

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

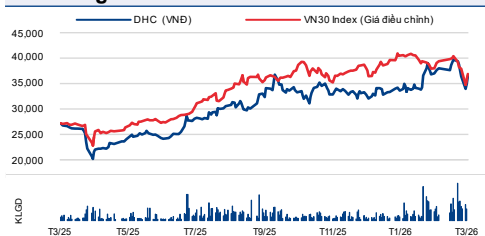
Giá mục tiêu: VNĐ42,400 (từ VNĐ41,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (11/3/2026)	36,500
Mã Bloomberg	DHC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,156-39,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,526
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	134
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)	13.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	35.6%
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	(3.05)	12.1	34.2
So với chỉ số	2.64	14.2	(1.05)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	4,010	3,670	9.3
2027F	4,185	4,642	(9.8)
2028F	5,455	-	N/a

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

Xuất hiện rủi ro chi phí đầu vào, nhưng vẫn còn giá trị đầu tư

- HSC hạ khuyến nghị đối với DHC xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) mặc dù tăng 3% giá mục tiêu lên 42.400đ (tiềm năng tăng giá là 16%). Chúng tôi nhận thấy rủi ro tăng giá nguyên liệu đầu vào ngày càng lớn, do chi phí logistics gia tăng trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị leo thang.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 395 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ), nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2027 ở mức 412 tỷ đồng (tăng trưởng 4%). Trong khi đó, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng ở mức cao hơn, đạt 30% lên 538 tỷ đồng nhờ đóng góp mới từ nhà máy Giao Long 3. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần, thấp hơn so với bình quân 4 năm ở mức 10 lần.

Sự kiện: Phản ánh tác động từ căng thẳng địa chính trị

Hoạt động sản xuất của DHC phụ thuộc đáng kể vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, chủ yếu là giấy thùng carton cũ (OCC) từ EU, Mỹ và Nhật Bản, chiếm khoảng 80% nhu cầu nguyên liệu (20% còn lại từ nguồn trong nước). Nhằm đối phó với chi phí logistics toàn cầu tăng vọt, DHC đã chủ động tạm dừng nhập khẩu giấy OCC mới nhằm tối ưu hóa cấu trúc chi phí.

Mặc dù lượng giấy OCC tồn kho hiện tại được đánh giá là đủ để công ty duy trì hoạt động sản xuất đến hết tháng 5/2026, rủi ro tiềm ẩn vẫn hiện hữu trong nửa cuối năm nếu chi phí vận tải tiếp tục neo ở mức cao. Để giảm thiểu áp lực từ cả khâu thu mua nguyên liệu lẫn vận chuyển thành phẩm, chúng tôi dự báo công ty sẽ điều chỉnh tăng giá bán bình quân. Nhờ nhu cầu thị trường vẫn vững chắc (dự báo tăng trưởng 11% trong năm 2026), chúng tôi tin rằng DHC có vị thế tốt để chuyển phần chi phí tăng thêm này sang khách hàng, qua đó giữ vững tỷ suất lợi nhuận trong những quý tới.

Tác động: Tăng bình quân 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026; giữ nguyên năm 2027

HSC tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 395 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ). Việc điều chỉnh này dựa trên vị thế thuận lợi của DHC, nhờ tận dụng được lượng hàng tồn kho có chi phí thấp và khả năng tăng giá bán bình quân trong bối cảnh nhu cầu thị trường vẫn vững chắc. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng mạnh trong nửa đầu năm 2026 nhờ chi phí đầu vào thuận lợi. Tuy nhiên, đà tăng trưởng có khả năng sẽ chững lại trong nửa cuối năm, một phần do so với mức nền cao của cùng kỳ. Cho năm 2027, dự báo lợi nhuận thuần được giữ nguyên ở mức 412 tỷ đồng (tăng trưởng 4%). Trong nửa cuối năm 2027, công ty sẽ đưa vào vận hành nhà máy Giao Long 3, dẫn đến chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng cao không được vốn hóa. Dưới tác động của các yếu tố này, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 30%, đạt 538 tỷ đồng.

