28,3%	9,2%	328	396	20,7%
Biên LNG (%)	12,7%	15,2%	15,7%			12,0%	15,0%	
Doanh thu tài chính	16	14	17	10,1%	24,6%	25	47	89,2%
Chi phí lãi vay	6	9	9	42,2%	1,5%	16	25	55,0%
Chi phí SGA	38	41	41	7,6%	-0,5%	113	120	6,2%
Chi phí SGA/DTT (%)	4,2%	4,7%	4,4%			4,1%	4,5%	
Lợi nhuận trước thuế	90	96	116	29,1%	20,2%	223	300	34,7%
Biên lợi nhuận trước thuế	10,0%	10,9%	12,4%			8,2%	11,4%	
Lợi nhuận sau thuế cty mẹ	77	83	100	29,3%	20,1%	193	258	33,8%
Biên lợi nhuận sau thuế	8,6%	9,4%	10,7%			7,1%	9,8%	
ROE %	14,1	14,4	14,9					
ROA %	8,8	8,9	9,1					



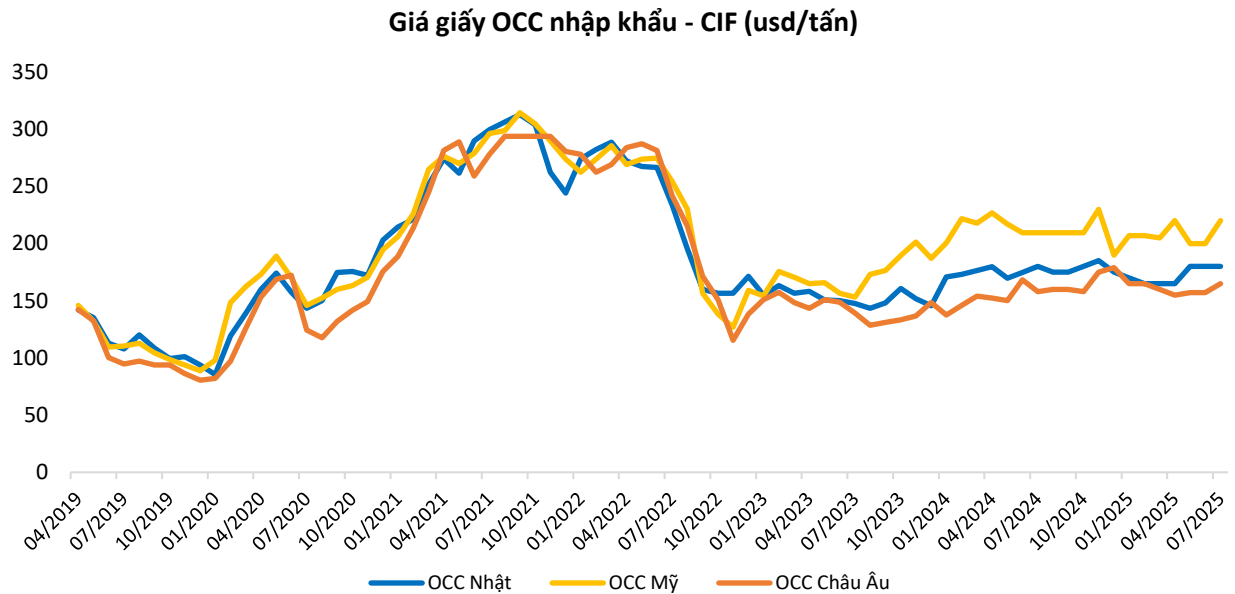
Nguồn: VPPA, BCTC DHC, Beta research

Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ tiếp tục duy trì đà phục hồi mạnh mẽ, đạt mức cao nhất kể từ năm 2023 trong bối cảnh áp lực chi phí đang dần hạ nhiệt. Riêng trong quý 3/2025, công ty mẹ ghi nhận 99,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng 29,3% so với nền thấp của năm 2024. Kết quả này không chỉ phản ánh hiệu quả hoạt động được cải thiện rõ rệt mà còn cho thấy sự bền vững hơn trong chất lượng tăng trưởng. Lũy kế 9 tháng, lợi nhuận sau thuế đạt 258 tỷ đồng, tăng 33,8% so với cùng kỳ và sớm hoàn thành kế hoạch, cho thấy doanh nghiệp đang vượt kỳ vọng về năng lực sinh lời.

