

CTCP ĐÔNG HẢI BẾN TRE (DHC: HOSE)

*Giá giấy phục hồi trở lại từ vùng
thấp nhất trong lịch sử*

Lê Huỳnh Hương – huong.lh@vdsc.com.vn

FLASHNOTE | Tư vấn cá nhân
(02/04/2024)



MUA: +20,0%

<GTT 43.750>

<GMT: 52.500>

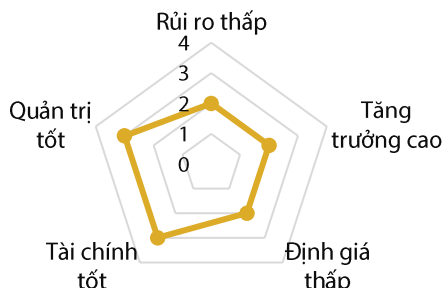
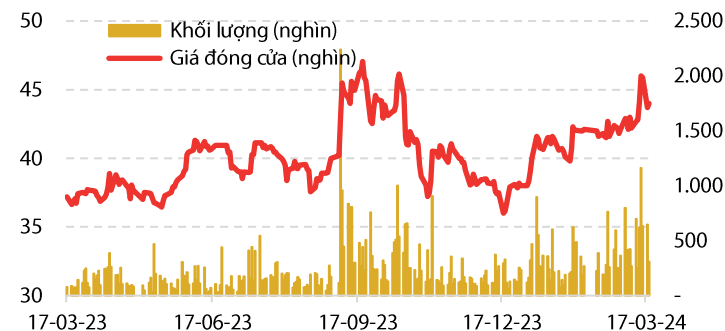
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2022A 2023A 2024F

Ngành	Sản xuất giấy
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.522
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	80,5
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	370,0
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	17,1
SHNĐTNN còn lại (%)	10,6%
BQ giá 52 tuần('000 VND)	34,2 – 47,1

Doanh thu (tỷ đồng)	3.935	3.259	3.679
LNST (tỷ đồng)	379	309	388
ROA (%)	13,2%	11,0%	13,4%
ROE (%)	21,7%	17,7%	20,0%
EPS (VND)	5.421	3.840	4.820
GTSS (VND)	24.978	21.701	24.050
Cổ tức tiền mặt(VND)	2.500	2.500	2.500
P/E (x) (*)	5,7	11,4	9,1
P/B (x) (*)	1,2	2,0	1,8



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD năm 2024 cải thiện so với 2023 nhờ nhu cầu giấy và bao bì kỳ vọng khởi sắc khi hoạt động thương mại hồi phục

Chúng tôi dự phóng năm 2024, doanh thu và biên LNG mảng giấy bao bì đạt lần lượt 3.253 tỷ đồng (+22% svck) và 16,9% (+1,3 điểm bps svck) 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 ước tính đi ngang dù nhu cầu toàn ngành dự báo cải thiện vì các nhà máy giấy đã hoạt động vượt công suất thiết kế. Nhìn chung cho cả năm 2024, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh DHC có sự hồi phục ghi nhận doanh thu đạt 3.679 tỷ đồng và LNST đạt 388 tỷ đồng, tương ứng tăng lần lượt 13% và 25,5% svck. Trong ngắn hạn, hoạt động kinh doanh của DHC sẽ được hưởng lợi khi giá giấy có thể tăng do ảnh hưởng từ căng thẳng địa chính trị tại Biển Đỏ.

Doanh nghiệp mở rộng công suất mảng giấy, đáp ứng nhu cầu gia tăng trong dài hạn

Theo Hiệp hội Giấy và Bột Giấy Việt Nam (VPPA), ngành giấy Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng khi nhu cầu giấy của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng CAGR từ 14% trong giai đoạn 2020-2025. Bên cạnh đó, nhu cầu giấy sẽ được củng cố bởi sự tăng trưởng trong xuất khẩu và thương mại điện tử cũng như quá trình đô thị hóa trên toàn quốc.

Về trung hạn: Trong Q4/2023 hoạt động kinh doanh của NM Bao Bì Bến Tre đã có hiệu quả hơn so với đầu năm, khi sản lượng bán ra ghi nhận tăng 72% svck, tuy nhiên công suất thiết kế của nhà máy này chỉ mới đạt 60%. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh bao bì của DHC sẽ còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong bối cảnh nhà máy mới vẫn chưa chạy tối đa công suất.

Về dài hạn: DHC lên kế hoạch xây dựng nhà máy Giao Long 3 với vốn đầu tư 2.600 tỷ đồng theo dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng từ đầu năm 2024 và kỳ vọng nâng công suất sản xuất giấy của doanh nghiệp lên 1,8 lần trong năm 2027. Tuy nhiên đến hiện tại, DHC vẫn đang trong quá trình tìm kiếm sản phẩm kinh doanh có giá trị gia tăng tiềm năng vì phân khúc giấy thông thường đang được đánh giá là dư cung. Do vậy chúng tôi kỳ vọng nhà máy Giao Long 3 sẽ sớm được khởi công vào cuối năm 2024.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

Kế hoạch xây dựng nhà máy Giao Long 3 trì hoãn lâu hơn.

Căng thẳng địa chính trị tại khu vực Biển Đỏ kéo dài.

Tổng quan về doanh nghiệp:

Dohaco (DHC) tiền thân là công ty quốc doanh trực thuộc CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre (MCK: ABT). Sau đó, được cổ phần hóa và tách ra thành 1 công ty độc lập có 2 mảng chính là Sản xuất bao bì (Dohaco) và sản xuất thủy sản (Beseaco). Đến năm 2013, sau khi tái cấu trúc và tách Beseaco ra thì hiện doanh nghiệp chỉ còn duy nhất mảng sản xuất giấy và bao bì.

Tính đến Q1/2023, DHC hiện đang sở hữu 4 nhà máy:

- Nhà máy Giao Long 1 sản xuất giấy với công suất 60.000 tấn/năm
- Nhà máy Giao Long 2 sản xuất giấy với công suất 200.000 tấn/năm
- Nhà máy Bao bì số 2 sản xuất bao bì carton với công suất 48 triệu/năm
- Nhà máy Bao bì số 1 (CT TNHH Bao bì Bến Tre) sản xuất bao bì carton với công suất 64 triệu/năm

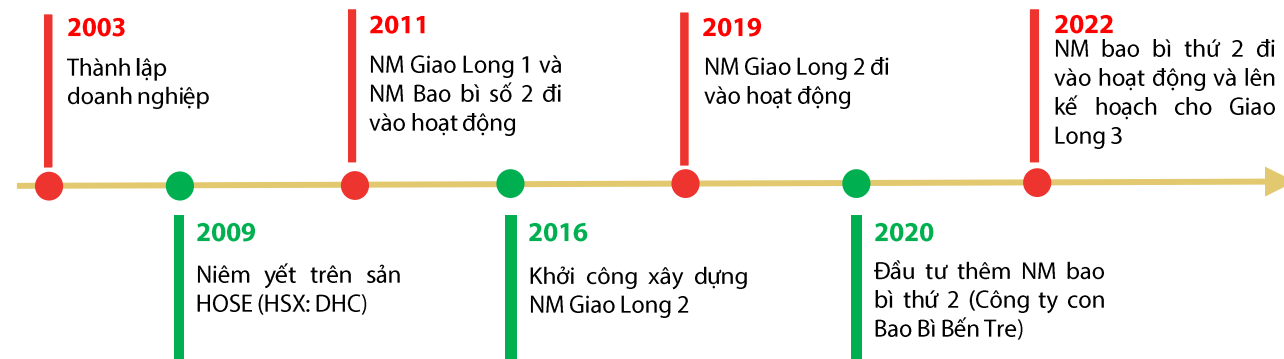
Trong đó thì NM bao bì số 2 (2011) đã chạy tối đa công suất 48 triệu sản phẩm vào năm 2021. Và NM bao bì số 1 (2022) trực thuộc công ty con của DHC là Cty TNHH MTV Bao bì Bến Tre đã bắt đầu vận hành từ tháng 4/2022.

