

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐÔNG HẢI BẾN TRE (HSX: DHC)
Phạm Thị Thảo Vy

Chuyên viên phân tích

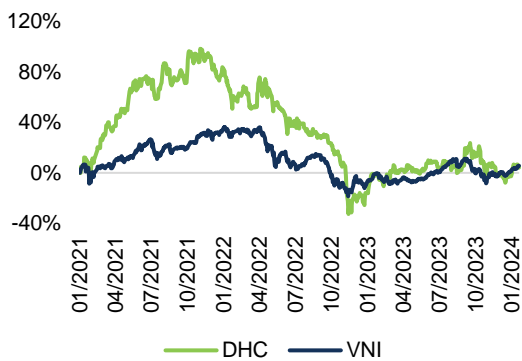
Email: vyptt@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 – Ext: 7596

Phê duyệt báo cáo

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Diễn biến giá DHC và VN Index


Thông tin giao dịch	23/01/2024
Giá hiện tại (đồng/cp)	40.650
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	47.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	32.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	80,49
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	80,49
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	371.490
% sở hữu nước ngoài	33,85
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	804,9
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.272
P/E trailing 12 tháng (lần)	10,35
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.929

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre
Địa chỉ	KCN Giao Long, xã An Phước, huyện Châu Thành, tỉnh Bến Tre
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh giấy bao bì và bao bì carton
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu, trong đó lớn nhất là chi phí hộp carton cũ (OCC)
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về quy mô
Rủi ro chính	Biến động giá OCC và giá bán giấy bao bì

Giá thị trường (đồng/cp)	40.650	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp)	50.300	MUA
Chênh lệch	+23,8%	

BIÊN LỢI NHUẬN GỘP CẢI THIỆN NHỜ GIÁ GIẤY PHỤC HỒI, ĐỘNG LỰC DÀI HẠN TỪ NHÀ MÁY MỚI GIAO LONG 3

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFD với tỷ trọng 50:50. Giá mục tiêu của DHC được xác định là **50.300 VNĐ/cp**, cao hơn 23,8% so với mức giá đóng cửa ngày 23/01/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DHC dựa vào việc cổ phiếu đang được chiết khấu ở mức giá tương đối hấp dẫn và triển vọng dài hạn khả quan, cụ thể như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Kỳ vọng biên LNG mảng giấy (chiếm 92,0% LNG 2022) cải thiện sau khi giá bán giấy bao bì phục hồi từ T9/2023.** Chúng tôi dự phóng năm 2024F, doanh thu và biên LNG mảng giấy bao bì đạt lần lượt 2.847,5 tỷ VNĐ (+4,8% YoY) và 17,5% (+1,2 đpt YoY) dựa trên (1) kỳ vọng đà tăng giá bán sẽ tiếp tục trong năm 2024 khi nhu cầu tiêu thụ khả quan hơn và (2) sản lượng tiêu thụ của DHC đi ngang dù nhu cầu toàn ngành dự báo cải thiện vì các nhà máy giấy đã hoạt động vượt CSTK. ([Chi tiết](#))
- Mảng bao bì carton (chiếm 8,7% lợi nhuận gộp 2022) tiếp tục khả quan trong trung hạn.** Sản lượng bao bì carton của DHC đã liên tục tăng trưởng với CAGR=13,8%/năm giai đoạn 2018-2022. Sau khi nhà máy Bao bì Số 2 chạy tối đa hiệu suất, NM Bao bì Số 1 đi vào hoạt động vào T04/2022 giúp CSTK mảng bao bì carton của DHC tăng 94%. Chúng tôi dự phóng sản lượng bao bì carton sẽ tiếp tục tăng trưởng với CAGR=8,7%/năm trong giai đoạn 2022-2029F nhờ vào (1) nhu cầu bao bì lớn của các doanh nghiệp sản xuất, xuất khẩu thủy sản, trái cây, dược,... ở khu vực ĐBCSL và (2) nhà máy mới đi vào hoạt động khiến hiệu suất trung bình sụt giảm còn 63,6% là dư địa tăng trưởng cho mảng này. ([Chi tiết](#))
- NM Giao Long 3 dự kiến đưa vào hoạt động năm 2027F sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.** DHC hiện đang lên kế hoạch xây dựng NM Giao Long 3 với CSTK 380.000 tấn/năm, dự kiến đưa vào hoạt động năm 2027F giúp năng lực sản xuất của DHC tăng 136%. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ giấy bao bì của DHC sẽ tăng mạnh 64,6% YoY vào năm 2027F và tiếp tục tăng với CAGR=3,5%/năm giai đoạn 2027-2033F nhờ vào nhu cầu khả quan tại thị trường Việt Nam và Trung Quốc. ([Chi tiết](#))

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- Diễn biến giá bán giấy bao bì
- Diễn biến giá OCC
- Tiến độ xây dựng NM Giao Long 3

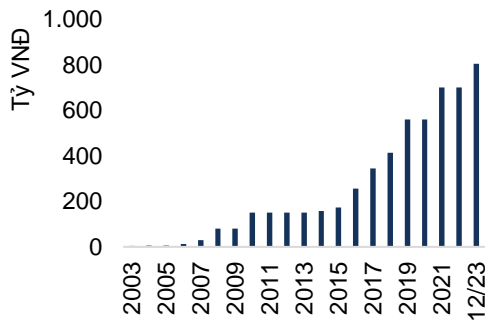
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (HSX: DHC), tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, được cổ phần hóa vào năm 2003. Năm 2009, Đông Hải Bến Tre được chính thức giao dịch tại Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã cổ phiếu DHC. Tới nay, DHC là doanh nghiệp lớn thứ 6 ngành giấy Việt Nam dựa trên năng lực sản xuất với thị trường hoạt động chính ở Đông Nam Bộ và Đồng bằng Sông Cửu Long.

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Vốn điều lệ



2003: Chuyển đổi từ doanh nghiệp nhà nước thành Công ty Cổ phần với vốn điều lệ ban đầu 4 tỷ VNĐ.

2008: Chính thức trở thành công ty đại chúng.

2009: Niêm yết trên sàn HSX với mã cổ phiếu DHC.

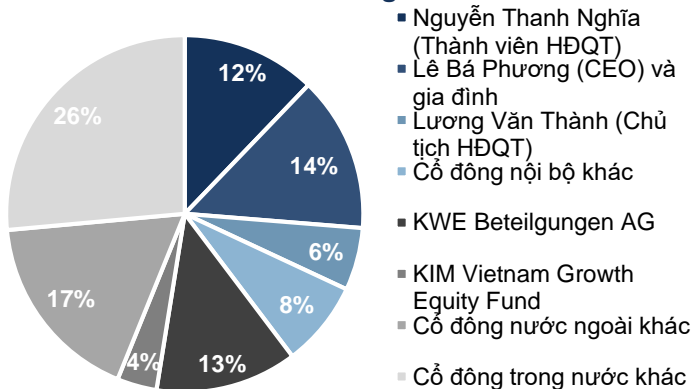
2011: Đưa vào hoạt động Nhà máy giấy Giao Long 1 và Nhà máy Bao bì Số 2.

2019: Đưa vào hoạt động Nhà máy giấy Giao Long 2, tăng CSTK mảng giấy bao bì thêm 367%, đạt 280.000 tấn/năm.

2022: Đưa vào hoạt động Nhà máy Bao bì số 1 (thuộc công ty con Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre), nâng CSTK mảng bao bì carton thêm 94%, đạt 93 triệu sản phẩm/năm.

2. Cơ cấu cổ đông (20/01/2023)

Cơ cấu cổ đông DHC



Nhóm cổ đông nội bộ (gồm BLĐ và cổ đông liên quan) hiện nắm giữ cổ phần lớn nhất trong cơ cấu cổ đông của DHC với 39,7%. Trong đó, ông Nguyễn Thanh Nghĩa (Thành viên HĐQT) và gia đình ông Lê Bá Phương (CEO) nắm giữ lần lượt 12,18% và 14,1% vốn cổ phần.

Đối với **nhóm cổ đông nước ngoài** nắm giữ tổng 33,9% cổ phần, quỹ ngoại KWE Beteiligungen AG hiện là cổ đông lớn duy nhất với 12,84% tỷ lệ sở hữu.

Còn lại, **nhóm cổ đông trong nước khác** hiện đang nắm giữ 26,5% cổ phần.

3. Cơ cấu công ty

DHC hiện sở hữu 2 công ty con và 1 công ty liên kết như sau:

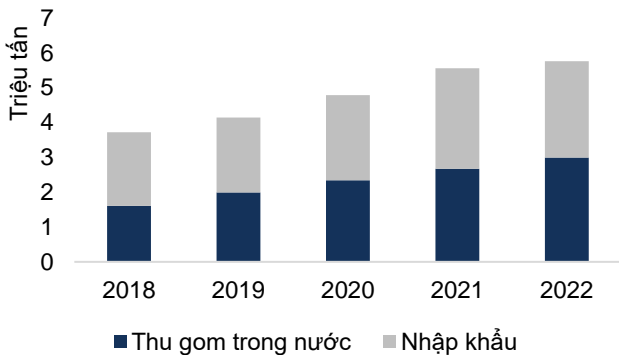
Đơn vị	Hình thức	Vốn điều lệ (Tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh	Thông tin khác
Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre	Công ty con	180	100%	Sản xuất và kinh doanh bao bì carton	Hiện sở hữu nhà máy Bao bì Số 1 với CSTK 45 triệu sản phẩm/năm, tương ứng 48% CSTK mảng bao bì carton của DHC
Công ty Cổ phần Giấy Giao Long	Công ty con	180	98,32%	Sản xuất bột giấy, giấy và bì	Dự kiến xây dựng nhà máy Giao Long 3 với CSTK 380.000 tấn/năm, tương ứng khi đi vào hoạt động sẽ chiếm 58% CSTK mảng giấy bao bì của DHC
Công ty Cổ phần Tân Cảng Giao Long	Công ty liên kết	10	26%	Cung cấp dịch vụ khai thác cảng và vận chuyển	

II. TỔNG QUAN NGÀNH GIẤY BAO BÌ VIỆT NAM

1. Ngành giấy bao bì Việt Nam phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu

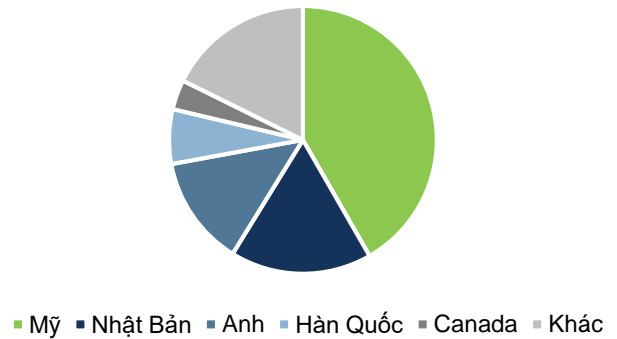
Nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất giấy bao bì là hộp carton cũ (OCC – old corrugated cointainers) và bột giấy nguyên sinh. Hiện nay, ngành giấy bao bì tại Việt Nam vẫn sử dụng ~85-90% nguyên liệu là OCC vì chi phí rẻ hơn ~3 lần so với bột giấy nguyên sinh.

Sản lượng tiêu thụ OCC Việt Nam phân theo nguồn gốc



Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

Tỷ trọng nhập khẩu giấy thu hồi của Việt Nam theo quốc gia (6T2023)



Nguồn: VIRAC, FPTS tổng hợp

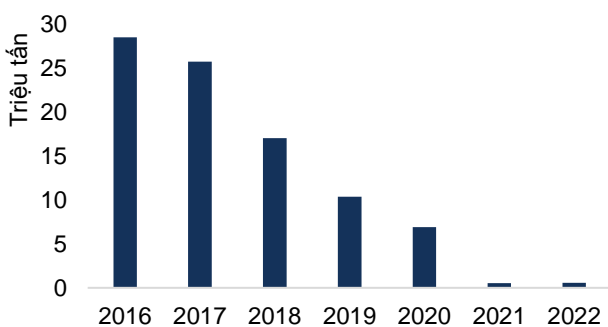
Ngành giấy Việt Nam phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu OCC nhập khẩu khi nguồn thu gom trong nước hiện chỉ đáp ứng được ~52% tổng nhu cầu tiêu dùng nội địa. Đồng thời, với mức giá tương đương, OCC nhập khẩu có nhiều nguồn đa dạng và chất lượng tốt hơn. Nguyên nhân vì tỷ lệ thu gom và phân loại rác thải trong nước thấp, hệ thống pháp lý liên quan đến hoạt động thu gom vật liệu tái chế thiếu đồng bộ. Các nguồn nhập khẩu giấy lớn nhất của Việt Nam đến từ các thị trường Mỹ, Nhật Bản, Anh (chiếm tổng ~72% tổng lượng OCC nhập khẩu).

Đối với nguyên liệu bột giấy nguyên sinh, Việt Nam cũng phải nhập khẩu 65% khi nguồn cung trong nước thiếu hụt do (1) nguồn cung dăm gỗ phân bố rải rác, khó tiếp cận, (2) chi phí đầu tư nhà máy lớn. Hiện nay, Việt Nam chỉ có 2 doanh nghiệp trong nước sản xuất bột giấy và cũng chủ yếu đáp ứng cho dây chuyền sản xuất giấy nội bộ, một phần rất nhỏ được bán ra bên ngoài.