Đáng chú ý, tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp so với doanh thu đã giảm so với quý trước, hiện chỉ còn khoảng 4,4% trên doanh thu. Việc tối ưu chi phí vận hành đóng vai trò quan trọng trong việc củng cố biên lợi nhuận, đồng thời thể hiện năng lực kiểm soát chi phí ngày càng hiệu quả. Nhờ đó, bức tranh lợi nhuận đang trở nên tích cực hơn, phản ánh nền tảng nội tại vững vàng cùng khả năng duy trì tăng trưởng ổn định trong các quý tới.

Ở góc độ rủi ro – vận hành, doanh nghiệp đang hưởng lợi từ môi trường chi phí đầu vào thuận lợi khi giá OCC duy trì ổn định. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 15,7% trong quý 3/2025 là minh chứng cho sự cộng hưởng giữa kiểm soát chi phí tốt và biến động nguyên liệu đầu vào thuận lợi. Nhà đầu tư nên tiếp tục phân tích xu hướng giá OCC trong thời gian tới, vì đây vẫn là biến số quan trọng ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2. Kiểm soát chi phí tiếp tục là chìa khóa giữ và nâng biên lợi nhuận

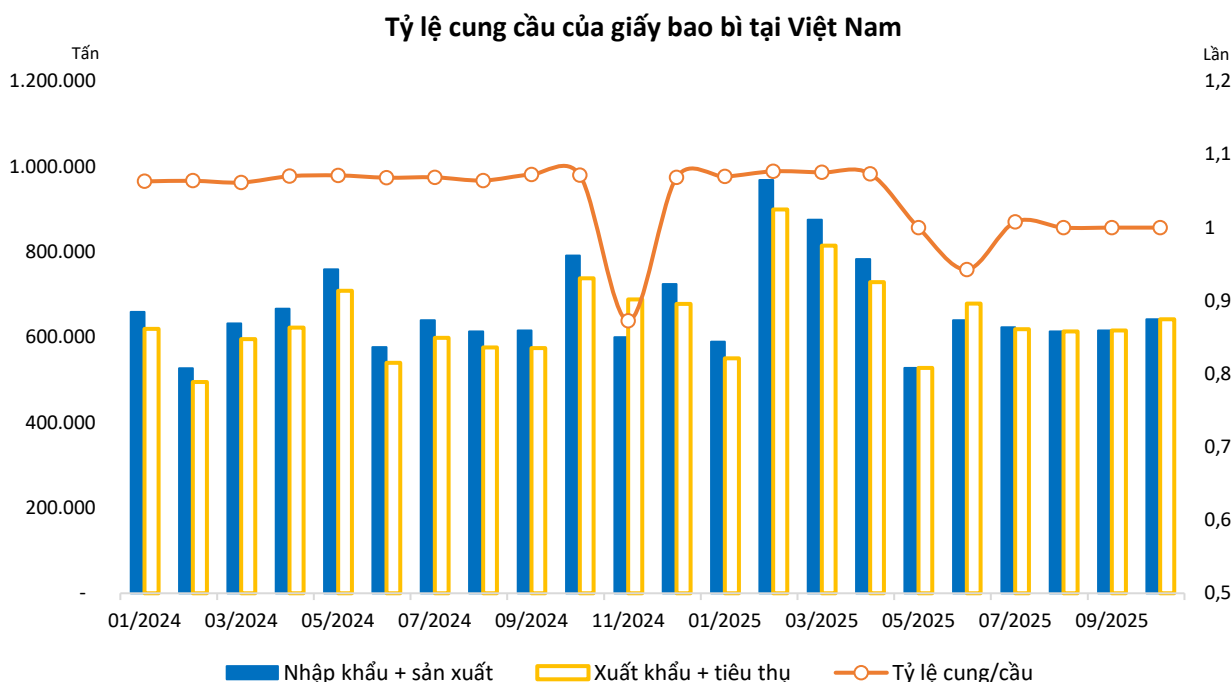


Nguồn: VPPA, Beta research

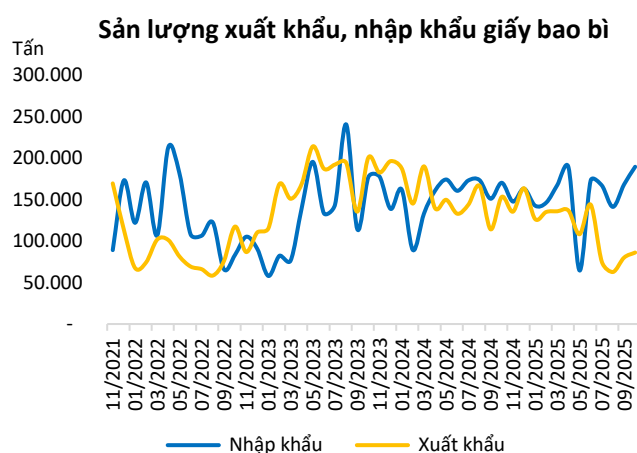
Dữ liệu giá OCC nhập khẩu cho thấy mặt bằng chi phí đầu vào đã có xu hướng đi ngang trong năm 2024–2025 sau giai đoạn giảm mạnh hậu 2022, nhưng mức giá vẫn ở vùng cao hơn đáng kể so với trước dịch. Dự báo sang năm 2026, nguy cơ giá phế liệu tăng trở lại đặt ra áp lực mới lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp giấy, nhất là