Dự kiến giai đoạn 2025-2026, Dohaco sẽ có thêm 2 nhà máy mới là Giao Long 3 và Nhà máy bao bì số 3 được đưa vào vận hành, do vậy từ giai đoạn 2023-2025, chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của DHC phụ thuộc lớn vào giá bán giấy, giá thùng carton đầu vào và công suất sản xuất của mảng bao bì.

Cơ cấu cổ đông:

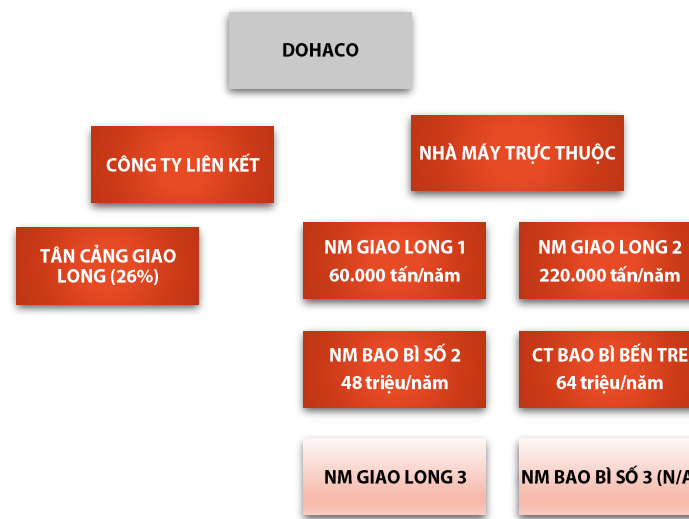
- Cổ đông lớn và cổ đông nội bộ đang chiếm đến 48% cơ cấu chủ sở hữu doanh nghiệp. Trong đó, KWE Beteiligungen AG (tổ chức đầu tư tài chính đến từ Thụy Sĩ) đang nắm giữ 15%, cổ đông nội bộ nắm giữ 33% cổ phần.

Hình 1: Quá trình phát triển doanh nghiệp



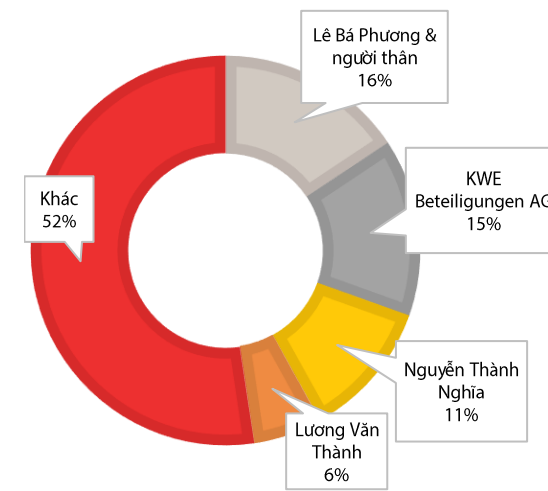
Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu tổ chức của Dohaco (2023)



Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Cơ cấu cổ đông Dohaco (2023)



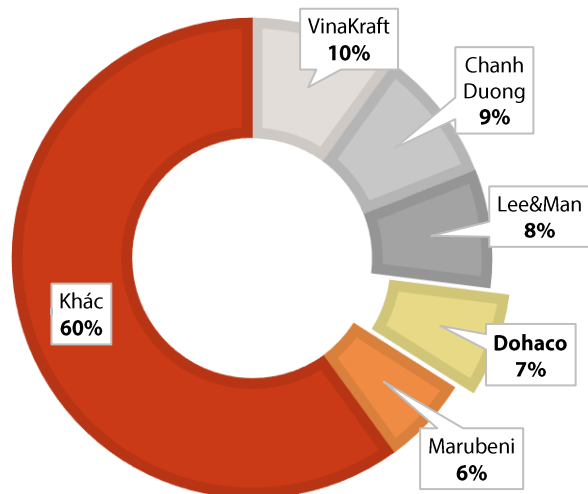
Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Top 5 doanh nghiệp sở hữu năng lực sản xuất giấy lớn nhất tại Việt Nam

Ngành sản xuất giấy tại Việt Nam tương đối phân mảnh, các doanh nghiệp sản xuất giấy có công suất lớn chủ yếu đến từ nhóm doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Dohaco hiện đang là doanh nghiệp Việt Nam hiếm hoi sản xuất giấy lớn thứ 4 tại Việt Nam (xét theo năng lực sản xuất) và chiếm 7% sản lượng giấy sản xuất (sau VinaKraft, Chanh Duong và Lee & Man). Về mảng bao bì, DHC đứng nhất về thị phần tại Tây Nam Bộ với tệp khách hàng của công ty chủ yếu là các doanh nghiệp thủy sản, may mặc và dược phẩm. Về mảng giấy, khách hàng chủ yếu của DHC là các doanh nghiệp công ty sản xuất bao bì carton nội địa (chiếm 79% tổng sản lượng) và các đối tác xuất khẩu chiếm 17%. Nhìn xa hơn về tệp khách hàng đầu cuối của doanh nghiệp này sẽ là các doanh nghiệp về thủy sản, thủy sản, may mặc và dược phẩm đối với hoạt động xuất khẩu và các doanh nghiệp tiêu dùng, bán lẻ đối với tiêu thụ nội địa.

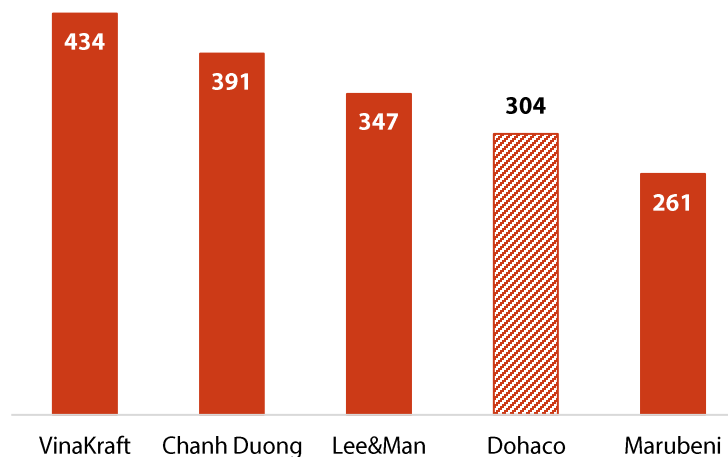
Bên cạnh đó, DHC là doanh nghiệp có chi phí đầu tư nhà máy trên mỗi công suất sản xuất/năm thấp, thấp hơn ½ so với mức trung bình các đối thủ trong ngành giúp cho DHC rất cạnh tranh trên thị trường sản xuất giấy. Các đối thủ này là các doanh nghiệp lớn đến từ Trung Quốc (Lee & Man, Nine Dragon), Thái Lan (SCG), Đài Loan (Chen Loong), vv

Hình 4: Thị phần sản xuất giấy bao bì carton theo năng lực sản xuất -2022



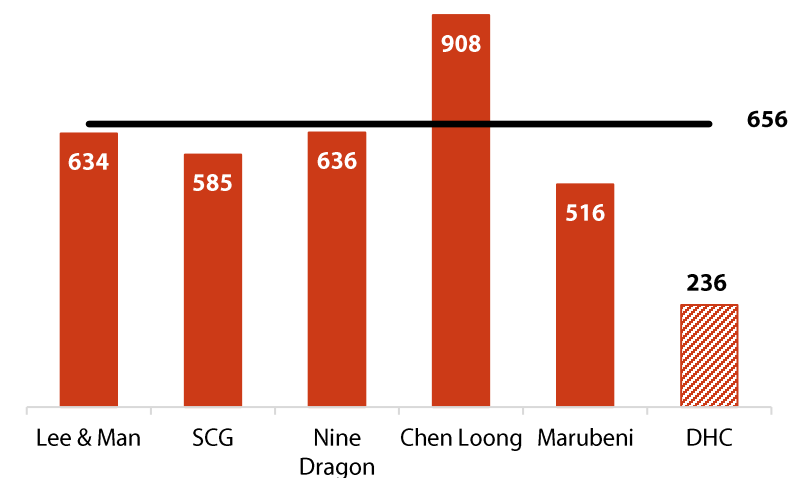
Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Công suất sản xuất giấy bao bì carton các doanh nghiệp 2022



