

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH VÀ KHUYẾN NGHỊ

DHC – Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre

HOSE: DHC

Khuyến nghị cập nhật: 5/5

Giá mục tiêu: 45.500VNĐ/CP



## Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre

### Vị thế doanh nghiệp

- ❖ Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DOHACO) được thành lập từ năm 1994, chuyên sản xuất và kinh doanh các loại mặt hàng giấy công nghiệp và bao bì carton.
- ❖ Công ty áp dụng hệ thống quản lý chất lượng – môi trường theo tiêu chuẩn quốc tế ISO 9001:2015 & ISO 14001:2015, chứng nhận FSC nhằm nâng cao công tác quản lý điều hành, đảm bảo kiểm soát chặt chẽ, không gây ảnh hưởng đến môi trường trong quá trình sản xuất kinh doanh.

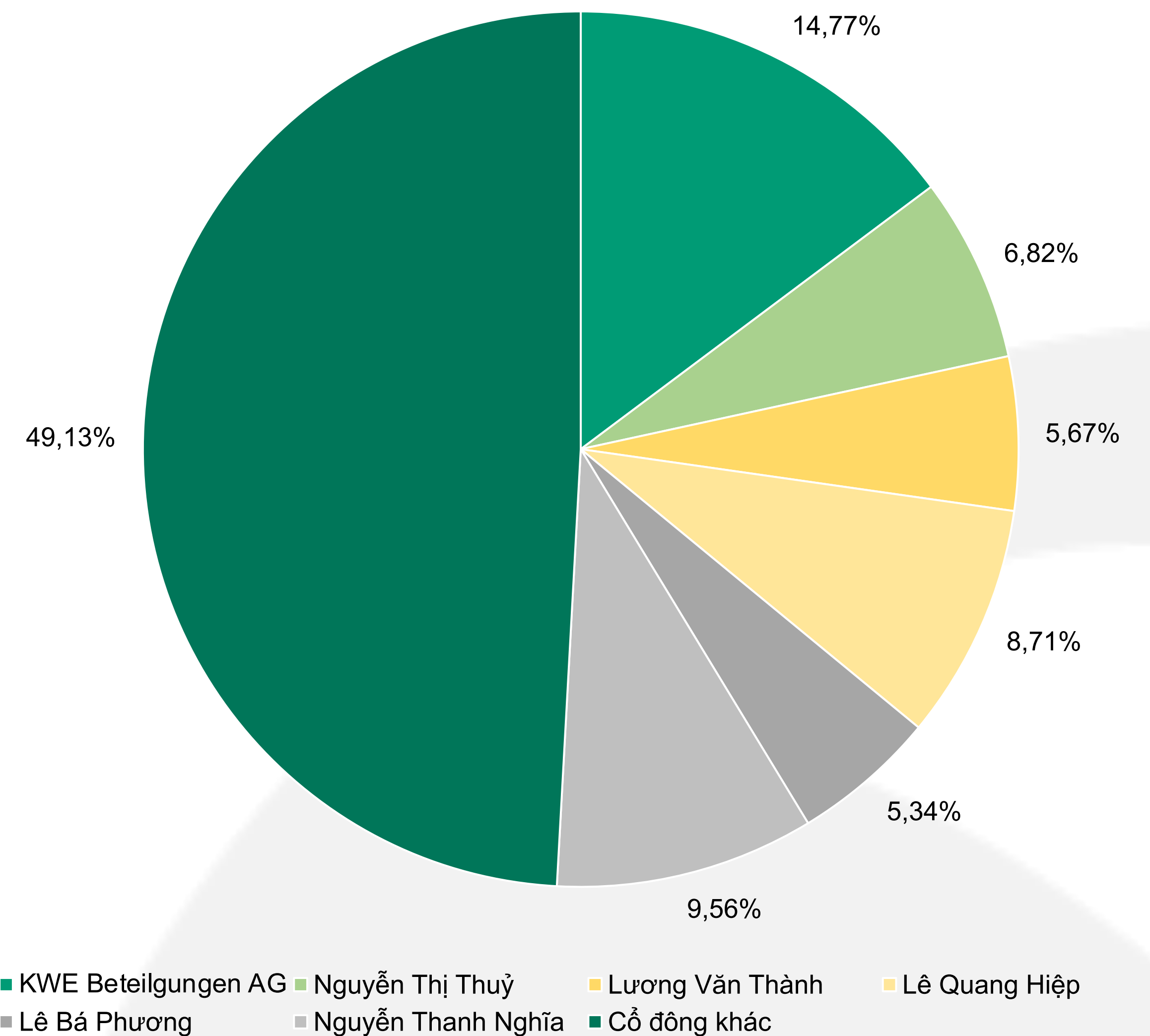
#### ❖ **NGÀNH NGHỀ KINH DOANH:**

1. Sản xuất và kinh doanh giấy công nghiệp.
2. Sản xuất và kinh doanh giấy carton, bao bì carton

#### ❖ **SẢN PHẨM CHÍNH:**

1. Các loại giấy phục vụ cho công nghiệp bao gói: medium, tesliner...
2. Bao bì carton 3 lớp, 5 lớp, 7 lớp ... đa chủng loại với số lượng và kích thước khác nhau, theo yêu cầu của khách hàng

Cơ cấu cổ đông



Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre

Loại sản phẩm

Mô tả

Giấy Kraft



**Gồm 2 chủng loại:**

**Testliner:** Giấy dùng làm lớp ngoài bao bì carton

**Medium:** Giấy dùng làm lớp lộn sóng bao bì carton

- Khổ giấy: 3.200 cm
- Định lượng: từ 125g/m<sup>2</sup> – 200g/m<sup>2</sup> đối với testliner và medium
- Sản phẩm được gia keo 2 mặt và chống thấm cao

Giấy Carton tấm



- Gồm 3 chủng loại: 3 lớp, 5 lớp, 7 lớp, ... với độ dày khác nhau tương ứng với bước sóng A,B,E
- Khổ giấy: 800-1800 cm, hoặc theo yêu cầu khách hàng
- Chiều dài: theo yêu cầu khách hàng