khi diễn biến giá OCC vốn nhạy cảm với nhu cầu toàn cầu. Việc sản xuất tại châu Á phục hồi sẽ kéo theo nhu cầu thu gom phế liệu tăng lên, tạo lực đẩy lên giá OCC – vốn đã có dấu hiệu nhích lên trong những tháng gần đây theo biểu đồ.

Cùng lúc đó, chi phí logistics, đặc biệt là vận tải container, được dự báo tăng trở lại khi thương mại quốc tế phục hồi và các nút thắt về kỹ thuật, thuế quan được tháo gỡ. Tình trạng mất cân đối đội tàu toàn cầu khiến giá cước có nguy cơ duy trì ở mức cao, làm tăng tổng chi phí nhập khẩu OCC. Trong bối cảnh cả hai cấu phần lớn của giá vốn (phế liệu và logistics) cùng có xu hướng tăng, khả năng kiểm soát chi phí sẽ trở thành yếu tố then chốt giúp doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận.

3. Tình hình sản xuất – kinh doanh ngành giấy trong giai đoạn tái cơ cấu



Nguồn: VPPA, Beta research



Ngành giấy Việt Nam đang bước vào giai đoạn điều chỉnh quan trọng, khi nhiều nhà máy vẫn chưa thể khôi phục hoàn toàn công suất do các yêu cầu khắt khe hơn về môi trường. Quá trình tái cấu trúc đang diễn ra mạnh mẽ, thể hiện qua việc loại bỏ khoảng 2 triệu tấn công suất mỗi năm từ các cơ sở cũ tại miền Bắc. Ở chiều ngược lại, nhu cầu thị trường lại ghi nhận tín hiệu khả quan: sản lượng tiêu thụ Q3/2025 tăng 23,1% so với cùng kỳ nhờ xuất khẩu được đẩy mạnh, trong khi nhập khẩu giảm 4,3%, góp phần tái cân bằng cung – cầu và tạo nền tảng cho mức giá bán bình quân phục hồi từ cuối năm 2025.