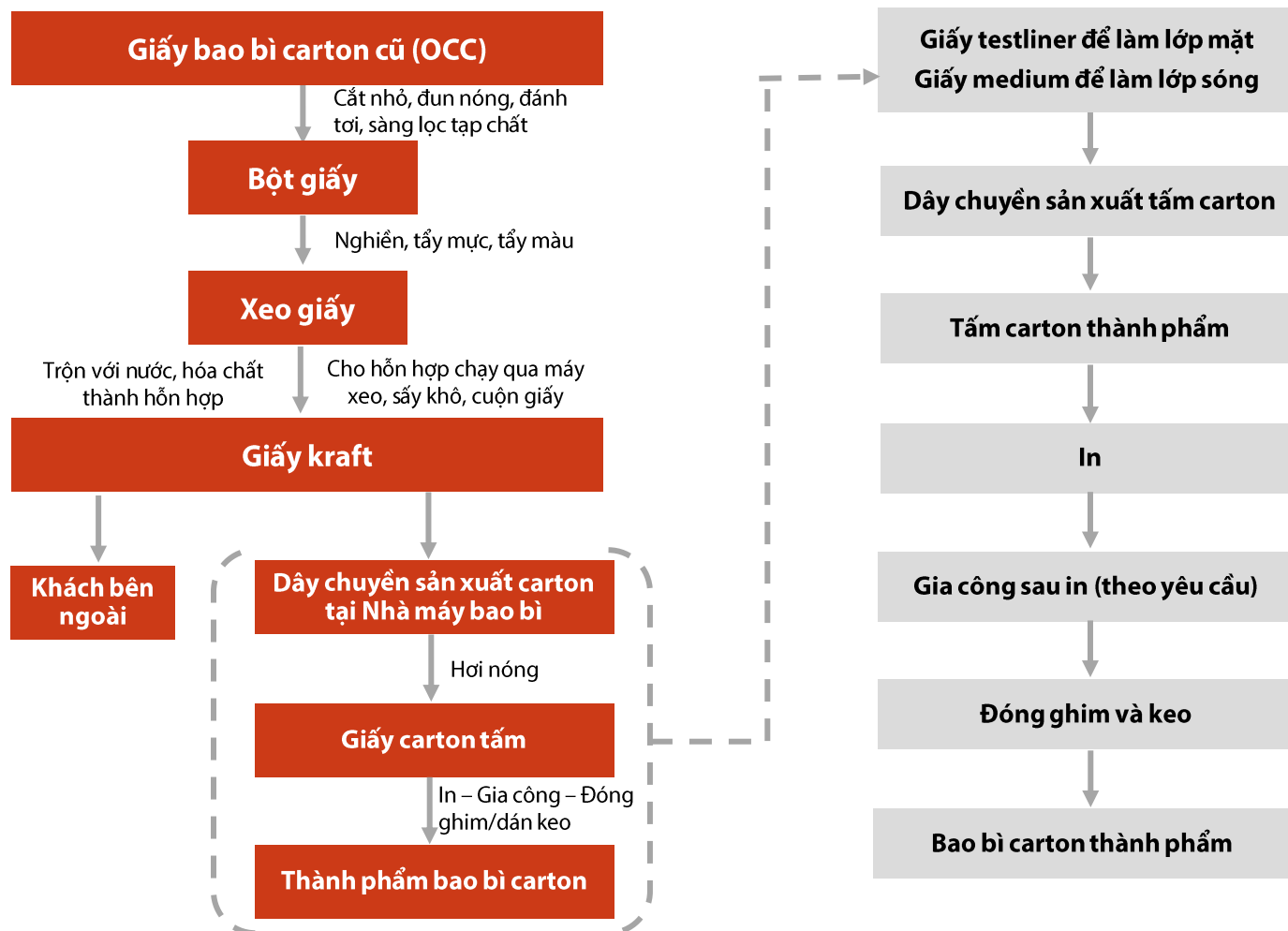
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 6: Chi phí đầu tư nhà máy (USD/tấn giấy công suất) tại Việt Nam



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 7: Chuỗi giá trị của Dohaco



Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Mảng giấy của DHC sử dụng các nguyên liệu tái chế (Giấy bao bì carton cũ – OCC)

Nguồn nguyên liệu đầu vào sản xuất của Dohaco là giấy bao bì từ thùng carton cũ (OCC), là giấy carton cũ được thu mua tại Việt Nam và nước ngoài. Trong đó, nguồn giấy OCC trong nước cung cấp được khoảng 50-60% và 40-50% còn lại DHC nhập khẩu từ các quốc gia khác như Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản.

So với OCC trong nước, OCC nhập khẩu có hàm lượng sợi giấy, chất lượng cao hơn, và giá thấp hơn. Trở ngại chính của giấy OCC nhập khẩu là có biến động giá cao hơn và gặp rủi ro về chính sách khi nhập khẩu vật liệu phế thải từ nước ngoài.

Bên cạnh nguyên liệu chính là giấy bao bì carton cũ OCC thì còn các nguyên liệu và nhiên liệu khác như nước, hóa chất, điện, bột mì, ...

DHC tập trung kinh doanh vào giấy bao bì (giấy kraft) và thùng carton

Sản phẩm chính của DHC là giấy bao bì (chiếm 83% doanh thu - 2023) và bao bì carton (17% doanh thu - 2023). Về mảng giấy, DHC sản xuất 2 loại giấy bao bì chính là giấy lớp mặt (testliner) và giấy lớp sóng (medium) – được sử dụng trong sản xuất bìa carton và thùng carton; (thêm chi tiết hình)

Tiếp nối chuỗi sản xuất, các thành phẩm bao bì carton (thùng carton) được DHC sản xuất từ nguồn nguyên liệu đầu vào là giấy kraft của mình (Hình 7).

Kết quả kinh doanh Quý 4 khởi sắc giúp DHC hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm

KQKD Q4/2023 DHC ghi nhận doanh thu đạt 817 tỷ đồng (giảm 14% svck) và LNST đạt 75 tỷ đồng (giảm 9% svck). Mặc dù giá giấy tiêu thụ trong nước đã có sự hồi phục so với Q3 nhưng vẫn ở mức thấp so với Q4 năm trước (giảm 4,3% YoY) là nguyên nhân chính khiến cho doanh thu có sự sụt giảm svck. Biên lợi nhuận gộp DHC có sự cải thiện so với quý trước nhờ sự hồi phục của giá bán các thành phẩm cùng nguồn nguyên liệu giá rẻ doanh nghiệp sử dụng trong kỳ.

+ Mảng giấy: Chiếm 83% doanh thu. Sản lượng bán hàng giảm 9% svck chủ yếu do công ty tăng cường sử dụng nội bộ để sản xuất bao bì giấy. Trong kỳ, giá giấy của doanh nghiệp đã có sự hồi phục tích cực từ mức 8.300 đồng/kg lên mức 8.900 đồng/kg (tăng 7,3% QoQ) nhờ nhu cầu xuất khẩu có sự cải thiện tuy nhiên vẫn thấp hơn 8% svck. Bên cạnh đó, nhờ việc sử dụng nguyên liệu đầu vào ở vùng giá rẻ đã góp phần cải thiện biên gộp doanh nghiệp, từ mức 13,5% trong Q3/2024 lên 13,8% trong Q4/2023 và cao hơn mức 12,6% svck năm 2022.