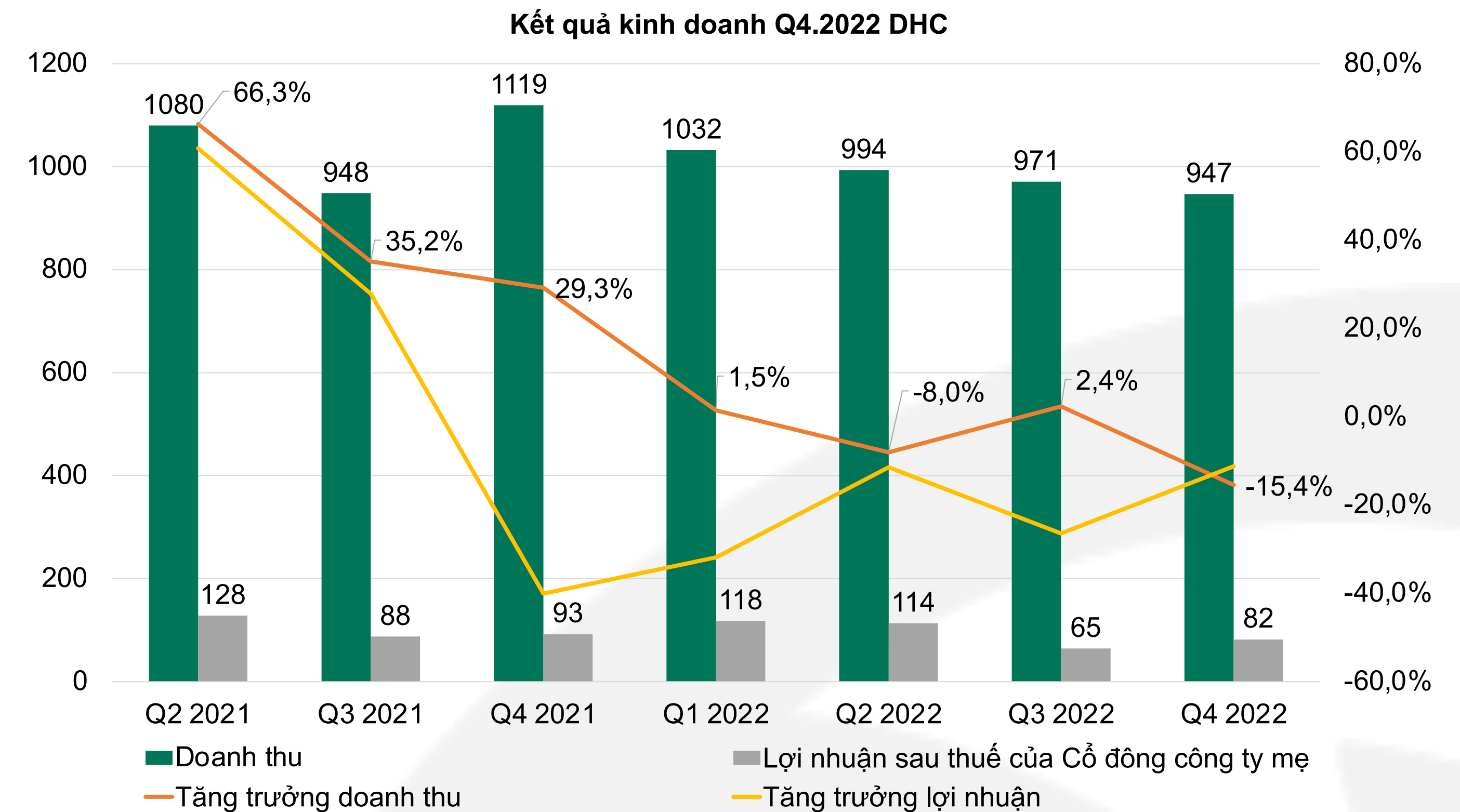
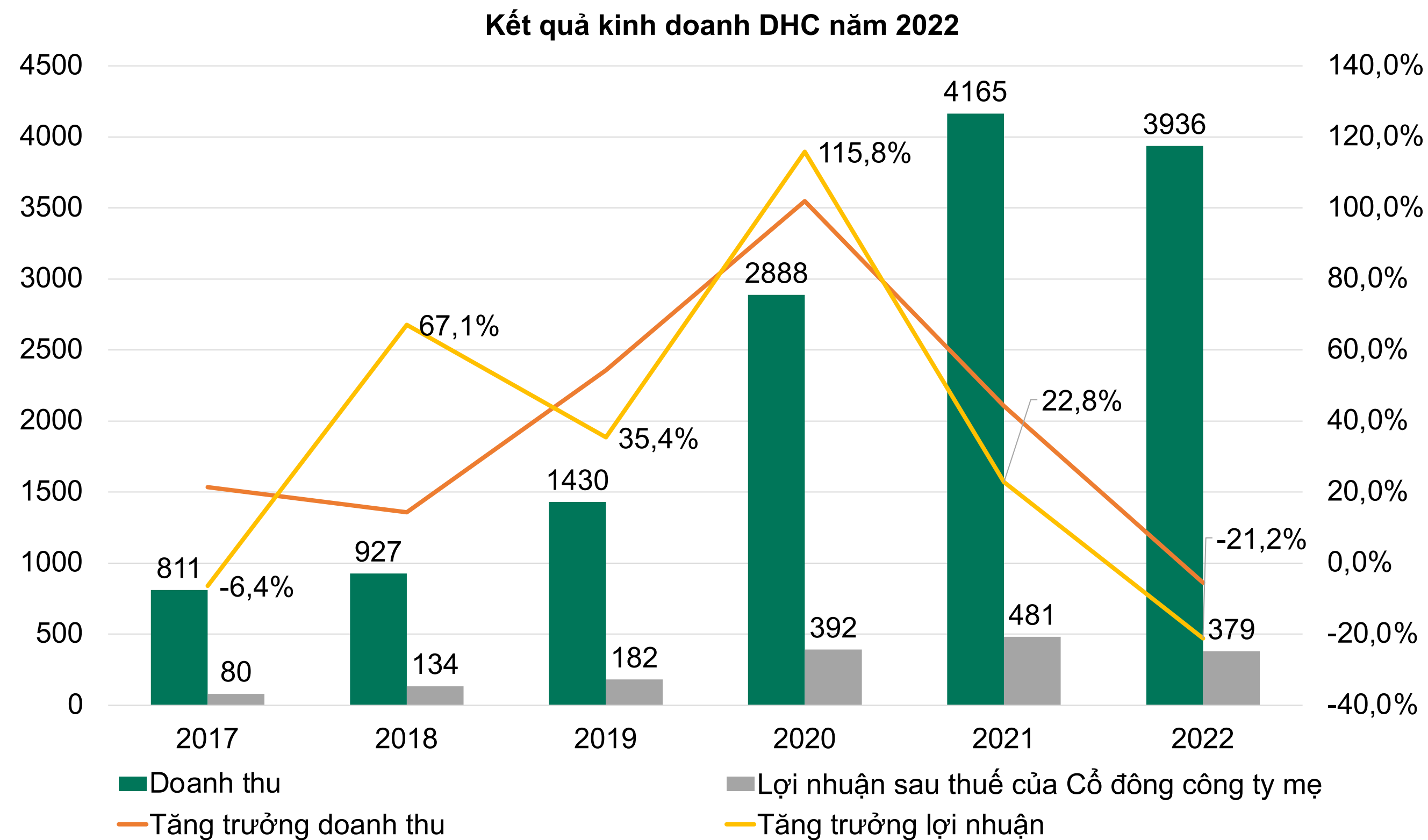
Bao bì Carton



Cung cấp bao bì carton với quy cách, chủng loại, in ấn,... theo yêu cầu và thiết kế của khách hàng

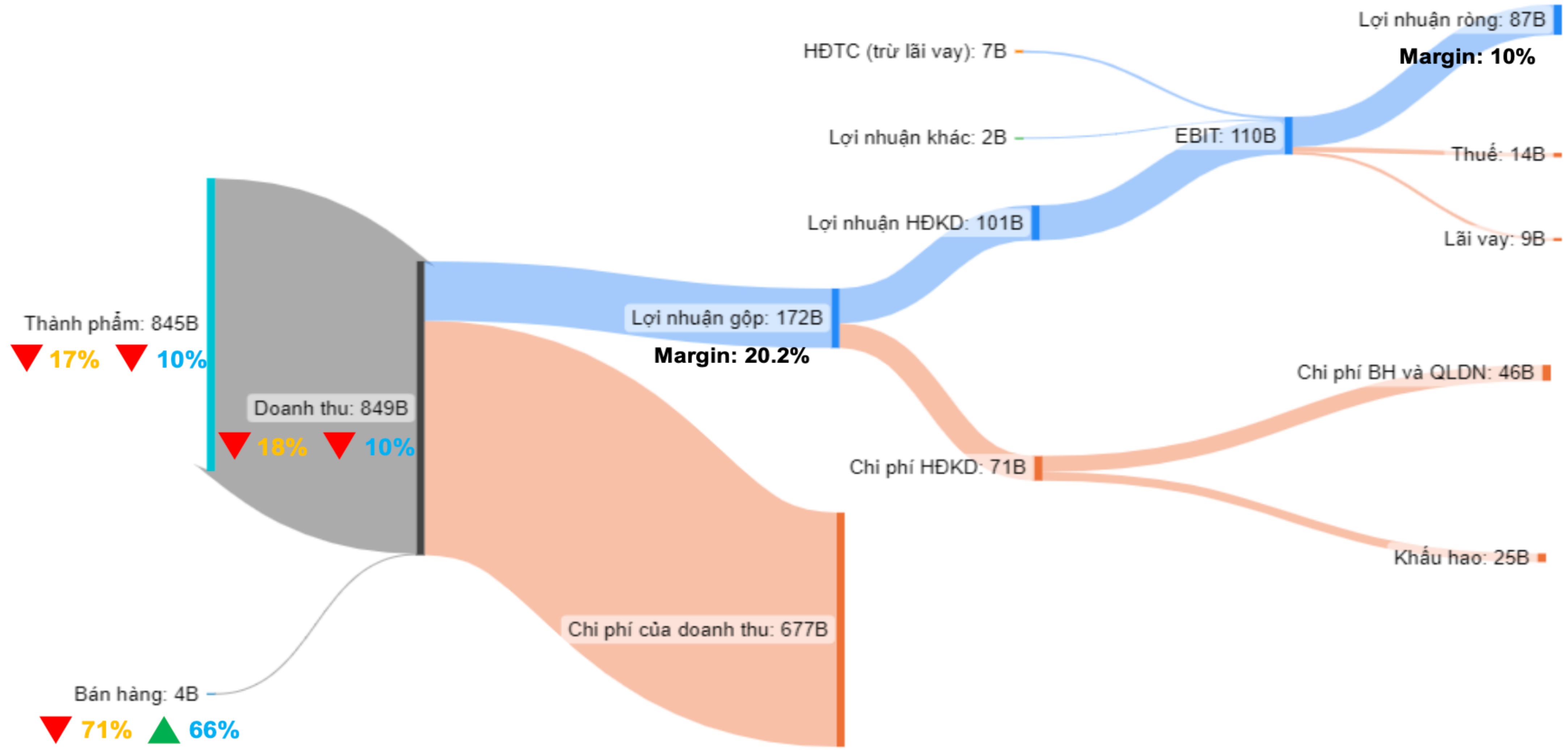
## Kết quả kinh doanh năm 2022: Báo lãi năm 2022 giảm 21%, chấm dứt chuỗi 4 năm tăng trưởng liên tiếp

❖ Lũy kế cả năm 2022, doanh thu đạt 3.942 tỷ đồng (-5% svck), LNST đạt 378 tỷ đồng (-21% svck). Theo Ban lãnh đạo, sản lượng sản xuất vẫn duy trì ổn định, tuy nhiên sản lượng bán ra trong quý 2 và giá bán cả năm giảm khiến kết quả kinh doanh kém khả quan.



❖ Doanh thu và LNST **Q4/2022 tiếp tục đi lùi**. Doanh thu quý 4 đạt 946 tỷ đồng (-15% svck), LNST đạt 82 tỷ đồng (-11% svck), nguyên nhân chủ yếu đến từ việc **giá bán giảm**. Chi phí bán hàng đạt 33 tỷ đồng, giảm -15% svck. Doanh thu từ hoạt động tài chính đạt 13 tỷ đồng (+262%), chi phí tài chính **đạt 11 tỷ đồng (+276%) chủ yếu đến từ các khoản lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá**. Trong Q4/2022, DHC hoàn nhập khoản dự phòng **14,9 tỷ đồng** nên chi phí quản lý doanh nghiệp trong kỳ là 4 tỷ đồng.

**Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2023: Doanh thu sụt giảm tuy nhiên biên lợi nhuận gộp được cải thiện**

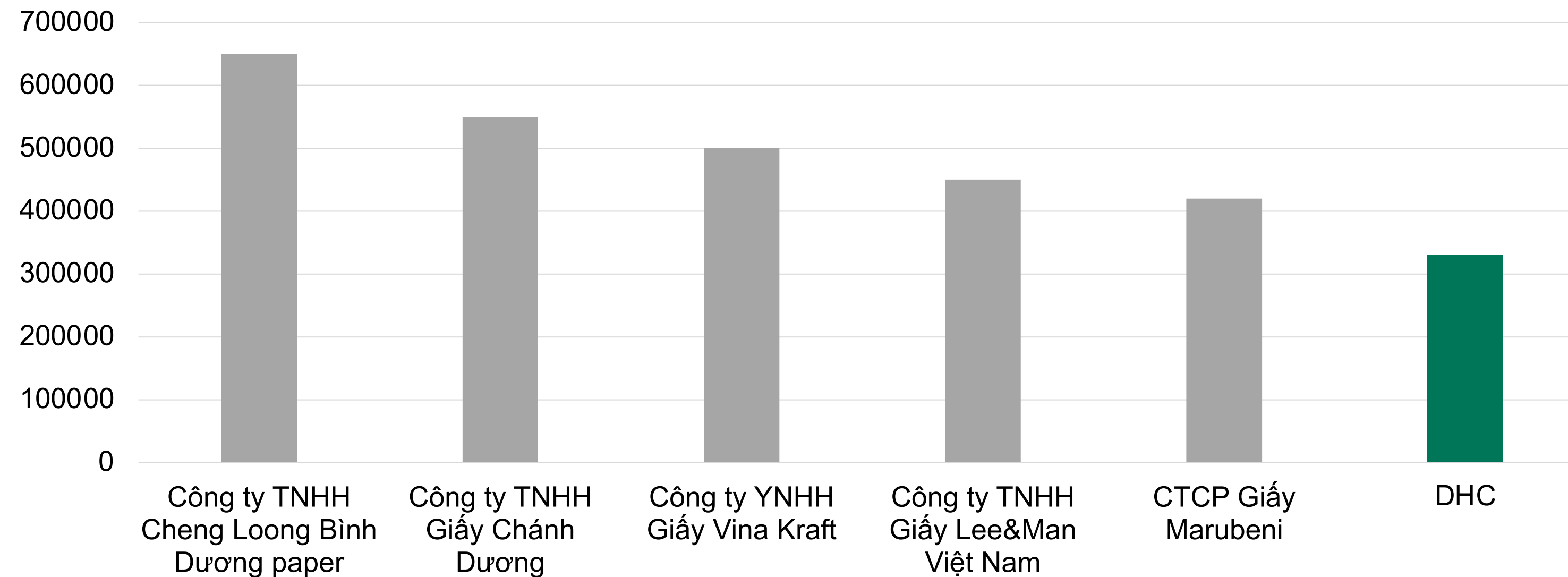


▲ 5% ▼ 5% : Tăng/giảm YoY và QoQ

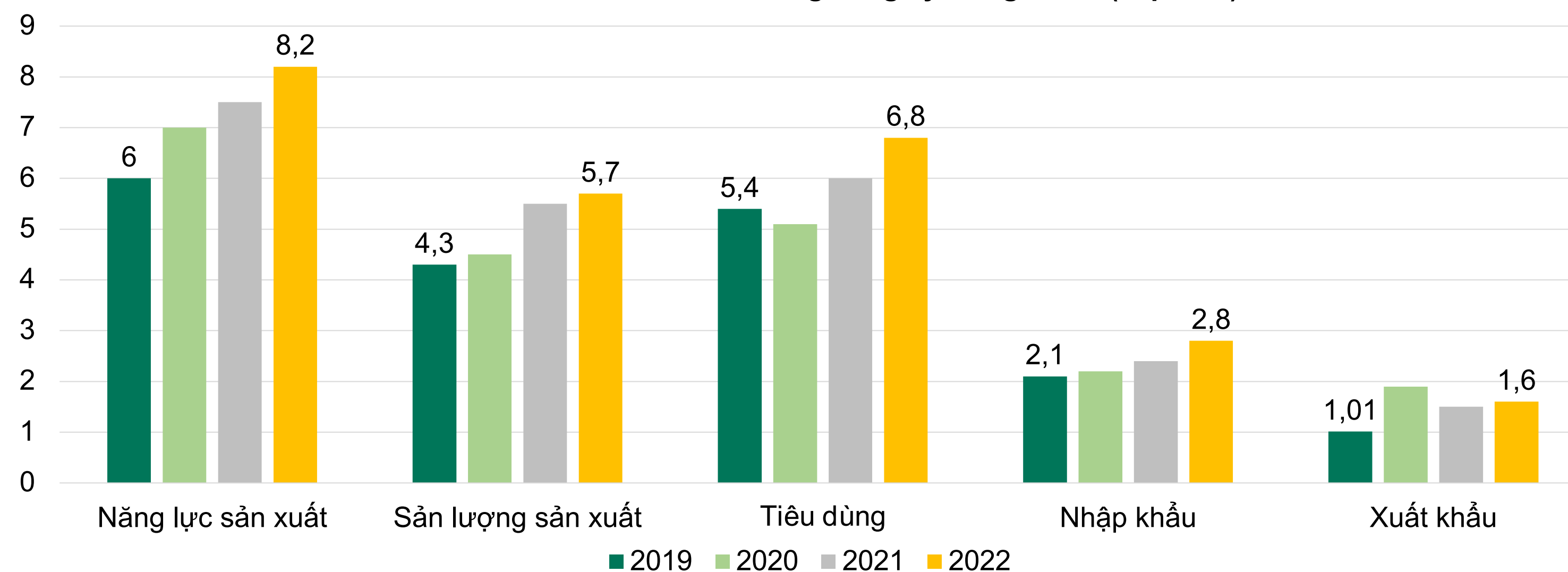
Nguồn: BCTC, AAS Research

## Ngành sản xuất Giấy Việt Nam trong năm 2023

Các nhà sản xuất giấy CN lớn nhất VN, DHC chiếm thị phần khoảng 7% cả nước



Tình hình sản xuất kinh doanh ngành giấy trong nước (triệu tấn)



### ❖ Theo Hiệp hội giấy bao bì Việt Nam (VPPA):

- (1) Ngành giấy đang dư cung, một số nhà máy hoạt động khoảng 60-70% công suất thiết kế;
- (2) Mức tiêu thụ bao bì giấy dự kiến tăng nhẹ 2-3% svck. Giá bán trong nước dự kiến sẽ không tăng trong năm 2023.

### ❖ Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc dự kiến tăng trưởng dựa trên các yếu tố sau:

- Giảm thuế nhập khẩu từ ngày 1/1/2023.** Bộ Tài chính Trung Quốc mới đây đã ra quyết định giảm thuế nhập khẩu đối với 1.020 mặt hàng, trong đó có 67 loại giấy và sản phẩm giấy công nghiệp, có hiệu lực từ ngày 1/1/2023. Danh mục 67 loại giấy có lợi thế tạm thời về thuế suất nhập khẩu dao động trong khoảng 0-5%. Điều này có lợi cho mảng giấy của DHC, như giấy lượn sóng sản xuất từ giấy thu hồi OCC.
- Nhu cầu bao bì giấy của Trung Quốc dự kiến sẽ phục hồi từ 4-5% svck sau khi mở cửa trở lại sau Covid.** Giá xuất khẩu cho người mua Trung Quốc tăng 5% svck, bù đắp mức ưu đãi về thuế nhập khẩu.

