

(MUA; Giá mục tiêu: VND 62.200)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DHC của CTCP Đông Hải Bến Tre với **giá mục tiêu 62.200 đồng** trên cơ sở: (i) nhu cầu đối với các sản phẩm giấy/bao bì tăng mạnh khi hoạt động XK cải thiện nhờ hưởng lợi từ các Hiệp định thương mại tự do, (ii) việc Trung Quốc ngừng nhập RCP từ năm 2021 khiến nhu cầu nhập khẩu giấy/bao bì thành phẩm tăng, tác động tích cực tới giá bán giấy/bao bì và giảm giá đối với OCC, và (iii) gia tăng sản lượng tiêu thụ nhờ Nhà máy Gia Long GD2 đưa vào hoạt động.

DN vẫn còn 30% cổ tức đã thông qua tại ĐHCĐ 2020 chưa chốt quyền. Chúng tôi kỳ vọng việc này sẽ diễn ra trong Q4 hoặc Q1 2021.

Tiêu điểm đầu tư

- **Gia tăng tiêu dùng & xuất khẩu giấy bao bì từ năm 2021** khi (i) Trung Quốc ngừng nhập khẩu giấy tái chế RCP từ đầu năm 2021 làm tăng khả năng nhập khẩu thành phẩm giấy bao bì tại đây, thúc đẩy hoạt động xuất khẩu giấy bao bì của các DN Việt Nam, và (ii) gia tăng hoạt động xuất khẩu của các DN thủy sản & dệt may khi các Hiệp định EVFTA và CPTPP có hiệu lực.

Giá bán đối với giấy bao bì kỳ vọng tăng nhẹ trong năm 2021 khi kinh tế toàn cầu dần phục hồi sau đại dịch.

- **Nâng cao năng lực cạnh tranh nhờ nhà máy giấy Giao Long GD2 & nhà máy Bao bì mới.** Năng lực sản xuất giấy kraft của DHC tăng gấp 3,7 lần so với trước đây, đạt 280.000 tấn/năm trong khi bao bì carton tăng từ 96% từ 47 triệu SP lên 92 triệu SP. Mặt khác, nợ vay đang có xu hướng giảm dần khi Nhà máy Giao Long GD2 đi vào hoạt động.

- **Giá OCC tại thị trường châu Á đã giảm >10% so với mức cao nhất trong tháng 5** và kỳ vọng đi ngang hoặc giảm tiếp trong năm 2021 khi Trung Quốc ngừng nhập khẩu RCP.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu DHC vào khoảng VND62.200** dựa trên kết hợp phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 10,1 lần



Ngày báo cáo	11/11/2020
Giá hiện tại	VND 50.700
Giá mục tiêu	VND 62.200
Upside	22,7%
Lợi tức	5,9%
Tổng mức sinh lời	28,6%
Vốn hóa thị trường	2.752 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 30.100
	VND 50.700
KLGD bình quân (CP)	676.063 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	28,47%

Đơn vị: Tỷ đồng	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	927	1.430	2.724	2.821
<i>Tăng trưởng n/n</i>	14,4%	54,3%	90,5%	3,6%
Biên LN gộp	22,1%	21,2%	17,9%	18,2%
LNTT	155	220	334	367
Lãi ròng	134	182	319	351
<i>Tăng trưởng n/n</i>	67,1%	35,4%	75,2%	10,0%
EPS (basic) (VND)	2.649	3.243	5.586	6.142
P/E			9,1x	8,3x

(Nguồn: MBS Research)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 62.200)

Thông tin cập nhật

- **KQKD Q3 2020 tăng mạnh so với cùng kỳ** với doanh thu và lãi ròng tăng tương ứng 112% n/n và 128% n/n, đạt lần lượt 702 tỷ đồng và 68 tỷ đồng nhờ đóng góp nhà máy giấy mới Giao Long 2. Nhà máy này bắt đầu đi vào hoạt động thương mại từ tháng 9/2019, giúp mở rộng công suất giấy của DHC thêm 4,5 lần.

Việc kinh doanh của các khách hàng mảng giấy bao bì, trong đó phần lớn là các nhà xuất khẩu thủy sản và trái cây tại ĐBSCL được cải thiện trong Q3 là nguyên nhân chính giúp mảng kinh doanh giấy/bao bì của DHC hồi phục.