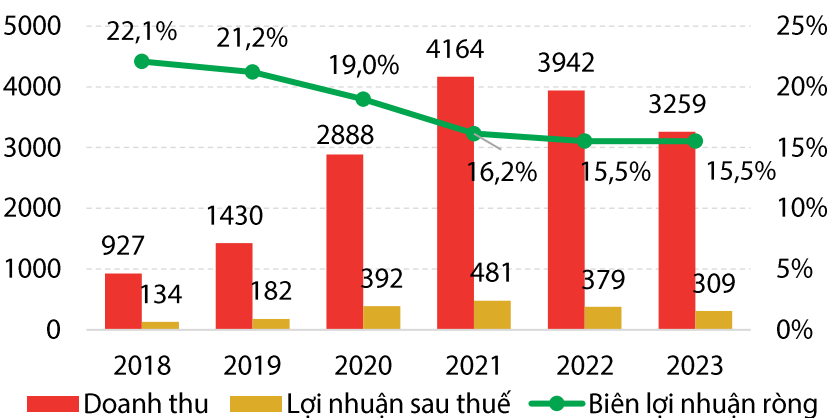
+ Mảng bao bì: Hoạt động kinh doanh của NM Bao bì Bến Tre đã có hiệu quả hơn so với giai đoạn trước khi sản lượng bán ra ghi nhận tăng 58% svck nhờ doanh nghiệp đã nỗ lực tìm kiếm khách hàng mới trong bối cảnh nhiều doanh nghiệp sản xuất bao bì nhỏ rút lui khỏi thị trường.

Nhìn chung cho cả năm 2023, DHC ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 3.259 tỷ đồng và 309 tỷ đồng, (giảm 17% và 18% svck), tương ứng hoàn thành 101% và 103% kế hoạch năm.

Giai đoạn khó khăn nhất đã qua, giá giấy kỳ vọng tiếp tục hồi phục

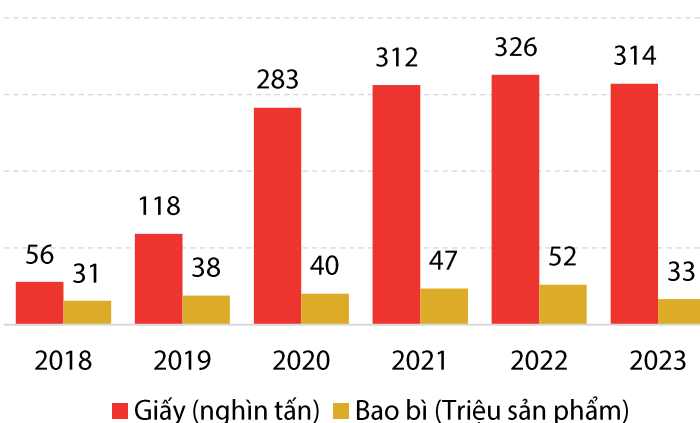
Trong năm 2023, giá bán giấy trung bình năm của DHC đã chạm mức thấp nhất trong 10 năm là 8.900 đồng/kg. Với triển vọng nhu cầu tiêu thụ và hoạt động xuất khẩu hồi phục dần trong năm nay chúng tôi kỳ vọng giá giấy bán ra sẽ cải thiện đồng pah với nhu cầu giao thương cả nước. Bên cạnh đó, tình hình căng thẳng ở Biển Đỏ hiện nay là nguyên nhân chính khiến cho chi phí vận chuyển tăng cao, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng giá giấy sẽ có xu hướng tăng trong ngắn hạn. Với những triển vọng về sự hồi phục giá bán, chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh doanh của doanh nghiệp sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa đầu năm 2024. Nhìn cả năm 2024, chúng tôi dự phóng giá OCC và giá bán giấy trung bình sẽ tăng trưởng lần lượt 18% và 14% trong bối cảnh hoạt động thương mại hồi phục, đóng góp tích cực vào KQKD 2024 với doanh thu ước đạt 3.679 tỷ đồng và LNST ước đạt 388 tỷ đồng, tăng tương ứng 13% và 25,5% svck.

Hình 8: Tình hình tài chính theo năm



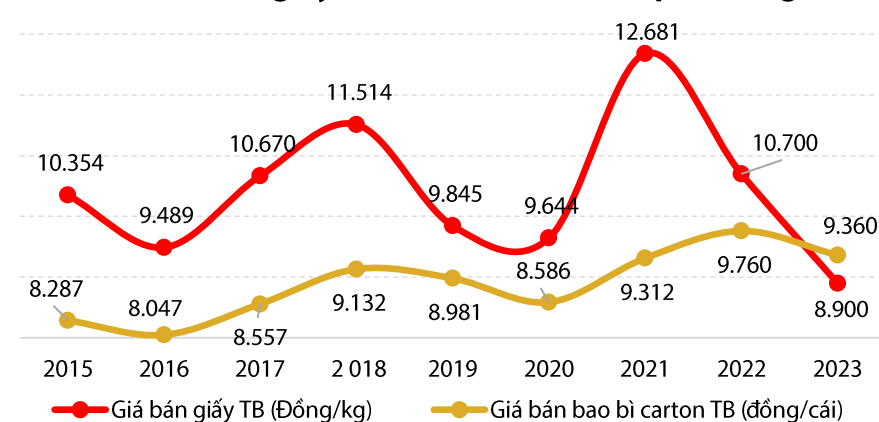
Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Sản lượng bán ra qua các năm



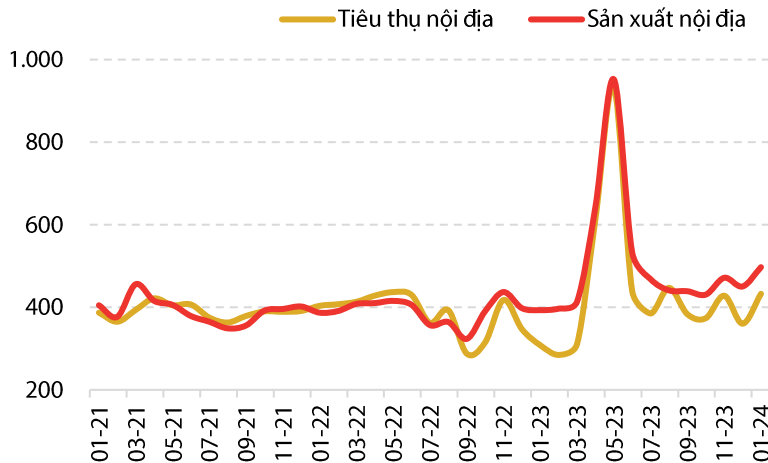
Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Giá bán giấy và bao bì carton bình quân hàng năm



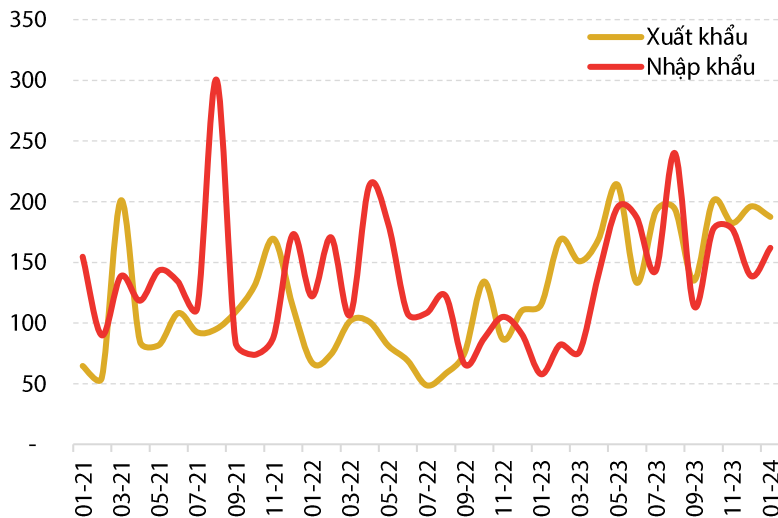
Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Hình 11: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ nội địa (triệu tấn)



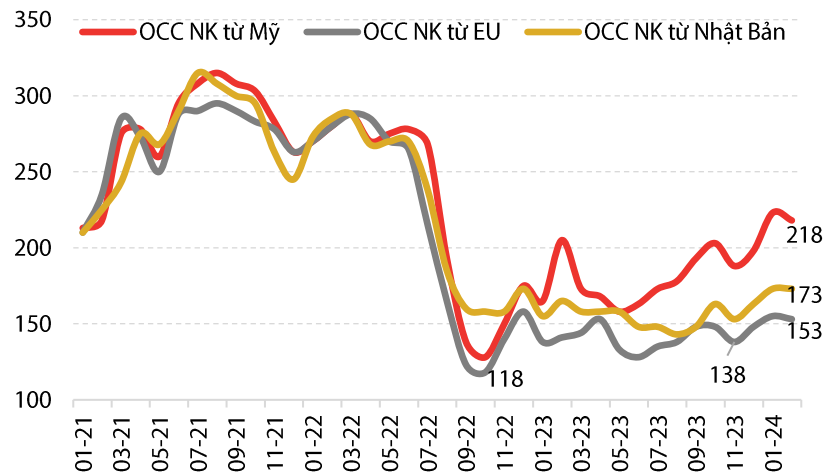
Nguồn: VPPA, Fastmarkets, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Sản lượng xuất khẩu và nhập khẩu giấy bao bì (tấn)