Trong các phân khúc, giấy bao bì và tissue chỉ giảm nhẹ về sản lượng, nhưng nhu cầu nội địa vẫn duy trì tích cực nhờ mùa lễ Tết và hoạt động đóng gói cho xuất khẩu. Dù xuất khẩu nhìn chung còn đối mặt thách thức, thị trường trong nước vẫn tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của toàn ngành. Trong bối cảnh đó, doanh nghiệp giấy cần ưu tiên tối ưu hóa quy trình sản xuất, đa dạng hóa nguồn nguyên liệu và nâng cao năng lực cạnh tranh thông qua chuyển đổi xanh và số hóa, nhằm nắm bắt tốt hơn cơ hội trong chu kỳ phục hồi mới. Do vậy, DHC được hưởng lợi rõ nét khi doanh nghiệp đồng thời nâng cao hiệu quả vận hành, tối ưu hóa cơ cấu sản phẩm và đẩy mạnh mở rộng công suất. Những bước đi này không chỉ giúp DHC đáp ứng tốt hơn nhu cầu thị trường đang phục hồi, mà còn củng cố vị thế cạnh tranh trong giai đoạn tái cấu trúc của ngành.

4. Gia tăng công suất và chuẩn hóa chất lượng với dự án Giao Long 3

	Kế hoạch mới	Kế hoạch cũ
Tổng mức đầu tư	2.250 tỷ VND	1.800 tỷ VND
Công suất	390.000 tấn/năm (1.068 tấn/ngày)	325.000 tấn/năm (1.000 tấn/ngày)
Khởi công	Q4/2025	Q1/2025 (kế hoạch trước đó là 2024)
Vận hành	Q2/2028	Q3/2027
Tiền thuê đất	Trả hằng năm, được miễn tiền thuê đất trong 9 năm kể từ lúc bắt đầu hoạt động	Trả một lần 200 tỷ VND

Nguồn: DHC, Beta research

Ngành giấy Việt Nam tiếp tục tăng trưởng mạnh, với kim ngạch xuất khẩu vượt 2,7 tỷ USD năm 2024 và duy trì đà mở rộng 10-12% mỗi năm. Theo Mordor Intelligence, thị trường bao bì giấy trong nước đạt 2,85 tỷ USD năm 2025 và có thể lên tới 4,54 tỷ USD vào 2030, tương ứng CAGR gần 9,73% – phản ánh xu hướng chuyển dịch rõ rệt từ nhựa sang giấy.

Nắm bắt cơ hội, DHC định vị Giao Long 3 như bước tiến chiến lược: nhà máy được thiết kế sản xuất song song testliner và kraftliner, hai dòng sản phẩm có biên lợi nhuận tốt và nhu cầu lớn, đặc biệt từ thị trường Trung Quốc. Không chỉ mở rộng công suất, dự án còn giúp DHC nâng chuẩn chất lượng, đa dạng hóa sản phẩm và tăng mức tự chủ nguyên liệu cho mảng bao bì. Khi vận hành, Giao Long 3 sẽ nâng tầm quy mô và củng cố vị thế DHC trong nhóm doanh nghiệp sản xuất giấy lớn và đáp ứng chuẩn môi trường cao.

5. Tóm tắt định giá

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá đối với Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC) nhằm đưa ra mức giá phù hợp cho mã cổ phiếu này. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE & FCFF) với tỉ trọng 50:50 để xác định mức giá phù hợp cho DHC là **39.800 đồng/cổ phần**, tương ứng tiềm năng tăng giá **+19,52%** so với giá đóng cửa ngày báo cáo.

Chi phí vốn		Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng
Hệ số Beta	0,93	Giá trị hiện tại theo phương pháp FCFE	1.191
Phân bù rủi ro thị trường	12,0%	(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	1.113
Tỷ lệ phi rủi ro	3,5%	Tổng giá trị FCFE (50%)	3.399
Chi phí VCSH	14,7%	Giá trị hiện tại theo phương pháp FCFF	1.688
Chi phí lãi vay	5%	(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	1.113
D/E	0,23	(-) Nợ vay	924
Thuế TNDN	20%	Tổng giá trị FCFF (50%)	4.287
Số năm chiết khấu	5	Số lượng cổ phần (triệu)	96,6
WACC	12,3%	Giá trị mỗi cổ phần (VND)	39.800