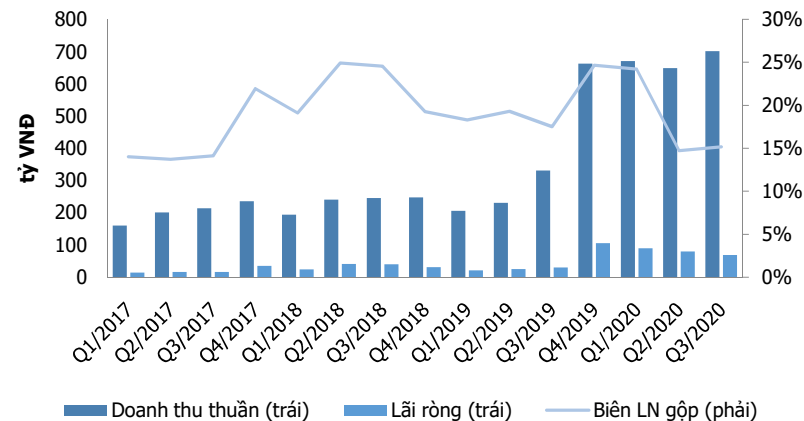
Biên LN gộp giảm từ 17,5% trong Q3 2019 xuống còn 15,2% trong quý này do (i) chi phí thùng carton cũ (OCC) đầu vào tăng trong bối cảnh dịch Covid-19 ảnh hưởng đến hệ thống thu gom giấy cũ trên toàn cầu, và (ii) giá bán trung bình của giấy thấp hơn.

- **Lũy kế 9T2020**, doanh thu và lãi ròng tăng tương ứng 164% n/n và 208% n/n, đạt lần lượt 2 nghìn tỷ đồng và 237 tỷ đồng.

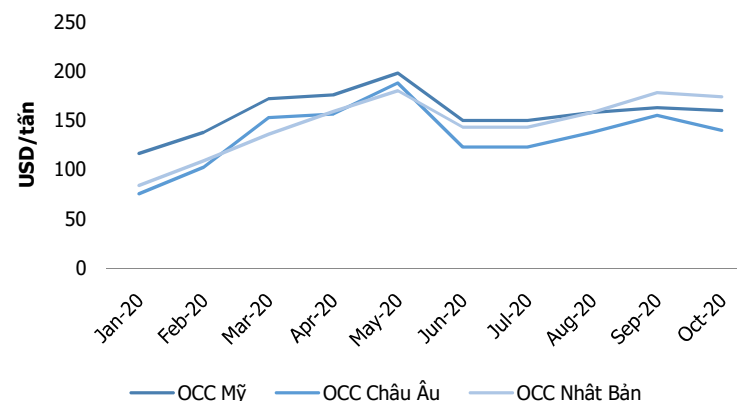
Biên LN gộp giảm nhẹ từ 18,2% trong 9T2019 xuống còn 18%. Tuy nhiên, ban lãnh đạo cho biết trong tháng 9/2020, biên LN ròng đã đạt 14,4%, cao hơn so với mức 9,8% trong 9T2020 nhờ giá bán bình quân của mảng giấy được cải thiện.

- **Giá OCC tại thị trường châu Á đã chứng kiến giảm >10%** so với mức cao nhất trong tháng 5/2020 chủ yếu nhờ nhu cầu nhập RCP của Trung Quốc giảm do tác động của các chính sách về giảm thiểu ô nhiễm môi trường tại quốc gia này.

KQKD theo quý



Biến động giá OCC



(Nguồn: DHC, VPPA)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 62.200)**Thông tin cập nhật (cont.)**