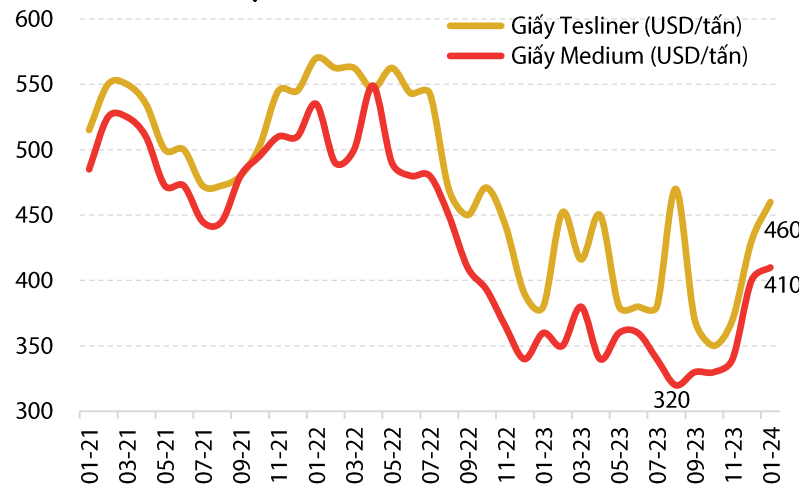
Nguồn: VPPA, Fastmarkets, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Giá OCC nhập khẩu từ US, EU, JP vào Asia (USD/tấn)



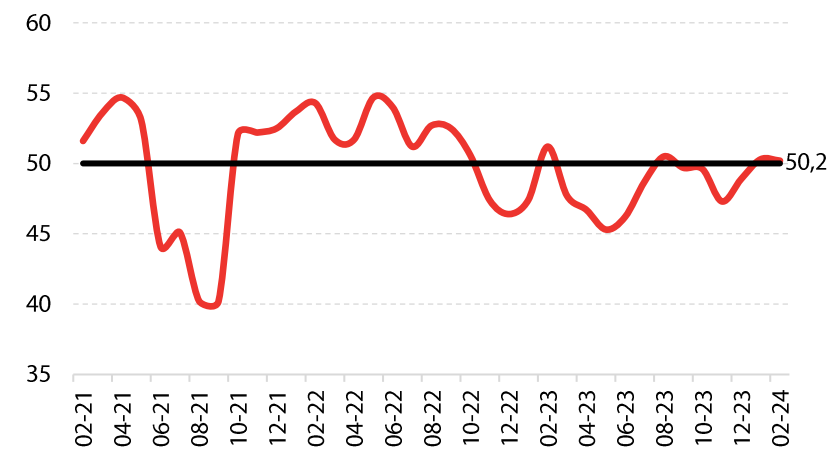
Nguồn: VPPA, Fastmarkets, CTCK Rồng Việt

Hình 14: Giá xuất khẩu giấy Tesliner và Medium hồi phục mạnh mẽ từ cuối năm (USD/tấn)



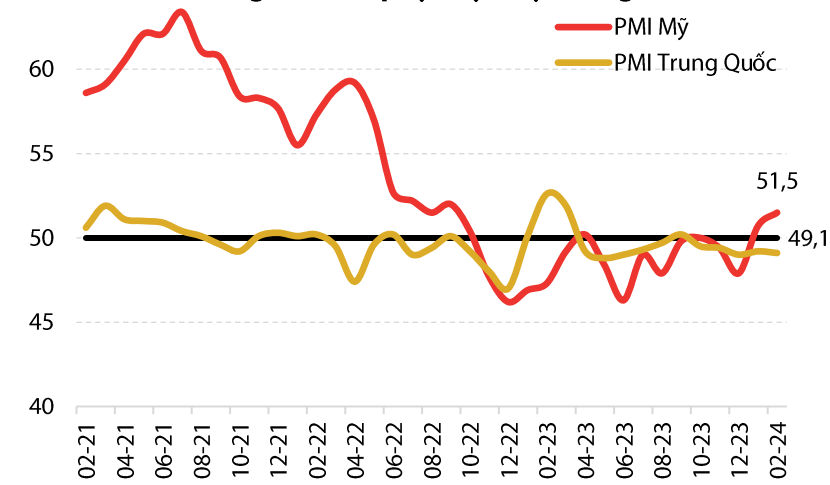
Nguồn: VPPA, Fastmarkets, CTCK Rồng Việt

Hình 15: Chỉ số PMI Việt Nam vượt trên ngưỡng 50



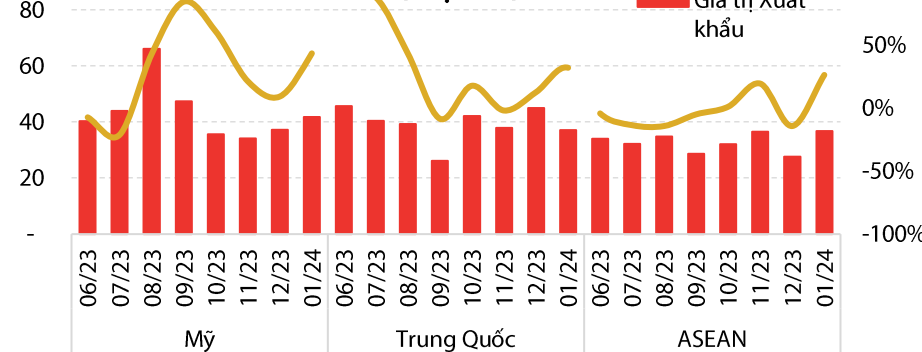
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Chỉ số PMI của Mỹ vượt trên ngưỡng 50 và PMI của Trung Quốc tiếp tục tiệm cận vùng 50



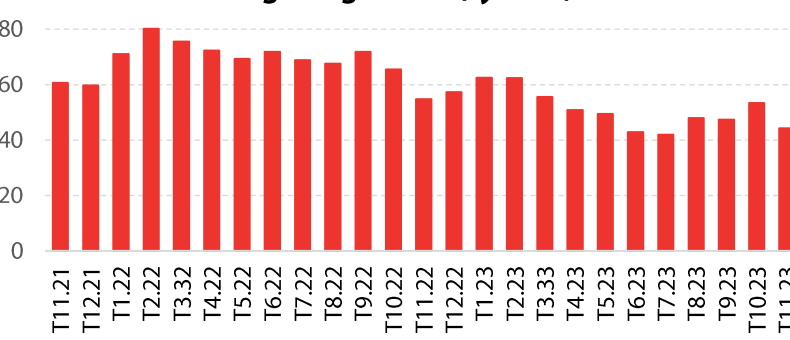
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Giá trị xuất khẩu giấy và các sản phẩm giấy đến các quốc gia (triệu đô)



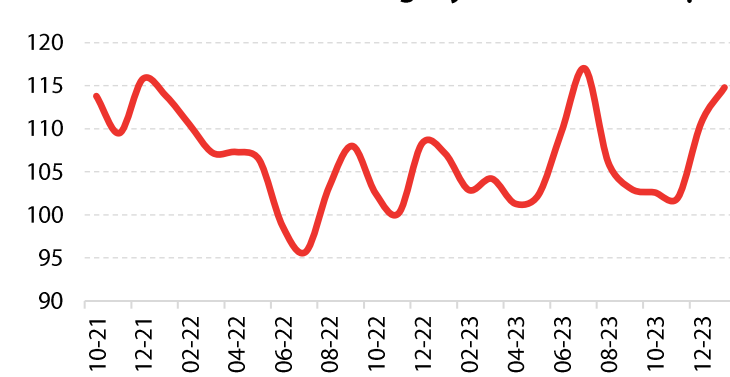
Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Hàng tồn kho Mỹ giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 3 năm (tỷ USD)



Nguồn: Thelmi, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Niềm tin tiêu dùng Mỹ có khởi sắc rõ rệt



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá giấy có khả năng tăng cao do khan hiếm nguồn nguyên liệu trong ngắn hạn, từ đó hỗ trợ KQKD Q1/2024 của DHC

Kể từ tháng 12 năm ngoái, tình hình căng thẳng địa chính trị tại Biển Đỏ đã khiến cho chi phí vận chuyển tăng mạnh và thời gian vận chuyển bị kéo dài. Theo đó, giá OCC đã có đợt tăng mạnh từ mức giá nhập khẩu trung bình là 150 USD/tấn lên mức 169 USD/tấn trong tháng (tăng 12,5%). Hiện tại cước tàu vận chuyển đã có hạ nhiệt, tuy nhiên vẫn neo ở mức cao so với giai đoạn trước xung đột. Do vậy, chúng tôi cho rằng giá giấy OCC sẽ tiếp tục neo ở mức cao svck trước khi có đợt tăng giá tiếp tục.