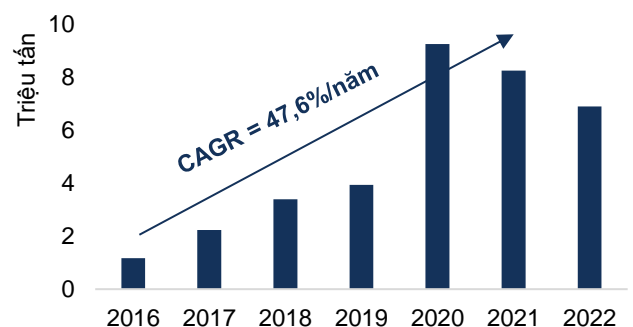
2. Năng lực sản xuất ngành giấy bao bì Việt Nam liên tục mở rộng, tập trung ở phân khúc giấy phổ thông

2.1. Công suất thiết kế ngành giấy bao bì Việt Nam tăng mạnh sau khi Trung Quốc ban hành chính sách hạn chế nhập khẩu giấy thu hồi năm 2017

Sản lượng nhập khẩu giấy thu hồi Trung Quốc



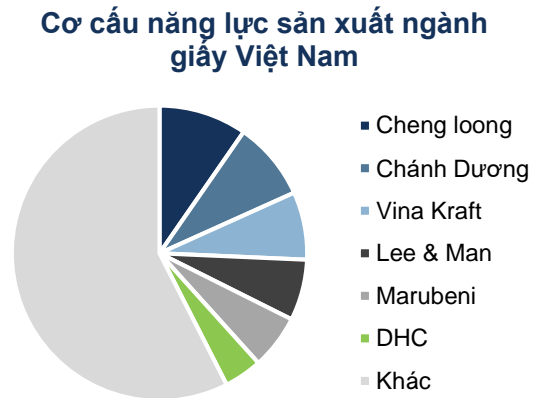
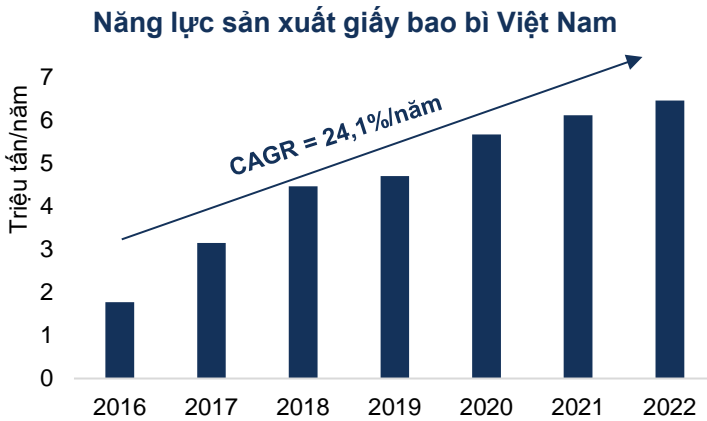
Sản lượng nhập khẩu giấy công nghiệp thành phẩm Trung Quốc



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

Trung Quốc đã ban hành chính sách hạn chế nhập khẩu giấy thu hồi (RCP - recovered paper, trong đó có OCC) từ năm 2017 và cấm nhập khẩu hoàn toàn từ đầu năm 2021. Điều này khiến nhiều nhà máy sản xuất giấy bao bì của Trung Quốc đã chuyển dịch sang các quốc gia Đông Nam Á, nhằm mục đích xuất lại thành phẩm qua Trung Quốc để phục vụ cho nhu cầu trong nước. Với chính sách trên, sản lượng nhập khẩu OCC của Trung Quốc đã giảm liên

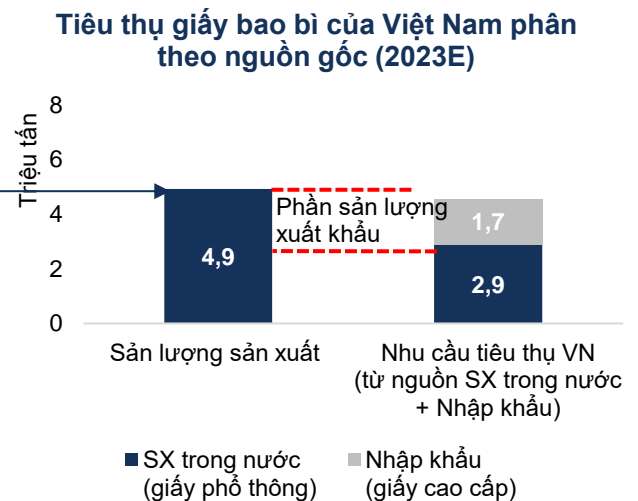
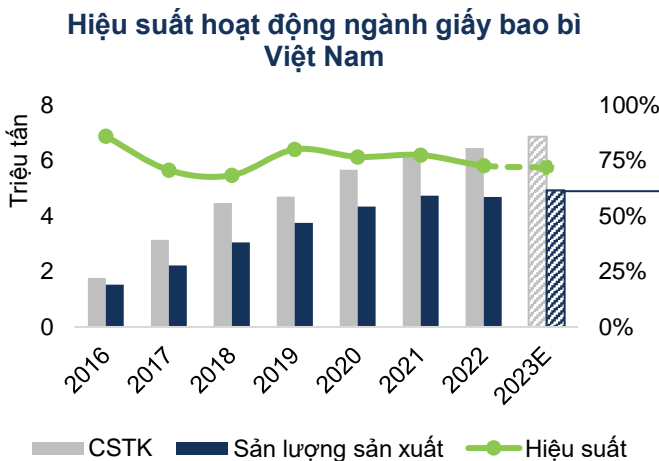
tục từ 28,5 triệu tấn về mức dưới 1 triệu tấn trong giai đoạn 2016-2021, đi kèm là sản lượng nhập khẩu giấy bao bì thành phẩm của Trung Quốc đã tăng mạnh với CAGR = 47,6%/năm trong cùng giai đoạn trên, tuy có sự sụt giảm vào năm 2021 và 2022 do tác động của đại dịch Covid-19.



Nguồn: VPPA, FPTs tổng hợp

Với việc di dời sản xuất của Trung Quốc sang Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam, công suất thiết kế ngành giấy bao bì Việt Nam cũng đã tăng mạnh với CAGR=24,1%/năm giai đoạn 2016-2022. Hiện nay, ngành giấy bao bì Việt Nam đang được dẫn đầu bởi các doanh nghiệp FDI, trong đó 3/4 doanh nghiệp lớn nhất (Cheng loong, Chánh Dương, Lee & Man) đều là doanh nghiệp Trung Quốc và chiếm ~32% trong tổng cơ cấu năng lực sản xuất.

2.2. Ngành giấy bao bì Việt Nam dư thừa năng lực sản xuất ở phân khúc giấy phổ thông



Nguồn: ITC, VPPA, FPTs ước tính

Việt Nam hiện nay chủ yếu tập trung đầu tư sản xuất giấy bao bì ở phân khúc phổ thông (giấy lớp mặt và lớp sóng thùng carton, không tráng phủ¹) và gặp tình trạng dư thừa năng lực sản xuất khi các nhà máy chỉ chạy với hiệu suất 70%-80%, trong khi giấy ở phân khúc cao cấp (giấy tráng phủ²) bị thiếu hụt và vẫn phải nhập khẩu. Cụ thể, tổng sản lượng sản xuất giấy bao bì năm 2023 ước đạt 4,9 triệu tấn (trên 95% là giấy phổ thông), trong đó khoảng 2,9 triệu tấn được tiêu thụ trong nước, còn lại được xuất khẩu. Bên cạnh phần sản xuất trong nước, Việt Nam vẫn

¹Giấy không tráng phủ là những loại giấy có bề mặt nhám, không láng bóng, độ sắc nét của hình ảnh khi in ấn chỉ đạt mức trung bình khá.

²Giấy tráng phủ (có thể được tráng phủ 1 mặt hoặc 2 mặt) là loại giấy có bề mặt bóng, có khả năng phản xạ ánh sáng tốt, khi in ấn sẽ thể hiện màu sắc chân thực, rõ nét và tính thẩm mỹ cao nhờ lớp tráng phủ. Nguyên liệu làm nên lớp tráng phủ có thể là nhựa PE, kim loại, cao lanh, bột đá...

phải nhập khẩu ~1,7 triệu tấn giấy bao bì (~40% tổng nhu cầu giấy bao bì 2023E), tập trung ở phân khúc cao cấp do Việt Nam chưa sản xuất được khi sản phẩm này yêu cầu công nghệ và vốn đầu tư cao hơn.

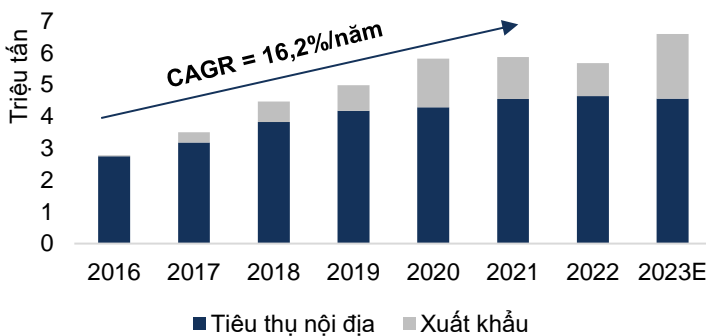
Ngoài ra, theo VPPA, ngành giấy bao bì Việt Nam hiện chỉ có khoảng 20 doanh nghiệp (~5% trong tổng số hơn 400 doanh nghiệp) có công suất lớn, nhưng chiếm ~65% sản lượng toàn ngành và có khoảng cách trình độ công nghệ khá xa với những doanh nghiệp nhỏ lẻ, đặc biệt là các doanh nghiệp tự phát ở các làng nghề. Những doanh nghiệp nhỏ với công nghệ cũ có khả năng gây tác động tiêu cực tới môi trường vì không đầu tư cho hệ thống xử lý nước thải, khí thải,... Trong bối cảnh những tiêu chuẩn về bảo vệ môi trường ngày càng khắt khe, thời gian vừa qua và cũng là xu hướng sắp tới, các doanh nghiệp nhỏ lẻ với công nghệ cũ sẽ dần bị đào thải.

3. Dự báo nhu cầu ngành giấy bao bì dần phục hồi trong năm 2024F và khả quan trong dài hạn

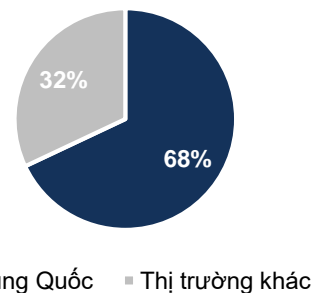
3.1. Ngành giấy bao bì chứng lại từ năm 2022 vì nhu cầu suy yếu ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu

Đặc thù giấy bao bì là sản phẩm phụ trợ cho hầu hết các ngành sản xuất, tăng trưởng ngành giấy bao bì sẽ gắn liền với tăng trưởng của nền kinh tế, đặc biệt là hoạt động tiêu dùng trong nước và xuất khẩu hàng hóa.

Sản lượng tiêu thụ ngành giấy bao bì Việt Nam phân theo thị trường



Cơ cấu thị trường xuất khẩu giấy bao bì Việt Nam theo sản lượng (2023E)

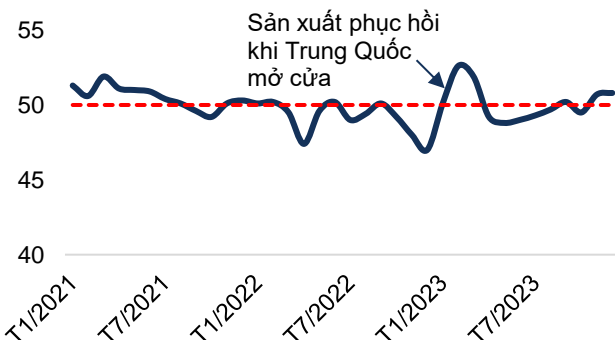


Nguồn: ITC, VPPA, FPTIS ước tính

Tổng sản lượng tiêu thụ của ngành giấy bao bì Việt Nam đã tăng trưởng tích cực với CAGR=16,2%/năm trong giai đoạn 2016-2021 nhờ nhu cầu khả quan ở thị trường nội địa và đẩy mạnh xuất khẩu. Cụ thể, nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì nội địa Việt Nam liên tục tăng trưởng với CAGR=10,6%/năm trong giai đoạn trên theo đà tăng của nền kinh tế, đặc biệt là hoạt động tiêu dùng và xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam. Đồng thời, với việc di dời sản xuất của các doanh nghiệp Trung Quốc qua Việt Nam, bối cảnh ngành giấy Việt Nam đã thay đổi đáng kể khi sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam tăng trưởng mạnh với CAGR=111,9%/năm trong giai đoạn trên, ngoại trừ năm 2021 có sự sụt giảm do chi phí vận chuyển tăng cao. Trong đó Trung Quốc luôn là thị trường xuất khẩu giấy lớn nhất của Việt Nam, ước tính chiếm ~68% tổng sản lượng xuất khẩu năm 2023.

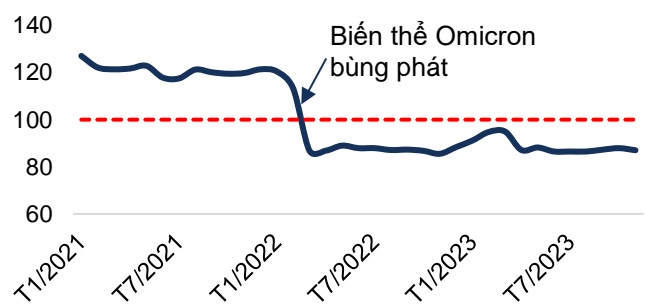
Ngành giấy bao bì Việt Nam gặp nhiều khó khăn trong giai đoạn 2022-2023 khi nhu cầu yếu ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu.

PMI tại Trung Quốc



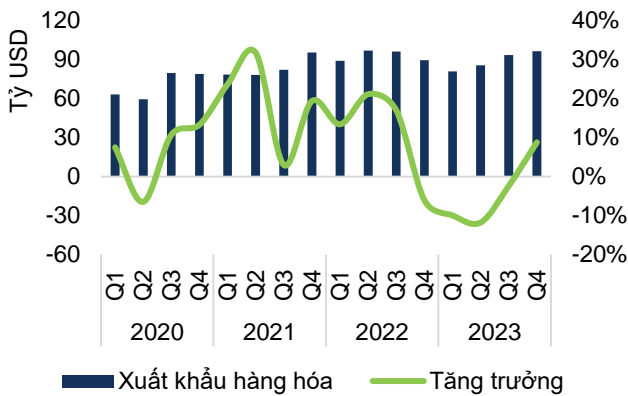
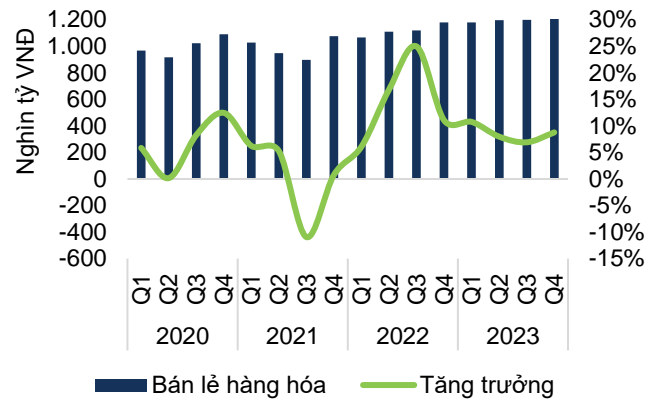
Nguồn: Cục thống kê Trung Quốc, FPTIS tổng hợp

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc



Nguồn: Trading Economics, FPTIS tổng hợp

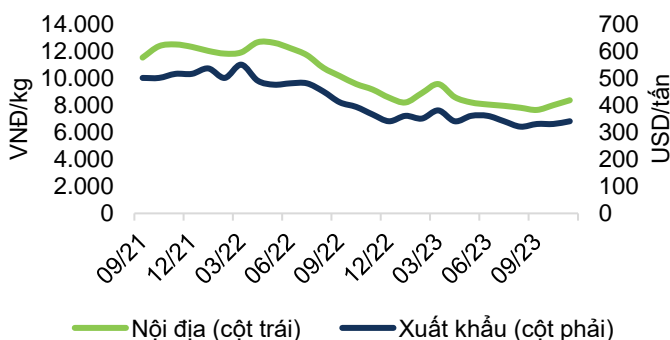
Đối với thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc, Trung Quốc đóng cửa vào năm 2022 đã khiến sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam giảm mạnh 21,9% YoY. Năm 2023, sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam đã phục hồi, ước tính tăng trưởng mạnh ~96,4% YoY nhờ (1) Trung Quốc mở cửa cửa trở lại và (2) Trung Quốc tạm thời cắt giảm thuế nhập khẩu 67 loại giấy trong năm 2023, trong đó giấy bao bì sản xuất từ nguyên liệu giấy thu hồi được giảm thuế từ 6% về 0%, giúp tăng khả năng cạnh tranh của hàng nhập khẩu. Tuy nhiên, nhìn chung năm 2023 nhu cầu tiêu thụ giấy tại thị trường Trung Quốc đã không phục hồi mạnh như kỳ vọng trước những thách thức của nền kinh tế, thể hiện ở (1) chỉ số PMI chỉ cải thiện ở nửa đầu năm sau khi Trung Quốc mở cửa, tuy nhiên tiếp tục suy yếu trong 2H2023, (2) chỉ số niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc vẫn duy trì ở mức thấp, kéo dài từ năm 2022-nay.