- **Nhà máy bao bì mới (P2) dự kiến đi vào hoạt động trong Q2 2021.** DHC cho biết DN đã tiến hành san lấp, đặt máy móc và thiết bị cho nhà máy. Với kế hoạch đưa Nhà máy Bao bì vào hoạt động trong Q2 2021, năng lực sản xuất bao bì carton của DHC sẽ tăng 96%, từ 47 triệu SP/năm lên 92 triệu SP/năm.
- **Kế hoạch chạy thử dòng sản phẩm giấy kraftliner mới trong Q4 2020.** Khác với giấy bao bì lớp mặt (testliner) – được sản xuất từ xơ sợi tái chế, kraftliner được sản xuất từ bột gỗ nguyên chất. Nhờ kết cấu xơ sợi cellulose đan kết nhau chặt chẽ, kraftliner có khả năng chịu lực, chịu kéo tốt, khó bị rách. Do đó, giá bán của kraftliner cũng thường cao hơn khoảng 30-40% so với giá các sản phẩm giấy hiện tại của DHC. Đây cũng sẽ là yếu tố giúp cải thiện doanh thu cho DHC trong những năm tới nếu tỷ trọng của kraftliner được gia tăng.
- **Về nhà máy giấy mới Giao Long 3,** do giấy phép xin làm giấy kraft đang siết chặt, do đó DN sẽ xin giấy phép đầu tư từ Chính phủ cho Nhà máy Giao Long 3. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm về nhà máy này khi có các thông tin cụ thể hơn từ phía Doanh nghiệp.

Năng lực sản xuất

	2018	2019	2020	2021
Giao Long 1 (tấn/năm)	60.000	60.000	60.000	60.000
Giao Long 2 (tấn/năm)	-	154.000	220.000	220.000
Bao bì Bến Tre (triệu SP/năm)	45	47	47	47
NM Bao bì mới (P2)	-	-	-	45

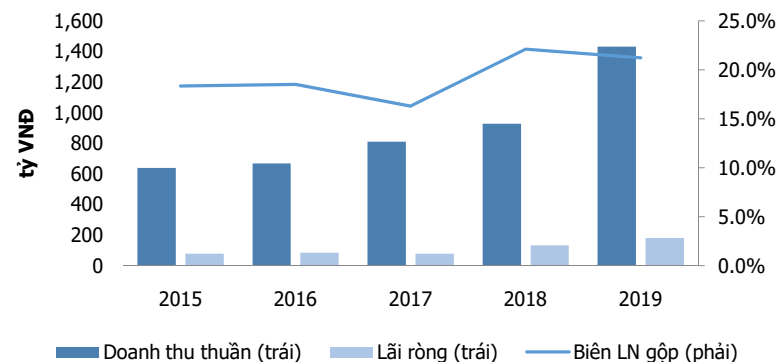
(Nguồn: DHC)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 62.200)

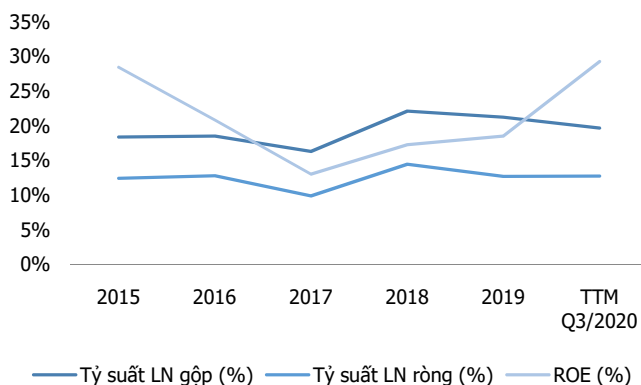
Thông tin doanh nghiệp

- Là DN lớn nhất trong ngành giấy niêm yết trên sàn & là DN có thị phần cao nhất mảng đóng gói bao bì sản phẩm tại khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long với thị phần 30%.
- Sản phẩm chính: Giấy bao bì lớp mặt (tesliner), Giấy bao bì lớp sóng (medium), và bao bì carton. Trong đó, giấy bao bì đóng góp 76% tổng doanh thu toàn Công ty.
- KQKD từ năm 2019 chứng kiến tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhà máy giấy Giao Long GD2 đi vào hoạt động với công suất 220.000 tấn/năm, nâng tổng công suất từ 60.000 tấn/năm lên 280.000 tấn/năm, tương ứng tăng gấp 3,7 lần so với trước đây.
- Biên LN khá với ROE cao, bình quân 20% trong 5 năm trở lại đây. Hệ số thanh toán duy trì ở mức cao & ổn định.
- Nợ vay đang giảm dần khi nhà máy Gia Long GD2 đi vào hoạt động. Tỷ trọng nợ vay/TTS thấp, ~24%.