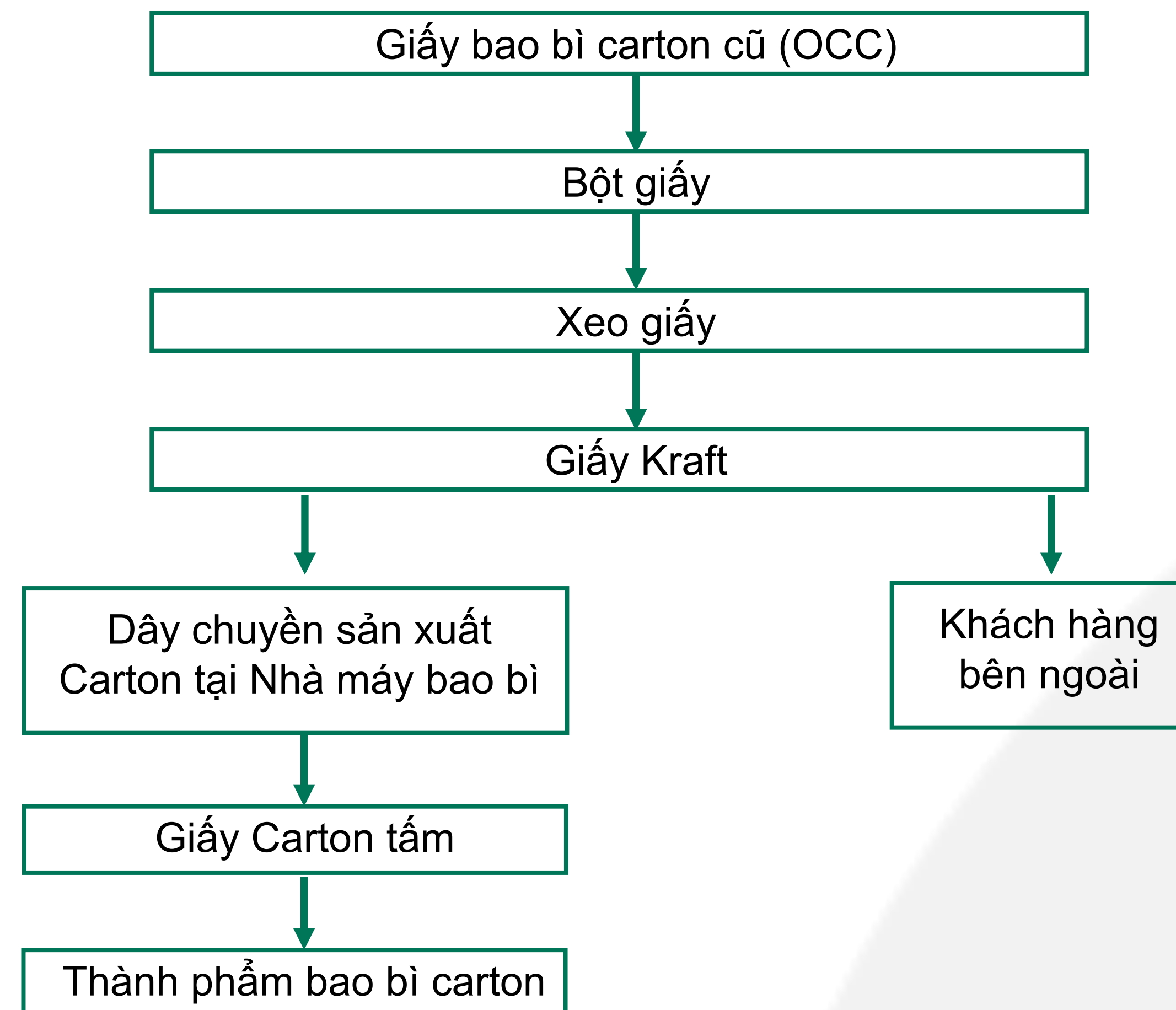
## Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre: Chuỗi giá trị

### Đầu vào

- ❖ Giấy bao bì Carton cũ (OCC):
  - 50-60% cung cấp trong nước
  - 40-50% nhập khẩu từ Mỹ, Singapore, Úc, Nhật Bản,...
- ❖ Giấy lớp mặt trắng (White top liner) và giấy medium nhập khẩu để sản xuất bao bì theo yêu cầu của khách hàng
- ❖ Các nguyên liệu và nhiên liệu khác: Nước, hoá chất, điện, bột mì,...

### Sản xuất

#### Quy trình sản xuất

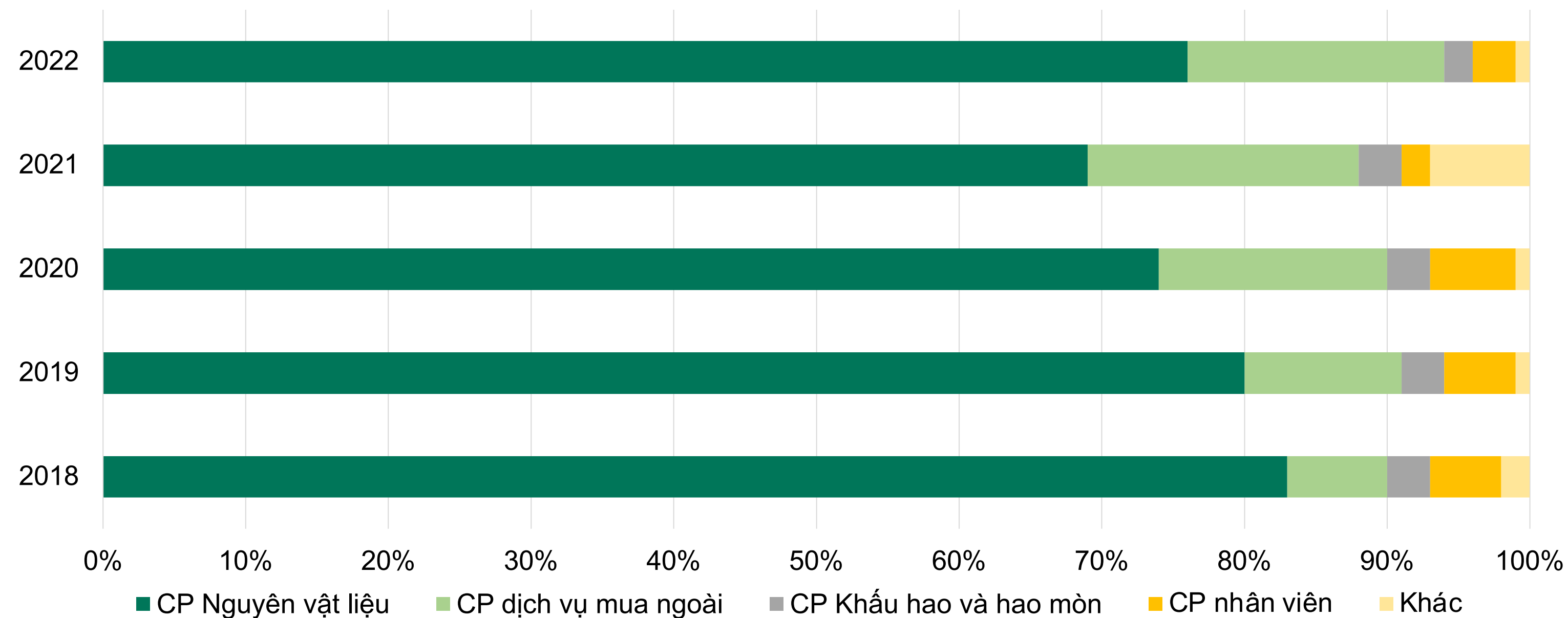


### Đầu ra

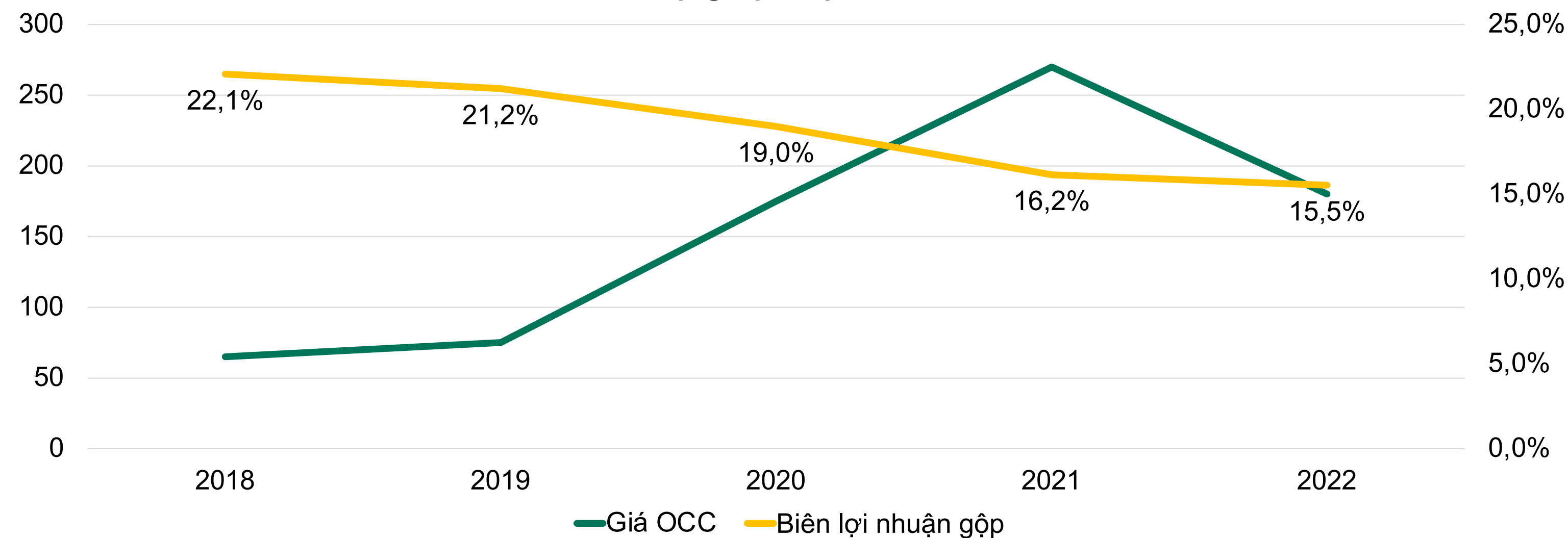
- **Sản phẩm:** Giấy Kraft và bao bì carton
- **Kênh phân phối:** DHC phân phối trực tiếp sản phẩm đến khách hàng, không qua bất kỳ trung gian phân phối nào
- **Thị trường tiêu thụ:**
  - Giấy Kraft:** Tiêu thụ nội bộ tại nhà máy bao bì Bến Tre và cung ứng cho các nhà sản xuất bao bì như Box-Pak Việt nam, Nam An, Cát Phú, Vĩnh Xuân,... ở khu vực Đông Nam Bộ và TP.HCM
  - Bao bì carton:** Khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp thủy sản, may mặc và dược phẩm, tập trung chủ yếu ở Đồng bằng Sông Cửu Long

## Chi phí nguyên vật liệu ảnh hưởng trực tiếp tới biên LNG của DHC

Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố



Giá OCC tác động trực tiếp đến Biên LNG DHC



❖ Nguyên vật liệu dùng cho sản xuất của công ty là giấy OCC, chiếm khoảng 70% tổng chi phí và 50-60% nguồn cung vẫn phần lớn phải nhập khẩu từ nước ngoài. Chính vì vậy, sự biến động giá giấy OCC và tỷ giá sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến KQKD của DHC. Đầu tháng 1, Trung Quốc cắt giảm thuế nhập khẩu giấy bao bì về 0 đã khiến giá OCC trung bình nhập khẩu khu vực Đông Nam Á tăng trở lại.