Dự báo mới của chúng tôi – sát với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn nhiều so với chỉ số VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần, thấp hơn so với bình quân 4 năm ở mức 10 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) đối với DHC dựa trên triển vọng trong ngắn hạn kém hấp dẫn hơn do xuất hiện rủi ro liên quan đến chi phí đầu vào.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	377	533	589	747	938
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	242	393	395	412	538
EPS ĐC (đồng)	2,947	3,988	4,010	4,185	5,455
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	2,000
BVPS (đồng)	24,858	22,893	25,844	28,956	32,319
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.21	9.00	7.93	6.83	5.36
P/E ĐC (lần)	12.4	9.15	9.10	8.72	6.69
Lợi suất cổ tức (%)	2.74	2.74	2.74	2.74	5.48
P/B (lần)	1.47	1.59	1.41	1.26	1.13
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.7)	35.3	0.55	4.37	30.3
ROAE (%)	12.6	18.7	16.8	15.6	18.2

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

Vẫn còn giá trị đầu tư mặc dù triển vọng ngắn hạn kém hấp dẫn

DHC hiện đang hưởng lợi từ chiến lược dự trữ nguyên liệu giá rẻ đủ dùng đến hết tháng 5/2026, giúp công ty mở rộng tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn khi căng thẳng địa chính trị đẩy giá giấy bao bì toàn cầu tăng cao. Tuy nhiên, nếu chi phí logistics neo ở mức cao trong thời gian dài, lợi thế hàng tồn kho có thể bị bào mòn, tạo ra những cản trở cho đà tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn. Mặc dù HSC dự báo lợi nhuận năm 2027 sẽ chịu áp lực tạm thời từ chi phí đưa vào vận hành nhà máy Giao Long 3 (khấu hao và lãi vay) cũng như công suất hoạt động ở giai đoạn đầu còn thấp, lợi nhuận năm 2028 được kỳ vọng sẽ bứt phá với mức tăng trưởng 30% khi công suất hoạt động của nhà máy mới cải thiện. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DHC xuống mức Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn trước biến động giá nguyên liệu và tăng giá mục tiêu lên 42.400đ (tiềm năng tăng giá 16%).

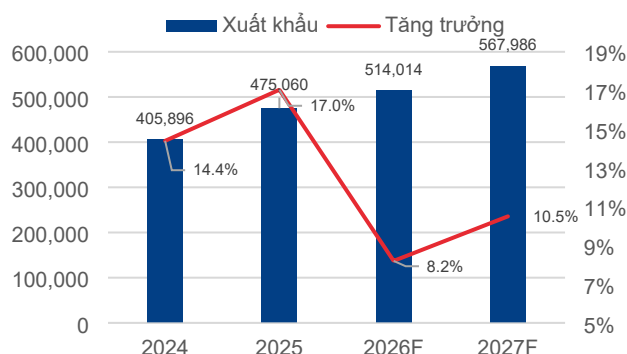
Nhu cầu giấy bao bì tại Việt Nam vững chắc

Nhìn lại năm 2025: Nhu cầu tiêu thụ giấy tăng mạnh

Theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam, sản lượng tiêu thụ giấy bao bì trong nước đạt 6,2 triệu tấn, tăng trưởng 12,6%. Nhu cầu tăng mạnh chủ yếu nhờ hoạt động xuất khẩu phục hồi mạnh, với kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tăng 17% lên 475 tỷ USD trong năm 2025, cùng với sự bùng nổ về số lượng giao dịch thương mại điện tử, tăng 28% trong năm 2025 lên 32 tỷ USD.

