

CTCP Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC)
Vũ Tuấn Minh

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

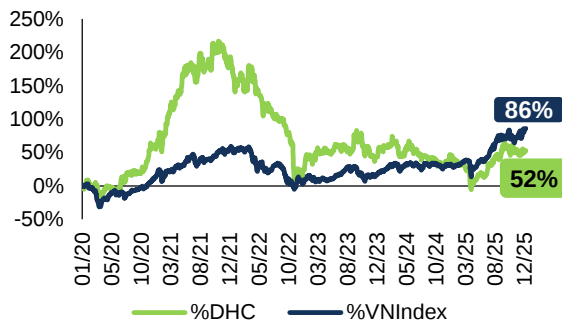
 Email: minhvt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 – Ext: 5522

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu DHC & VNIndex


Thông tin giao dịch	19/01/2026
Giá đóng cửa (VND/cp)	33.750
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	36.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	20.200
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	96,6
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	96,6
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	229.993
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	35,2%
Vốn hóa (tỷ VND)	3.294
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	3.181
P/E Trailing 12 tháng	10,7x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty cổ phần Đông Hải Bến Tre
Địa chỉ	KCN Giao Long, Giao Long, Vĩnh Long
HĐKD chính	Sản xuất, thương mại giấy, bao bì
Chi phí chính	Giấy bao bì carton cũ (OCC)
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu

Cơ cấu cổ đông (19/01/2026)	(%)
KWE Beteteiligungen AG	15%
Lê Bá Phương (Phó Chủ tịch HĐQT)	10%
Nguyễn Thị Thủy (vợ của ông Lê Bá Phương)	8%
Helvetische Bank	6%
Lương Văn Thành (Chủ tịch HĐQT)	4%
Khác	57%

Giá hiện tại: **33.750** Khuyến nghị
 Giá mục tiêu: **34.900** **THEO DÕI**
 Tăng: **+3,5%**

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KQKD DÀI HẠN TỪ NHÀ MÁY GIAO LONG 3

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với CTCP Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC) với mức giá mục tiêu **34.900 đồng/cp**, cao hơn **3,5%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 19/01/2026, dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF ([chi tiết](#)). Nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu DHC tại mức giá 29.000 đồng/cp, tương đương tỷ suất sinh lời kỳ vọng 20%.

TRIỂN VONG KẾT QUẢ KINH DOANH

- Doanh thu mảng giấy 2026 (chiếm ~79% doanh thu 2025) ước đạt 2.959 tỷ VND (+4% YoY)** nhờ các nhà máy hoạt động tối đa CSTK. Theo đó, biên lợi nhuận gộp ước đạt 14,5% (+1 đpt YoY) nhờ giá bán giấy trung bình đạt ~10.300 đồng/kg (+2% YoY) khi nguồn cung giấy toàn ngành vẫn chịu ảnh hưởng từ sự kiện Làng nghề Phong Khê di dời. ([chi tiết](#))
- Màng bao bì (đóng góp ~21% doanh thu 2025) duy trì ổn định trong dài hạn.** Doanh thu và biên LNG mảng bao bì năm 2026 lần lượt đạt 832 tỷ VND (+8,7% YoY) và 17,7% (+0,1 đpt YoY). Trong giai đoạn 2026-2033F, doanh thu bao bì sẽ tăng trưởng chậm lại với CAGR=2%/năm khi (1) hai nhà máy vận hành tối đa CSTK từ 2027 và (2) nhu cầu tiêu thụ bao bì lớn của các doanh nghiệp xuất khẩu thủy sản, trái cây. ([chi tiết](#))
- Nhà máy Giao Long 3 dự kiến đưa vào hoạt động từ 2028 sẽ là động lực tăng trưởng của DHC trong dài hạn.** DHC hiện đang lên kế hoạch xây dựng nhà máy Giao Long 3 với CSTK đạt 380.000 tấn/năm qua đó giúp năng lực sản xuất của công ty tăng 136%. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng giấy sẽ tăng mạnh 35,9% YoY trong năm 2028 và tiếp tục tăng với CAGR=12,3%/năm trong giai đoạn 2028-2033F nhờ nhu cầu đóng gói cao tại thị trường nội địa, đặc biệt ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long.

YẾU TỐ THEO DÕI ([chi tiết](#))

- Giá bán giấy công nghiệp suy giảm.** Nguồn cung giấy tăng trở lại trong giai đoạn 2028-2029 khi các làng nghề tái định cư sẽ gây áp lực lên giá bán giấy và biên lợi nhuận của DHC.
- Giá giấy bao bì carton cũ OCC (chiếm 70% nguyên liệu đầu vào) và chi phí logistics tăng trở lại** trong bối cảnh bất ổn kinh tế, địa chính trị toàn cầu.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển



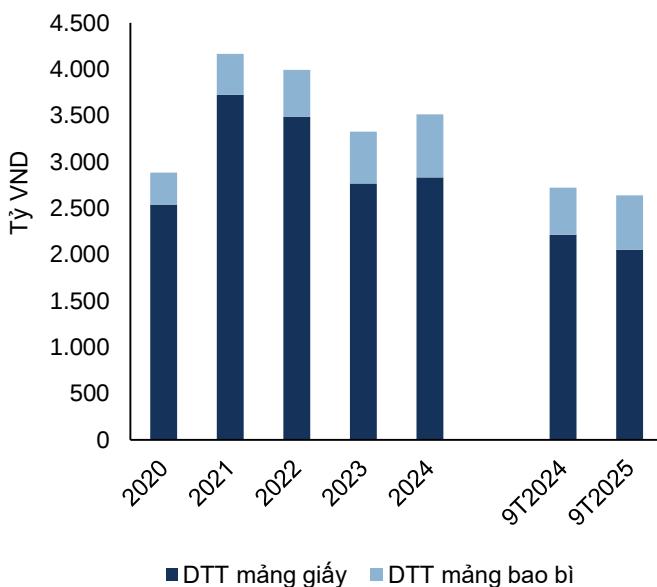
Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC), đã phát triển từ một nhà máy sản xuất bao bì nhỏ của tỉnh Bến Tre trở thành một trong những doanh nghiệp nội địa dẫn đầu tại Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất giấy công nghiệp và bao bì carton. Tới nay thị trường hoạt động chính của công ty ở Đông Nam Bộ và Đồng bằng sông Cửu Long, phục vụ chủ yếu các doanh nghiệp xuất khẩu như thủy sản, trái cây, dệt may, dược phẩm, ...

2. Cơ cấu công ty

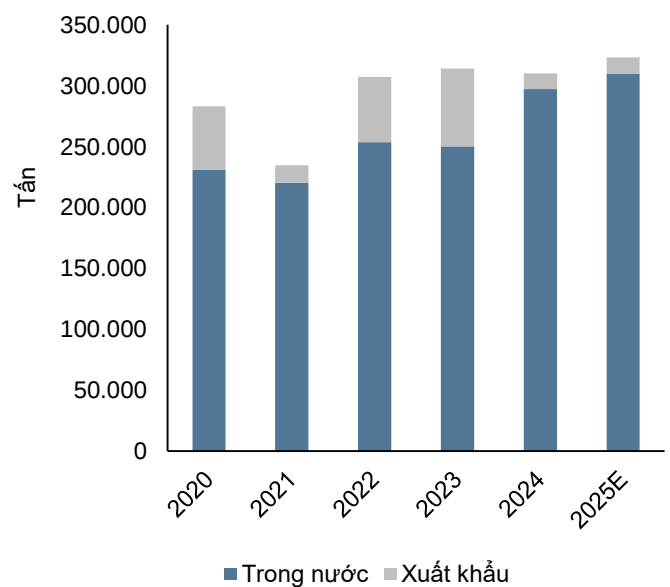
Đơn vị	Hình thức	Vốn điều lệ (Tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
CTCP Giấy Giao Long	Công ty con	450	99,4%	Sản xuất và kinh doanh bao bì Carton
Công ty TNHH MTV Bao bì Bến Tre	Công ty con	180	100%	Sản xuất, kinh doanh giấy công nghiệp
CTCP Tân Cảng Giao Long	Công ty liên kết	10	26%	Cung cấp dịch vụ khai thác cảng và vận chuyển

3. Hoạt động kinh doanh chính

Biểu đồ 2: Mảng giấy công nghiệp đóng góp ~83% doanh thu của DHC



Biểu đồ 3: Sản lượng tiêu thụ của mảng giấy công nghiệp tập trung vào khu vực nội địa ~95%



Nguồn: DHC, FPTs tổng hợp

DHC hiện tập trung hoạt động trong hai lĩnh vực chính: (1) sản xuất giấy công nghiệp (testliner, medium) và (2) sản xuất bao bì, trong đó mảng giấy cung cấp ~50-60% nguyên liệu đầu vào cho mảng bao bì.