Về giá bán giấy, chúng tôi nhận thấy sự hồi phục rõ rệt của mặt hàng này khi giá bán tăng liên tục từ vùng đáy 7.500 trong tháng 9/2023 lên mức 8.800 đồng/kg trong tháng 1/2024 (tăng 17,3%). Trong 3 tháng đầu năm nay, giá giấy tiếp tục hồi phục về vùng giá 9.400 đồng/kg, tương ứng mức tăng 6,8% so với đầu năm, nhờ vào (1) nhu cầu tiêu thụ cao điểm mùa lễ hội ở Việt Nam & Trung Quốc; và (2) Giá nguyên vật liệu tăng cao do chi phí vận chuyển leo thang trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Biển Đỏ. Ngoài ra, giá bán bao bì giấy cũng ghi nhận tăng trưởng tích cực trong những tháng đầu năm, hiện tại giá bán bao bì giấy đã tăng 15% so với mức giá từ cuối tháng 2.

Nhìn chung, tình hình về giá của ngành giấy đã có sự hồi phục tích cực. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong Q1/2024 sẽ được cải thiện do mức tăng của giá bán mạnh hơn so với nguyên vật liệu, từ đó hỗ trợ KQKD trong kỳ ước tính sẽ tăng trưởng dương so với quý trước.

Hoạt động thương mại đã có những điểm sáng, kỳ vọng sẽ góp phần thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ giấy cải thiện

Đặc thù giấy bao bì là sản phẩm phụ trợ cho hầu hết các ngành sản xuất nên sự 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. Do vậy mặc dù tỷ trọng xuất khẩu trong kinh doanh của DHC không cao (khoảng 15%) nhưng hoạt động doanh của doanh nghiệp lại bị chi phối nhiều bởi hoạt động thương mại. Lũy kế 2T2024, tình hình thương mại Việt Nam đã có sự hồi phục tích cực khi ghi nhận giá trị tăng trưởng dương ở cả xuất khẩu và nhập khẩu (lần lượt 19,2% và 18% svck). Theo đó, một vài nhóm khách hàng đầu cuối của DHC như nhóm hàng may mặc, nông nghiệp đã có cải thiện xuất khẩu trong thời gian qua. Ngoài ra, ở các thị trường xuất khẩu thương mại trọng yếu của Việt Nam như Mỹ, Trung Quốc cũng có ghi nhận những tín hiệu tích cực. Đồng thời, tại thị trường nội địa cũng ghi nhận tín hiệu tích cực khi chỉ số PMI Việt Nam chạm mức 50, điều này cho thấy có thể kỳ vọng tích cực hơn về nhu cầu đơn hàng sắp tới.

Doanh nghiệp có kinh nghiệm mở rộng quy mô sản xuất hiệu quả

Giai đoạn năm 2018 – 2019 DHC đã thành công trong việc mở rộng quy mô sản xuất - nhà máy Giao Long 2, nâng công suất sản xuất giấy của doanh nghiệp lên 4.6 lần từ mức 60.000 tấn giấy/năm lên 260.000 tấn giấy/ năm. Và nhà máy Giao Long 2 đã nhanh chóng chạy tối đa công suất đóng góp trọng yếu KQKD ấn tượng của DHC trong giai đoạn này.

Hiện nay, các nhà máy sản xuất của DHC đều hoạt động ổn định và vượt công suất đặt ra. Tỷ lệ sản xuất giấy testliner/medium của Giao long 1 và Giao Long 2 lần lượt là 45%/55% và 80%/20%. Điều này cho thấy DHC đang chú trọng sản xuất giấy testliner (giá bán cao hơn).

Nhà máy Giao Long 3 vận hành sẽ giúp DHC nâng công suất lên gấp 1.8 lần

Nhà máy Giao Long 3 với vốn đầu tư 2.600 tỷ đồng bắt đầu xây dựng từ đầu năm 2024 và kỳ vọng đưa vào hoạt động vào năm 2027 với công suất 220.000 tấn giấy/năm, nâng công suất sản xuất giấy của doanh nghiệp lên 1,8 lần hiện tại.

Tiến độ xây dựng: Hiện tại, ban lãnh đạo vẫn thận trọng với khoản đầu tư mới vì nhận thấy tình trạng dư cung của các sản phẩm mà doanh nghiệp đang sản xuất. Thay vào đó, doanh nghiệp vẫn đang tiếp tục đang tìm kiếm sản phẩm kinh doanh có giá trị gia tăng khả thi nhất (ví dụ: giấy kraft hoặc khăn giấy); đồng thời DHC dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt cao khi mà khoản đầu tư vẫn chưa chắc chắn.

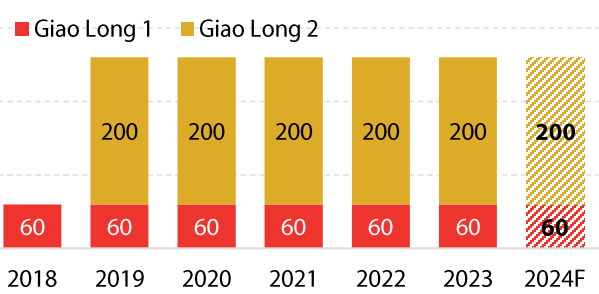
Với lợi thế về chi phí hàng đầu trong ngành giấy bao bì tại Việt Nam nhờ sự quản lý chi phí chặt chẽ của ban lãnh đạo doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng DHC sẽ sớm đưa ra được phương án xây dựng nhà máy Giao Long 3 một cách tối ưu nhất.

Do vậy, chúng tôi kỳ vọng dự án Giao Long sẽ được khởi công xây dựng sớm nhất vào Q3/2024, và thời gian dự kiến đưa nhà máy Giao Long 3 vào hoạt động là cuối năm 2027.

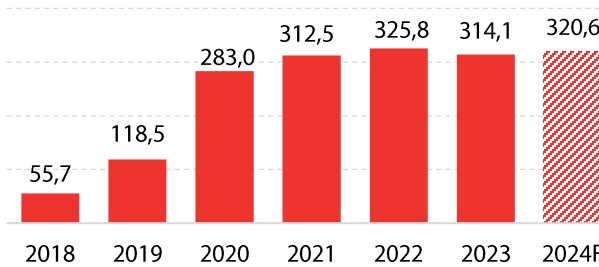
Bảng 2: Dự kiến kế hoạch xây dựng nhà máy Giao Long 3 (2024 – 2027)

2024 - 2026		2027		
		Q1	Q2	Q3 - Q4
Tiến hành xây dựng		Hoàn thiện chạy thử		Đưa vào vận hành

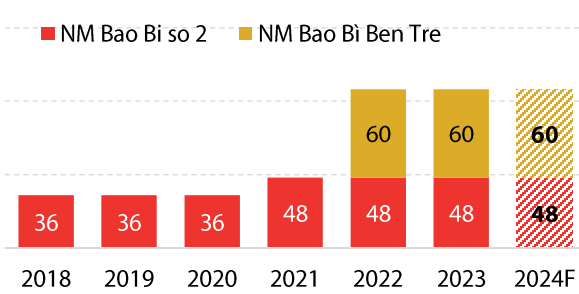
Hình 20: Công suất sx giấy bìa carton (nghìn)