Biểu đồ 1: Tổng giá trị xuất khẩu thực tế và dự báo (triệu USD), Việt Nam

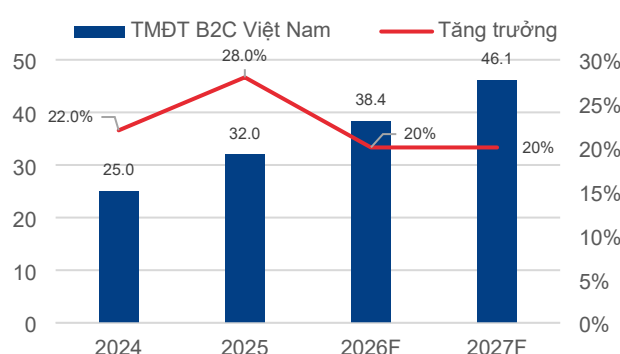
Tăng trưởng mạnh 17% trong năm 2025



Nguồn: NSO, HSC

Biểu đồ 2: Thị trường thương mại điện tử B2C (triệu USD), Việt Nam

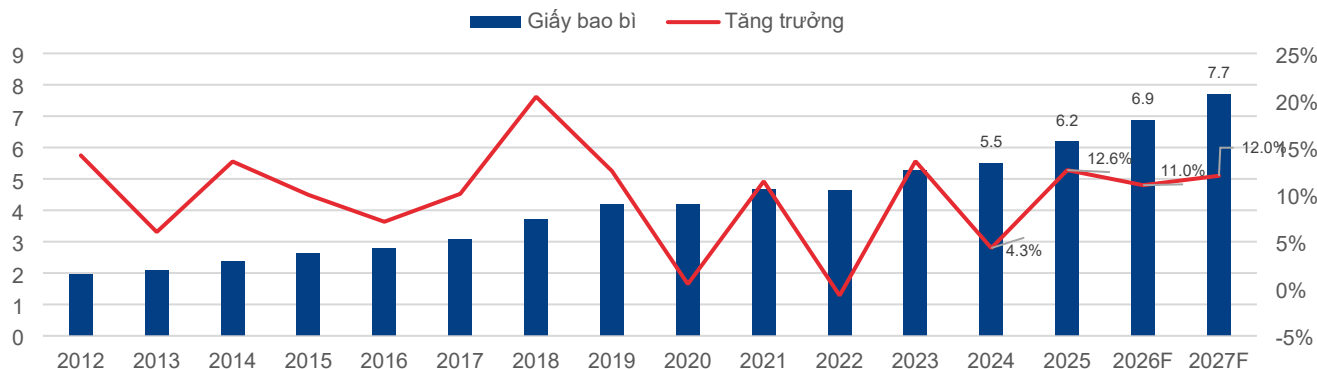
Tăng mạnh 28% trong năm 2025



Nguồn: Bộ Khoa học và Công nghệ, HSC

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

Năm 2025, Việt Nam tiêu thụ tổng cộng 6,2 triệu tấn giấy bao bì, tăng 12,6% so với cùng kỳ, nhờ xuất khẩu mạnh và sự cải thiện của TMĐT trong tương lai



Nguồn: VPPA, HSC

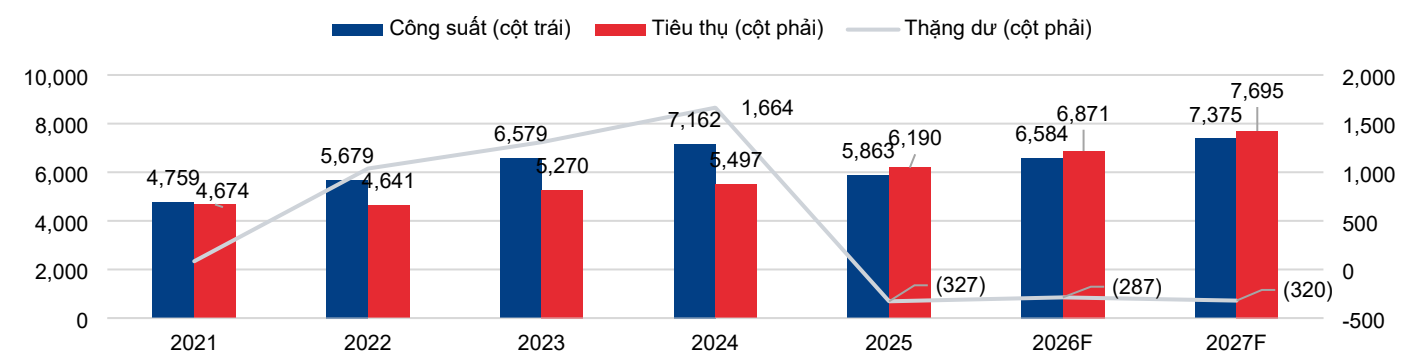
Về phía cung, thị trường hưởng lợi từ việc siết chặt các quy định quản lý. Ngành này đã chuyển dịch từ trạng thái dư thừa sang thiếu hụt công suất trong năm 2024 khi Chính phủ đẩy mạnh việc đóng cửa các làng nghề truyền thống ở miền Bắc do không đáp ứng các tiêu chuẩn về môi trường và ô nhiễm. Như được trình bày trong Biểu đồ 4, HSC ước tính mức công suất thiếu hụt năm 2025 vào khoảng 327.000 tấn giấy bao bì, trái ngược hoàn toàn với mức dư thừa công suất 1,7 triệu tấn trong năm 2024.