❖ Tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2022 đạt 15,5% (-0,7% svck), đây là mức thấp nhất trong 6 năm qua. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm đến từ hai yếu tố:

- i. Giá bán giấy OCC cũ để sản xuất bao bì – chiếm 67% giá vốn hàng bán (chi phí nhập khẩu giấy OCC từ Nhật Bản) tăng 4% svck ; và
- ii. Chi phí nhiên liệu LPG - chiếm 10% giá vốn hàng bán, tăng 8% svck.



## Một số sự kiện nổi bật của DHC

### 1. HSBC Việt Nam cấp khoản tín dụng xanh trị giá 200 tỷ đồng cho DOHACO

- ❖ Ngân hàng TNHH một thành viên HSBC Việt Nam (HSBC Việt Nam) tiếp tục mở rộng chiến lược bền vững của mình trong ngành sản xuất giấy với khoản tín dụng thương mại xanh dành cho Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DOHACO). Đây là một bước đi nhằm hiện thực hóa cam kết của ngân hàng trong việc hỗ trợ thu xếp đến **12 tỷ USD** tài trợ trực tiếp và gián tiếp cho các dự án bền vững của Việt Nam và doanh nghiệp tại Việt Nam đến năm **2030**.



### 2. DHC: Lãnh đạo liên tục gom hàng triệu cổ phiếu để tăng sở hữu

- ❖ Sau thời gian giao dịch từ 07/03-05/04, Thành viên HĐQT CTCP Đông Hải Bến Tre (**HOSE: DHC**) - ông Nguyễn Thanh Nghĩa đã mua gần 622 ngàn cổ phiếu trong số 1 triệu cổ phiếu đăng ký.
- ❖ Trước đó, ông Nghĩa đăng ký mua 1 triệu cổ phiếu DHC nhằm tăng tỷ lệ sở hữu. Tuy nhiên, do tình hình thị trường không thuận lợi, vị này chỉ mua được gần 622 ngàn cổ phiếu trong số 1 triệu cổ phiếu đăng ký nói trên. Sau giao dịch, số lượng cổ phiếu DHC đang nắm giữ của ông Nghĩa là **gần 9.2 triệu cp, tương ứng tỷ lệ 11.4%**.
- ❖ Ở một diễn biến khác, tại thời điểm có kết quả giao dịch trên (05/04), ông Nghĩa tiếp tục đăng ký mua 1 triệu cổ phiếu DHC cũng nhằm tăng tỷ lệ sở hữu, giao dịch dự kiến diễn ra trong thời gian từ 11/04-09/05, theo phương thức thỏa thuận hoặc khớp lệnh. Nếu giao dịch thành công, **tỷ lệ sở hữu của ông Nghĩa tăng lên 12.64%, tương ứng gần 10.2 triệu cp**.
- ❖ Động thái mua vào cổ phiếu của ông Nghĩa diễn ra trong bối cảnh giá cổ phiếu DHC có xu hướng tăng từ đầu năm. Tính đến hết phiên giao dịch ngày 05/05, giá cổ phiếu DHC dừng ở mức **39,950 đồng/cp, tăng gần 20% so với đầu năm**.

## Kế hoạch kinh doanh sản xuất trong tương lai của DHC

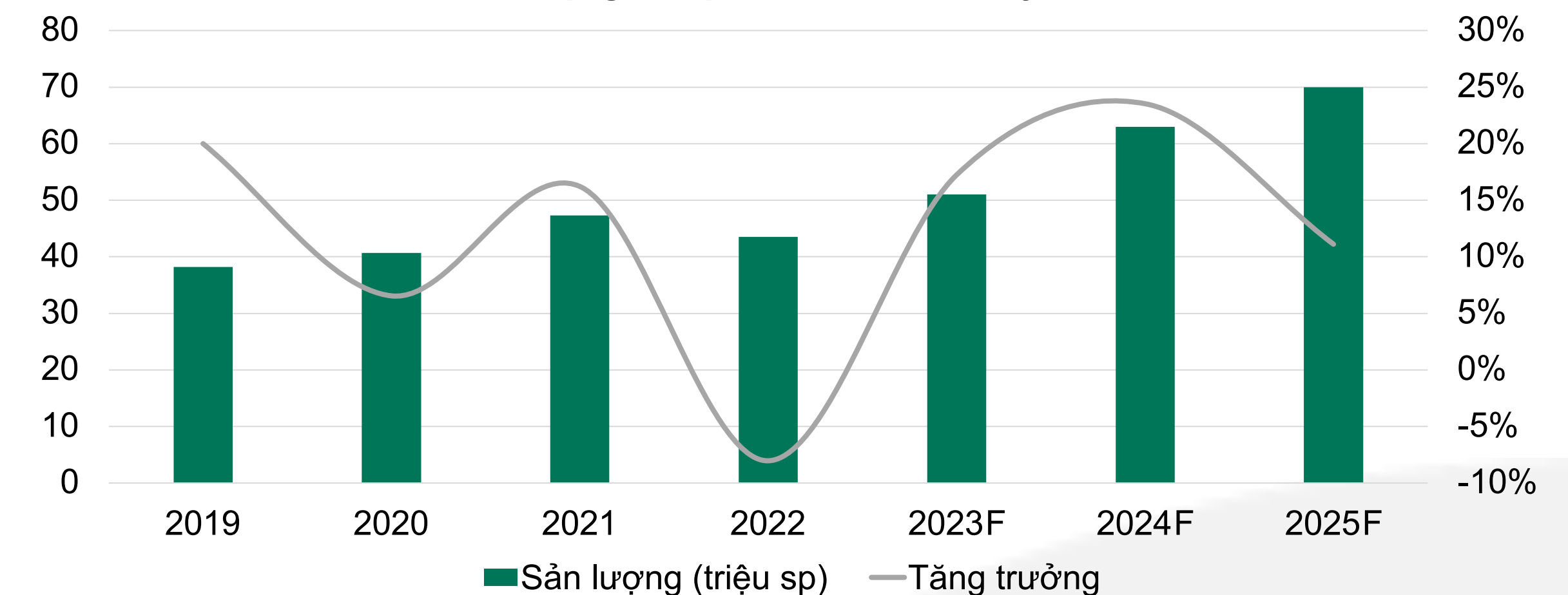
### Kế hoạch sản xuất kinh doanh 2022-2026

Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025	2026
Sản lượng giấy sản xuất (tấn)	304.000	304.000	304.000	304.000	535.000
Sản lượng bao bì sản xuất (sp)	56.950.000	74.632.500	80.526.000	88.938.600	98.797.000
Tổng doanh thu	3.900	4.080	4.140	4.213	6.692
LNTT	515	565	630	680	930
LNST	450	495	550	600	810
Cổ tức	Từ 30%/VĐL trở lên	Từ 30%/VĐL trở lên	Từ 30%/VĐL trở lên	Từ 30%/VĐL trở lên	Từ 35%/VĐL trở lên

### DHC đầu tư xây dựng nhà máy Giao Long 3

Dự án	Sản phẩm chính	Công suất	Mức đầu tư	Thời gian hoạt động dự kiến
Nhà máy giấy Giao Long 3	Giấy Kraftliner	1.200 tấn/ngày	1.800 tỷ	2025-2026

Sản lượng sản xuất bao bì DHC dự kiến tăng gấp đôi nhờ sự hoạt động ổn định của các nhà máy