Xuất khẩu hàng hóa Việt Nam

Tổng mức bán lẻ hàng hóa Việt Nam


Nguồn: GSO, FPTS tổng hợp

Đối với thị trường nội địa, nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì của Việt Nam cũng tăng trưởng ở mức thấp ~2,1% YoY trong năm 2022 và ước tính sụt giảm ~1,7% YoY trong năm 2023 vì (1) hoạt động xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam liên tục sụt giảm kể từ Q4/2022, trung bình cả năm 2023 giảm 4,4% YoY và (2) nhu cầu tiêu dùng trong nước chậm lại, tổng mức bán lẻ hàng hóa của Việt Nam năm 2023 đạt 4.858,6 nghìn tỷ VNĐ, tăng 8,6% YoY, mức tăng trưởng thấp hơn 5,8 đpt YoY.

Giá bán giấy bao bì sụt giảm sụt giảm ~30%-40% từ T4/2022 tới T9/2023 trước áp lực cạnh tranh cao do nhu cầu tiêu thụ âm ảm trong bối cảnh ngành dư thừa năng lực sản xuất.

Giá bán giấy bao bì của Việt Nam tại các thị trường


Nguồn: VPPA, thitruonggiay.com, FPTS tổng hợp

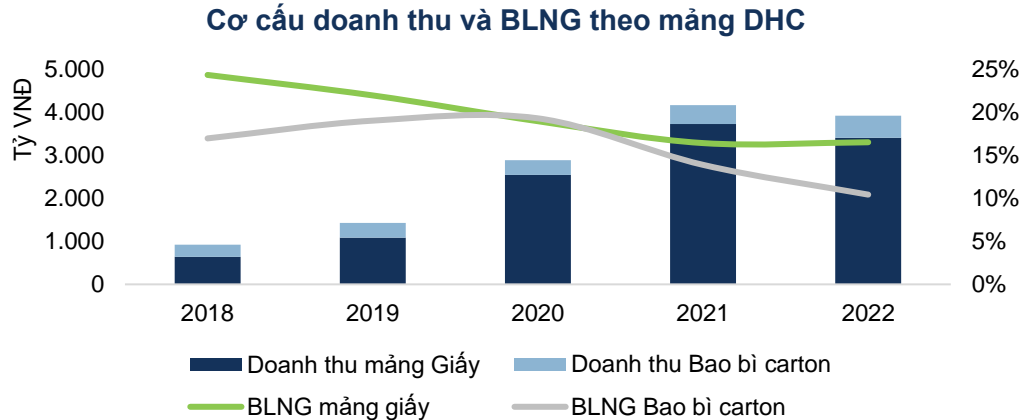
Trong bối cảnh ngành giấy bao bì Việt Nam dư thừa năng lực sản xuất, nhu cầu sụt giảm ở cả thị trường xuất khẩu và nội địa khiến cường độ cạnh tranh tăng cao và gây áp lực lên giá bán, đặc biệt khi các doanh nghiệp FDI vốn tập trung xuất khẩu đã buộc phải đẩy mạnh bán hàng trong nước vào năm 2022. Giá bán giấy nội địa Việt Nam đã giảm mạnh ~40% từ T4/2022 tới T9/2023, trong khi mức giảm giá giấy xuất khẩu của Việt Nam là ~33% trong cùng giai đoạn trên.

3.2. Kỳ vọng nhu cầu giấy bao bì dần phục hồi trong năm 2024F và khả quan trong dài hạn

Chúng tôi cho rằng tổng sản lượng tiêu thụ ngành giấy bao bì Việt Nam sẽ phục hồi trong năm 2024 với nhu cầu nội địa và sản lượng xuất khẩu tăng 4%-5% YoY. Nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì của Việt Nam đã dần xuất hiện những dấu hiệu khả quan hơn từ cuối năm 2023 khi kim ngạch xuất khẩu hàng hóa tăng trưởng dương từ T9/2023 sau thời gian liên tục sụt giảm, riêng Q4/2023 tăng 8,8% YoY. Tuy nhiên, mức dự phóng tăng trưởng

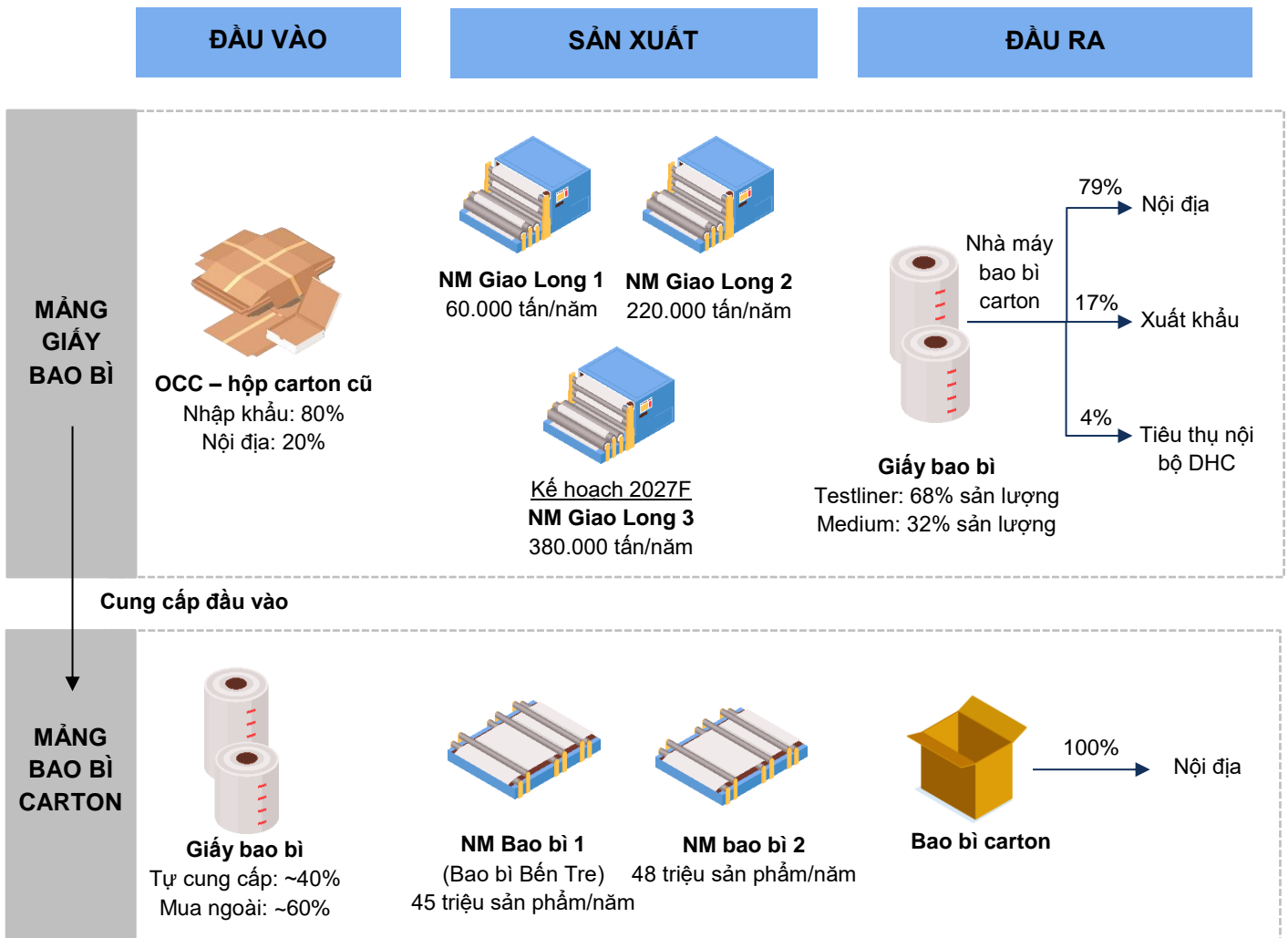
cả năm 2024F vẫn thấp hơn trung bình 10,6% của giai đoạn 2016-2021 vì triển vọng kinh tế phục hồi nhưng vẫn chưa thể quay về mức trước đại dịch. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng khi (1) nền kinh tế Trung Quốc giảm bớt tiêu cực và (2) Trung Quốc đã có quyết định tiếp tục cắt thuế nhập khẩu giấy bao bì trong năm 2024, hỗ trợ gia tăng khả năng cạnh tranh cho các doanh nghiệp Việt Nam khi xuất khẩu vào thị trường này.

Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá thị trường giấy nội địa và thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc đều còn dư địa khi (1) nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì tại Việt Nam được kỳ vọng tăng trưởng nhanh với CAGR=10-15%/năm giai đoạn 2023-2033F (theo VPPA) và (2) FMI dự báo quy mô thị trường giấy bao bì toàn cầu tăng trưởng với CAGR=4,1%/năm giai đoạn 2023-2033, riêng Trung Quốc là khu vực dẫn dắt với tốc độ tăng trưởng 4,5%/năm trong cùng giai đoạn trên. Trong đó, sự phát triển của thương mại điện tử sẽ là điểm sáng ở cả hai thị trường. Cụ thể, Mordor Intelligence dự báo (1) thương mại điện tử Việt Nam (chiếm ~7,9% tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng 2023) sẽ tăng nhanh với CAGR = 10,09%/năm giai đoạn 2024-2029F và (2) thương mại điện tử Trung Quốc (chiếm ~27,5% tổng mức bán lẻ hàng hóa 2023) tăng với CAGR = 11,30% trong cùng giai đoạn trên.

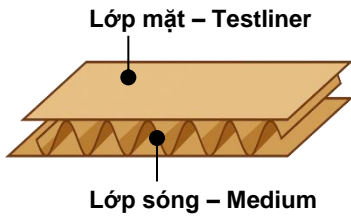
III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH DHC
Tổng quan hoạt động kinh doanh DHC


Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp và ước tính

DHC có 2 mảng sản xuất kinh doanh chính bao gồm Giấy bao bì và Bao bì carton, trong đó, mảng Giấy bao bì cung cấp một phần nguyên liệu đầu vào cho mảng Bao bì carton. Giấy bao bì hiện là sản phẩm chủ đạo khi chiếm ~86,6% doanh thu năm 2022, còn lại mảng bao bì carton chiếm 12,9% doanh thu. Mảng Giấy bao bì thường có biên LNG cao hơn mảng Bao bì carton (chênh lệch dưới 7 đpt) vì đem lại giá trị gia tăng lớn hơn cho sản phẩm.

Chuỗi giá trị DHC


Màng giấy bao bì



Nguyên liệu đầu vào chính màng giấy bao bì là hộp carton cũ (OCC). Trải qua quá trình sản xuất gồm các bước cơ bản như cắt nhỏ → đánh bột → sàng lọc → xeo giấy, tạo thành thành phẩm là giấy bao bì dạng cuộn. Giấy bao bì của DHC gồm 2 loại là giấy lớp mặt - testliner và giấy lớp sóng - medium ([Chi tiết](#)), được bán cho khách hàng là các công ty sản xuất bao bì carton ở trong nước và xuất khẩu (thị trường xuất khẩu chính là Trung Quốc và các quốc gia Đông Nam Á).

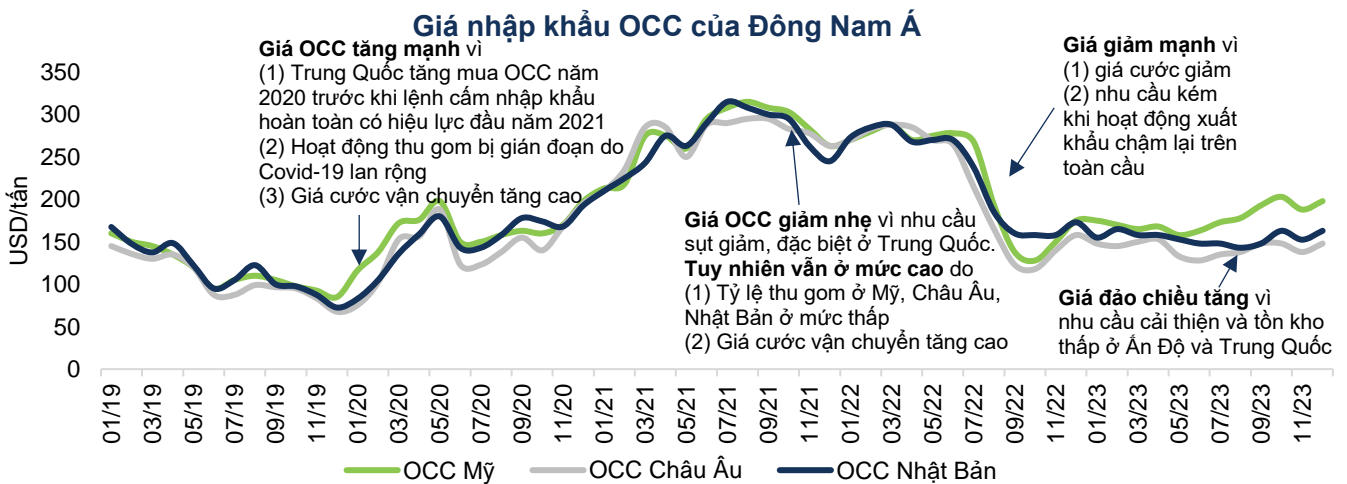
Màng bao bì carton

Nguyên liệu đầu vào chính màng bao bì carton là giấy bao bì dạng cuộn (giấy lớp mặt và giấy lớp sóng), trong đó ~40% tự sản xuất ở các nhà máy giấy của công ty, phần còn lại được mua ngoài đối với những đơn hàng yêu cầu loại giấy mà DHC không sản xuất như giấy white-top, giấy định lượng thấp,... Quá trình sản xuất gồm các bước như tạo sóng → lô hồ 2 tầng → sấy → tề biên → cắt → in, tạo ra thành phẩm là bao bì carton. Bao bì carton của DHC được bán 100% nội địa, trọng điểm là các công ty sản xuất, xuất khẩu ở khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long.