Hơn nữa, trên quy mô toàn cầu, đặc biệt là Trung Quốc ban hành các chính sách mới nhằm hạn chế tình trạng "nội cuốn" và cạnh tranh không lành mạnh vào tháng 7/2025. Việc này làm giá giấy bao bì phục hồi mạnh trong nửa cuối năm 2025, giúp tỷ suất lợi nhuận trong năm của các doanh nghiệp cải thiện mạnh.

Biểu đồ 5 cho thấy giá bán bình quân của giấy bao bì đã tạo đáy vững chắc và bật tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025, đạt mức bình quân 9.482 đồng/kg trong Q4/2025. Tại một số thời điểm, giá bán đã chạm mức khoảng 10.300 đồng/kg, so với mức đáy 9.000 đồng/kg được ghi nhận trong nửa đầu năm 2025.

Biểu đồ 4: Các số liệu về nguồn cung giấy bao bì (nghìn tấn), Việt Nam

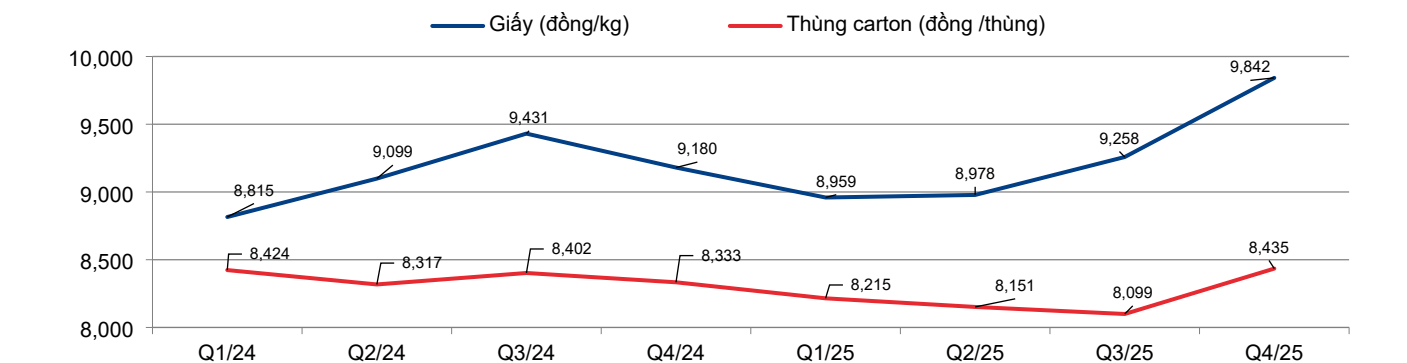
Việt Nam thiếu hụt công suất trong năm 2025



Nguồn: VPPA, HSC

Biểu đồ 5: Giá bán bình quân, DHC

Giá bán bình quân của giấy bao bì tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm 2025



Nguồn: DHC, HSC

Bối cảnh năm 2026: Nhu cầu có vẻ tiếp tục vững chắc

Triển vọng nhu cầu giấy bao bì tại Việt Nam trong năm 2026 vẫn tương đối khả quan. HSC dự báo sản lượng tiêu thụ giấy bao bì trên cả nước sẽ tăng trưởng 11%, đạt 6,9 triệu tấn. Đà tăng trưởng này tiếp tục được hỗ trợ nhờ sự kết hợp của ba yếu tố: tình trạng thiếu hụt công suất khoảng 287.000 tấn, hoạt động xuất khẩu phục hồi và sự khởi sắc của lĩnh vực thương mại điện tử tại Việt Nam trong giai đoạn này. Tình trạng thiếu hụt công suất được dự báo sẽ giảm xuống từ mức 327.000 tấn trong năm 2025, nhờ có nguồn cung mới dự kiến đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2026, bao gồm 350.000 tấn/năm từ nhà máy Chenglong (một doanh nghiệp FDI Trung Quốc) (nâng tổng công suất lên 1,05 triệu tấn/năm) và 300.000 tấn/năm từ GDT (một liên doanh

Việt Nam của ba nhà sản xuất nhỏ tại tỉnh Nam Định). Thông tin chi tiết về các dự báo được trình bày trong Biểu đồ 1-4.