Phụ lục: Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3.597	3.503	3.619	3.601
GVHB	(3.170)	(2.966)	(3.042)	(3.029)
Lợi nhuận gộp	426	537	577	571
Chi phí SGA	(144)	(137)	(141)	(138)
LN từ HĐKD	282	400	436	433
Chi phí tài chính	(2)	(38)	(35)	(37)
LNTT	279	361	401	396
Thuế TNDN	(37)	(41)	(45)	(45)
LNST	242	321	355	351
SLCP (triệu)	80,5	96,6	96,6	96,6
EPS (đồng)	2.506	3.318	3.680	3.635

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
LNST cty mẹ	242	321	355	351
(+) Khấu hao	105	113	122	130
(+) Dự phòng	1	-	-	-
(-) thay đổi phải thu NH	205	(35)	(26)	4
(-) thay đổi HTK	24	68	(12)	2
(-) thay đổi phải thu DH	-	3	(1)	0
(+) thay đổi phải trả	107	22	12	(2)
(-) Khen thưởng PL	-	(3)	-	-
Dòng tiền từ HĐKD	656	489	450	486
Đầu tư TSCĐ	(71)	(83)	(86)	(85)
Đầu tư dở dang	-	-	-	-
Thu từ cho vay	-	-	-	-
Dòng tiền từ HĐĐT	(322)	(83)	(86)	(85)
(+) thay đổi vay NH	67	(67)	36	(129)
(+) thay đổi vay DH	-	-	-	-
(-) cô tức bằng tiền	(80)	(80)	(241)	(241)
Dòng tiền từ HĐTC	(11)	(147)	(206)	(371)
LC tiền trong năm	324	259	159	30

CDKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2.182	2.409	2.605	2.629
Tiền & tương đương tiền	571	830	989	1.019
Đầu tư tài chính NH	334	334	334	334
Khoản phải thu ngắn hạn	757	792	818	814
Hàng tồn kho	520	452	464	462
TÀI SẢN DÀI HẠN	1.058	1.030	995	950
Khoản phải thu dài hạn	42	38	40	39
Tài sản cố định	994	964	928	883
<i>Nguyên giá</i>	<i>1.754</i>	<i>1.836</i>	<i>1.922</i>	<i>2.007</i>
<i>Giá trị hao mòn lũy kế</i>	<i>(759)</i>	<i>(873)</i>	<i>(994)</i>	<i>(1.125)</i>
Tài sản dở dang dài hạn	17	17	17	17
TỔNG CỘNG TS	3.240	3.439	3.601	3.579
NỢ PHẢI TRẢ	1.237	1.242	1.290	1.159
Nợ ngắn hạn	1.179	1.237	1.231	1.100
Khoản phải trả	403	478	490	488
Dự phòng phải trả	-	-	-	-
Khen thưởng phúc lợi	3	-	-	-
Vay tài chính ngắn hạn	763	696	732	603
Chi phí phải trả NH	10	10	10	10
Vay dài hạn đến hạn	-	-	-	-
Thuế phải nộp	11	11	11	11
Ngắn hạn khác	42	42	42	42
Nợ dài hạn	6	6	6	6
Vay tài chính dài hạn	6	6	6	6
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.003	2.197	2.311	2.420
Vốn góp chủ sở hữu	805	966	966	966
Thặng dư vốn cổ phần	235	74	74	74
LNST chưa phân phối	843	1.083	1.197	1.307
Khác	120	73	73	73
TỔNG NGUỒN VỐN	3.240	3.439	3.601	3.579

**ƯU ĐÃI
ĐỘC QUYỀN****BETA**
BETA SECURITIES INCLãi suất margin **7,99%/năm**Miễn lãi margin **10 ngày***Áp dụng với khách hàng mở mới tài khoảnPhí giao dịch chỉ **0,06%**

Miễn phí ứng trước tiền bán

WEBSITE



ZALO



TELEGRAM

Quét mã
Mở tài khoản ngay**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lời kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA 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 vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.