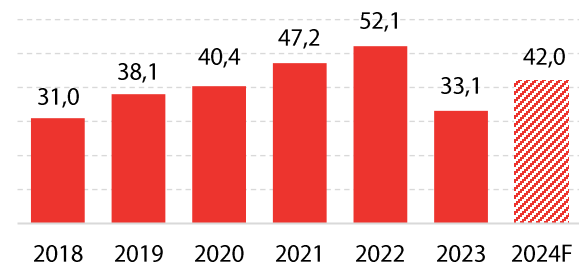
Hình 22: Sản lượng giấy bìa carton (nghìn)



Hình 21: Công suất sx bao bì carton (triệu)



Hình 23: Sản lượng bìa carton (triệu)

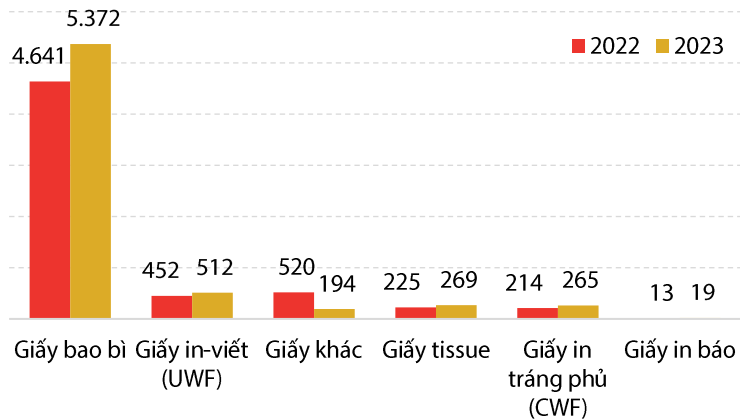


Bảng 1: Các nhà máy sản xuất của Dohaco

Nhà máy	Năm hoạt động	Mảng sản xuất	Công suất (tấn/năm)
Giao Long 1	Q1/2011	Giấy karft + testliner	60.000
Giao Long 2	Q4/2019	Giấy karft + testliner	200.000
Nhà máy Bao Bì số 2	Q2/2011	Thùng carton	48.000.000
Nhà máy Bao bì số 1 Cty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre	Q2/2022	Thùng carton	64.000.000
Giao Long 3	2027	Giấy kfrat + testliner	220.000
Nhà máy Bao Bì số 3	N/A	Thùng carton	N/A

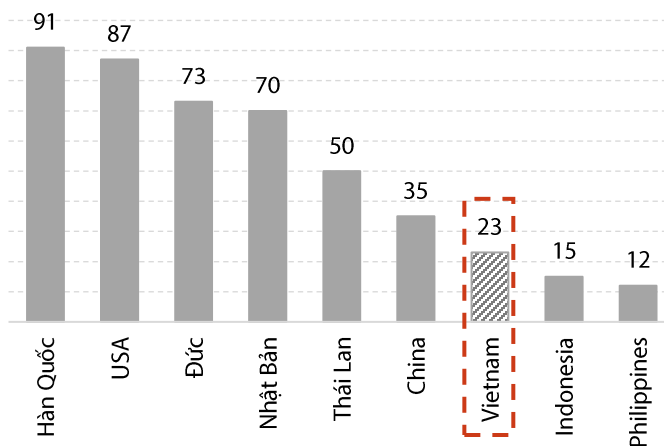
Nguồn: DHC, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Sản lượng tiêu thụ nội địa các loại giấy (nghìn tấn)



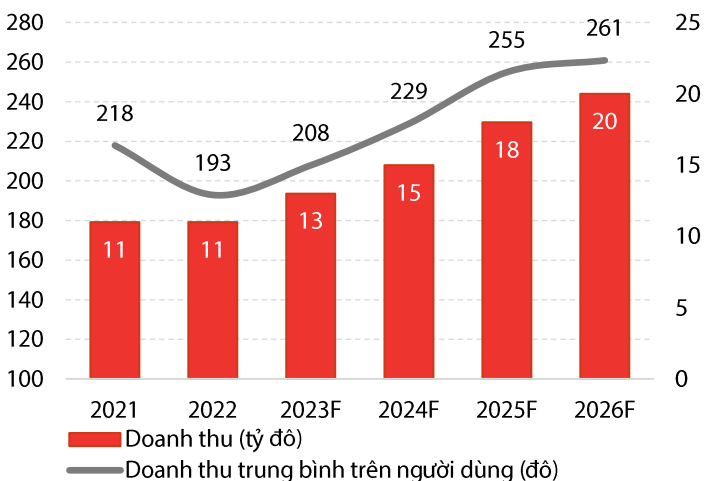
Nguồn: VPPA

Hình 25: Sản lượng giấy tiêu thụ / người 2023



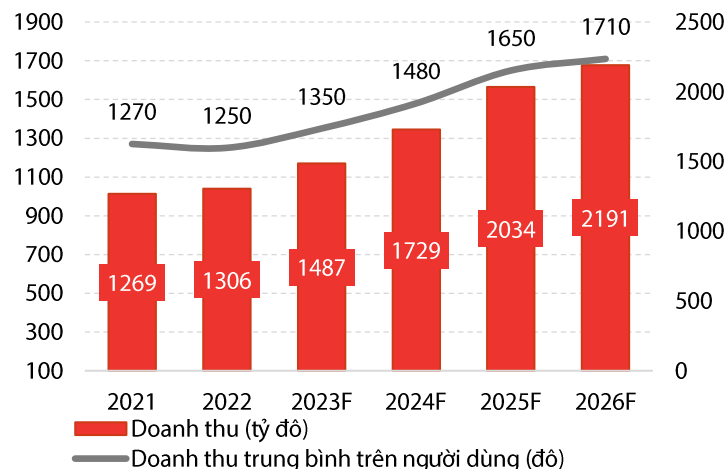
Nguồn: VPPA

Hình 26: Quy mô thị trường TMDT Việt Nam



Nguồn: Frost & Sullivan, Statista

Hình 27: Quy mô thị trường TMDT Trung Quốc



Nguồn: Frost & Sullivan, Statista

Đáp ứng nhu cầu nội địa gia tăng

Hiệp hội Giấy và Bột Giấy Việt Nam (VPPA) dự báo nhu cầu giấy của Việt Nam sẽ tăng trưởng CAGR từ 14% trong giai đoạn 2020-2025.

Từ góc nhìn đô thị hóa và thương mại điện tử (TMĐT), chúng tôi đánh giá nhu cầu giao thương từ mọi vùng miền sẽ tác động tích cực đến các nhóm ngành phụ trợ có liên quan như bao bì, hộp giấy, tài chính số (fintech) và giao hàng (delivery) đồng tăng trưởng mạnh mẽ (Hình 26).

Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá tiêu thụ giấy trong nước vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng. Mức tiêu thụ bình quân đầu người ở Việt Nam chỉ đạt 23 kg mỗi năm, thấp hơn mức 50 kg của Thái Lan và 87 kg của Mỹ (Hình 25).

Đáp ứng nhu cầu xuất khẩu gia tăng

Trung Quốc siết chặt chính sách môi trường đối với các doanh nghiệp bản địa và nhập khẩu nguyên liệu tái chế, khiến hàng loạt nhà máy giấy và bột giấy tái chế tại đây đóng cửa. Do vậy năng lực sản xuất nội địa của Trung Quốc thấp hơn, không đủ để đáp ứng nhu cầu trong nước. Đây chính là cơ hội xuất khẩu rất tốt cho các nhà cung cấp bao bì carton bên ngoài, kỳ vọng sẽ giúp doanh thu và giá bán bình quân của các doanh nghiệp được sản xuất tại Việt Nam tăng lên trong năm 2021 và những năm tới.

Gần nhất, từ ngày 01/01/2023, Trung Quốc cắt giảm mức thuế nhập khẩu đối với các nguyên liệu làm hộp giấy carton, có nghĩa là các nguyên liệu sản xuất hộp giấy như Testliner, Medium sẽ nhận mức thuế nhập khẩu là 0%.