Về triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành giấy bao bì, HSC nhận thấy có sự phân hóa do ảnh hưởng từ căng thẳng địa chính trị kéo dài ở Trung Đông. Do các nhà sản xuất Việt Nam phụ thuộc nhiều vào nguồn giấy OCC nhập khẩu từ EU, Mỹ và Nhật Bản (chiếm 80% nhu cầu), chi phí vận chuyển chiếm tỷ trọng đáng kể trong cấu trúc giá thành của công ty.

Với giá cước vận tải đang gia tăng, chúng tôi dự báo chi phí đầu vào sẽ có xu hướng đi lên. Tác động tổng thể lên từng doanh nghiệp sẽ phụ thuộc vào mức độ dự trữ hàng tồn kho và khả năng chuyển phần chi phí tăng thêm sang khách hàng. Mặc dù tin rằng giá bán bình quân có thể sẽ tăng trong ngắn hạn, giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận trước khi phân tăng thêm của chi phí đầu vào được phản ánh hoàn toàn vào KQKD, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng nếu tình hình căng thẳng địa chính trị tiếp tục kéo dài. Đối với các dòng sản phẩm có giá trị thấp nhưng có chi phí logistics cao, việc điều chỉnh tăng giá bán ngày càng khó có thể bù đắp hoàn toàn các khoản chi phí tăng thêm này.

Dự báo lợi nhuận mới

Tóm tắt KQKD năm 2025

Nhờ môi trường kinh doanh thuận lợi như đã đề cập ở phần trên, DHC đã ghi nhận KQKD năm 2025 tích cực, với lợi nhuận thuần đạt 393 tỷ đồng, tăng trưởng 62% và vượt 8% so với kỳ vọng của HSC, nhờ tỷ suất lợi nhuận cao hơn kỳ vọng. Doanh thu thuần đi ngang ở mức 3.631 tỷ đồng, thấp hơn 3% so với dự báo.

DHC đã vận hành tối đa công suất ở mảng giấy bao bì trong nhiều năm qua. Đối với mảng thùng carton, công ty đã nâng cao công suất hoạt động lên mức 90% trong năm 2025, so với mức 74% trong năm 2024. Do đó, đà tăng trưởng doanh thu thuần còn bị hạn chế cho đến khi công ty xây dựng xong nhà máy Giao Long 3 vào nửa cuối năm 2027.

Bảng 6: KQKD năm 2025, DHC

Lợi nhuận thuần năm 2025 của DHC vượt dự báo của HSC 8%, tăng trưởng 62% lên 393 tỷ đồng

Tỷ đồng	2024	2025	Tăng trưởng	2025F	% vượt dự báo HSC
Doanh thu thuần	3,597	3,631	1.0%	3,723	-2.5%
Lợi nhuận thuần	242	393	62.4%	364	8.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.7%	10.8%		9.8%	

Nguồn: DHC, HSC

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận, DHC

Nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 5%, phản ánh kết quả hưởng lợi từ chi phí đầu vào giảm trong 5 tháng đầu năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		Tăng trưởng		
	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	3,849	4,759	3,872	4,793	5,988	0.6%	0.7%	6.6%	23.8%	24.9%
Lợi nhuận thuần	377	413	395	412	538	4.8%	-0.1%	0.5%	4.4%	30.3%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028

Hoạt động sản xuất của DHC phụ thuộc đáng kể vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, chủ yếu là giấy thùng carton cũ (OCC) từ EU, Mỹ và Nhật Bản, chiếm khoảng 80% nhu cầu nguyên liệu (20% còn lại từ nguồn trong nước). Nhằm đối phó với chi phí logistics toàn cầu tăng vọt, DHC đã chủ động tạm dừng nhập khẩu giấy OCC mới nhằm tối ưu hóa cấu trúc chi phí.

Mặc dù lượng giấy OCC tồn kho hiện tại được đánh giá là đủ để duy trì hoạt động sản xuất đến hết tháng 5/2026, rủi ro tiềm ẩn vẫn hiện hữu trong nửa cuối năm nếu chi phí vận tải tiếp tục neo ở mức cao. Để giảm thiểu áp lực từ cả khâu thu mua nguyên liệu lẫn vận chuyển thành phẩm, chúng tôi dự báo công ty sẽ điều chỉnh tăng giá bán bình quân. Nhờ nhu cầu thị trường vẫn duy trì được sự ổn định (dự báo tăng trưởng 11% trong năm 2026), chúng tôi tin rằng DHC có vị thế tốt để chuyển phần chi phí

tăng thêm này sang khách hàng, qua đó giữ vững tỷ suất lợi nhuận trong những quý tới.