Ở mảng sản xuất giấy, DHC vận hành hai nhà máy Giao Long 1 & 2 với tổng công suất đạt 280.000 tấn/năm và cả hai nhà máy đã duy trì mức hoạt động tối đa kể từ 2020 đến nay. Trong giai đoạn 2024-2025, khoảng 95% sản lượng giấy được tiêu thụ tại thị trường nội địa. Ngoài hai nhà máy giấy, DHC cũng đang sở hữu hai nhà máy bao bì có tổng CSTK đạt ~93 triệu sản phẩm/năm và toàn bộ sản phẩm bao bì đều phục vụ thị trường nội địa. Trong năm 2024, các nhà máy bao bì đã hoạt động với công suất khoảng 75% và mang lại 679 tỷ doanh thu. Trong giai đoạn 2020-2024, mảng bao bì ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép CAGR=18,2%/năm, phản ánh nhu cầu ổn định của thị trường và khả năng mở rộng khách hàng liên tục của doanh nghiệp.

II. KQKD năm 2025 CỦA DHC

1. Ước tính KQKD năm 2025

Đơn vị: Tỷ VND	2024	2025	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	3.596	3.612	+0,4%	Doanh thu thuần năm 2025 tăng nhẹ 0,4% chủ yếu nhờ doanh thu mảng bao bì tăng mạnh trong khi doanh thu mảng giấy nhìn chung đi ngang svck. Cụ thể:
- Mảng giấy	2.834,2	2.846,6	+0,4%	Doanh thu mảng giấy tăng nhẹ 0,4% nhờ giá bán giấy tăng 10,5% YoY, trong khi sản lượng tiêu thụ ước giảm -7,4% YoY.
- Mảng bao bì	678,7	765,5	+12,8%	Doanh thu mảng bao bì ước tăng 12,8% YoY chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ của công ty con (công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre) tăng 23,8% YoY, trong khi sản lượng tiêu thụ của nhà máy bao bì thuộc công ty mẹ đi ngang svck.
Lợi nhuận gộp	426,0	520,6	+22,2%	Biên lợi nhuận gộp đạt 14,4% (+2,6 đpt YoY) nhờ giá bán giấy tích cực (+10,5% YoY) giúp biên lãi gộp mảng giấy tăng (+3,5 đpt YoY), trong khi biên lãi gộp mảng bao bì tăng nhẹ (+0,3 đpt YoY).
- Biên lợi nhuận gộp	11,8%	14,4%	+2,6 đpt	
Chi phí bán hàng	112,8	115,6	+2,4%	
Chi phí QLDN	39,6	39,7	+0,1%	
Lợi nhuận HĐKD	273,6	365,3	+33,5%	
Doanh thu tài chính	34,5	36,8	+6,8%	Doanh thu hoạt động tài chính tăng +6,8% chủ yếu nhờ tăng các khoản lãi trái phiếu và tiền gửi ngắn hạn tại các NHTM.
Chi phí tài chính	38,6	43,3	+12,1%	Chi phí lãi vay tăng 42,1% YoY do (1) DHC gia tăng dư nợ vay ngắn hạn bình quân trong 2025 (+16,5% YoY) nhằm tài trợ vốn lưu động và (2) lãi suất vay ngắn hạn bình quân đạt 4,2%/năm (+1,1 đpt YoY).
- Chi phí lãi vay	22,8	32,4	+42,1%	
LNTT	279,2	367,0	+31,4%	
LNST	242,2	320,8	+32,4%	
Chỉ số				
- CPBH / Doanh thu thuần	3,1%	3,2%		
- CPQL / Doanh thu thuần	1,1%	1,1%		
- Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD	7,6%	10,1%		
- Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	6,7%	8,8%		

Nguồn: DHC, FPTs ước tính

Chúng tôi dự báo doanh thu Q4/2025 đạt 972,8 tỷ VND (+11,3% YoY) và LNST ghi nhận tăng +47% YoY đạt 72 tỷ VND chủ yếu do mức nền so sánh thấp của Q4/2024. Giá bán giấy thành phẩm trong Q4/2025 ước đạt 11.000 VND/kg (+15,2% YoY).

Ước tính cả năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất của DHC lần lượt ghi nhận 3.612 tỷ VND (+0,4% YoY) và 320,8 tỷ VND (+32,4% YoY). Theo đó, tỷ lệ hoàn thành kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 110% và 133% theo kế hoạch kinh doanh năm 2025. Trong đó:

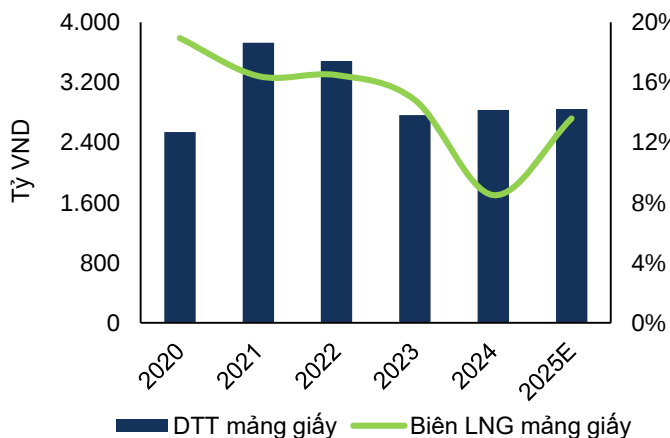
- Doanh thu mảng giấy tại công ty mẹ ước đạt 2.846 tỷ VND, đi ngang svck. Cụ thể: sản lượng bán hàng đạt 305.000 tấn (-7,4% YoY), bù lại giá bán giấy công nghiệp trung bình đạt 10.090 VND/kg (+10,5% YoY) nhờ hưởng lợi khi nguồn cung giấy cả nước ước tính giảm 20% trong 2025. Ngoài ra, doanh thu mảng bao bì của công ty mẹ ước đạt 355 tỷ VND trong 2025, tăng 2% YoY.
- Doanh thu công ty con (công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre) ước đạt 410 tỷ VND và lợi nhuận gộp đạt 72,1 tỷ VND lần lượt tăng 23,8% YoY và 22,7% YoY do (1) công suất vận hành của nhà máy đạt 80% cao hơn mức 50% của năm 2024 và (2) nhu cầu tiêu thụ bao bì khả quan tại các doanh nghiệp xuất khẩu tại Đồng bằng sông Cửu Long.

2. Mảng sản xuất giấy công nghiệp – doanh thu duy trì tương đối ổn định khi công suất hoạt động của các nhà máy đã đạt mức tối đa kể từ 2020

Kể từ 2020 cho tới nay, nhà máy sản xuất giấy Giao Long 1 & 2 của DHC đã duy trì khai thác tối đa công suất thiết kế, ước đạt ~100-115% CSTK, phản ánh nhu cầu đầu ra ổn định và khả năng tối ưu vận hành của doanh nghiệp.

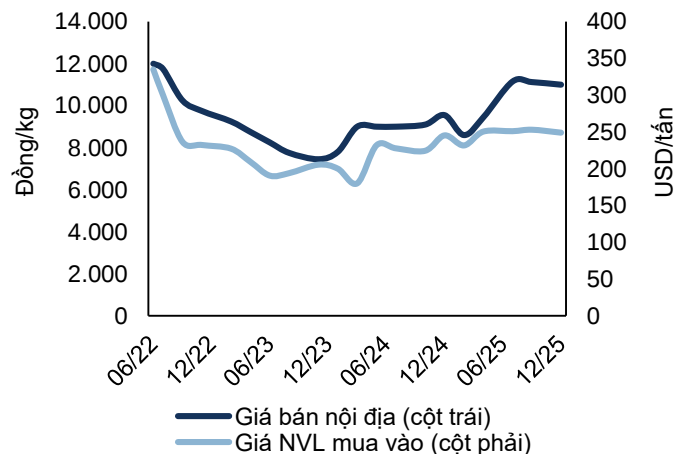
Ước tính cả năm 2025, mảng sản xuất giấy của DHC đóng góp 78,8% trong cơ cấu doanh thu thuần, đạt khoảng 2.847 tỷ VND, tăng trưởng +0,4% YoY. Động lực tăng trưởng chủ yếu nhờ giá bán giấy thành phẩm tích cực (+10,5% YoY) trong khi sản lượng sản xuất và tiêu thụ ước đạt ~305.000 tấn (-7,4% svck).