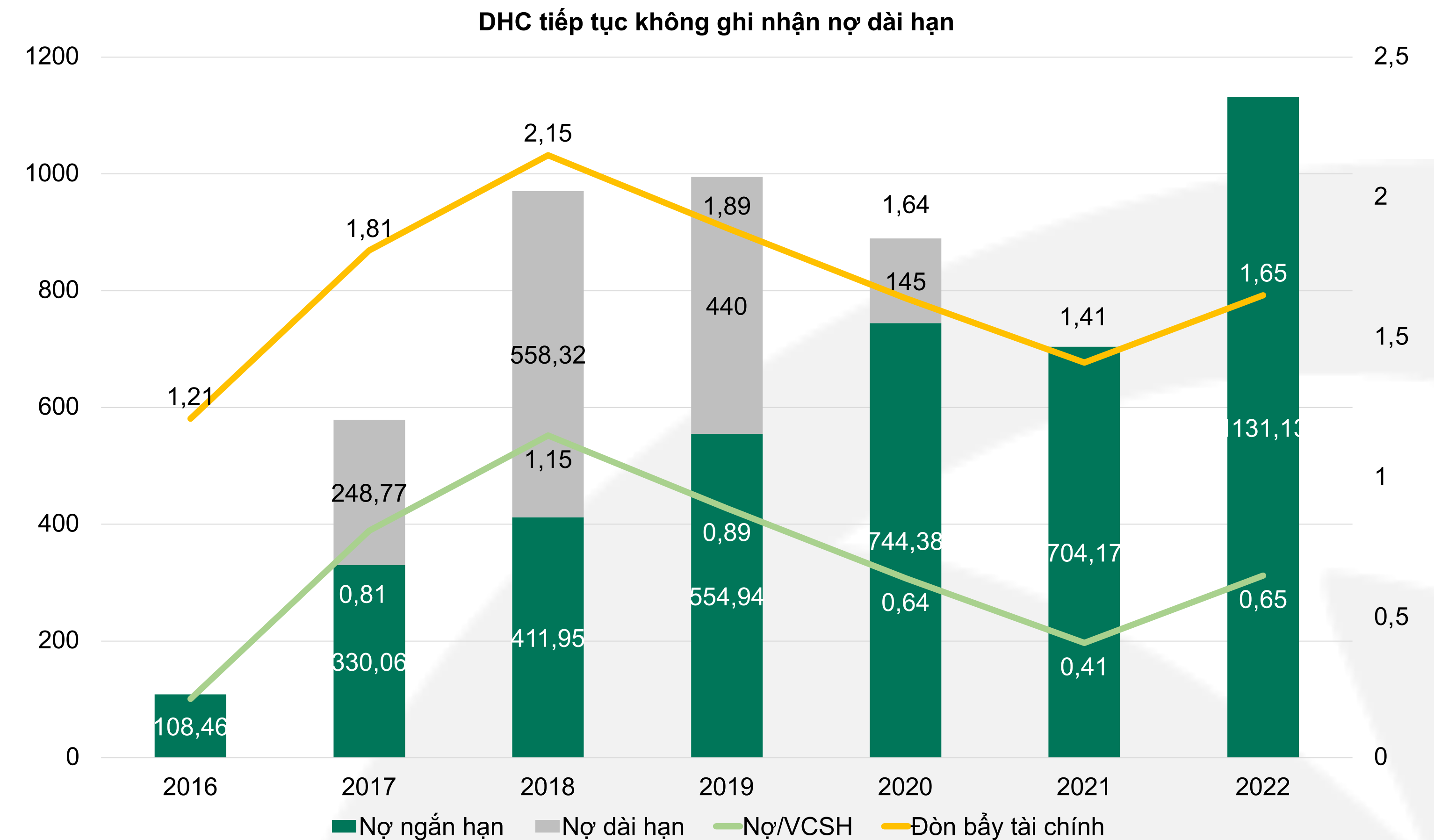
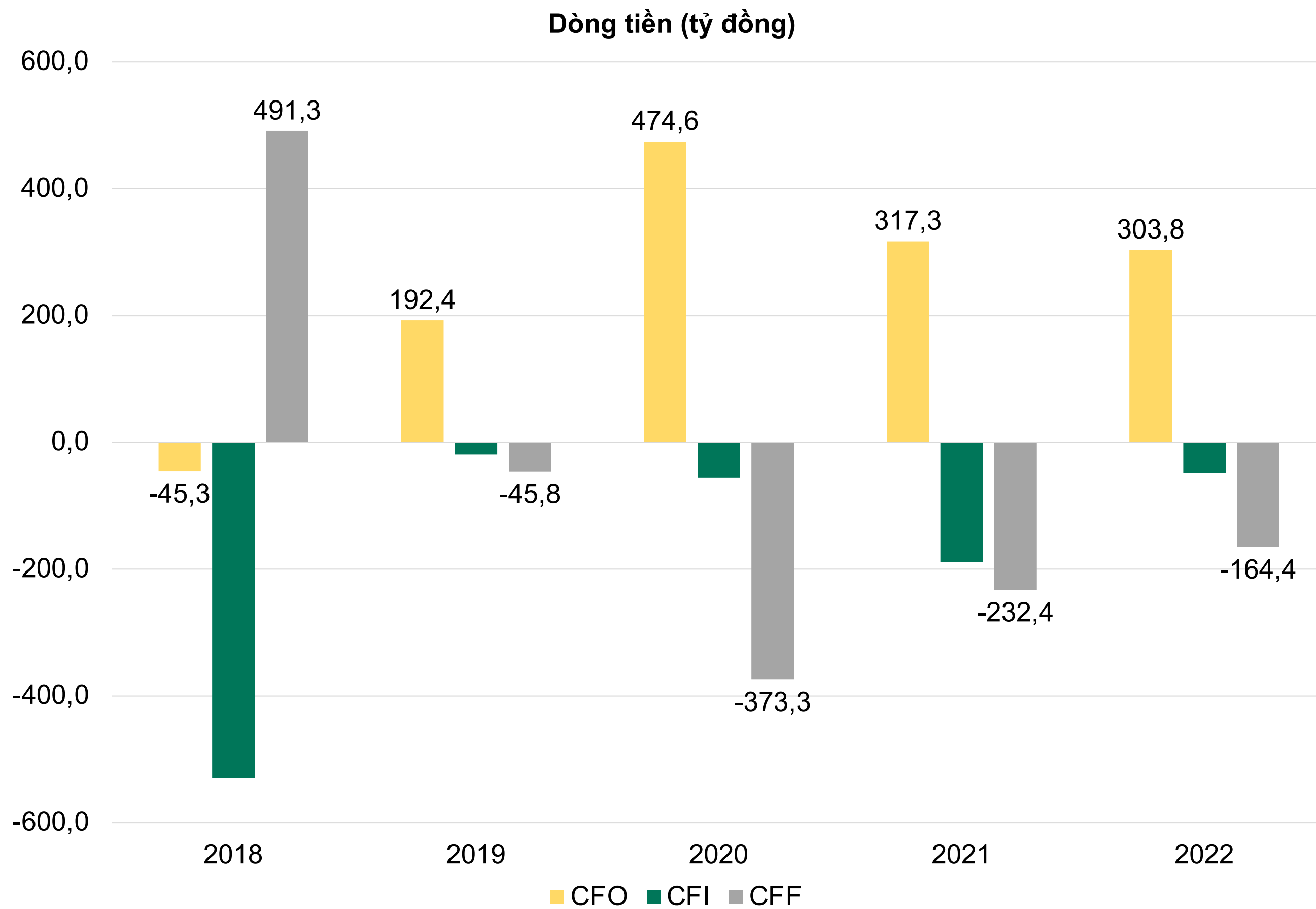