Nhằm phản ánh tình hình thị trường hiện tại, HSC tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 395 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ). Việc điều chỉnh này dựa trên vị thế thuận lợi của DHC, nhờ tận dụng được lượng hàng tồn kho có chi phí thấp và khả năng tăng giá bán bình quân trong bối cảnh nhu cầu thị trường vẫn vững chắc. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng mạnh trong nửa đầu năm 2026 nhờ chi phí đầu vào thuận lợi. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng đà tăng trưởng có khả năng sẽ chững lại trong nửa cuối năm 2026 do so với mức nền cao của năm trước.

Cho năm 2027, dự báo lợi nhuận thuần được giữ nguyên ở mức 412 tỷ đồng (tăng trưởng 4%). Trong nửa cuối năm 2027, công ty sẽ đưa vào vận hành nhà máy Giao Long 3, dẫn đến chi phí khấu hao và chi phí lãi vay không được vốn hóa tăng cao. Dưới tác động của các yếu tố này, dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 30%, đạt 538 tỷ đồng.

Bảng 8: Giả định sản lượng tiêu thụ, DHC

HSC dự báo sản lượng giấy sẽ tăng trưởng từ năm 2027 trở đi, nhờ đóng góp mới từ nhà máy Giao Long 3

	2025	2026F	2027F	2028F
Sản lượng giấy bao bì bán ra ngoài (tấn)	299,379	303,038	381,038	485,722
Thùng carton (triệu thùng)	97	108	108	108

Nguồn: HSC

Bảng 9: Chi phí đầu vào và giá bán bình quân, DHC

Chúng tôi ước tính chi phí đầu vào và giá bán bình quân tiếp tục tăng trong các năm tới

USD/tấn	2025	2026F	2027F	2028F
Giá OCC	160	162	165	167
Giá bán bình quân	362	373	389	400
Chênh lệch	202	211	223	233

Nguồn: HSC

Bảng 10: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm, DHC

Đóng góp doanh thu của giấy bao bì dự báo sẽ cải thiện từ năm 2027 trở đi

	2025	2026F	2027F	2028F
Giấy bao bì	78.0%	76.1%	80.5%	84.4%
Thùng carton	22.0%	23.9%	19.5%	15.6%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Giả định tỷ suất lợi nhuận, DHC

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp trong năm 2027, do chi phí khấu hao tăng từ nhà máy mới

	2025	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.2%	16.8%	15.0%	16.2%
Tỷ suất LNTT	12.6%	12.6%	9.9%	9.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10.8%	10.2%	8.6%	9.0%

Nguồn: HSC

Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – sát với bình quân dự báo của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 11%. Các giả định chính của chúng tôi được trình bày ở phần bên dưới và thông tin chi tiết về [nhà máy Giao Long 3 được trình bày trong báo cáo được phát hành ngày 8/12/2025](#).

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng nhẹ 3% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 42.400đ, sau khi điều chỉnh tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 trong khi vẫn giữ nguyên dự báo cho năm 2027. Với tiềm năng tăng giá 16% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Đáng chú ý, trong các số liệu mới theo phương pháp DCF của chúng tôi, giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng chiếm đến 105% tổng ước tính giá trị doanh nghiệp (trước đây là 107%), cho thấy DHC vẫn là một câu chuyện đầu tư dài hạn.

Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC ở mức 11,5%, bao gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,2 lần, Chúng tôi vẫn giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn ở mức 1%.

DHC hiện đang có định giá hấp dẫn nhờ có môi trường kinh doanh thuận lợi. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sẽ tăng mạnh trong nửa đầu năm 2026, chủ yếu nhờ vào chiến lược tích lũy hàng tồn kho giá rẻ trước khi các biến động địa chính trị xảy ra vào cuối tháng 2/2026. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2026 và năm 2027, tốc độ tăng trưởng có thể sẽ chững lại, chủ yếu do so với mức nền cao của nửa cuối năm 2025, cùng với việc bắt đầu ghi nhận chi phí khấu hao và chi phí lãi vay không được vốn hóa tăng cao khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2027.

Các giả định chính dẫn đến giá mục tiêu của chúng tôi được trình bày trong Bảng 12-15.