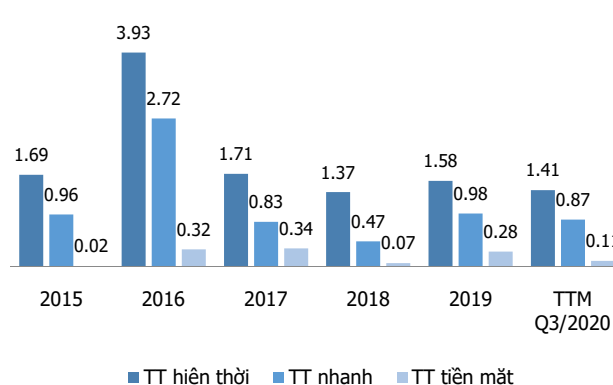
KQKD theo năm



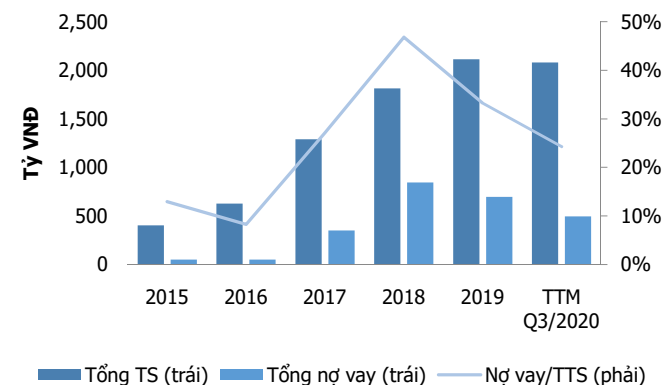
Khả năng sinh lợi



Hệ số thanh toán



Cơ cấu nguồn vốn



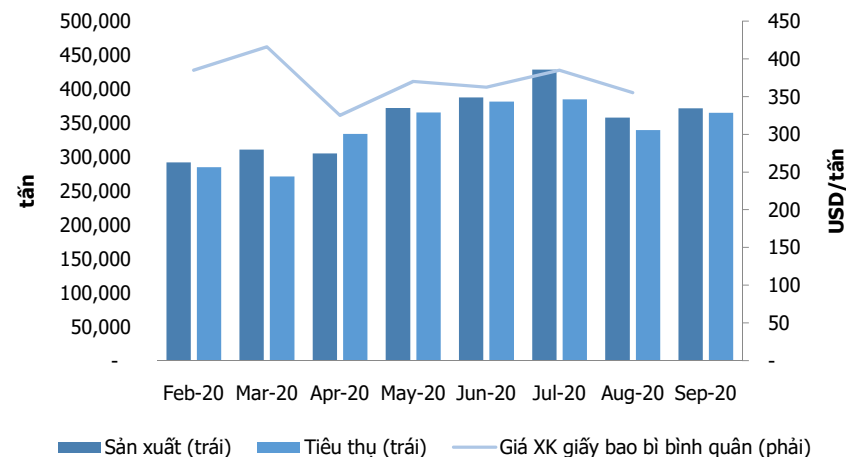
(Nguồn: DHC, VPPA)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 62.200)

Kỳ vọng tăng trưởng khả quan đối với ngành giấy bao bì

- Theo thống kê từ Hiệp hội Giấy và bột giấy Việt Nam (VPPA), năm 2019, tiêu thụ giấy bao bì đạt khoảng 4,175 triệu tấn, tăng 12,5%/n/n và **dự kiến sẽ tăng khoảng 11% trong năm 2020** nhờ:
 - ✓ (i) xu hướng hạn chế rác thải nhựa và khuyến khích sử dụng bao bì giấy thay thế tiếp tục gia tăng trên toàn thế giới, đặc biệt là các nền kinh tế lớn, cụ thể tiêu dùng giấy bao bì trên thế giới và khu vực Châu Á dự báo tăng trưởng lần lượt là 2,9% và 3,8%
 - ✓ (ii) gia tăng hoạt động xuất khẩu của các DN thủy sản & dệt may trong nước khi các Hiệp định EVFTA và CPTPP có hiệu lực
 - ✓ (iii) dịch chuyển của các doanh nghiệp từ Trung Quốc, Hồng Kông, Đài Loan, Nhật Bản về gia công bao bì giấy xuất khẩu do thách thức mức thuế suất 25% của Mỹ đối với Trung Quốc.
 - ✓ (iv) Nhu cầu sử dụng giấy bao bì dự kiến tăng trong dịp cuối năm do đây là thời điểm diễn ra nhiều dịp lễ lớn, thúc đẩy gia tăng tiêu dùng các mặt hàng nông và thủy hải sản. Giá bán đối với các sản phẩm giấy bao bì cũng chứng kiến tăng trở lại sau đợt giảm mạnh trong tháng 5/2020.
- Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý về áp lực cạnh tranh đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành khi sản xuất năm 2020 dự kiến tăng khoảng 350.000 tấn, trong khi công suất mới năm 2018 – 2019 chỉ sử dụng khoảng 70%.