Biểu đồ 4: Biên lợi nhuận gộp 2025 được cải thiện nhờ giá bán đầu ra tăng



Nguồn: DHC, FPTs ước tính

Biểu đồ 5: Giá bán giấy 2025 tăng 10,5% YoY trong khi giá nguyên vật liệu chỉ tăng 4% YoY

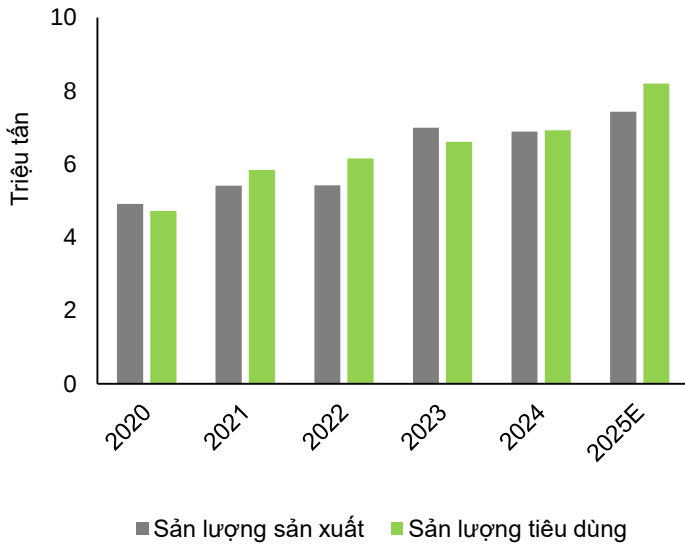


Nguồn: thitruonggiay.com, FPTs ước tính

Biên lợi nhuận gộp của mảng giấy 2025 đạt 13,6% (+5,1 đpt so với cùng kỳ) nhờ giá bán giấy thành phẩm tăng mạnh, trong khi giá thành các loại nguyên vật liệu chỉ tăng nhẹ. Cụ thể: giá bán giấy thành phẩm trung bình trong năm 2025 đạt khoảng 10.090 VND/kg (+10,5% YoY). Giá thành các loại nguyên vật liệu tăng 3,9% YoY, với tác động chủ yếu từ giá giấy thu hồi (chiếm ~70% chi phí đầu vào, trong đó ~80% được nhập khẩu) tăng khoảng +10 USD/tấn (+4,7% YoY) do nguồn cung tại hai thị trường lớn là Mỹ và EU suy giảm vì các chính sách bảo vệ môi trường. Bên cạnh đó, giá thành còn ảnh hưởng từ mức tăng từ tỷ giá USD/VND (+3,4% tính từ đầu năm) đối với các sản phẩm nhập khẩu.

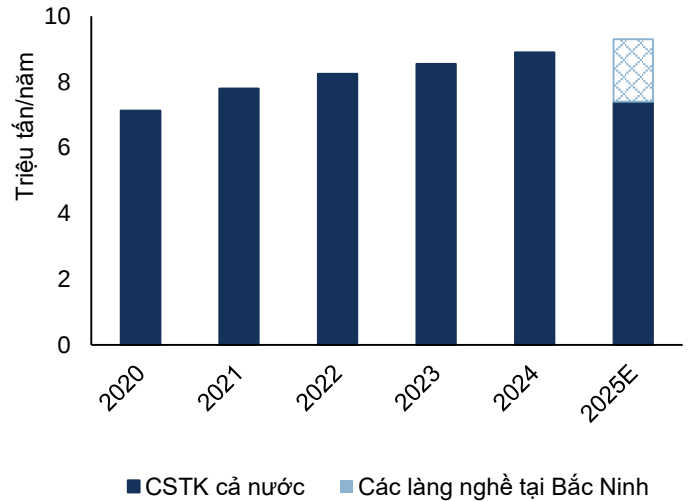
Tính tới tháng 12/2025, giá bán giấy nội địa đạt khoảng 11.000 đồng/kg (+15,2% YoY) nhờ tác động của (1) làng nghề Phong Khê đóng cửa để di dời, khiến nguồn cung giấy cả nước ước tính giảm 20% YoY và (2) nhu cầu tiêu thụ trong nước tăng mạnh, ước đạt 8,2 triệu tấn trong 2025 (+18,8% YoY). Cụ thể như sau:

Biểu đồ 6: Sản lượng tiêu thụ nội địa toàn ngành ước tăng 18,8% trong 2025



Nguồn: VPPA, FPTS ước tính

Biểu đồ 7: Nguồn cung giấy giảm do làng nghề Phong Khê (chiếm ~ 20% CSTK toàn ngành) dừng hoạt động

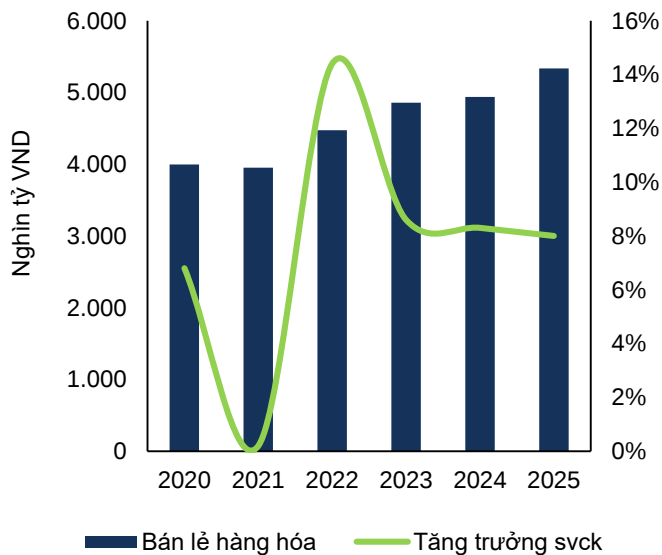


Nguồn: thitruonggiay.com, FPTS ước tính

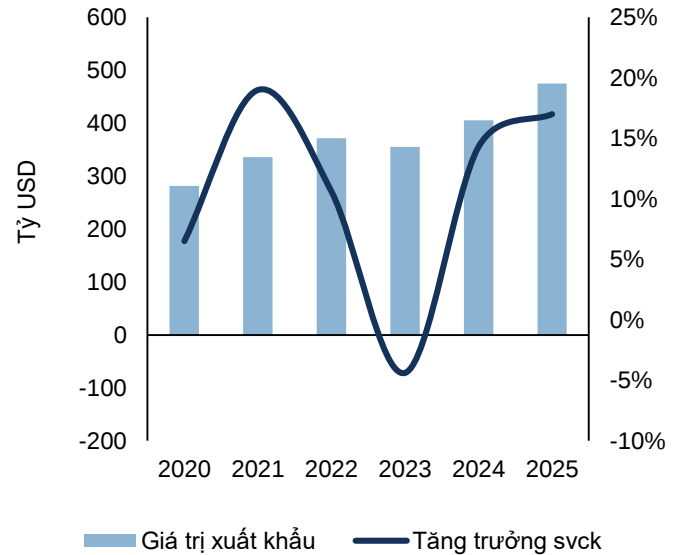
(1) Nhu cầu giấy công nghiệp và bao bì ở thị trường nội địa và khu vực Đồng bằng sông Cửu Long đang ở mức cao nhờ lợi thế về hoạt động xuất nhập khẩu và các hoạt động đóng gói, bán lẻ hàng hóa

Trong năm 2025, sản lượng tiêu thụ giấy tại Việt Nam ghi nhận mức tăng 18,8% YoY, được hỗ trợ bởi hai động lực chính: (1) tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 8% YoY, phản ánh nhu cầu nội địa cải thiện và (2) hoạt động xuất khẩu hàng hóa tăng tốc (+17% YoY), qua đó kéo theo nhu cầu giấy và bao bì phục vụ đóng gói.