Bảng 12: Tính toán chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DHC

Chi phí vốn CSH và chi phí nợ không đổi ở mức 14,5% và 5,6%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.75%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.5%
Chi phí nợ	6.5%
Thuế suất	14.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.6%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Tính toán WACC, DHC

WACC giữ nguyên là 11,5%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	66%
Nợ / Tổng nguồn vốn	34%
WACC	11.5%

Nguồn: HSC

Bảng 14: Tính toán FCFF, DHC

Dòng tiền tự do của doanh nghiệp sẽ âm trong giai đoạn 2026-2027 do chi phí đầu tư vào nhà máy Giao Long 3

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	393	395	412	538	760
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	29	37	72	134	120
+ Khấu hao	109	113	253	291	294
- Thay đổi vốn lưu động	(103)	(63)	(189)	(289)	(290)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(92)	(1,554)	(743)	(123)	(125)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	336	(1,072)	(195)	551	759

Nguồn: HSC

Bảng 15: Định giá DCF, DHC

Giá mục tiêu tăng khiêm tốn 3% lên 42.400đ (tiềm năng tăng giá 16%)

Năm	2026F	2027F	2028F	2029F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(1,072)	(195)	551	759
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)				
Giá trị dài hạn				7,330
Dòng tiền tương lai	(1,072)	(195)	551	8,090
Giá trị hiện tại	(1,072)	(175)	443	5,842
Giá trị của doanh nghiệp	5,038			
Giá trị dài hạn	5,294			
Giá trị giai đoạn 2026-2029	(256)			
- Tổng nợ	(1,502)			
+ Tiền, các khoản tương đương tiền & đầu tư ngắn hạn	559			
Giá trị của vốn CSH	4,095			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	96.6			
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp), cuối năm 2026	42,396			
Thị giá (đồng)	36,500			
Tiềm năng tăng giá	16.2%			

Nguồn: HSC

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, DHC

Giá mục tiêu được tính toán dựa trên lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
	3.0%	41,228	44,105	47,276	50,788	54,699
	3.5%	39,111	41,801	44,756	48,018	51,637
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	37,118	39,637	42,396	45,433	48,790
	4.5%	35,238	37,601	40,183	43,015	46,138
	5.0%	33,462	35,682	38,102	40,750	43,660

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 12% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn 18% so với chỉ số VN Index, DHC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9 lần, thấp hơn so với bình quân 4 năm ở mức 10 lần.

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

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



Nguồn: HSC

Bảng 18: Độ lệch chuẩn so với bình quân, DHC

... rẻ hơn so với bình quân 4 năm ở mức 10 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	3,597	3,631	3,872	4,793	5,988
Lợi nhuận gộp	426	587	651	720	971
Chi phí BH&QL	(152)	(164)	(174)	(225)	(323)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	274	424	477	494	647
Lãi vay thuần	(4.12)	25.7	3.47	(29.5)	(70.9)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.64	0.54	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	8.13	7.26	7.75	9.59	12.0
LNTT	279	457	488	475	588
Chi phí thuế TNDN	(37.0)	(64.2)	(92.7)	(62.1)	(50.7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.13)	(0.02)	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	242	393	395	412	538
Lợi nhuận thuần ĐC	237	385	387	404	527
EBITDA ĐC	377	533	589	747	938
EPS (đồng)	3,007	4,069	4,092	4,271	5,566
EPS ĐC (đồng)	2,947	3,988	4,010	4,185	5,455
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	2,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	80.5	96.6	96.6	96.6	96.6
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	80.5	96.6	96.6	96.6	96.6
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	80.5	96.6	96.6	96.6	96.6