### ❖ Các dự án sắp triển khai:

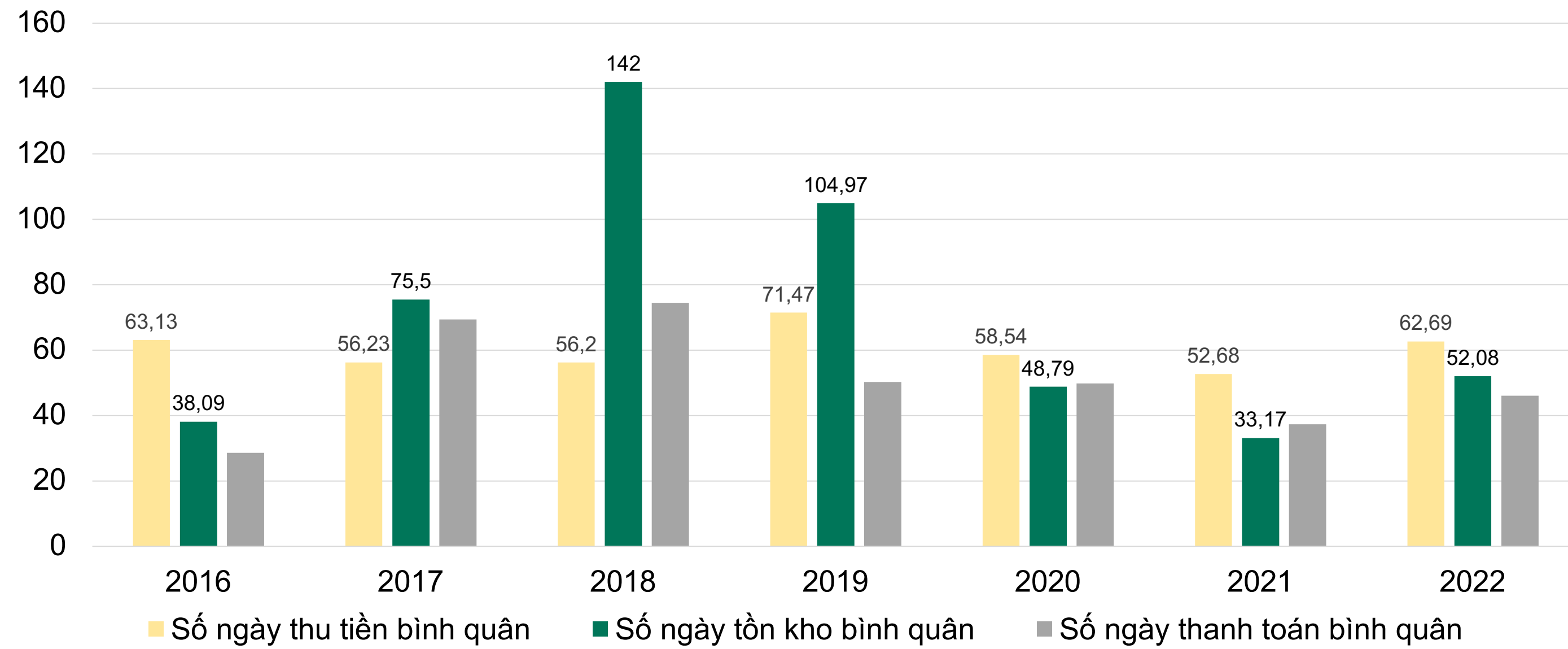
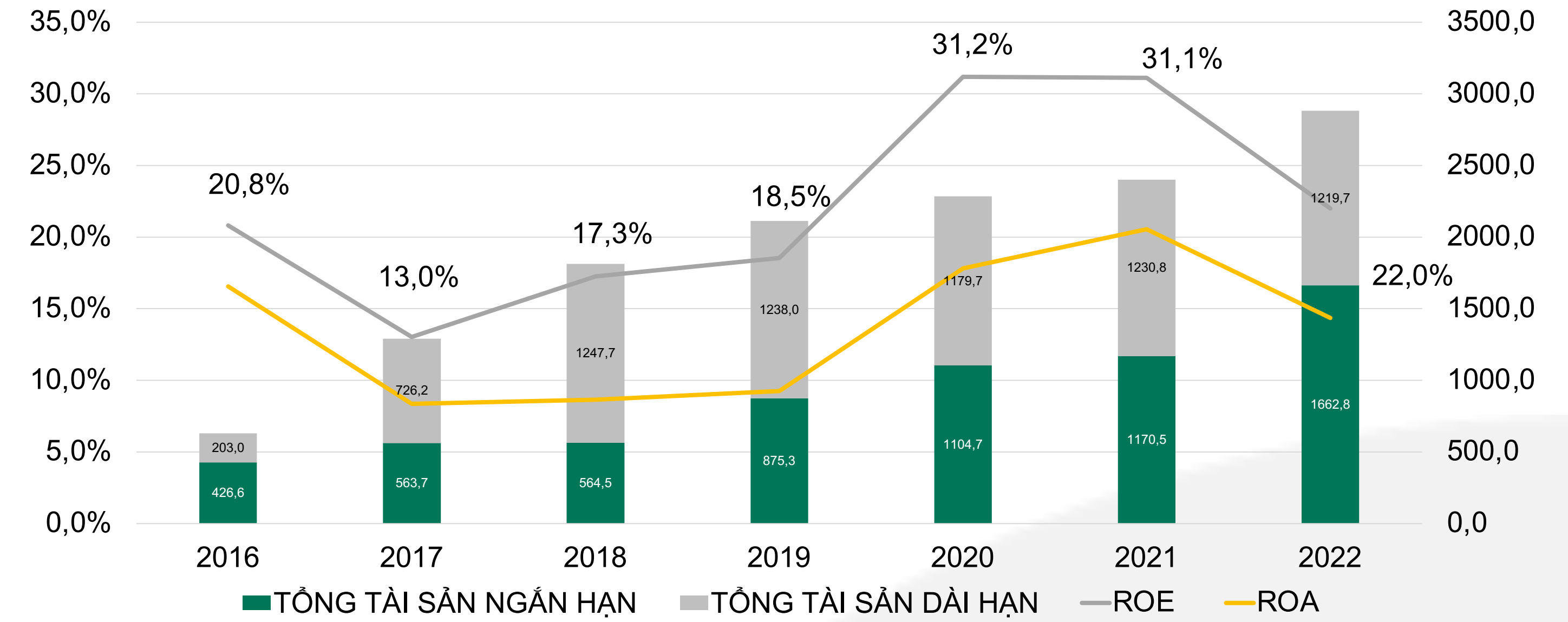
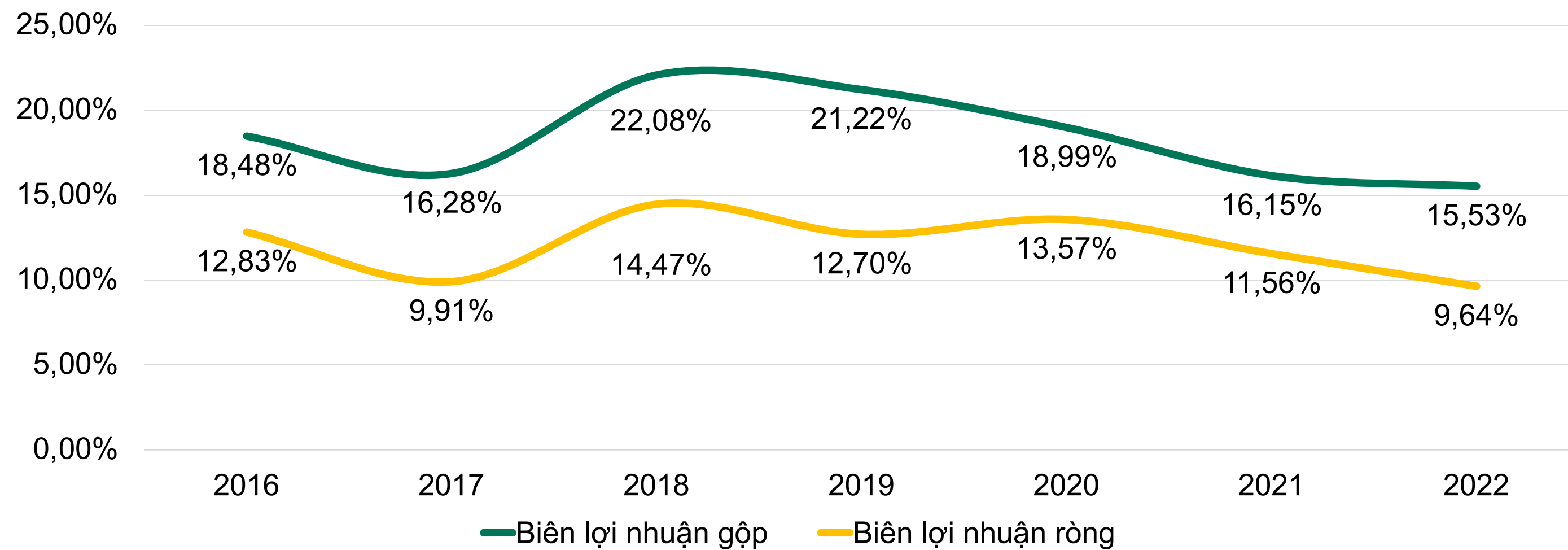
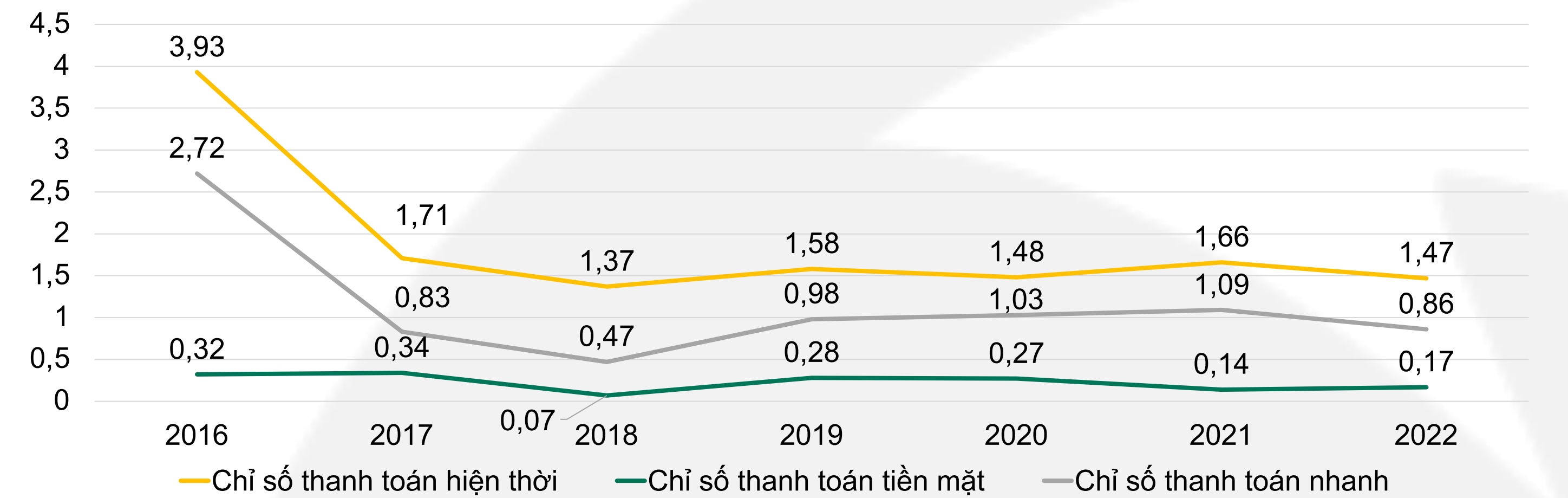
- Nâng công suất Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre:** Tiếp tục xây lắp và hoàn thiện kỳ vọng vào sản xuất tối đa vào cuối năm 2023, đầu năm 2024.
- Dự án Giao Long 3:** với vốn đầu tư 1,800 tỷ bắt đầu xây dựng vào năm 2023 và kỳ vọng đưa vào hoạt động vào năm 2025 giúp DHC tăng 1.5 công suất hiện tại.
- Công ty CP Giấy mới (máy 3):** Kỳ vọng hoàn thành và đưa vào vận hành vào năm 2026 giúp DHC gấp đôi công suất sản xuất giấy.

## Sức khỏe tài chính

- ❖ Cơ cấu tài chính tương đối lành mạnh. Hệ số D/E tăng nhẹ từ 0,22 (2021) lên 0,30 trong năm 2023 nhưng vẫn ở mức thấp nên vẫn đảm bảo an toàn tài chính. Trong đó, vay ngắn hạn đạt 518 tỷ đồng (+39,8% svck) và doanh nghiệp không sử dụng nợ vay dài hạn.
- ❖ Thuế suất thuế TNDN giữ nguyên ở mức 13,4%, và được hưởng lợi từ các ưu đãi thuế liên quan đến nhà máy Giao Long 2.