1. Màng giấy bao bì – Biên LNG đã chạm đáy, sản lượng tiêu thụ chững lại trước khi nhà máy mới đi vào hoạt động năm 2027F

1.1. Đầu vào – Giá OCC (~60% giá thành sản xuất) phục hồi sau thời gian dài giảm mạnh

Trong chi phí đầu vào để sản xuất giấy bao bì, OCC chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng ~60% giá vốn hàng bán và 80% được nhập khẩu. Còn lại, một số nguyên liệu khác chiếm tỷ trọng khá nhỏ như chi phí hơi và chi phí điện, chiếm lần lượt ~10% và 5% trong tổng giá thành. Tương tự với tình trạng thiếu hụt OCC nội địa của ngành giấy, 80% sản lượng giấy OCC của DHC cũng được nhập khẩu từ nước ngoài, chủ yếu từ các thị trường Mỹ, Nhật Bản, Châu Âu. Với thuế nhập khẩu OCC của Việt Nam là 0%, giá nhập khẩu OCC (giá CIF – đã bao chi phí vận chuyển và bảo hiểm hàng hóa) ở mức tương đương nội địa nhưng có nhiều nguồn đa dạng và chất lượng tốt hơn.



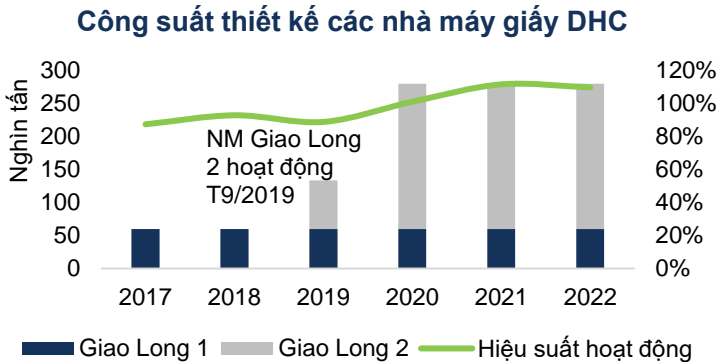
Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

Giá OCC bắt đầu phục hồi từ Q3/2023 khi nhu cầu giấy tại thị trường Trung Quốc cải thiện. Vì phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, biến động giá OCC của DHC gắn liền với tình trạng cung-cầu OCC trên thế giới bao gồm các thị trường cung cấp OCC lớn như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản hay các thị trường tiêu thụ giấy lớn như Trung Quốc, Ấn Độ,... Giá OCC đã trải qua giai đoạn liên tục giảm mạnh từ nửa cuối 2022 – Q2/2023 vì (1) nhu cầu giấy bao bì yếu khi hoạt động xuất khẩu hàng hóa sụt giảm trên toàn thế giới và (2) giá cước vận chuyển giảm. Từ Q3/2023, giá OCC đã đảo chiều tăng nhẹ khi nhu cầu tiêu thụ giấy có dấu hiệu cải thiện Ấn Độ và Trung Quốc.

Giá OCC tác động lên biên lợi nhuận gộp DHC có độ trễ ~ 1 quý. Vì chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản xuất, diễn biến giá OCC sẽ tác động trực tiếp lên biên LNG của DHC, tuy nhiên sẽ có độ trễ khoảng 1 quý vì ảnh hưởng của thời gian ký giao hàng và tồn kho. Theo thông tin chia sẻ từ doanh nghiệp, thời gian ký hợp đồng và đi đường của nguyên liệu OCC nhập khẩu thường kéo dài 2 tháng và thời gian tồn kho (tùy thuộc vào diễn biến giá OCC) trung bình nằm trong khoảng 1-2 tháng.

1.2. Sản xuất – Nhà máy mới giúp tăng 136% CSTK, dự kiến đưa vào hoạt động năm 2027F

➢ DHC chiếm ~4,3% tổng cơ cấu năng lực sản xuất toàn ngành



DHC hiện sở hữu 2 nhà máy giấy với tổng CSTK đạt 280.000 tấn/năm, chuyên sản xuất giấy medium và testliner. Doanh nghiệp hiện chiếm ~4,3% trong tổng cơ cấu năng lực sản xuất ngành giấy bao bì Việt Nam. Tương ứng, DHC hiện đứng thứ 6 trong các doanh nghiệp sản xuất giấy bao bì lớn nhất, chỉ sau các doanh nghiệp FDI. Hiện nay, 2 nhà máy giấy bao bì của DHC đều đã chạy vượt CSTK, đạt hiệu suất ~110% năm 2022.

Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

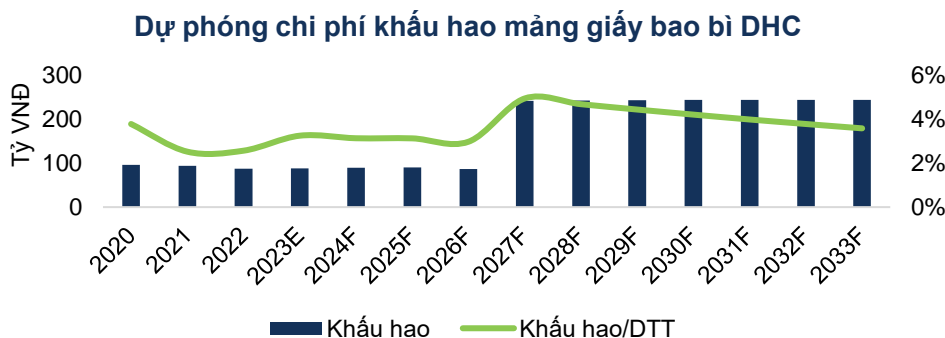
➢ Kế hoạch xây dựng nhà máy mới, nâng CSTK lên 136% năm 2027F

NM Giao Long 3 có CSTK dự kiến đạt 380.000 tấn/năm, có khả năng sản xuất dòng sản phẩm mới là kraftliner. Giấy bao bì bên cạnh được sản xuất từ nguyên liệu OCC (giấy tái chế) còn có thể kết hợp sử dụng bột giấy nguyên sinh (từ gỗ hoặc phi gỗ) để sản xuất một số dòng sản phẩm chất lượng cao hơn như white-top và kraftliner ([Chi tiết](#)). Các nhà máy giấy của DHC hiện nay đều sử dụng nguyên liệu OCC để sản xuất ra 2 loại sản phẩm là giấy medium và testliner. Vì các nhà máy hiện hữu đều đã chạy tối đa công suất, DHC đang có kế hoạch xây dựng nhà máy Giao Long 3 với mục tiêu ưu tiên lần lượt sản xuất các sản phẩm là (1) kraftliner, (2) testliner và (3) medium. Với dòng sản phẩm mới kraftliner, NM Giao Long 3 sẽ cần bổ sung dây chuyền máy móc với cấu hình cao hơn, nhiều thiết bị hơn để có khả năng sản xuất giấy từ bột giấy nguyên sinh. Vì vậy, suất đầu tư dự kiến của NM Giao Long 3 cũng cao hơn so với NM Giao Long 2, đạt ~2,2 tỷ VNĐ/tấn/ngày (cao hơn ~24% so với NM Giao Long 2). Do cấu hình máy móc dành cho sản phẩm chất lượng cao, nếu NM Giao Long 3 thường xuyên sản xuất các sản phẩm chất lượng phổ thông (như medium) thì sẽ lỗ.

Cập nhật thông tin NM Giao Long 3: NM Giao Long 3 có tổng mức đầu tư 2.600 tỷ VNĐ ($\pm 10\%$). Chúng tôi giả định ~45% cơ cấu vốn là nợ vay (dựa trên cơ cấu vốn của kế hoạch cũ – tổng mức đầu tư 1.600 tỷ VNĐ, trong đó 44% là nợ vay). Nhà máy dự kiến được triển khai xây dựng từ Q1/2024 và đưa vào vận hành chính thức từ Q1/2027.

	2024F				2025F				2026F				2027F
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Tiến độ	Triển khai xây dựng								Thử nghiệm				Vận hành chính thức

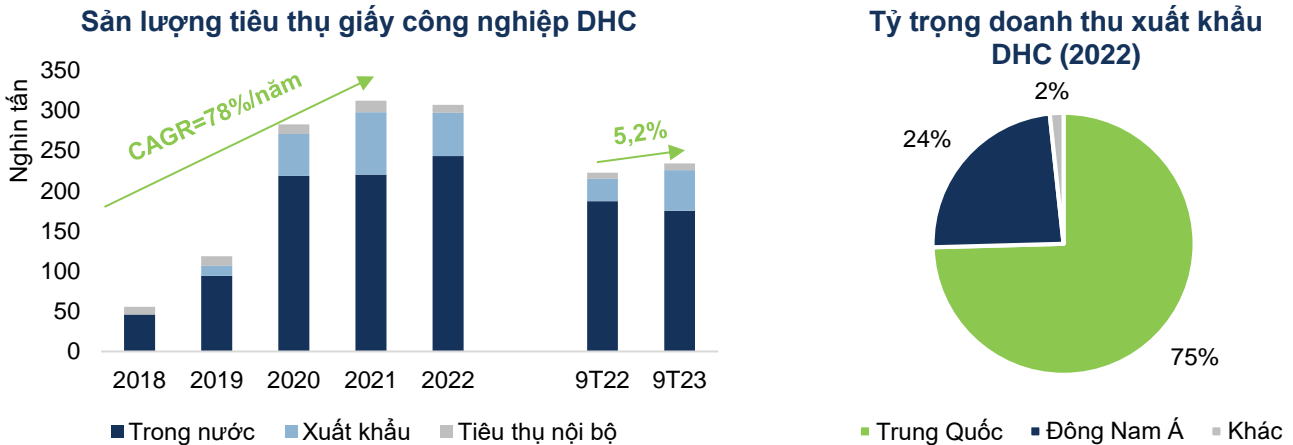
Với việc đưa vào hoạt động NM Giao Long 3, chúng tôi cũng dự báo chi phí khấu hao của DHC sẽ bắt đầu tăng mạnh ~179,3% từ năm 2027F. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá chi phí khấu hao sẽ không tác động quá lớn tới lợi nhuận của DHC vì hiện nay chi phí này chỉ chiếm 2,6% doanh thu thuần mảng giấy, dự kiến sẽ tăng lên mức cao nhất ~4,9% trong năm 2027F và giảm dần khi hiệu suất NM Giao Long 3 tăng lên.



Nguồn: DHC, FPTS dự phóng

1.3.Đầu ra – Giá bán giấy bao bì sụt giảm gây sức ép lên doanh thu và biên lợi nhuận năm 2022 và 9T2023

➤ Sản lượng tiêu thụ chững lại vì nhu cầu tiêu dùng trong nước và hoạt động xuất khẩu hàng hóa ảm đạm



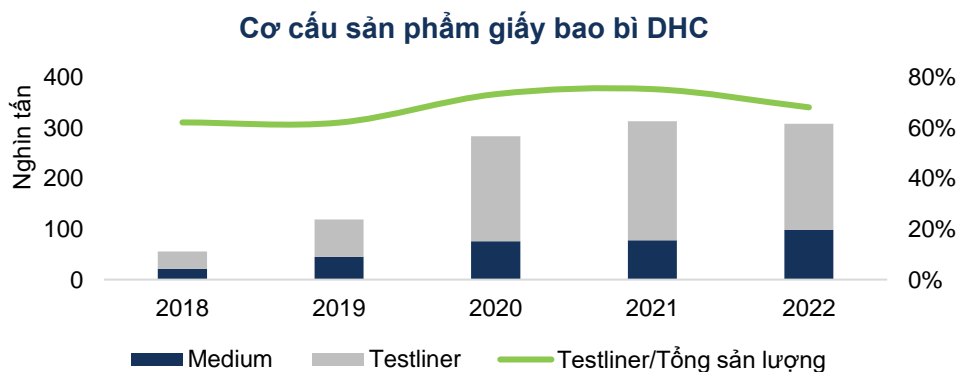
Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Sản phẩm giấy công nghiệp của DHC chủ yếu được bán cho các công ty sản xuất bao bì carton nội địa (chiếm 79% tổng sản lượng tiêu thụ năm 2022) hoặc xuất khẩu (17%), phần còn lại được sử dụng làm nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy bao bì của DHC (~4%). Trong đó, sản lượng tiêu thụ nội địa, với khách hàng chính là các công ty sản xuất bao bì carton ở khu vực Đông Nam Bộ, sẽ gián tiếp chịu ảnh hưởng từ (1) hoạt động xuất khẩu hàng hóa và (2) nhu cầu tiêu dùng trong nước.

Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì của DHC sụt giảm 1,6% trong năm 2022, sau giai đoạn 2018-2021 liên tục tăng trưởng mạnh với CAGR=77,7%/năm nhờ NM Giao Long 2 đi vào hoạt động vào T09/2019, giúp CSTK tăng 367%. Nguyên nhân sụt giảm vì hoạt động xuất khẩu giấy của DHC chịu ảnh hưởng tiêu cực khi khách hàng xuất khẩu lớn nhất là Trung Quốc (chiếm 75% doanh thu xuất khẩu 2022) đã thắt chặt chính sách Zero-Covid trong năm 2022. Ngoài ra, thị trường tiêu thụ giấy trong nước cũng gặp khó khăn từ Q4/2022 khi kinh tế ảm đạm, với hoạt động xuất khẩu hàng hóa sụt giảm 6,1% YoY.

9T2023, tổng sản lượng tiêu thụ giấy đạt 234,4 nghìn tấn (+5,2% YoY), tăng trưởng chủ yếu đến từ xuất khẩu giấy khi thị trường Trung Quốc mở cửa và cắt giảm thuế nhập khẩu giấy, giúp tổng sản lượng xuất khẩu giấy của DHC đạt 50,4 nghìn tấn (+79,5% YoY). Trái lại, sản lượng tiêu thụ giấy nội địa sụt giảm 6,3% YoY do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ (1) xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam 9T2023 sụt giảm 8,2% YoY và (2) tiêu dùng trong nước tăng trưởng chậm lại kể từ Q4/2022.

➤ Ưu tiên phát triển sản phẩm testliner với giá bán cao hơn medium 5-10%



Nguồn: DHC, FPTS ước tính

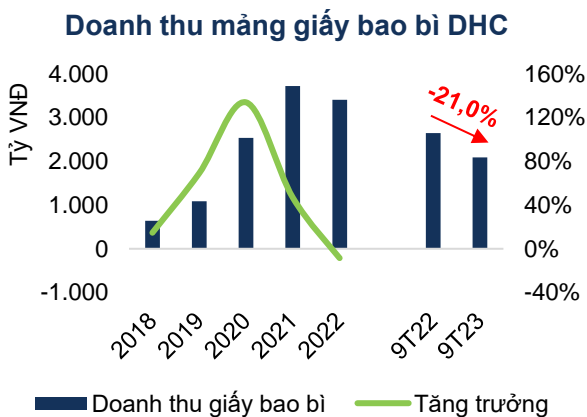
Trong cơ cấu sản phẩm giấy của DHC, testliner là sản phẩm chủ đạo, chiếm 68% tổng sản lượng tiêu thụ năm 2022. DHC ưu tiên sản xuất testliner vì đây là dòng sản phẩm chất lượng cao hơn nên có giá bán cao hơn medium khoảng 5%-10%, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của testliner cao hơn medium ~2,5 đpt. Sau khi

NM Giao Long 2 đi vào hoạt động năm 2019, tỷ lệ testliner trong tổng sản lượng tiêu thụ giấy của DHC đã tăng mạnh từ 62,1% (năm 2018) lên mức cao nhất của năm 2021 là 75,2%.