Biểu đồ 8: Tổng mức bán lẻ hàng hóa đạt 5.335 tỷ VND trong 2025E (+8% YoY)



Biểu đồ 9: Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng mạnh +17% YoY trong 2025



Nguồn: Tổng cục Thống kê, FPTS tổng hợp

Tổng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm giấy trong nước trong năm 2025 ước tính đạt 8,2 triệu tấn, tăng mạnh 18,8% so với mức 6,9 triệu tấn năm 2024. Sự tăng trưởng này cho thấy mức tiêu thụ nội địa và nhu cầu đóng gói phục vụ hàng hóa xuất khẩu đang phục hồi rõ rệt sau giai đoạn 2023-2024, đặc biệt ở các phân khúc như giấy công nghiệp và bao bì. Tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tp. Hồ Chí Minh, địa bàn kinh doanh chính của DHC là khu vực xuất khẩu trọng điểm nông nghiệp, thủy sản của cả nước khi chiếm ~65% kim ngạch xuất khẩu thủy sản và ~70% xuất khẩu trái cây của Việt Nam.

(2) Tác động từ việc tạm ngừng hoạt động các cơ sở sản xuất giấy tại làng nghề Phong Khê (Bắc Ninh)

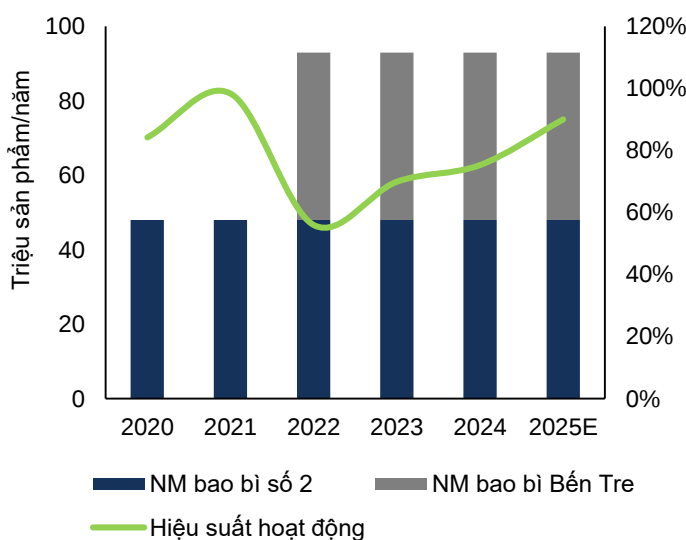
Trái ngược với xu hướng tiêu dùng đang tăng trưởng mạnh, sản xuất giấy trong nước có dấu hiệu chững lại, tổng sản lượng sản xuất năm 2025 ước tính chỉ đạt khoảng 7,4 triệu tấn (+7,9% YoY). Nguyên nhân chính đến từ các biện pháp kiểm soát môi trường đang được siết chặt tại nhiều địa phương. Nhiều doanh nghiệp nhỏ và vừa không đáp ứng các quy định về bảo vệ môi trường và phòng cháy chữa cháy.

Trong giai đoạn Q4/2024 – Q1/2025, toàn bộ các cơ sở sản xuất tự phát và các hộ kinh doanh nhỏ lẻ giấy tại làng nghề Phong Khê (Bắc Ninh) đã buộc phải tạm ngừng hoạt động do không đáp ứng các yêu cầu về môi trường. Sự gián đoạn này ước tính sẽ làm giảm nguồn cung giấy khoảng 1,9 – 2,0 triệu tấn giấy/năm, trong đó khoảng 70-75% là giấy bao bì tương đương khoảng 20% tổng công suất thiết kế toàn ngành (phần còn lại chủ yếu là giấy vàng mã, giấy vệ sinh). Các doanh nghiệp có thị trường tiêu thụ nội địa được dự báo hưởng lợi lớn từ diễn biến này, trong đó có DHC. Việc dần dần loại bỏ những cơ sở sản xuất lạc hậu, không đáp ứng tiêu chuẩn môi trường, về dài hạn sẽ góp phần nâng cao chất lượng sản xuất, tăng khả năng đáp ứng yêu cầu xử lý chất thải và tái chế, qua đó cải thiện lợi thế cạnh tranh của các doanh nghiệp có khâu xử lý nước thải, khí thải trong ngành.

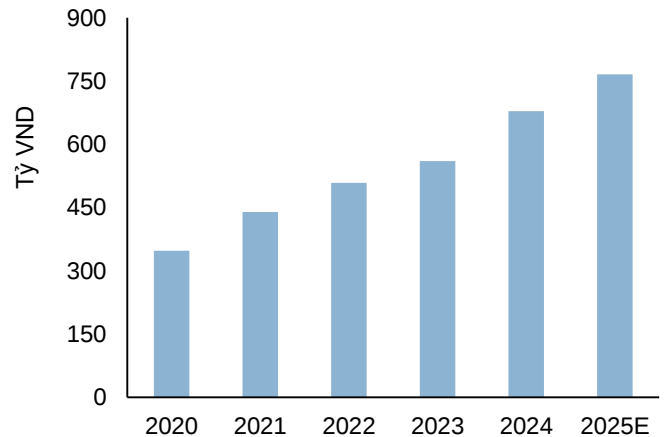
3. Mảng sản xuất bao bì – doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ nhu cầu khả quan của ngành thủy sản và nông nghiệp tại Đồng bằng sông Cửu Long

DHC hiện sở hữu 02 nhà máy sản xuất bao bì với tổng công suất thiết kế đạt khoảng 93 triệu sản phẩm/năm, bao gồm nhà máy bao bì số 2 (trực thuộc công ty mẹ) và nhà máy bao bì Bến Tre (trực thuộc công ty con – Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre). Trong đó, nhà máy bao bì số 2 đã vận hành ở mức công suất tối đa, còn nhà máy bao bì Bến Tre vận hành ở mức 80% CTSK. Giai đoạn 2020–2024, doanh thu mảng bao bì ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng với CAGR đạt 14,3%/năm, toàn bộ sản lượng được tiêu thụ tại thị trường nội địa, tập trung chủ yếu ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, trong đó nhóm doanh nghiệp thủy sản đóng góp khoảng 60% doanh thu, phần còn lại đến từ các ngành chế biến chế tạo, may mặc, trái cây,...

Biểu đồ 10: Năng lực sản xuất và hiệu suất hoạt động của các nhà máy bao bì DHC

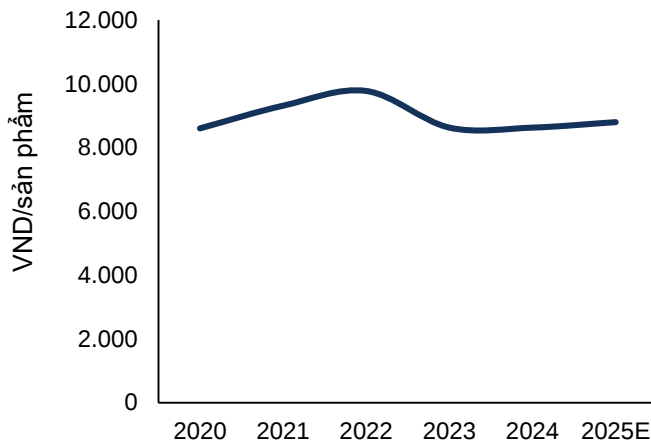
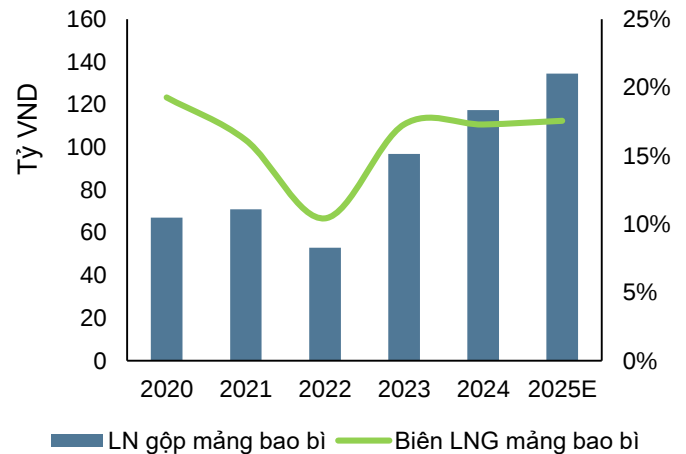