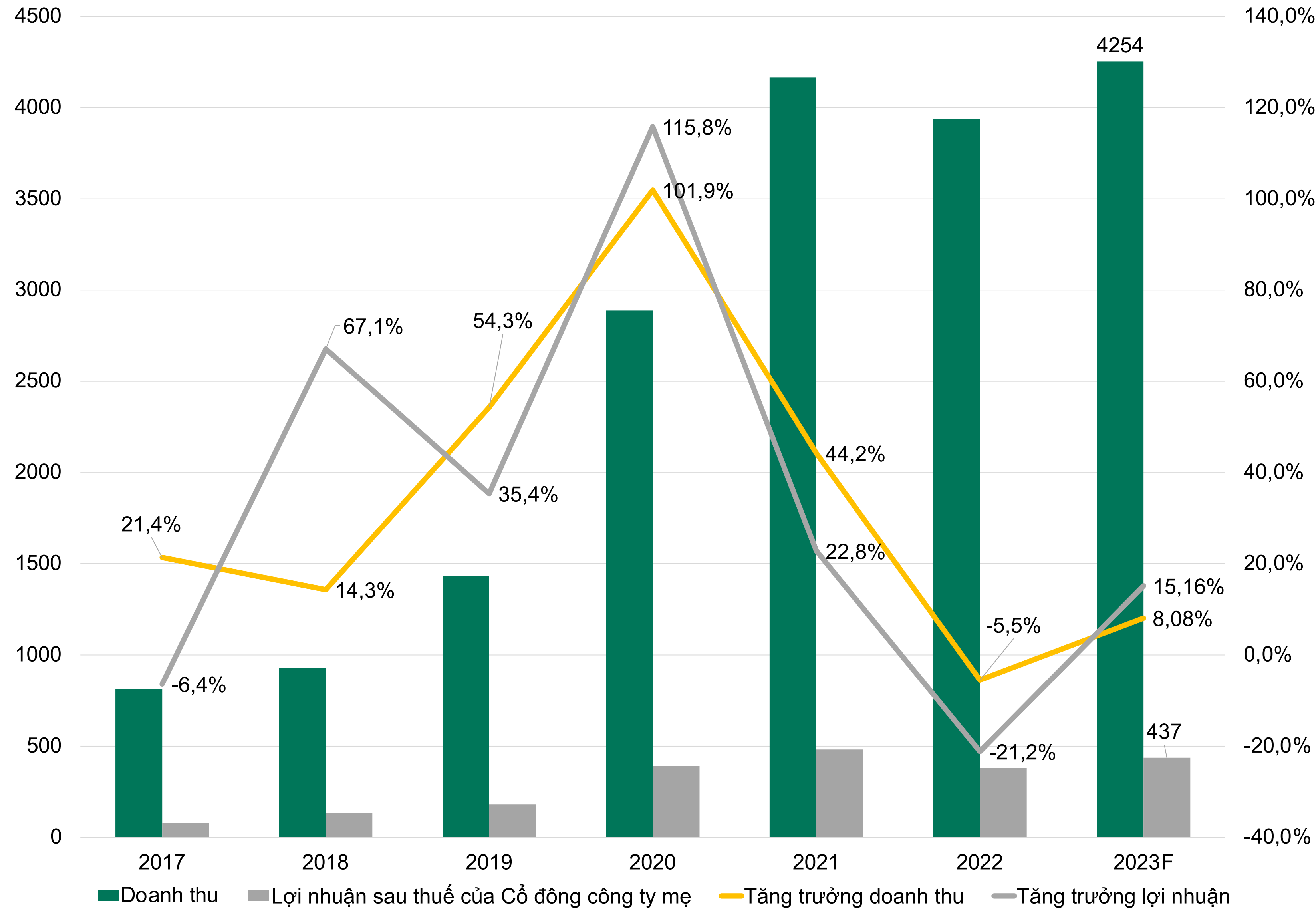


## Sức khỏe tài chính

**Chỉ số hoạt động**

**Cơ cấu tài sản DHC**

**Biên LNG;LNR của DHC**

**Chỉ số thanh toán**


## Dự phóng kết quả kinh doanh 2023

Dự phóng KQKD 2023 của DHC

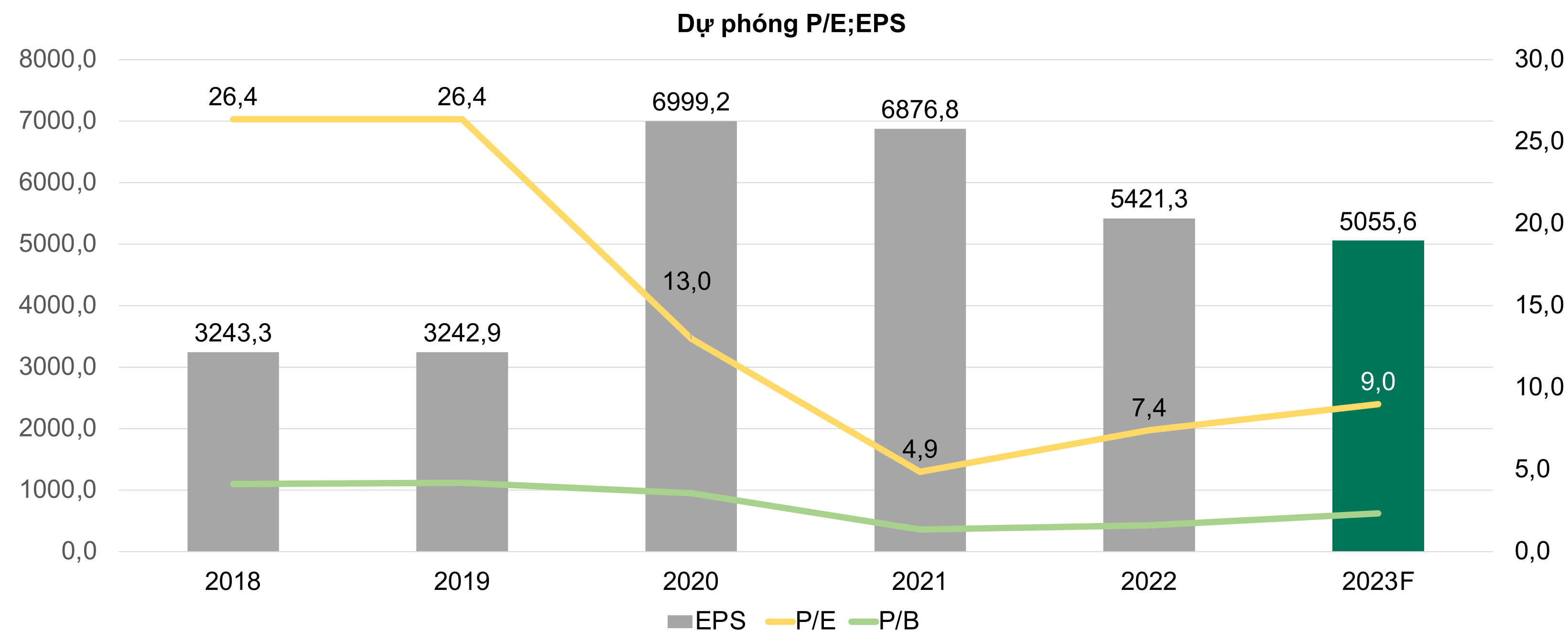


❖ Trong năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 4,2 nghìn tỷ đồng (+8,1% svck) và 437 tỷ đồng (+15,2% svck). Quan điểm của chúng tôi dựa trên các yếu tố:

- ✓ Mức tiêu thụ giấy lượn sóng (testliner và medium) trong nước
- ✓ Doanh thu xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc dự kiến tăng 5% svck, dựa trên các yếu tố sau:
  - a. Giảm thuế nhập khẩu từ ngày 1/1/2023
  - b. Nhu cầu bao bì giấy của Trung Quốc dự kiến sẽ phục hồi từ 4-5% svck sau khi mở cửa trở lại sau Covid.

## Dự phóng và định giá

❖ **Về mặt định giá:** DHC giao dịch ở mức P/E 8x- thấp hơn P/E trung bình lịch sử là 8,9x trong giai đoạn 2019-2021. Chúng tôi cho rằng hiệu suất hoạt động của DHC cao hơn toàn ngành trong năm 2023 nhờ: (i) nhà máy **Giao Long 1 và Giao Long 2 hoạt động hết công suất**; (ii) **tỷ trọng giấy testliner có giá trị cao được sử dụng tăng lên so với medium**; và (iii) **việc quản lý hàng tồn kho hiệu quả** khi DHC tăng gấp đôi hàng tồn kho trong Q4/2022 so với cùng kỳ. Dài hạn hơn, chúng tôi cho rằng nhà máy **Giao Long 3** sẽ đi vào hoạt động vào năm 2026. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị đối với cổ phiếu DHC với giá mục tiêu là **(45.500 đồng/cổ phiếu, tương đương với P/E mục tiêu là 9x.**



**Rủi ro:**

- (1) Cạnh tranh gay gắt trong ngành
- (2) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu đầu vào

AAS Research đưa ra khuyến nghị

**THEO DÕI và MUA VÀO**

đối với cổ phiếu DHC

**GIÁ MỤC TIÊU: 45.500 VNĐ/CP**