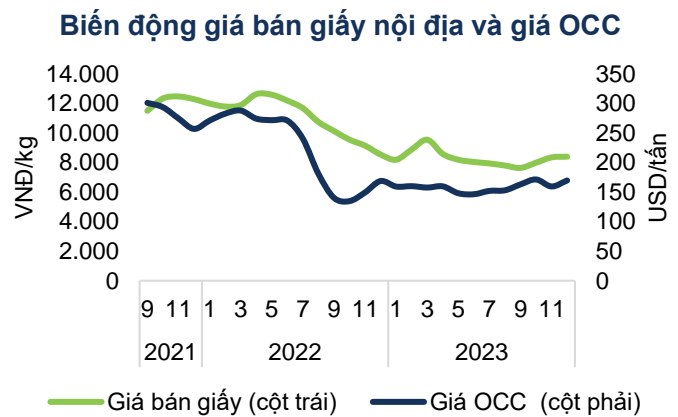
Nhu cầu testliner và medium trên thị trường nhìn chung sẽ có diễn biến tương đồng vì đều sử dụng để sản xuất bao bì carton, lần lượt dùng làm lớp mặt và lớp sóng. Việc gia tăng tỷ trọng testliner trong cơ cấu sản phẩm của DHC chủ yếu đến từ (1) chiến lược của DHC đẩy mạnh phát triển testliner vì đem lại lợi nhuận cao hơn, đặc biệt khi doanh nghiệp đã chạy tối đa CSTK (từ năm 2020), DHC sẽ ưu tiên lựa chọn nhận các đơn hàng testliner, (2) chúng tôi cho rằng khi nhu cầu của 2 loại giấy cùng tăng trưởng, các doanh nghiệp với quy mô lớn như DHC sẽ có lợi thế cạnh tranh ở dòng sản phẩm chất lượng cao hơn là testliner trong bối cảnh ngành còn nhiều doanh nghiệp nhỏ lẻ với công nghệ cũ.

Riêng năm 2022, do tình hình khó khăn làm thiếu hụt đơn hàng, để có đủ đơn hàng cho nhà máy sản xuất, DHC đã phải nhận nhiều đơn hàng medium hơn khiến tỷ trọng của testliner giảm xuống còn 68,0%, tương ứng đạt 209 nghìn tấn (-11,1% YoY). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ này sẽ được cải thiện nhẹ trong năm 2023 khi tình hình bán hàng giảm bớt tiêu cực.

➤ **Giá bán giấy bao bì sụt giảm gây sức ép lên doanh thu và biên lợi nhuận gộp**



Nguồn: DHC, FPT S ước tính

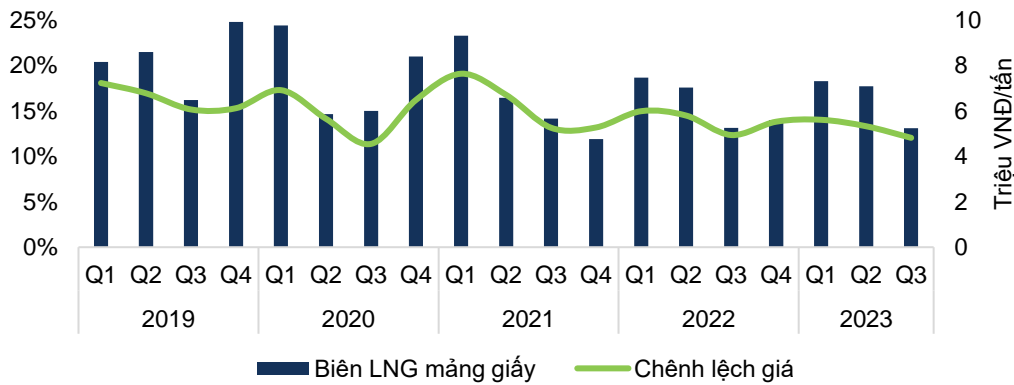


Nguồn: VPPA, thitruonggiay.com, FPT S tổng hợp

Doanh thu mảng giấy bao bì của DHC sụt giảm lần lượt 8,6% YoY và 21,0% YoY trong năm 2022 và 9T2023, sau giai đoạn liên tục tăng trưởng 2018 – 2021 nhờ NM Giao Long 2 đi vào hoạt động năm 2019. Nguyên nhân chính khiến doanh thu mảng giấy bao bì sụt giảm trong năm 2022 và 9T2023 là do giá bán giấy bao bì đã liên tục trượt dốc, trung bình giảm lần lượt ~8,4% YoY và 24,8% YoY dưới tác động của (1) giá OCC đầu vào hạ nhiệt và (2) nhu cầu tiêu thụ ảm đạm.

Giá bán giấy bao bì tại Việt Nam có xu hướng diễn biến tương đồng với giá OCC vì đây là nguyên liệu chính chiếm 60% chi phí sản xuất. Tuy nhiên, trong một số giai đoạn ngắn hạn, giá bán giấy bao bì trong nước sẽ biến động khác với giá OCC vì yếu tố tác động chính đến từ các thị trường khác nhau. Cụ thể, giá bán giấy bao bì tại Việt Nam (1) chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi nhu cầu tiêu thụ giấy trong nước và (2) một phần gián tiếp chịu tác động bởi nhu cầu thị trường xuất khẩu lớn là Trung Quốc. Trong khi đó, giá OCC nhập khẩu chịu ảnh hưởng chính bởi (1) nhu cầu của các thị trường tiêu thụ giấy lớn trên thế giới (Trung Quốc, Ấn Độ,...) và (2) nguồn cung từ Mỹ, EU và Nhật Bản.

Điển hình từ đầu Q3/2023, bất chấp giá OCC bắt đầu phục hồi nhờ nhu cầu tại Ấn Độ và Trung Quốc giảm bớt tiêu cực, giá giấy bao bì tại Việt Nam vẫn tiếp tục xu hướng sụt giảm cho tới T9/2023 vì nhu cầu trong nước rất yếu. Giá giấy bao bì chỉ đảo chiều tăng từ cuối T9/2023 cho tới nay chủ yếu vì (1) nhu cầu trong nước giảm bớt tiêu cực khi bước vào mùa tiêu thụ cao điểm cuối năm và (2) áp lực tăng chi phí OCC đã khiến nhiều doanh nghiệp bị lỗ, thậm chí ngừng hoạt động.

Biên LNG mảng giấy DHC và chênh lệch giá bán - giá OCC


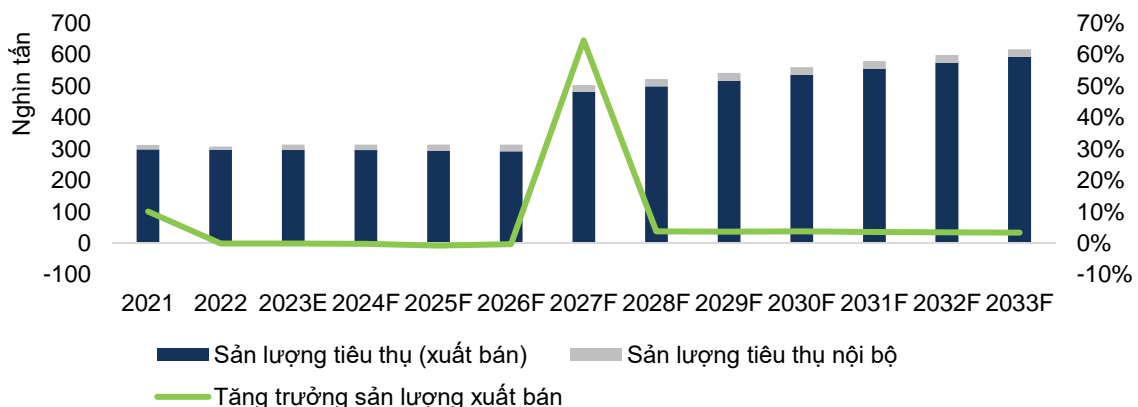
*Chênh lệch giá = Giá bán giấy trung bình trong kỳ - Giá OCC quý trước

Nguồn: VPPA, DHC, FPTSS ước tính

Vì OCC chiếm ~60% giá thành sản xuất giấy bao bì của DHC, chênh lệch giữa giá bán giấy thành phẩm và giá mua OCC sẽ là yếu tố chính tác động tới biên lợi nhuận gộp mảng giấy của DHC. Lưu ý, chúng tôi ước tính mức chênh lệch giá dẫn dắt BLNG của DHC sẽ đến từ **giá bán trung bình quý này và giá OCC quý trước** vì tác động của giá OCC lên giá vốn sẽ trễ khoảng 1 quý do ảnh hưởng của thời gian tích trữ nguyên liệu OCC tồn kho. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp của DHC sụt giảm mạnh trong 2H2022, khi mặc dù giá bán và giá OCC cùng sụt giảm trong giai đoạn trên, DHC đã có hàng tồn kho giá cao từ 1H2022 khiến mức chênh lệch giá thu hẹp. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mảng giấy của DHC đã tạo đáy vào Q3/2023 ở mức ~13,1% (-4,6 đpt QoQ), mức sụt giảm chủ yếu vì giá bán giảm mạnh hơn giá OCC đầu vào, với giá bán giấy trung bình sụt giảm 7,7% QoQ và giá OCC của Q2/2023 giảm 4,8% QoQ. Vì giá bán giấy đã điều chỉnh tăng và hiện nay cao hơn 10% so với mức đáy của T9/2023, chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ hỗ trợ cho biên lợi nhuận gộp của Q4/2023 được cải thiện.

1.4. Triển vọng – Biên lợi nhuận gộp dần cải thiện trong ngắn hạn, triển vọng dài hạn từ NM Giao Long 3

➤ Sản lượng tiêu thụ chứng lại trước khi NM Giao Long 3 đi vào hoạt động năm 2027F ([Quay lại](#))

Dự phóng sản lượng tiêu thụ giấy DHC


Nguồn: DHC, FPTSS dự phóng

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ (loại trừ tiêu thụ nội bộ) của DHC sẽ đi ngang trong năm 2023, đạt 296,9 nghìn tấn với tăng trưởng sản lượng xuất khẩu bù đắp cho khó khăn của thị trường tiêu thụ trong nước. Cụ thể, chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu tăng 25,6% YoY, đạt 67,5 nghìn tấn (chiếm ~21,6% tổng sản lượng 2023E) vì thị trường Trung Quốc mở cửa trong năm 2023. Tuy nhiên, mức sản lượng trên vẫn thấp hơn 13,1% so với mức xuất khẩu của năm 2021 vì nền kinh tế khó khăn khiến nhu cầu cho giấy bao bì tại Trung Quốc không tăng mạnh như kỳ vọng. Đối với sản lượng tiêu thụ nội địa, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ sụt giảm 5,8% YoY, đạt 229,4 nghìn tấn khi đơn hàng từ các công ty bao bì trong nước yếu do (1) nhu cầu tiêu dùng trong nước chậm lại và (2) hoạt động xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam sụt giảm.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì sẽ cải thiện ở cả thị trường xuất khẩu và nội địa từ năm 2024 so với mức ảm đạm của 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất bán của DHC vẫn sụt giảm nhẹ với CAGR=-0,5%/năm trong giai đoạn 2023-2026F vì các nhà máy giấy của DHC đã chạy tối đa CSTK, trong khi DHC sẽ tiếp tục tăng cường tiêu thụ nội bộ để đáp ứng cho các đơn hàng đang tăng lên của nhà máy bao bì.

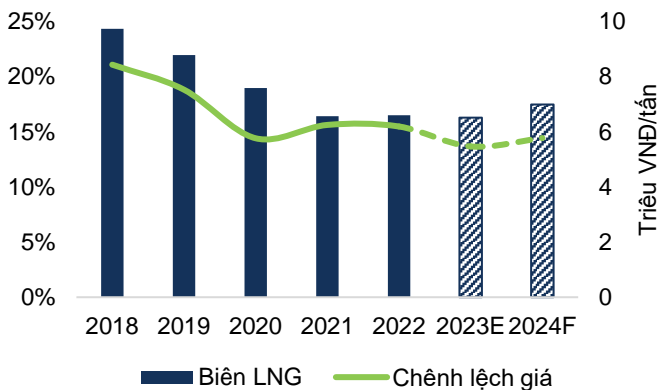
Với NM Giao Long 3 được bổ sung đi vào hoạt động từ đầu năm 2027F, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ năm 2027F đạt 481,2 nghìn tấn (+64,6% YoY) và tăng với CAGR=3,5%/năm trong giai đoạn 2027-2033F.

Tương ứng, kỳ vọng NM Giao Long 3 hoạt động với hiệu suất 50% trong năm đầu và tăng khoảng 5% mỗi năm. Sản phẩm của NM Giao Long 3 được DHC lên kế hoạch tập trung đẩy mạnh xuất khẩu sang Trung Quốc, đặc biệt là dòng sản phẩm chất lượng cao kraftliner, hoặc linh hoạt chuyển sang dòng sản phẩm testliner và bán nội địa khi nhu cầu khó khăn. Chúng tôi đánh giá việc DHC dự kiến đưa NM Giao Long 3 đi vào hoạt động năm 2027F là kế hoạch khả thi để đáp ứng kịp thời cho triển vọng nhu cầu giấy bao bì khả quan trong dài hạn ở cả thị trường nội địa và Trung Quốc.

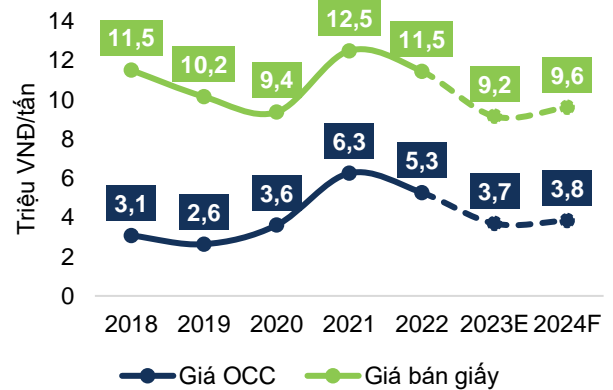
➤ **Biên lợi nhuận gộp dần cải thiện sau khi giá bán giấy phục hồi từ T09/2023 ([Quay lại](#))**

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng giấy của DHC dần cải thiện từ Q4/2023 và năm 2024F sau khi giá bán giấy phục hồi từ T09/2023. Tương ứng, biên lợi nhuận gộp mảng giấy năm 2023E và 2024F được dự phóng đạt lần lượt 16,3% (-0,2 đpt YoY) và 17,5% (+1,2 đpt YoY) nhờ mức chênh lệch giá dần được mở rộng, trung bình năm 2024F đạt ~5,8 triệu VNĐ/tấn (+5,5% YoY). Mặc dù giá bán giấy bao bì đảo chiều tăng từ T09/2023 chủ yếu vì áp lực gia tăng chi phí OCC đầu vào, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ giấy đã chạm đáy và sẽ có sự cải thiện rõ ràng hơn trong năm 2024F sẽ hỗ trợ cho giá bán giấy giữ đà tăng như hiện nay. So với giá OCC đã đảo chiều tăng từ đầu Q3/2023 và giá bán giấy phục hồi từ T9/2023, chúng tôi dự phóng giá OCC và giá bán giấy trung bình của DHC năm 2024F tăng trưởng lần lượt ~4,2% và 5,1% YoY.

Dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng giấy DHC



Dự phóng giá bán giấy bao bì và giá OCC



Nguồn: VPPA, DHC, FPTTS dự phóng

2. Màng bao bì carton – Còn dư địa tăng trưởng

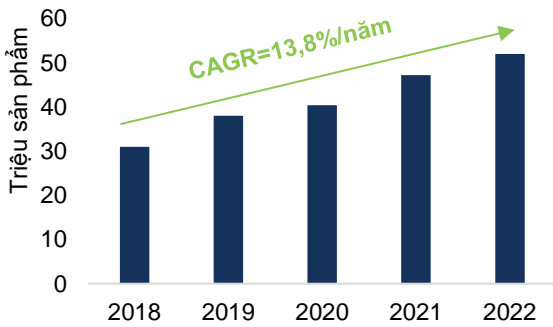
2.1. Thị trường tiêu thụ tại Đồng bằng Sông Cửu Long với nhu cầu bao bì cho ngành thủy sản và nông nghiệp, bổ sung nhà máy mới từ T4/2022 tạo dư địa tăng trưởng

➤ **40% giấy nguyên liệu đầu vào do NM Giao Long 1 & 2 cung cấp**

Trong cơ cấu chi phí sản xuất bao bì carton, chi phí giấy công nghiệp chiếm tỷ trọng lớn nhất, ước tính đạt 70-80%. Ngoài ra, các loại nguyên vật liệu khác (mực in, hồ dán,...), chi phí điện, khấu hao và nhân công chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ trong giá thành. Hiện nay, chúng tôi ước tính các nhà máy giấy của DHC đáp ứng khoảng 40-60% tổng nhu cầu giấy bao bì đầu vào cho nhà máy bao bì carton, tùy thuộc vào yêu cầu của khách hàng, còn lại, đối với các đơn hàng bao bì yêu cầu sử dụng các loại giấy DHC không sản xuất được (như giấy white-top, giấy định lượng thấp,...) thì công ty sẽ mua ngoài. Việc DHC có khả năng tự chủ một phần giấy nguyên liệu đầu vào giúp công ty tiết giảm chi phí sản xuất và giảm thiểu thiểu rủi ro biến động giá giấy bao bì.

➤ **Tập trung tiêu thụ tại ĐBSCL với nhu cầu bao bì carton cho ngành thủy sản, nông nghiệp**

Sản lượng tiêu thụ bao bì carton DHC



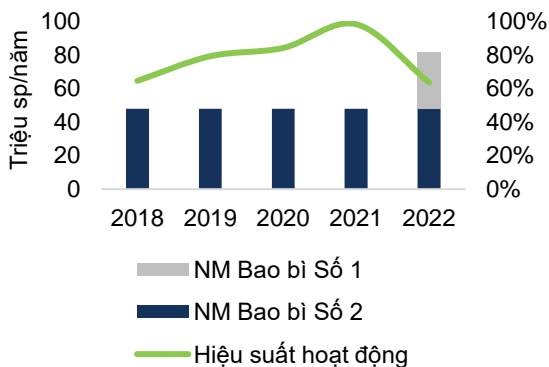
Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ bao bì carton tăng nhanh với CAGR=13,8%/năm giai đoạn 2018-2022, thị trường tiêu thụ ở khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long (ĐBSCL). Với đặc thù bao bì carton là sản phẩm giá rẻ và công kênh trong khâu vận chuyển, sản phẩm bao bì carton của DHC được bán 100% trong nước, ưu tiên xuất bán cho các khách hàng gần nhà máy, cụ thể là khu vực ĐBSCL. Đây là khu vực trọng điểm nông nghiệp, thủy sản của cả nước khi chiếm ~60% kim ngạch xuất khẩu thủy sản và ~65% xuất khẩu trái cây của Việt Nam. Hiện nay, khách hàng mảng bao bì carton của DHC ở khu vực này chủ yếu là các công ty xuất khẩu thủy sản (chiếm ~60% doanh thu mảng bao bì), còn lại là các công ty dược phẩm, may mặc, nông sản, trái cây...

DHC chiếm trên 30% thị phần bao bì carton tại ĐBSCL nhờ lợi thế về chi phí sản xuất. Là dòng sản phẩm không có nhiều sự khác biệt và rào cản ra nhập ngành thấp do quy trình sản xuất đơn giản, mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp bao bì carton tương đối cao. Tuy nhiên, so với khu vực lân cận là Đông Nam Bộ (với tứ giác kinh tế TP. Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu) – khu vực có nhu cầu bao bì lớn hơn cho tiêu dùng hàng ngày và ngành công nghiệp chế biến chế tạo, chúng tôi đánh giá mức độ cạnh tranh tại ĐBSCL thấp hơn do không tập trung quá nhiều nhà máy sản xuất lớn ([Phụ lục](#)). Đồng thời, so với các doanh nghiệp trong cùng khu vực, DHC vẫn có lợi thế cạnh tranh về chi phí sản xuất khi có khả năng tự chủ ~40-50% nguyên liệu giấy bao bì đầu vào. Qua đó, DHC hiện là một trong những doanh nghiệp lớn nhất khu vực ĐBSCL khi chiếm ~30% thị phần.

➤ **Bổ sung nhà máy bao bì mới từ T4/2022 tạo dư địa tăng trưởng giai đoạn tới**

Công suất thiết kế và hiệu suất hoạt động nhà máy bao bì DHC

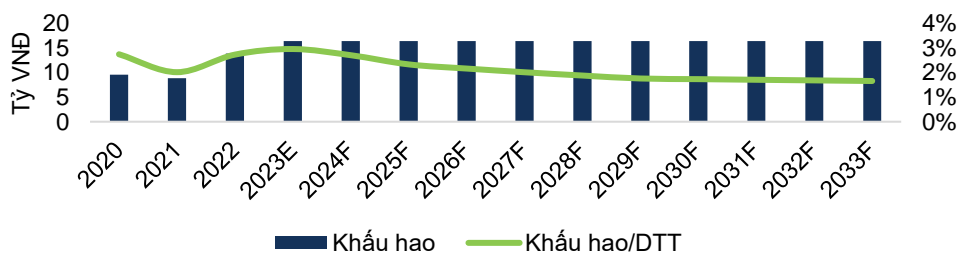


Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

DHC hiện sở hữu 02 nhà máy sản xuất bao bì carton với tổng CSTK đạt 93 triệu sản phẩm/năm. Trong đó, 01 nhà máy trực tiếp thuộc công ty mẹ (gọi tắt là NM Bao bì Số 2), 01 nhà máy thuộc công ty con Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre (gọi tắt là NM Bao bì Số 1). Trước khi NM Bao bì Số 1 đi vào hoạt động vào T4/2022, NM Bao bì Số 2 đã chạy tối đa CSTK.

Kể từ khi NM Bao bì Số 1 đi vào hoạt động, một số khách hàng của NM Bao bì Số 2 được chuyển sang nhà máy mới, khiến hiện nay cả 2 nhà máy bao bì chưa chạy tối đa công suất, hiệu suất hoạt động trung bình đã sụt giảm xuống mức 63,6% năm 2022. Với nhu cầu tiêu thụ và thị phần còn khả năng tăng trưởng, điều này sẽ là dư địa cho DHC trong thời gian tới trước khi nhà máy giấy Giao Long 3 đi vào hoạt động năm 2027.

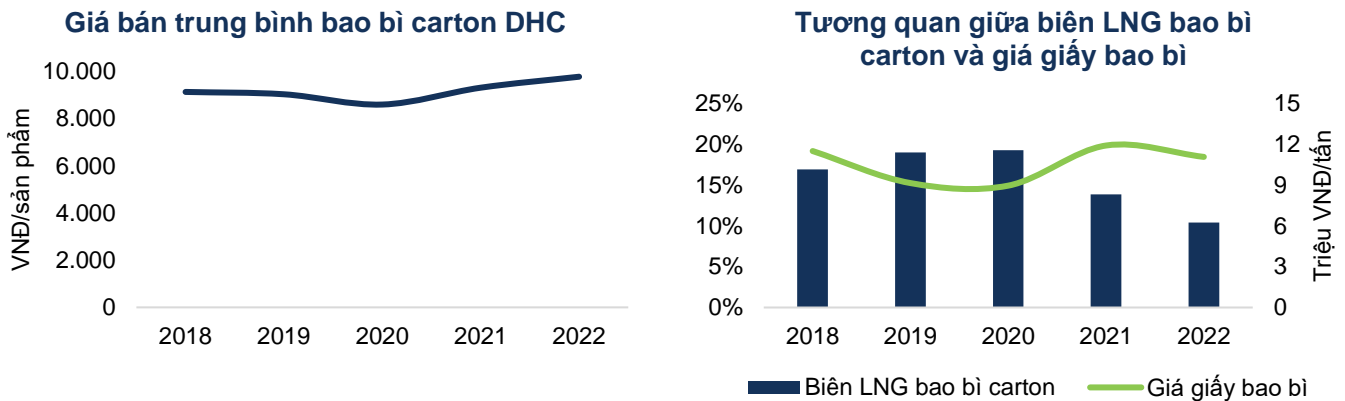
Dự phóng chi phí khấu hao mảng bao bì carton DHC



Nguồn: DHC, FPTS ước tính và dự phóng

NM Bao bì Số 1 đi vào hoạt động từ T04/2022 sẽ khiến chi phí khấu hao mảng bao bì carton tăng thêm ~10 tỷ VNĐ/năm. Chúng tôi đánh giá chi phí khấu hao cũng sẽ không tác động lớn tới mảng bao bì carton khi chỉ chiếm ~2,7% doanh thu thuần mảng này trong năm 2022 và ước tính tăng lên mức cao nhất là 2,9% năm 2023E.

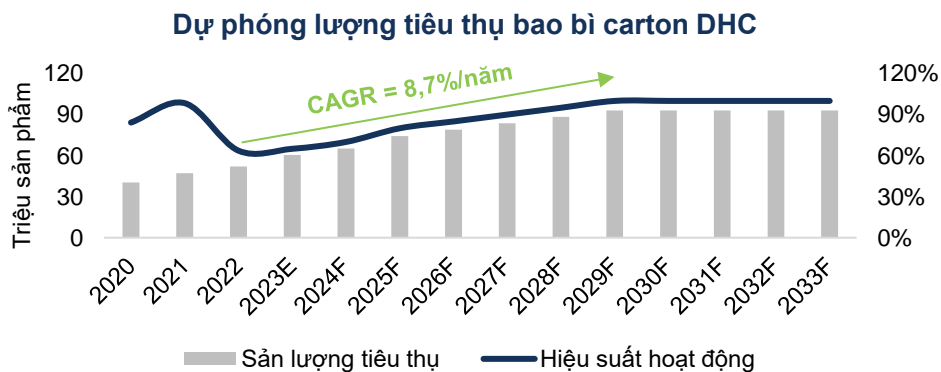
➤ **Giá bán bao bì carton tương đối ổn định, biên LNG chịu tác động mạnh nhất bởi giá giấy đầu vào**



Nguồn: DHC, FPTTS ước tính

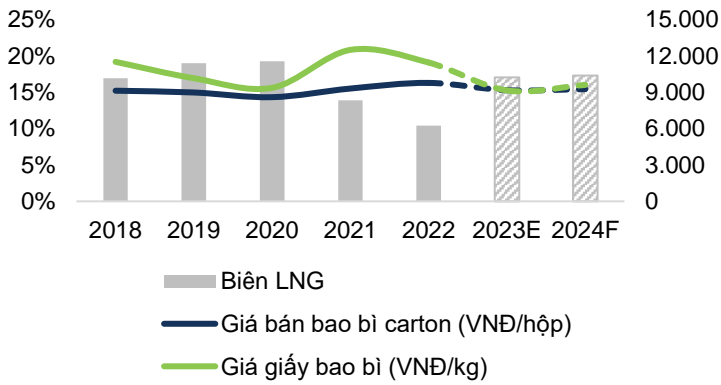
Biên lợi nhuận gộp mảng bao bì carton biến động trái chiều với giá giấy bao bì đầu vào. Vì chi phí giấy bao bì chiếm tỷ trọng lớn nhất trong giá thành sản xuất bao bì carton nên sẽ gây ảnh hưởng lên giá bán đầu ra. Tuy nhiên, giá bán trung bình sản phẩm bao bì carton của DHC thường biến động trong biên độ hẹp, $\pm 8\%/năm$, vì (1) đặc thù ngành có công nghệ sản xuất đơn giản, không có nhiều khác biệt nên khả năng tăng giá bị hạn chế và (2) sản phẩm được tiêu thụ trong khu vực địa lý nhỏ, gần nhà máy nên mức độ biến động giá thấp hơn so với nguyên liệu giấy cuộn. Qua đó, biên lợi nhuận gộp mảng bao bì của DHC sẽ chịu tác động lớn nhất từ chi phí đầu vào là giấy bao bì. Ngoại trừ năm 2022, biên lợi nhuận bao bì carton vẫn sụt giảm $\sim 3,5$ đpt YoY mặc dù giá giấy bao bì trung bình sụt giảm $\sim 7\%$ YoY, vì NM Bao bì Số 1 (Bao bì Bến Tre) mới đi vào hoạt động trong năm 2022 nên chưa ổn định, sai hỏng nhiều, hiệu suất trung bình sụt giảm trong khi chi phí khấu hao và các loại chi phí cố định khác gia tăng.