Biểu đồ 11: Doanh thu tăng trưởng liên tục nhờ nhu cầu tiêu thụ cao tại Đồng bằng sông Cửu Long



Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Trong năm 2025, mảng bao bì đóng góp 21,2% doanh thu thuần, ước đạt 766 tỷ VND, tăng trưởng 12,8% YoY. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ nhà máy Bao Bì Bến Tre khi sản lượng tiêu thụ tăng 23,8% YoY trong khi sản lượng tiêu thụ của nhà máy bao bì số 2 đi ngang svck. Chúng tôi ước tính, hai nhà máy bao bì của DHC đã vận hành bình quân khoảng ~90% CSTK tương đương với sản lượng sản xuất khoảng 84 triệu sản phẩm, riêng nhà máy Bao Bì Bến Tre ghi nhận mức cải thiện đáng kể khi công suất vận hành đã tăng từ 50% lên 80%.

Biểu đồ 12: Giá bán bao bì tương đối ổn định

Biểu đồ 13: Biên lợi nhuận gộp duy trì ổn định nhờ khả năng tự chủ giấy công nghiệp đầu vào


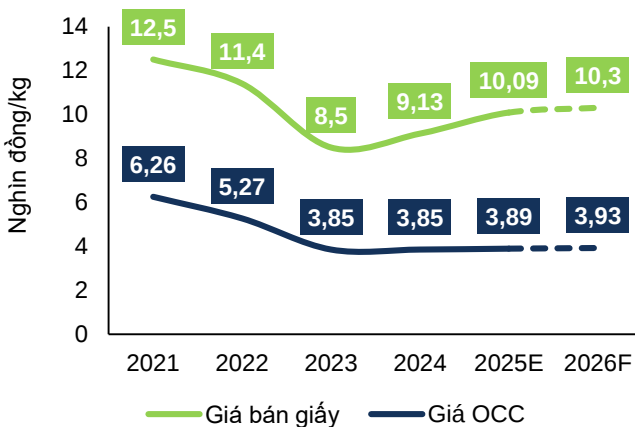
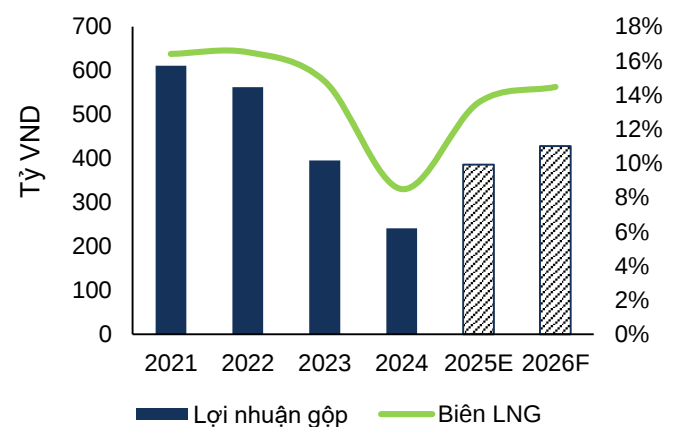
Nguồn: DHC, FPTS ước tính

Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp của mảng bao bì duy trì ổn định khoảng 18-19% trong giai đoạn 2020-2025. Riêng năm 2022, biên lợi nhuận gộp sụt giảm -5,7 đpt YoY do nhà máy bao bì Bến Tre mới đi vào vận hành nên chưa ổn định, tỷ lệ hao hụt cao và phát sinh nhiều sản phẩm lỗi. Sự duy trì ổn định của biên lợi nhuận gộp được hỗ trợ bởi (1) doanh nghiệp có thể tự chủ ~50-60% nhu cầu giấy đầu vào và (2) giá bán trung bình sản phẩm bao bì của DHC chịu ít biến động vì đặc thù ngành có công nghệ sản xuất đơn giản, không có nhiều sự khác biệt giữa các doanh nghiệp. Hiện nay, các nhà máy bao bì của DHC sử dụng công nghệ in để chế biến giấy công nghiệp thành các bao bì có màu sắc, kích cỡ, kiểu dáng khác nhau.

III. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH

1. Triển vọng mảng sản xuất giấy – biên lợi nhuận duy trì sự cải thiện trong 2026, triển vọng dài hạn từ Giao Long 3 [\(quay lại\)](#)

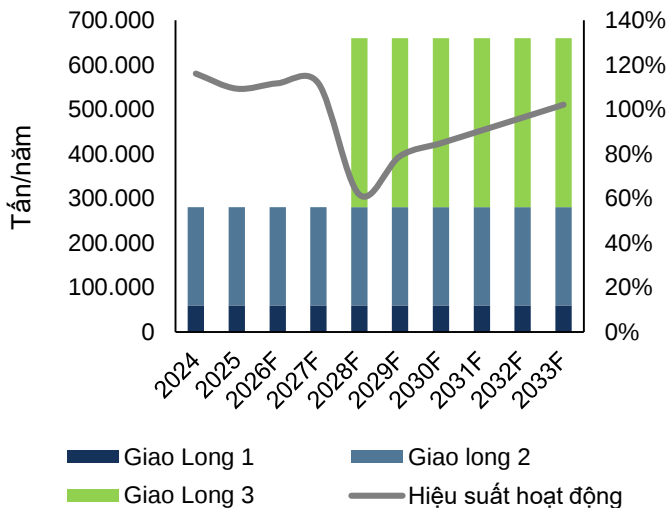
Chúng tôi ước tính doanh thu thuần mảng sản xuất giấy trong 2026 đạt 2.959 tỷ VND, tăng +4% YoY và đóng góp 78% trong tổng doanh thu thuần. Biên lợi nhuận gộp mảng giấy trong năm 2026 dự kiến đạt 14,5% (tăng +0,8 đpt YoY) nhờ giá bán giấy neo ở mức ~10.300 (+2% YoY) khi nguồn cung tiếp tục chịu ảnh hưởng từ sự kiện làng nghề Phong Khê đóng cửa. Việc di dời làng nghề dự kiến sẽ hoàn tất vào giai đoạn 2028-2029 theo lộ trình của UBND tỉnh Bắc Ninh.

Biểu đồ 14: Dự phóng giá bán giấy và giá giấy thu hồi đầu vào (OCC)

Biểu đồ 15: Dự phóng lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp mảng giấy


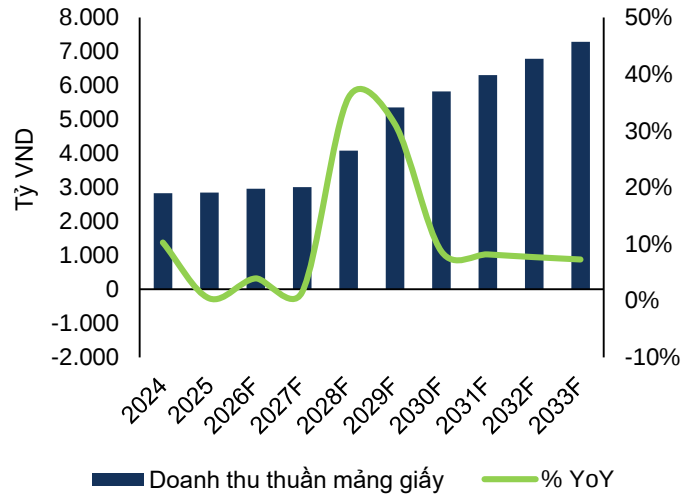
Nguồn: DHC, FPTS ước tính

Về động lực tăng trưởng trong dài hạn, dự án xây dựng nhà máy Giao Long 3 có tổng vốn đầu tư 1.800 tỷ VND, với CSTK ~380.000 tấn/năm. Dự án sẽ được khởi công vào năm 2026 và đi vào vận hành chính thức từ Q2/2028. Khi dự án đi vào hoạt động, tổng năng lực sản xuất giấy sẽ được nâng lên ~660.000 tấn/năm, tăng trưởng 136% so với hiện tại. Theo ước tính, sản lượng sản xuất và tiêu thụ năm 2028 sẽ đạt khoảng 400.000 tấn, tăng trưởng +30,4% YoY, chủ yếu nhờ đóng góp ban đầu của Giao Long 3 khi nhà máy mới vận hành và chỉ đạt mức ~25% CSTK. Nhà máy mới dự kiến vận hành ở mức thấp trong năm đầu, tăng tốc đáng kể từ 2029 (~55% CSTK) và tiếp tục cải thiện ở các năm sau khi dây chuyền sản xuất đạt trạng thái ổn định, định mức tiêu hao được tối ưu và tệp khách hàng dần được mở rộng để hấp thụ phần công suất gia tăng.