Quan điểm và định giá

Chúng tôi đánh giá DHC có tiềm năng tăng trưởng nhờ các động lực trong ngắn hạn như:

- Nhu cầu giấy và bao bì kỳ vọng khởi sắc nhờ hoạt động thương mại hồi phục
- Sự đóng góp sản lượng bao bì từ Nhà máy Bao bì Bến Tre đi vào vận hành tối đa công suất.

Bên cạnh đó, Nhà máy Giao Long 3 dự kiến đi vào vận hành năm 2027 trong bối cảnh ngành sản xuất giấy ở Việt Nam đang trên đà tăng trưởng là động lực dài hạn cho doanh nghiệp này.

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và so sánh P/E để định giá DHC.

- Phương pháp DCF: Sử dụng phương pháp định giá FCFF với dòng tiền chiết khấu trong 05 năm. (WACC: 10.5%, ước tính giá trị hợp lý của DHC theo phương pháp DCF vào khoảng 51.500 đồng/cp.
- Phương pháp P/E: Với EPS 2024 dự phóng đạt 4.820 đồng/cp và P/E so sánh là 11,0x, ước tính giá trị hợp lý của DHC theo phương pháp P/E vào khoảng 53.100 đồng/cp.

Với tỷ trọng 40% với phương pháp DCF và 60% với phương pháp P/E, **giá trị hợp lý DHC là 52.500 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 20,0% ở mức giá đóng cửa ngày 02/04/2024.

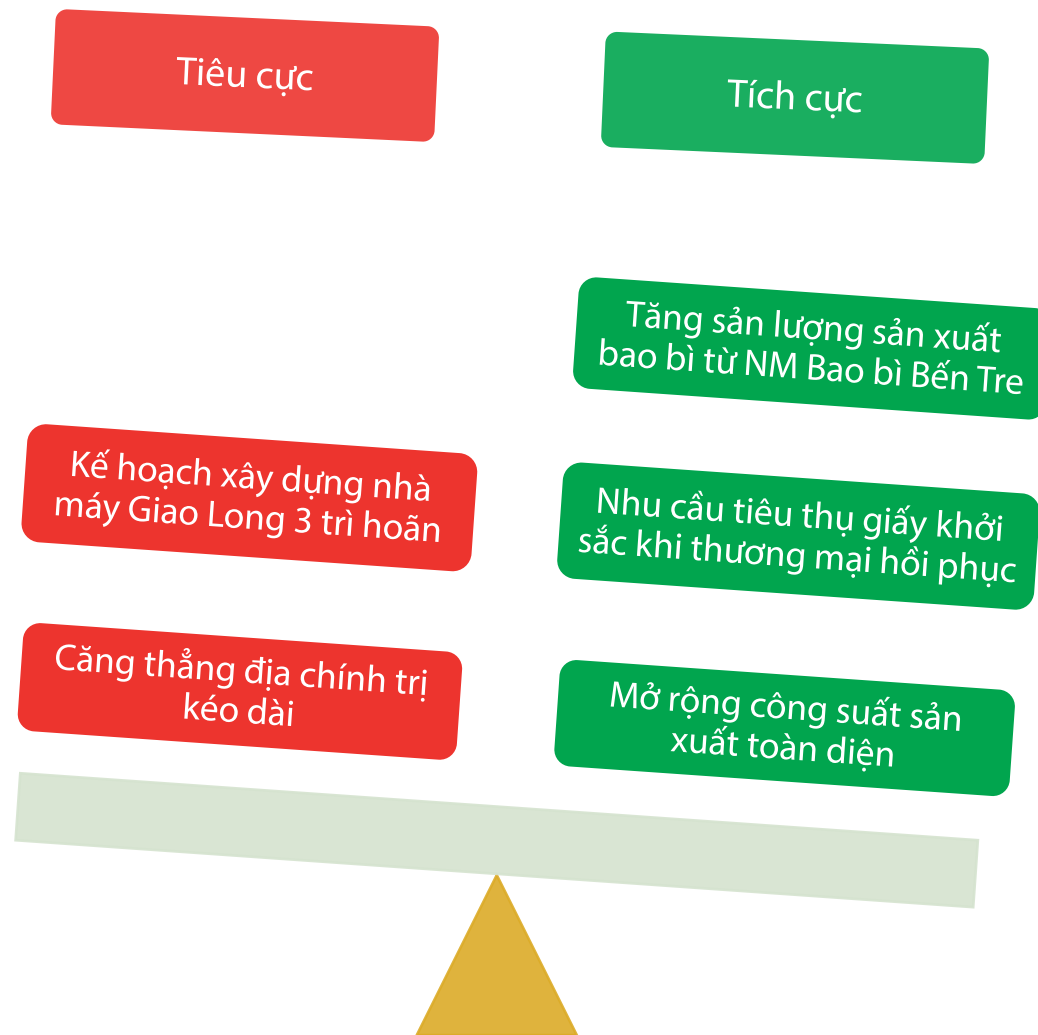
Rủi ro đầu tư

Rủi ro giá bán thành phẩm giảm

Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của DHC trong giai đoạn 2023-2025 sẽ không có biến động lớn về công suất khi nhà máy Giao Long 3 vẫn đang trong tiến trình xây dựng, tình hình kinh doanh sẽ phụ thuộc lớn vào giá bán giấy, bao bì và mảng sản xuất bao bì vẫn chưa tối đa công suất (đóng góp tỷ trọng nhỏ).

Rủi ro căng thẳng địa chính trị

Ngoài ra, DHC còn chịu rủi ro về địa chính trị toàn cầu khi căng thẳng Biển Đỏ kéo dài sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến chuỗi cung ứng và hoạt động thương mại toàn cầu.



Nguồn: CTCK Rồng Việt

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
☎ (+84) 28 6291 7986 🌐 www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, số 76 Quang Trung,
P. Lộc Thọ, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ
☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

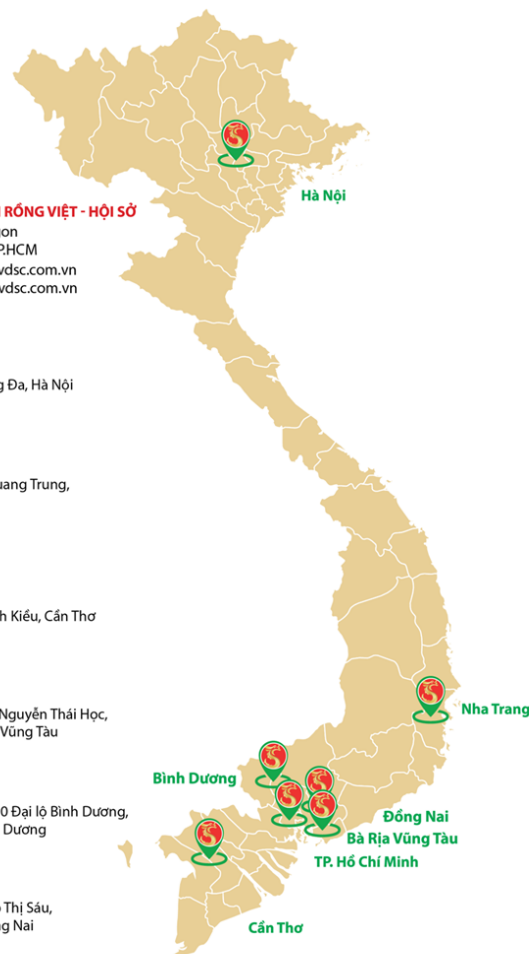
Tầng 2, Tòa nhà VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3, Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8, Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai
☎ (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc RongViet Securities.**

PHÒNG TƯ VẤN ĐẦU TƯ KHÁCH HÀNG CÁ NHÂN

Trần Hà Xuân Vũ

Trưởng phòng

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1512)

Nguyễn Huy Phương

Phó phòng

phuong.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1241)

Nguyễn Đại Hiệp

Phó phòng

hiep.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1331)

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên

hieu1.nm@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (2226)

Đoàn Hoàng Gia Bảo

Nhân viên

bao.dhg@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006

Lê Huỳnh Hương

Nhân viên

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 62992006 (1501)