2.2. Triển vọng – Dự phóng sản lượng tiêu thụ tăng trưởng với CAGR=8,7%/năm giai đoạn 2022-2029F nhờ nhu cầu khả quan tại ĐBSCL và tận dụng lợi thế về chi phí sản xuất [\(Quay lại\)](#)



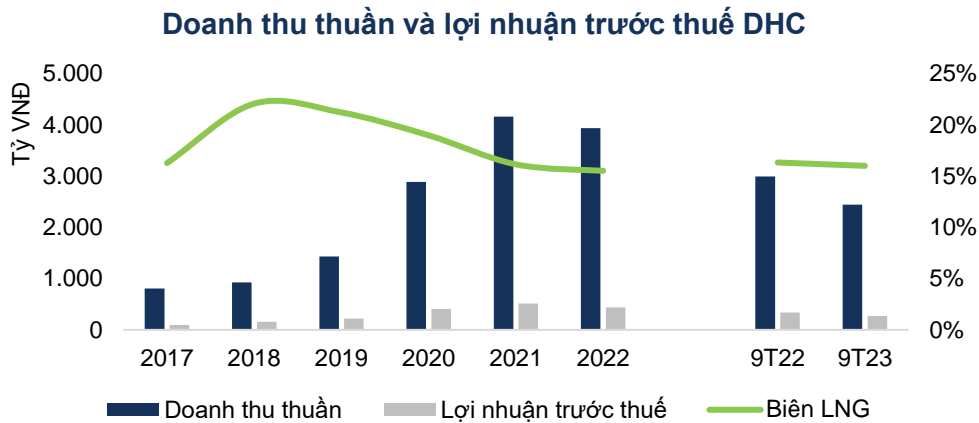
Nguồn: DHC, FPTTS dự phóng

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ bao bì carton của DHC sẽ tăng trưởng với CAGR = 8,7%/năm trong giai đoạn 2022-2029F trước khi đạt tối đa công suất. Mặc dù nhu cầu tiêu thụ bao bì chậm lại trong năm 2023 vì tác động tiêu cực từ sự sụt giảm của các ngành thủy sản, dệt may, ... chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ bao bì năm 2023E của DHC vẫn tăng trưởng 16,2% YoY, đạt 60,4 triệu sản phẩm nhờ bổ sung NM Bao bì Số 1 từ T04/2022 và DHC đang tích cực tìm kiếm thêm khách hàng mới, đồng thời giữ chân các khách hàng cũ. Giai đoạn 2023-2029F, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ bao bì carton của DHC sẽ tiếp tục khả quan với CAGR=7,4%/năm dựa trên kỳ vọng (1) DHC tiếp tục tận dụng lợi thế về chi phí sản xuất để tìm kiếm khách hàng, mở rộng thị phần, (2) nền kinh tế thuận lợi hơn từ năm 2024, sản lượng nuôi trồng thủy sản của Việt Nam được dự báo tăng trưởng với CAGR=4,0%/năm giai đoạn 2022-2028F (IMARC), đồng thời quy mô thị trường rau quả Việt Nam được dự báo tăng trưởng với CAGR=5,42% giai đoạn 2024-2029F (Mordor Intelligence). Tương ứng, hiệu suất hoạt động của 2 nhà máy bao bì đạt trung bình 65% trong năm 2023E (+1,4 đpt YoY) và tăng $\sim 5-10\%/năm$ cho tới khi đạt tối đa CSTK vào năm 2029F.

Dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng bao bì carton DHC


Nguồn: DHC, FPTS dự phóng

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mảng bao bì sẽ cải thiện tích cực ~6,6 đpt YoY trong năm 2023E, đạt 17,1% vì (1) giá giấy bao bì nguyên liệu ước tính trung bình giảm ~20% YoY, giảm mạnh hơn mức giảm giá bán bao bì carton khoảng ~6,2% YoY và (2) hiệu suất hoạt động cải thiện, nhà máy mới NM Bao bì Số 1 đi vào hoạt động ổn định (đã có lợi nhuận trong Q3/2023).

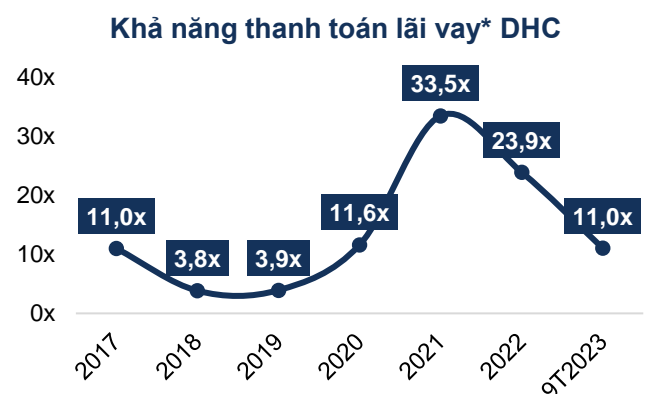
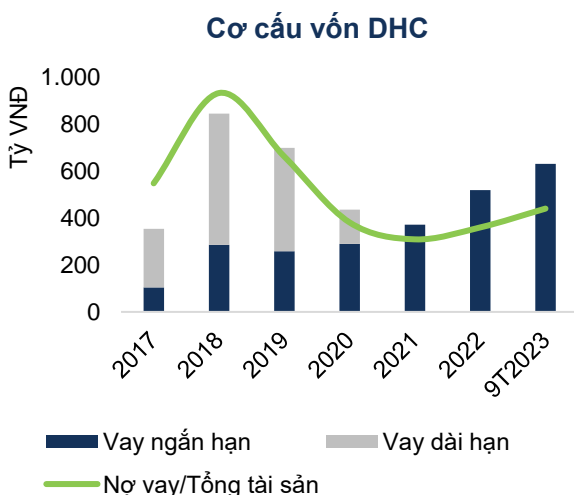
IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH
1. Kết quả kinh doanh tăng nhanh gắn liền với mở rộng sản xuất, chứng lại từ năm 2022 do nhu cầu toàn ngành suy yếu


Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Quy mô doanh thu thuần DHC tăng trưởng nhanh với CAGR=37,2%/năm giai đoạn 2017-2022 nhờ vào nhu cầu tiêu thụ khả quan và liên tục bổ sung nhà máy mới ngay khi nhà máy cũ chạy tối đa công suất. Trong đó, doanh thu mảng giấy tăng trưởng với CAGR=43,5%/năm, với động lực từ NM Giao Long 2 đi vào hoạt động từ T09/2019, giúp CSTK tăng 367% ngay sau khi Giao Long 1 chạy tối đa công suất. Vì hiện nay các nhà máy giấy đều đã chạy vượt CSTK ~10%, quy mô doanh thu mảng này sẽ chứng lại trước khi NM Giao Long 3 đi vào hoạt động năm 2027F. Tương tự, doanh thu mảng bao bì đã tăng trưởng với CAGR=36,2%/năm trong cùng giai đoạn trên nhờ nâng cao hiệu suất hoạt động NM Bao bì Số 2, đồng thời NM Bao bì Số 1 cũng đã đi vào hoạt động từ T04/2022 ngay sau khi nhà máy cũ chạy tối đa công suất, giúp CSTK tăng 94%. Hiệu suất hoạt động trung bình 2 nhà máy bao bì đạt ~64% tính đến cuối 2022, tạo dư địa giúp mảng này duy trì đà tăng trưởng trong giai đoạn tới.

Với quy mô doanh thu tăng nhanh, lợi nhuận trước thuế của DHC cũng đã tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2017-2022 với CAGR=36,2%/năm.

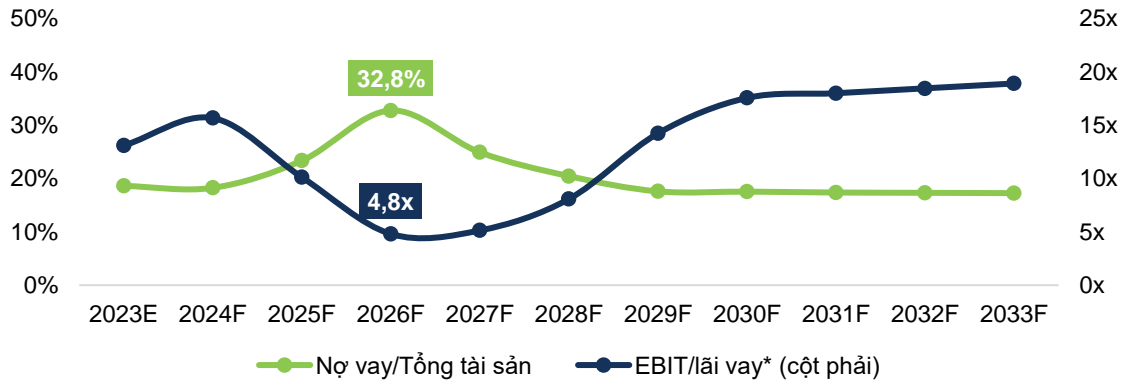
Từ năm 2022 và 9T2023, kết quả kinh doanh DHC sụt giảm sau nhiều năm tăng trưởng, trong đó doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế 9T2023 sụt giảm lần lượt 18,5% YoY và 20,3% YoY do chịu tác động tiêu cực từ (1) nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì ảm đạm kéo theo giá bán liên tục sụt giảm, (2) chênh lệch giá bán giấy thành phẩm – giấy OCC thu hẹp, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.

2. Cơ cấu tài chính và khả năng thanh khoản ở mức an toàn


*Tỷ lệ EBIT/lãi vay đã điều chỉnh cho lãi vay được vốn hóa giai đoạn 2017-2019
 Nguồn: DHC, FPTS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá cơ cấu vốn của DHC lành mạnh với tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản đạt 22,0%, trong đó 100% là nợ vay ngắn hạn. DHC chỉ vay nợ dài hạn khi có kế hoạch đầu tư lớn, điển hình như phục vụ cho xây dựng Giao Long 2 giai đoạn 2017-2019. Nợ vay ngắn hạn của DHC được sử dụng chủ yếu để tài trợ cho vốn lưu động. Giai đoạn 2022-nay, nợ vay ngắn hạn đã tăng nhanh vì nhu cầu cho vốn lưu động lớn khi DHC chủ động tích trữ nguyên liệu tồn kho OCC giá rẻ. Đồng thời, với kết quả kinh doanh tương đối tiêu cực cùng mặt bằng lãi suất cao trong cùng giai đoạn trên, khả năng thanh toán lãi vay của DHC đã sụt giảm mạnh từ mức cao nhất là 33,5x trong năm 2022 xuống còn 11,0x trong 9T2023. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ này sẽ được cải thiện trong thời gian tới khi kết quả kinh doanh hồi phục và giảm tích trữ tồn kho.

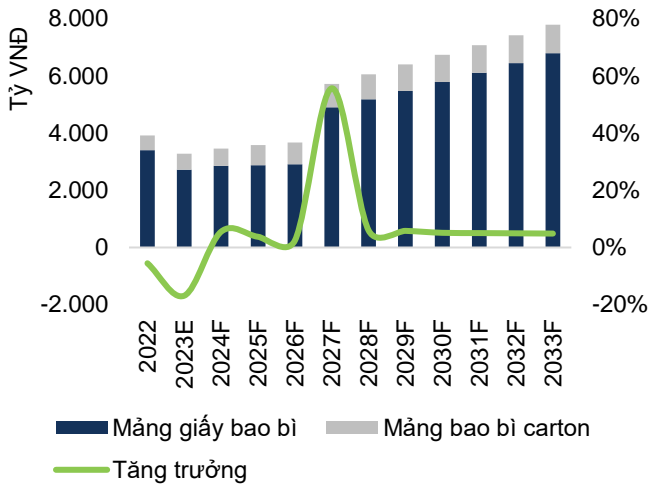
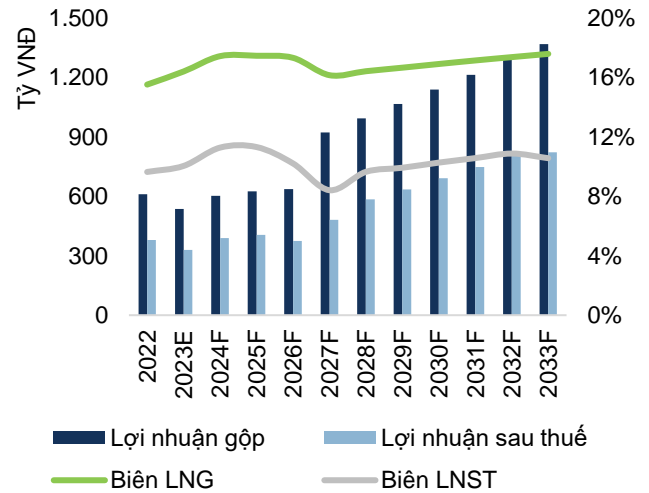
Dự phóng cơ cấu vốn và khả năng chi trả lãi vay DHC



*Tỷ lệ EBIT/lãi vay đã điều chỉnh cho lãi vay được vốn hóa giai đoạn 2024-2026F

Nguồn: DHC, FPTIS dự phóng

DHC đang có kế hoạch huy động 452,5 tỷ VNĐ từ việc chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và phát hành ESOP, với tỷ lệ tổng số cổ phiếu phát hành là 22,48%, dự kiến được thực hiện trong năm 2024 ([Chi tiết](#)). Ngoài ra, doanh nghiệp sẽ tăng vay nợ dài hạn trong giai đoạn 2024-2027F để phục vụ cho đầu tư xây dựng Giao Long 3. Với giả định dự án được tài trợ 45% bằng nợ vay, chúng tôi dự phóng tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản sẽ tăng lên mức cao nhất 32,8% và tỷ lệ thanh toán lãi vay giảm về mức thấp nhất 4,8x vào năm 2026F, các tỷ lệ trên đều ở mức an toàn hơn so với thời điểm đầu tư NM Giao Long 2.

V. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG
Dự phóng doanh thu thuần DHC

Dự phóng lợi nhuận DHC


Nguồn: DHC, FPTS dự phóng

Chỉ tiêu
Giả Định

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần DHC năm 2023E đạt 3.272,4 tỷ VNĐ, giảm mạnh 16,8% YoY. Trong đó:

- **Màng giấy bao bì** đạt 2.718,0 tỷ VNĐ (-20,2% YoY) vì (1) giá bán giảm ~20,1% YoY do nhu cầu tiêu thụ ảm đạm và (2) sản lượng tiêu thụ đi ngang với sự cải thiện của từ thị trường Trung Quốc bù đắp cho sản lượng tiêu thụ nội địa sụt giảm.
- **Màng bao bì carton** đạt 554,3 tỷ VNĐ (+9,0% YoY) nhờ (1) tăng cường đóng góp từ NM Bao bì Số 1 đi vào hoạt động từ T04/2022, giúp sản lượng ước tính tăng 16,2% YoY (2) giá bán bao bì ước tính sụt giảm ~6,2% YoY theo đà giảm của giá giấy đầu vào.

Doanh thu thuần

Giai đoạn 2023-2026F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng trưởng chậm với CAGR=3,9%/năm do sự chững lại của sản lượng tiêu thụ giấy bao bì khi các nhà máy đã chạy tối đa CSTK, trong khi đó doanh thu màng bao bì carton tiếp tục tăng trưởng khả quan với CAGR=11,0%/năm trong cùng giai đoạn.

Năm 2027F kỳ vọng đánh dấu bước tăng trưởng mới của DHC với doanh thu thuần tăng trưởng 55,6% YoY, đạt 5.712,4 tỷ VNĐ nhờ sự đóng góp của nhà máy giấy mới, giúp doanh thu màng giấy bao bì tăng mạnh 68,2% YoY.