Biểu đồ 16: Dự phóng khả năng sản xuất và hiệu suất hoạt động các nhà máy sản xuất giấy



Biểu đồ 17: NM Giao Long 3 giúp doanh thu mảng giấy tăng trưởng trong dài hạn

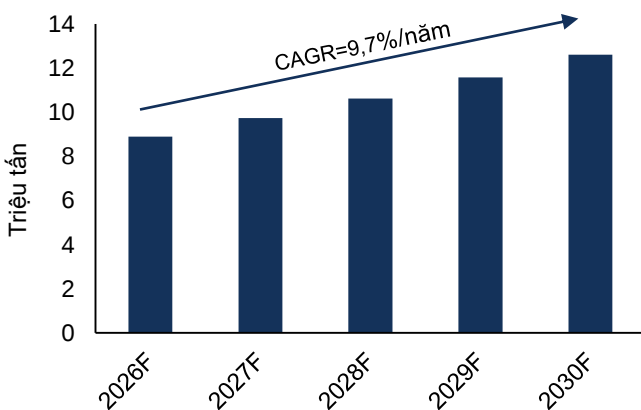


Nguồn: DHC, FPTs ước tính

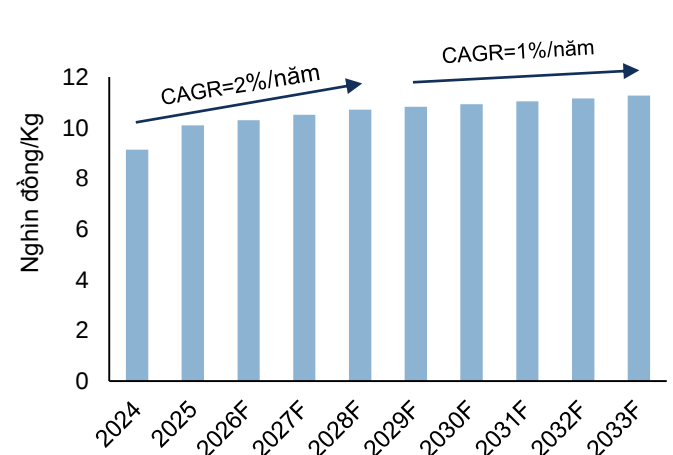
Giai đoạn 2026-2033F, doanh thu thuần mảng sản xuất giấy sẽ tăng trưởng với mức CAGR=13,6%/năm nhờ khả năng sản xuất được nâng lên ~660.000 tấn/năm và hiệu suất hoạt động của NM Giao Long 3 tăng dần qua các năm. Chúng tôi cho rằng, sản lượng xuất bán của DHC sẽ tăng trưởng đạt CAGR=12%/năm trong giai đoạn trên nhờ hưởng lợi gián tiếp từ nhu cầu đóng gói tăng cao, thông qua việc DHC cung cấp giấy công nghiệp làm đầu vào cho hoạt động sản xuất bao bì của các doanh nghiệp bán lẻ và xuất khẩu tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. Ngoài ra, DHC sẽ tiếp tục tăng cường tiêu thụ nội bộ để đáp ứng cho các đơn hàng của nhà máy bao bì.

Theo dự báo của Mordor Intelligence, thị trường giấy và bao bì tại Việt Nam đạt 2,8 tỷ USD trong 2025 và dự báo tăng lên khoảng 4,5 tỷ USD vào năm 2030, tương ứng CAGR=9,7%/năm trong giai đoạn này nhờ hoạt động xuất khẩu nông – thủy sản, thương mại điện tử và xu hướng thay thế bao bì nhựa bằng các sản phẩm giấy.

Biểu đồ 18: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ giấy nội địa đạt CAGR=9,7%/năm giai đoạn 2026-2030F



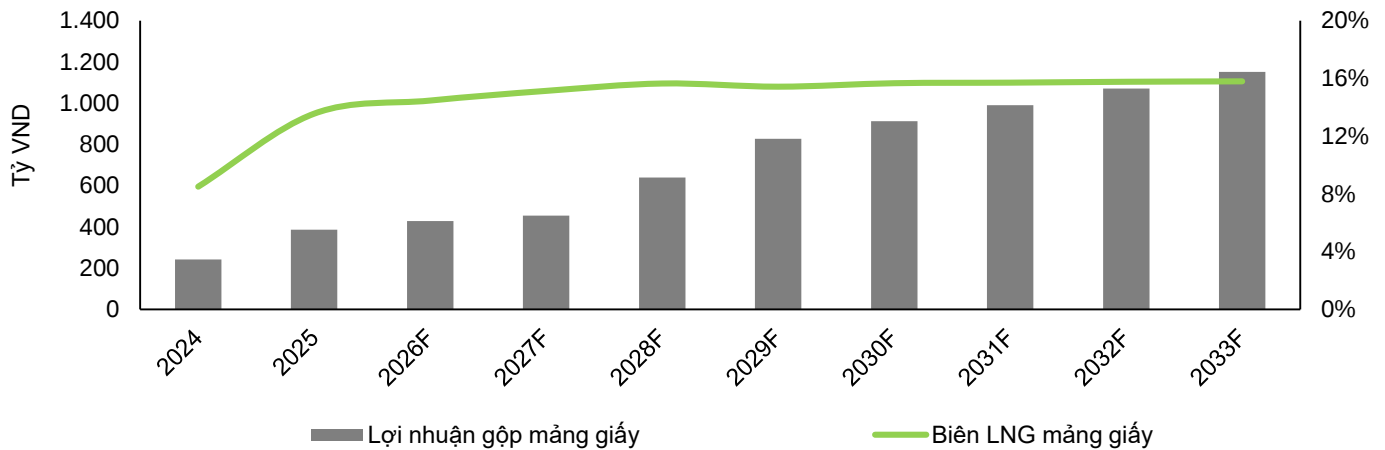
Biểu đồ 19: Dự phóng giá bán giấy của DHC



Nguồn: DHC, FPTs ước tính

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng giấy của DHC dần cải thiện từ năm 2025 trở đi sau khi giá bán giấy đã phục hồi từ giữa năm 2025. Trên cơ sở đó, biên lợi nhuận gộp mảng giấy giai đoạn 2027-2033F được dự phóng đạt 15,7-16% nhờ mức giá bán được hưởng lợi khi nguồn cung toàn ngành bị gián đoạn và hiệu suất hoạt động của nhà máy Giao Long 3 dần được cải thiện. Cụ thể, nguồn cung giấy tiếp tục chịu ảnh hưởng khi các hộ kinh doanh tại làng nghề Phong Khê - Bắc Ninh bị đóng cửa, qua đó hỗ trợ giá bán giấy tăng trưởng ở mức CAGR=2%/năm trong giai đoạn 2025-2028F. Theo kế hoạch cho tới năm 2029, khi các hộ kinh doanh cũ tại làng nghề hoàn thành tái định cư sẽ khiến nguồn cung giấy ổn định trở lại và đà tăng giá được kỳ vọng hạ nhiệt với CAGR=1%/năm trong giai đoạn 2029-2033F, chủ yếu phản ánh tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ đều đặn của ngành giấy.