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	571	408	459	1,160	1,155
Đầu tư ngắn hạn	334	763	100	100	200
Phải thu khách hàng	745	871	852	1,006	1,257
Hàng tồn kho	520	492	548	692	853
Các tài sản ngắn hạn khác	11.6	17.9	46.5	57.5	71.9
Tổng tài sản ngắn hạn	2,182	2,552	2,005	3,017	3,537
TSCĐ hữu hình	1,010	993	2,380	2,907	2,637
TSCĐ vô hình	0.99	1.03	1.05	1.06	1.07
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	39.2	24.7	28.8	39.1	51.2
Đầu tư vào Cty LD,LK	5.53	8.14	5.92	5.92	5.92
Tài sản dài hạn khác	2.57	0.43	0.45	0.56	0.70
Tổng tài sản dài hạn	1,058	1,027	2,416	2,954	2,695
Tổng cộng tài sản	3,240	3,579	4,421	5,971	6,232
Nợ ngắn hạn	763	918	902	1,140	1,254
Phải trả người bán	403	381	419	529	652
Nợ ngắn hạn khác	39.0	34.7	1.02	1.02	1.02
Tổng nợ ngắn hạn	1,232	1,368	1,322	1,671	1,908
Nợ dài hạn	5.50	0	600	1,500	1,200
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	5.50	0	600	1,500	1,200
Tổng nợ phải trả	1,237	1,368	1,922	3,171	3,108
Vốn chủ sở hữu	2,001	2,211	2,496	2,797	3,122
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.21	0	3.02	3.02	3.02
Tổng vốn chủ sở hữu	2,003	2,211	2,499	2,800	3,125
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,240	3,579	4,421	5,971	6,232
BVPS (đ)	24,858	22,893	25,844	28,956	32,319
Nợ thuần*/(tiền mặt)	198	510	1,043	1,480	1,300

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	274	424	477	494	647
Khấu hao	(103)	(109)	(113)	(253)	(291)
Lãi vay thuần	(4.12)	25.7	3.47	(29.5)	(70.9)
Thuế TNDN đã nộp	0	(64.3)	(92.7)	(62.1)	(50.7)
Thay đổi vốn lưu động	0	(137)	(108)	(271)	(436)
Khác	257	98.7	11.2	(19.9)	(58.9)
LCT thuần từ HKKD	657	465	445	477	540
Đầu tư TS dài hạn	(68.9)	(183)	(1,554)	(743)	(123)
Góp vốn & đầu tư	(369)	(1,004)	711	50.3	(27.7)
Thanh lý	124	589	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(320)	(600)	(843)	(693)	(151)
Cổ tức trả cho CSH	(83.0)	(177)	(96.6)	(96.6)	(193)
Thu từ phát hành CP	3.03	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	66.6	149	545	1,015	(201)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(13.3)	(27.8)	449	918	(394)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	247	571	408	459	1,160
LCT thuần trong kỳ	324	(163)	50.7	702	(5.71)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.00	(0.00)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	571	408	459	1,160	1,155
Dòng tiền tự do	588	282	(1,109)	(267)	416

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.8	16.2	16.8	15.0	16.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.5	14.7	15.2	15.6	15.7
Tỷ suất LNT (%)	6.73	10.8	10.2	8.61	8.98
Thuế TNDN hiện hành (%)	13.3	14.0	19.0	13.1	8.61
Tăng trưởng doanh thu (%)	10.4	0.96	6.64	23.8	24.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(18.1)	41.6	10.5	26.9	25.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(21.7)	62.4	0.55	4.37	30.3
Tăng trưởng EPS (%)	(21.7)	35.3	0.55	4.37	30.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(21.7)	35.3	0.55	4.37	30.3
Tăng trưởng DPS (%)	(50.0)	0	0	0	100
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	33.3	24.6	24.4	23.4	35.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.6	18.7	16.8	15.6	18.2
ROACE (%)	14.2	20.1	18.0	13.4	15.0
Vòng quay tài sản (lần)	1.17	1.06	0.97	0.92	0.98
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	2.40	1.10	0.93	0.96	0.83
Số ngày tồn kho	59.9	59.0	62.0	62.0	62.0
Số ngày phải thu	85.8	104	96.5	90.2	91.5
Số ngày phải trả	46.4	45.7	47.5	47.5	47.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	10.7	23.2	41.8	52.9	41.6
Nợ/tài sản (%)	24.2	25.8	34.0	44.2	39.4
EBIT/lãi vay (lần)	66.4	N/a	N/a	16.8	9.13
Nợ/EBITDA (lần)	2.08	1.73	2.55	3.53	2.62
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.77	1.87	1.52	1.81	1.85
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.97	1.32	1.21	1.07	0.84
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.21	9.00	7.93	6.83	5.36
P/E (lần)	12.1	8.97	8.92	8.55	6.56
P/E ĐC (lần)	12.4	9.15	9.10	8.72	6.69
P/B (lần)	1.47	1.59	1.41	1.26	1.13
Lợi suất cổ tức (%)	2.74	2.74	2.74	2.74	5.48

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 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