Giai đoạn 2027-2033F, doanh thu thuần tăng trưởng với CAGR=5,3%/năm nhờ sự gia tăng hiệu suất của NM Giao Long 3, trong khi doanh thu màng bao bì sẽ chững lại kể từ năm 2030F, sau khi các nhà máy bao bì carton chạy tối đa CSTK vào năm 2029F, theo dự phóng của chúng tôi.

Lợi nhuận gộp

Lợi nhuận gộp năm 2023E ước tính đạt 536,9 tỷ VNĐ, với biên LNG đạt 16,4% (+0,9 đpt YoY) chủ yếu nhờ sự cải thiện của màng bao bì carton khi biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 17,1% (+6,6 đpt YoY) khi (1) giá giấy đầu vào sụt giảm ~20,1% YoY và (2) nhà máy bao bì mới đi vào hoạt động ổn định, hiệu suất cải thiện. Trong khi đó, biên LNG màng giấy bao bì ước tính đạt 16,3% (-0,2 đpt YoY) do chênh lệch giá bán giấy – giá OCC thu hẹp.

2024-2026F: Biên LNG dần được cải thiện, đạt ~17,4% nhờ (1) chênh lệch giá bán – giá OCC cải thiện sau khi chạm đáy vào Q3/2023 và (2) gia tăng hiệu suất hoạt động từ các nhà máy bao bì.

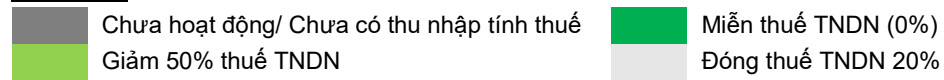
2027-2033F: Biên LNG dự phóng giảm còn 16,2% (-1,2 đpt YoY) trong năm 2027F sau khi nhà máy giấy mới đi vào hoạt động với hiệu suất đạt 50% trong năm đầu tiên. Hiệu suất NM Giao Long 3 kỳ vọng tăng 5%/năm giúp biên lợi nhuận gộp DHC cải thiện trong những năm tiếp theo.

Lợi nhuận sau thuế DHC năm 2023E được ước tính đạt 328,8 tỷ VNĐ (-13,4 %YoY) do tác động tiêu cực từ việc giá bán giấy bao bì giảm và biên lợi nhuận gộp mảng giấy bao bì thu hẹp.

Năm 2023, chúng tôi ước tính thuế TNDN DHC đạt mức 13,2% vì (1) DHC được miễn thuế TNDN cho NM Bao Bì Số 1 (đi vào hoạt động T4/2022) và (2) giảm 50% thuế TNDN cho NM Giao Long 2 (đi vào hoạt động T9/2019). Dự kiến NM Giao Long 3 đi vào hoạt động năm 2027 sẽ được miễn thuế TNDN 2 năm (2027-2028) và giảm 50% thuế TNDN cho 4 năm tiếp theo (2029-2032). Qua đó, chúng tôi dự phóng chi phí thuế TNDN của DHC cho giai đoạn 2023-2033F như sau:

Chú thích:

Lợi nhuận sau thuế



Nhà máy	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Giao Long 1														
Giao Long 2														
Giao Long 3														
Bao bì Số 2														
Bao bì Số 1														
Thuế TNDN DHC	4,4%	5,9%	13,2%	13,1%	12,7%	12,8%	19,3%	14,5%	12,2%	16,0%	15,8%	15,6%	15,5%	20,0%

VI. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DHC bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Với kỳ vọng biên lợi nhuận gộp được cải thiện sau khi giá bán giấy bao bì phục hồi và triển vọng dài hạn khả quan, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DHC, giá mục tiêu được xác định là **50.300 VNĐ/cp**, +23,8% so với giá đóng cửa ngày 23/01/2024.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	48.752	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	51.889	50%
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		50.300	

GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2024	11,73%	Phần bù rủi ro	10,84%
Chi phí sử dụng nợ	5,23%	Beta không đòn bẩy	0,80
Chi phí sử dụng VCSH	13,58%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,00%	Thời gian dự phóng	10

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP

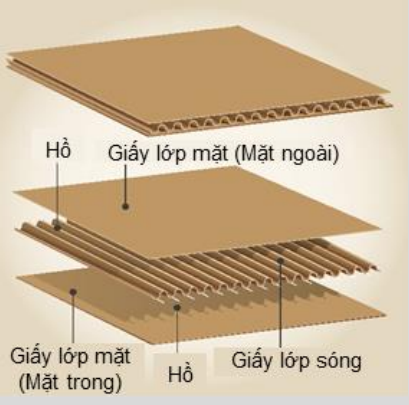
Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	11,73%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	4.379.360
(+) Tiền, tương đương tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VNĐ)	409.883
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	508.778
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	4.280.465
Số cổ phiếu lưu hành (Đã điều chỉnh cho kế hoạch phát hành ESOP) (triệu cp)	82,49
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	51.889
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	4.021.738
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	48.752

VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (triệu VNĐ)	2022	2023E	2024F	2025F	ĐDKT (triệu VNĐ)	2022	2023E	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3.934.727	3.272.355	3.453.484	3.583.074	Tài sản				
Giá vốn hàng bán	(3.323.856)	(2.735.439)	(2.851.216)	(2.957.303)	Tiền, tương đương tiền và ĐTTC ngắn hạn	208.280	409.883	511.956	315.383
Lợi nhuận gộp	610.871	536.917	602.268	625.772	Các khoản phải thu	781.715	650.121	686.106	711.852
Chi phí bán hàng	(119.424)	(104.715)	(110.511)	(114.658)	Hàng tồn kho	628.715	517.415	539.314	559.381
Chi phí quản lí DN	(38.050)	(40.875)	(43.137)	(44.756)	Tài sản ngắn hạn khác	44.046	36.248	37.783	39.188
Lợi nhuận thuần HĐKD	453.397	391.326	448.619	466.357	Tổng tài sản ngắn hạn	1.662.756	1.613.667	1.775.159	1.625.804
(Lỗ)/lãi HĐTC	(2.266)	12.206	16.698	17.887	Tài sản CDHH	1.138.189	1.041.381	943.648	845.047
Lợi nhuận khác	5.139	4.000	4.222	4.380	<i>Nguyên giá</i>	<i>1.699.383</i>	<i>1.706.988</i>	<i>1.714.555</i>	<i>1.722.140</i>
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	456.270	407.532	469.539	488.624	<i>Khấu hao lũy kế</i>	<i>(561.194)</i>	<i>(665.607)</i>	<i>(770.907)</i>	<i>(877.093)</i>
Chi phí lãi vay	(19.111)	(31.117)	(25.453)	(25.733)	Đầu tư tài chính dài hạn	5.296	5.296	5.296	5.296
Lợi nhuận trước thuế	437.159	376.416	444.086	462.891	Tài sản dài hạn khác	31.488	26.188	27.637	28.674
Thuế TNDN	(57.700)	(47.617)	(54.445)	(57.306)	Xây dựng cơ bản dở dang	44.753	44.753	748.606	1.593.229
Lợi nhuận sau thuế	379.459	328.799	389.641	405.585	Tổng tài sản dài hạn	1.219.727	1.117.618	1.725.187	2.472.246
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tổng Tài sản	2.882.483	2.731.285	3.500.347	4.098.050
LNST của cổ đông CT Mẹ	379.459	328.799	389.641	405.585	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	4.620	4.085	3.952	3.428	Vay và nợ ngắn hạn	518.363	508.778	535.791	555.867
					Các khoản phải trả	609.318	381.238	397.374	412.160
EBITDA	557.405	511.945	574.839	594.810	Quý khen thưởng	3.446	2.866	3.024	3.138
Khấu hao, dự phòng	101.135	104.413	105.300	106.186	Nợ ngắn hạn	1.131.128	892.882	936.190	971.165
					Vay và nợ dài hạn	0	0	100.000	400.000
Tăng trưởng doanh thu	-6%	-17%	6%	4%	Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng LN HĐKD	-11%	-14%	15%	4%	Nợ dài hạn	0	0	100.000	400.000
Tăng trưởng EBIT	-13%	-11%	15%	4%	Tổng nợ	1.131.128	892.882	1.036.190	1.371.165
					Vốn góp chủ sở hữu	699.944	804.936	985.936	1.183.123
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023E	2024F	2025F	Thặng dư	235.248	235.248	506.748	506.748
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,5%	16,4%	17,4%	17,5%	LN chưa phân phối	730.259	726.271	895.708	958.519
Tỷ suất LNST	9,6%	10,0%	11,3%	11,3%	Các khoản khác	82.904	68.948	72.765	75.495
ROE DuPont	22,0%	18,3%	18,1%	15,6%	Lợi ích cổ đông thiểu số	3.000	3.000	3.000	3.000
ROA DuPont	14,4%	11,7%	12,5%	10,7%	Vốn chủ sở hữu	1.751.356	1.838.403	2.464.157	2.726.885
Tỷ suất EBIT/doanh thu	11,6%	12,5%	13,6%	13,6%	Tổng cộng nguồn vốn	2.882.483	2.731.285	3.500.347	4.098.050
LNST / EBIT	95,8%	92,4%	94,6%	94,7%					
LNST/LNNTT	86,8%	87,4%	87,7%	87,6%	LCTT (triệu VNĐ)	2022	2023E	2024F	2025F
Vòng quay tổng tài sản	1,5x	1,2x	1,1x	0,9x	Tiền đầu năm	142.226	208.280	409.883	511.956
Đòn bẩy tài chính	1,5x	1,6x	1,5x	1,5x	Lợi nhuận sau thuế	391.497	328.799	389.641	405.585
					Khấu hao	101.042	104.413	105.300	106.186
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023E	2024F	2025F	Dự phòng	93	0	0	0
Thời gian luân chuyển tiền	67,51	90,23	88,41	89,05	Thay đổi vốn lưu động	(188.856)	(13.186)	(63.773)	(57.901)
Số ngày phải thu	67,18	79,85	70,61	71,20	Tiền từ hoạt động KD	303.777	420.026	431.168	453.870
Số ngày tồn kho	52,08	76,47	67,64	67,80	Thanh lý tài sản cố định	218	0	0	0
Số ngày phải trả	51,75	66,09	49,84	49,96	Chi mua sắm TSCĐ	(76.953)	(7.605)	(711.420)	(852.208)
COGS / Hàng tồn kho	10,4x	4,4x	5,5x	5,5x	Các HĐ đầu tư khác	28.485	0	0	0
					Tiền từ hđ đầu tư	(48.250)	(7.605)	(711.420)	(852.208)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023E	2024F	2025F	Thay đổi nợ	147.594	(9.586)	127.014	320.076
CS thanh toán hiện hành	1,5x	1,8x	1,9x	1,7x	Tăng (giảm) vốn	3.000	0	452.500	0
CS thanh toán nhanh	0,9x	1,2x	1,3x	1,1x	Cổ tức đã trả	(314.975)	(201.234)	(197.187)	(118.312)
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,5x	0,5x	0,3x	Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	Tiền từ hoạt động TC	(164.381)	(210.820)	382.326	201.764
Nợ / Vốn CSH	0,6x	0,5x	0,4x	0,5x	Tổng lưu chuyển tiền tệ	91.146	201.602	102.074	(196.573)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x	Chênh lệch tỷ giá	(137)	0	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	Tiền cuối năm	208.280	409.883	511.956	315.383
Khả năng TT lãi vay	23,9x	13,1x	18,4x	19,0x					

VIII. PHỤ LỤC
1. Phân loại giấy bao bì ([Quay lại Tổng quan Màng giấy bao bì](#)) ([Quay lại 1.2. Màng giấy bao bì – Sản xuất](#))

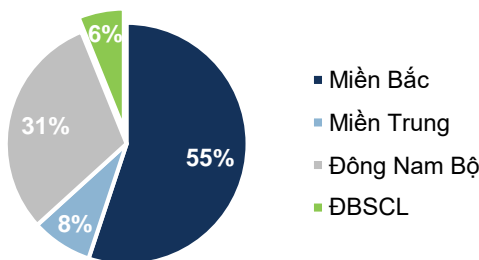
	Giấy lớp mặt – Linerboard			Giấy lớp sóng – Fluting Paper
	Kraftliner	White-top	Testliner	Medium
Tiêu chuẩn	<ul style="list-style-type: none"> Tối thiểu 80% hàm lượng bột giấy nguyên sinh Làm từ bột giấy không tẩy trắng 	<ul style="list-style-type: none"> Tối thiểu 80% hàm lượng bột giấy nguyên sinh Gồm 2 lớp: Lớp trên làm từ bột giấy tẩy trắng, lớp dưới làm từ bột giấy không tẩy 	<ul style="list-style-type: none"> 100% giấy tái chế 	<ul style="list-style-type: none"> 100% giấy tái chế



Giấy bao bì để sản xuất thùng carton được phân thành 2 loại chính là **giấy lớp mặt** (linerboard) – dùng làm mặt trong và mặt ngoài thùng carton, và **giấy lớp sóng** (fluting paper).

Trong đó, giấy lớp mặt (không tráng phủ) có thể phân thành nhiều loại nhỏ như testliner, kraftliner, white-top,... với những tiêu chuẩn về thành phần nguyên liệu, chất lượng khác nhau. Ngoài giấy không tráng phủ, một số loại giấy cao cấp hơn, có tráng phủ cũng được sử dụng làm lớp mặt thùng carton để đem lại hiệu quả in ấn logo, hình ảnh, chữ rõ nét hơn.

Ngoài những loại giấy cơ bản được liệt kê như trên, giấy lớp mặt còn được linh động phối trộn giữa bột giấy tái chế (từ OCC) và bột giấy nguyên sinh. Với hàm lượng bột giấy nguyên sinh càng cao, thành phẩm tạo thành có chất lượng càng tốt (khả năng chịu lực cao, độ bền tốt, khó rách,...).

2. Số lượng doanh nghiệp bao bì giấy phân theo khu vực địa lý ([Quay lại](#))
Số lượng doanh nghiệp giấy bao bì phân theo khu vực địa lý


Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

Các doanh nghiệp sản xuất bao bì carton nhất cả nước chủ yếu tập trung ở khu vực miền Bắc và Đông Nam bộ, chiếm lần lượt 55% và 31% trong tổng số doanh nghiệp. Khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long có số lượng doanh nghiệp khá ít, chiếm 6% tổng số doanh nghiệp bao bì carton cả nước.

3. Kế hoạch tăng vốn từ việc chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và phát hành ESOP ([Quay lại](#))

DHC đang có kế hoạch chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và phát hành ESOP, đã được thông qua tại Đại hội cổ đông 2023, cụ thể như sau:

Kế hoạch	Đối tượng	Số lượng phát hành (cổ phiếu)	Tỷ lệ số lượng cổ phiếu phát hành	Giá chào bán (VNĐ)	Giá trị huy động dự kiến (tỷ VNĐ)
Chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu	Cổ đông hiện hữu	16.098.609	20%	25.000	402,5
Phát hành ESOP	Người lao động	2.000.000	2,48%	25.000	50,0
		18.098.609	22,48%		452,5

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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DHC, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào 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 <https://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

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

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 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 Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888