Biểu đồ 20: Dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng giấy



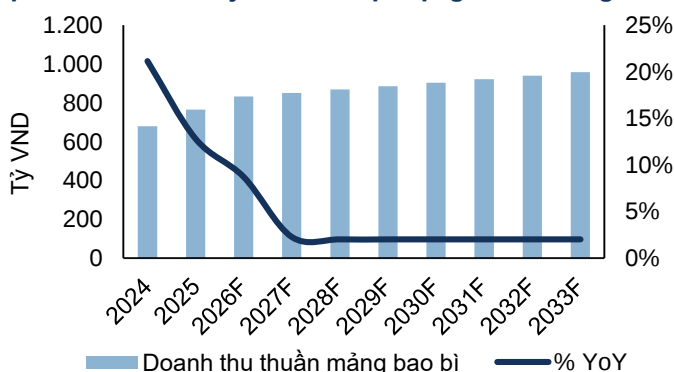
Nguồn: DHC, FPTTS ước tính

2. Triển vọng mảng bao bì – tăng trưởng chậm lại khi các nhà máy hoạt động ở công suất tối đa [\(quay lại\)](#)

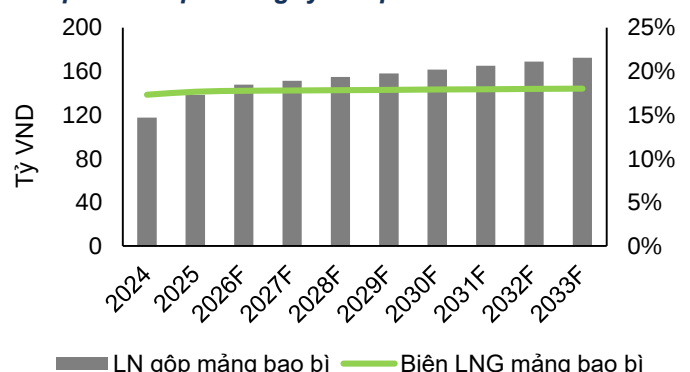
Trong năm 2025, các nhà máy bao bì của DHC vận hành bình quân khoảng 90% công suất thiết kế và dự kiến nâng dần lên mức tối đa từ năm 2027 nhờ nhu cầu tiêu thụ nội địa cao, khi đó sản lượng bao bì tiêu thụ được kỳ vọng chững lại và duy trì ổn định quanh mức 92–93 triệu sản phẩm mỗi năm.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng bao bì của DHC sẽ tăng trưởng với CAGR=2%/năm trong giai đoạn 2026-2033F dựa trên kỳ vọng (1) hai nhà máy vận hành tối đa công suất kể từ 2027, (2) nhu cầu bao bì đóng gói tại Việt Nam trong những năm tới được dự báo tiếp tục khả quan nhờ hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu đóng gói trong các hoạt động tiêu dùng, bán lẻ hàng hóa và các hoạt động xuất khẩu. Cụ thể, quy mô thị trường bán lẻ tại Việt Nam đang tăng trưởng với CAGR=9%/năm cùng với sự bùng nổ thương mại điện tử và tăng trưởng xuất nhập khẩu hàng hóa dự báo đạt tốc độ tăng trưởng kép khoảng 6,5%/năm, kim ngạch ước đạt 1.200 tỷ USD vào 2030 - kéo theo nhu cầu lớn về bao bì đóng gói, giấy, bìa carton.

Biểu đồ 21: Doanh thu mảng bao bì tăng trưởng chậm lại khi các nhà máy bao bì hoạt động tối đa công suất



Biểu đồ 22: Biên lợi nhuận gộp mảng bao bì duy trì ổn định nhờ tự chủ nguyên liệu đầu vào



Nguồn: DHC, FPTTS ước tính

Lợi nhuận gộp của mảng bao bì năm 2026 ước đạt 147,7 tỷ VND (+6,8% YoY), với biên lợi nhuận gộp đạt 17,4%. Nhờ lợi thế tự chủ được khoảng 50-60% nguyên vật liệu đầu vào từ các nhà máy giấy nội bộ nên biên lãi mảng bao bì nhìn chung duy trì ổn định và ít chịu biến động theo chu kỳ giá nguyên liệu. Trong giai đoạn 2026-2033F, lợi nhuận gộp của mảng bao bì sẽ tăng trưởng chậm lại, đạt CAGR=2,2%/năm khi các nhà máy bao bì vận hành ở công suất tối đa giúp biên lãi gộp duy trì ổn định quanh mức 17,8%.

3. Tổng hợp kết quả dự phóng giai đoạn 2026-2033F

Chỉ tiêu	2026F	2026-2033F	Giải thích
Doanh thu thuần	3.791,5 tỷ VND	CAGR=11,7%/năm	Giai đoạn 2026-2027F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng trưởng chậm với CAGR=1,7%/năm, do sự chững lại của sản lượng tiêu thụ giấy và bao bì khi các nhà máy sản xuất đã vận hành ở công suất tối đa. Giai đoạn 2028F-2033F, doanh thu sẽ tăng trưởng với CAGR=10,8%/năm nhờ sự đóng góp của nhà máy giấy mới. Doanh thu năm 2028 ước tăng mạnh 28,4% YoY, trong đó doanh thu mảng giấy tăng trưởng 35,9% YoY.
Biên lợi nhuận gộp	15,2%	15,2% - 16,1%	Lợi nhuận gộp năm 2026F ước tính đạt 575,9 tỷ VND (+10,6% YoY), với biên lợi nhuận gộp đạt 15,2% (+0,8 đpt YoY) nhờ (1) giá bán giấy công nghiệp ở mức ~10.300 đồng/kg khi nguồn cung toàn ngành suy giảm và (2) các nhà máy bao bì sẽ vận hành ổn định ở mức tối đa, hiệu suất cải thiện. Giai đoạn 2028-2033F, lợi nhuận gộp của DHC sẽ tăng trưởng với CAGR=11,2%/năm nhờ lợi nhuận gộp mảng giấy tăng trưởng CAGR=12,5%/năm. Năm 2028 khi nhà máy Giao Long 3 đi vào hoạt động sẽ giúp DHC ghi nhận 793 tỷ VND lợi nhuận gộp (+31% YoY). Biên lợi nhuận gộp trong 2028 ước đạt 16% và cải thiện dần trong các năm sau khi hiệu suất nhà máy mới tăng dần công suất hoạt động.
Lợi nhuận trước thuế	428 tỷ VND	CAGR=11,5%/năm	Lợi nhuận trước thuế năm 2026 ước đạt 428 tỷ VND, +16,8% YoY và tăng trưởng với CAGR=11,5%/năm tới 2033F.
Lợi nhuận sau thuế	374 tỷ VND	CAGR=10,1%/năm	Tốc độ tăng trưởng kép của LNST chậm hơn do các nhà máy sản xuất giấy và bao bì đều được hưởng thuế suất ưu đãi ở những năm đầu hoạt động và tăng dần trong các năm sau.

IV. YẾU TỐ THEO DÕI ([quay lại](#))

1. Biến động giá bán giấy công nghiệp

Việc đóng cửa và di dời làng nghề giấy Phong Khê từ cuối năm 2024 đã khiến nguồn cung giấy trong nước sụt giảm khoảng 20%, qua đó giúp giá bán giấy cải thiện rõ rệt trong năm 2025 (+10,5% YoY). Tuy nhiên, theo lộ trình của UBND tỉnh Bắc Ninh, quá trình chuyển đổi và di dời các cơ sở sản xuất giấy tại cụm công nghiệp Phong Khê I & II dự kiến hoàn tất trong giai đoạn 2028–2029, đồng nghĩa với việc một phần công suất có thể quay trở lại thị trường thông qua các cơ sở sản xuất, nhà máy mới, quy mô lớn và tuân thủ môi trường. Điều này tiềm ẩn rủi ro

nguồn cung giấy gia tăng trở lại trong trung hạn, gây áp lực lên mặt bằng giá bán giấy công nghiệp. Đối với DHC, diễn biến này có thể làm thu hẹp biên lợi nhuận so với giai đoạn 2025-2027, đặc biệt nếu tốc độ mở rộng công suất của các doanh nghiệp trong ngành vượt quá tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ.