Sản xuất và tiêu dùng giấy bao bì trong nước



(Nguồn: VPPA)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 62.200)

Mô hình dự phóng

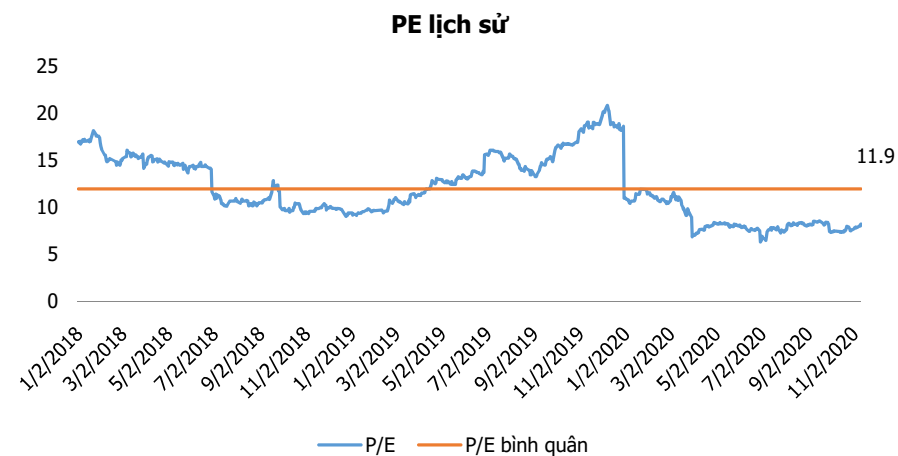
Năm 2020, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng 90% n/n trong khi lãi ròng tăng 75% n/n chủ yếu nhờ nhà máy giấy Gia Long GD2 hoạt động full công suất trong cả năm 2020. Giá bán giấy kraft bình quân dự phóng giảm ~10% n/n trong bối cảnh nhu cầu yếu hơn trước tác động của dịch bệnh. Giá OCC đầu vào ước tính tăng 25% n/n khi (i) nguồn cung OCC bị thiếu hụt do dịch bệnh tác động tiêu cực đến hệ thống thu gom giấy cũ trên toàn cầu, (ii) nhu cầu nhập khẩu RCP tại các quốc gia Đông Nam Á như Việt Nam, Thái Lan, Malaysia hay Thái Lan không ngừng tăng.

Năm 2021 chúng tôi kỳ vọng DN sẽ chứng kiến tăng ~3,5% doanh thu và 14% n/n lãi ròng trên cơ sở giả định (i) kinh tế toàn cầu dần hồi phục sau đại dịch, làm gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm bao bì, đặc biệt tại Trung Quốc khi việc sản xuất giấy bao bì bị ảnh hưởng trước chính sách ngừng nhập khẩu RCP từ năm 2021, giúp giá bán bình quân đối với giấy kraft tăng nhẹ 2%, (ii) nguồn cung OCC từ các thị trường chính (Mỹ, EU, Nhật Bản) ổn định trở lại, và (iii) nhu cầu nhập khẩu RCP của Trung Quốc giảm mạnh, giúp giá OCC không tăng trong năm 2021.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu DHC vào khoảng VND62.200** dựa trên kết hợp phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA. Mức P/E và EV/EBITDA mục tiêu được xác định dựa trên P/E và EV/EBITDA bình quân của DN từ năm 2018 trở lại đây, đồng thời áp dụng mức chiết khấu 15% trong bối cảnh thị trường vẫn chứng kiến những bất ổn khó dự báo, đặc biệt là diễn biến dịch bệnh Covid-19 và CTTM Mỹ - Trung.

Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 10,1 lần (theo EPS 2021F khoảng VND 6.142)



Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Tel: +84 24 3726 2600 - Fax: +84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **1900 9088**