2. Biến động chi phí nguyên vật liệu và chi phí logistics

Giấy thu hồi chiếm khoảng 70% giá vốn hàng bán của các nhà sản xuất giấy công nghiệp. Giá giấy thu hồi và chi phí logistics tăng cao có thể ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của DHC. Do tình hình kinh tế, chính trị toàn cầu phức tạp diễn hình như chiến tranh thương mại giữa các quốc gia lớn trên thế giới bao gồm Mỹ, Trung Quốc, EU hay căng thẳng tại khu vực Trung Đông và Biển Đen có thể gây gián đoạn chuỗi cung ứng và gây ảnh hưởng mạnh tới giá giấy thu hồi và bột giấy từ nguồn nhập khẩu (chủ yếu từ Mỹ, EU, Nhật Bản, ...)

V. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ [\(quay lại\)](#)

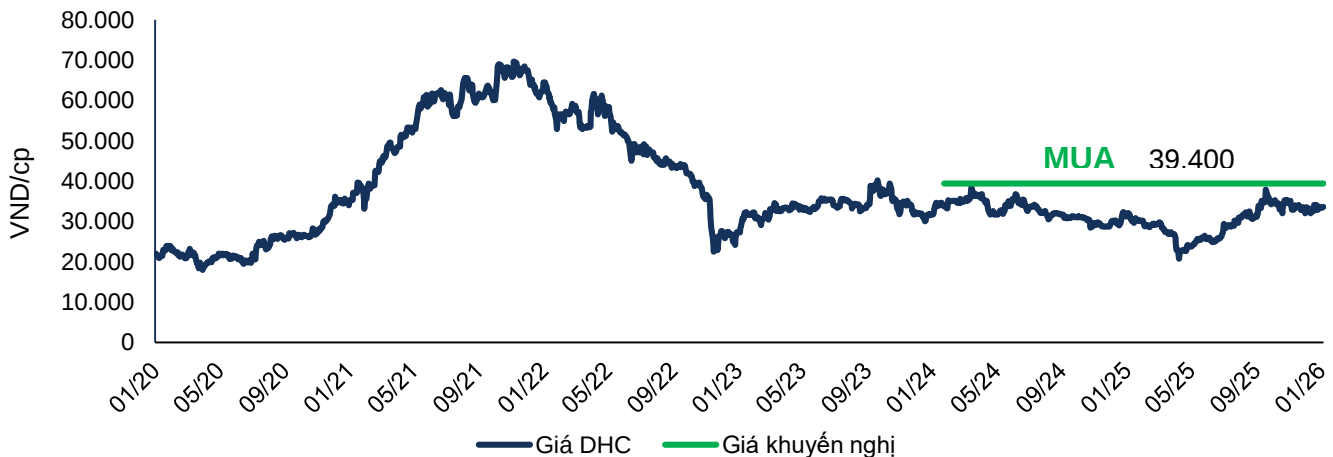
Chúng tôi tiến hành định giá DHC bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu DHC theo các phương pháp có mức bình quân là 34.900 VND/cp, cao hơn 3,5% so với mức giá đóng cửa ngày 19/01/2026. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VND/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	35.171	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	34.657	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		34.900	

Lịch sử khuyến nghị

Biểu đồ 23: Lịch sử báo cáo khuyến nghị



Nguồn: FPTs tổng hợp

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo
1	MUA	23/01/2024	39.400	Báo cáo định giá lần đầu

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	01/2024	01/2026	Giả định mô hình	01/2024	01/2025
WACC	11,73%	11,63%	Phần bù rủi ro	10,84%	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	5,23%	3,6%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,80	0,80
Chi phí sử dụng VCSH	13,58%	14,99%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
Lãi suất phi rủi ro	3,00%	3,85%	Thời gian dự phóng	10	9

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)		896.331
Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Terminal Value)		2.871.209
Giá trị doanh nghiệp (triệu VND)		2.873.942
(+) Tiền mặt (triệu VND)		3.770.273
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)		348.399
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)		701.772
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		98,59
Giá mục tiêu (VND/cp)		34.657
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VND)		3.467.812
Giá mục tiêu (VND/cp)		35.174

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: triệu đồng

HĐKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.258.909	3.596.507	3.612.176	3.791.544
- Giá vốn hàng bán	(2.755.380)	(3.170.477)	(3.091.570)	(3.215.679)
Lợi nhuận gộp	503.529	426.030	520.607	575.866
- Chi phí bán hàng	(108.079)	(112.803)	(108.365)	(113.746)
- Chi phí quản lí DN	(37.809)	(39.651)	(36.122)	(37.915)
Lợi nhuận thuần HĐKD	357.641	273.576	376.119	420.412
- (Lỗ)/lãi HĐTC	24.220	18.762	25.993	48.039
- Lợi nhuận khác	9.443	9.770	8.169	8.575
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	391.303	302.109	399.444	463.261
- Chi phí lãi vay	(33.205)	(22.886)	(32.431)	(34.751)
Lợi nhuận trước thuế	358.098	279.223	367.014	428.510
- Thuế TNDN	(49.017)	(37.026)	(46.225)	(53.970)
LNST công ty mẹ	309.081	242.067	320.617	374.339
EPS (đ/cp)	-	-	3.319	3.230

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,5%	11,8%	14,4%	15,2%
Tỷ suất LNST	9,5%	6,7%	8,9%	9,9%
ROE DuPont	17,2%	12,6%	15,3%	16,2%
ROA DuPont	10,7%	7,9%	9,6%	10,1%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	12,0%	8,4%	11,1%	12,2%
LNST/LNTT	91,5%	92,4%	91,9%	92,5%
LNTT / EBIT	86,3%	86,7%	87,4%	87,4%
Vòng quay tổng tài sản	1,1x	1,2x	1,1x	1,0x
Đòn bẩy tài chính	1,6x	1,6x	1,6x	1,6x

CĐKT	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền, Đầu tư TC ngắn hạn	348.399	904.997	1.187.101	1.001.857
+ Các khoản phải thu	893.955	745.215	748.462	785.628
+ Hàng tồn kho	504.235	524.454	511.402	530.587
+ Tài sản ngắn hạn khác	38.746	11.554	11.267	11.719
Tổng tài sản ngắn hạn	1.785.335	2.186.221	2.458.232	2.329.791
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.697.654	1.753.557	1.766.646	1.779.828
+ Khấu hao lũy kế	-655.965	-759.177	-866.923	-976.045
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.041.688	994.380	899.723	803.783
+ Đầu tư tài chính dài hạn	6.879	5.526	5.526	5.526
+ Tài sản dài hạn khác	35.876	41.797	41.979	44.063
Tổng tài sản dài hạn	1.130.038	1.058.437	968.964	1.681.778
Tổng tài sản	2.915.372	3.244.658	3.427.196	4.011.570
Nợ & VCSH				
+ Phải trả người bán	357.605	470.352	458.646	643.136
+ Vay và nợ ngắn hạn	701.772	762.874	764.688	642.391
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	3.377	2.852	2.864	3.007
Nợ ngắn hạn	1.062.753	1.236.078	1.226.198	1.288.534
+ Vay và nợ dài hạn	972	5.500	4.500	303.500
Nợ dài hạn	972	5.500	4.500	303.500
Tổng nợ	1.063.725	1.241.578	1.230.698	1.592.034
+ Thặng dư	235.248	235.248	235.248	235.248
+ Vốn góp chủ sở hữu	804.930	804.930	965.917	1.159.100
+ LN chưa phân phối	706.567	843.427	875.177	898.978
Vốn chủ sở hữu	1.851.647	2.003.079	2.196.498	2.419.536
Tổng cộng nguồn vốn	2.915.372	3.244.658	3.427.196	4.011.569

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,7x	1,8x	2,0x	1,8x
Chỉ số thanh toán nhanh	1,2x	1,3x	1,6x	1,4x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,3x	0,7x	1,0x	0,8x
Nợ / Tài sản	0,4x	0,4x	0,4x	0,397x
Nợ / VCSH	0,6x	0,6x	0,6x	0,7x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x
Khả năng trả lãi vay	11,8x	13,2x	12,3x	13,3x

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày phải thu	93,84	83,18	75,47	73,84
Số ngày tồn kho	75,04	59,21	61,15	59,14
Số ngày phải trả	64,04	47,66	54,84	62,53
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	104,83	94,73	81,77	70,45
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	4,4x	6,3x	5,9x	6,3x

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu DHC, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ,
Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí
Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888