

CTCP Đông Hải Bến Tre – HSX: DHC

Từ cú sốc nguồn cung đến tái tăng trưởng dài hạn

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 37,600

Upside: +20%

Ngành sản xuất công nghiệp | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **37,600 VND/CP**, tương đương upside 20% (theo giá tham chiếu ngày 02/12/2025), sau khi điều chỉnh tăng 10% giá mục tiêu (từ 34,000 VND/CP – đã trừ cổ tức) so với [báo cáo trước](#) chủ yếu do điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp của DHC năm 2025 - 2027 từ 13.5% - 14% lên mức 15%. Ngoài ra, giá cổ phiếu cũng đã giảm 13% so với mức cao gần nhất.

Chúng tôi đưa ra hai kịch bản định giá DHC và chọn kịch bản 1 (chưa có Giao Long 3) và sẽ cập nhật sau khi công ty có thông tin chính thức khởi công Giao Long 3.

- **Kịch bản 1 không có dự án Giao Long 3**, giá mục tiêu 37,600, upside 20%.
- **Kịch bản 2 có dự án Giao Long 3**, giá mục tiêu 43,300, upside 35%.

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2025 - 2026

1. Cập nhật ngành giấy: cơ hội và thách thức đan xen.

- Nguồn cung thu hẹp do gần 2 triệu tấn công suất bị loại khỏi thị trường và nhu cầu tăng nhanh chóng do hiện tượng dự trữ hàng ở các doanh nghiệp Mỹ trong 9T2025.
- Triển vọng 2026 với cung cầu duy trì cân bằng tích cực.

2. Triển vọng của doanh nghiệp:

- Biên lợi nhuận gộp của DHC phục hồi theo ngành chung và duy trì trên mức 15% trong 2025 – 2027.
- Về dài hạn, nhà máy Giao Long 3 giúp mở rộng gấp đôi công suất, hướng đến sản phẩm giá trị cao và tăng tính linh hoạt.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu 2025 đạt 3,548 tỷ VND (-1% YoY, nếu loại bỏ doanh thu khác, mức tăng trưởng đạt 3.4% YoY): doanh thu giấy cuộn tăng 2% YoY và bao bì giấy tăng 12% YoY.

LNST-CĐTS 2025 đạt 346 tỷ VND (+43% YoY) tình hình dư cung của ngành suy giảm.

Doanh thu và LNST-CĐTS 2026 đạt 3,756 tỷ VND (+6% YoY), 359 tỷ VND (+4% YoY) với nhà máy bao bì giấy hoạt động 95% công suất (+9 điểm %).

Thay đổi dự báo 2025, 2026 so với báo cáo trước

Sự kiện các cơ sở sản xuất giấy ô nhiễm ở Phong Khê đóng cửa đã có tác động mạnh hơn kỳ vọng của BSC (biên lợi nhuận gộp 9T2025 đạt 15.2% trong khi dự báo cả năm là 13.5% và có dấu hiệu tiếp tục duy trì ở mức cao trong Q4/2025). BSC điều chỉnh biên lợi nhuận gộp tăng từ 13.5% và 14.0% lên mức 15.2% và 15%, tương ứng LNST-CĐTS năm 2025, 2026 tăng 11% so với báo cáo trước đó ([link](#)).

RỦI RO: 1) hoạt động xuất khẩu suy giảm, ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu bao bì, 2) sự cố kỹ thuật ở nhà máy làm gián đoạn hoạt động sản xuất.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,261	3,597	3,548	3,756
Lợi nhuận gộp	506	427	539	563
LNST-CĐTS	309	242	346	359
EPS	3,839	3,006	3,585	3,713

Trung tâm phân tích BSC

Nguyễn Dân Trường

(Chuyên viên phân tích)

truongnd@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	32,050
Cổ phiếu LH (Triệu):	96,6
Vốn hoá (Tỷ VND):	3,095
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.228
Sở hữu nước ngoài:	35.4%

Mở tài khoản



I. CẬP NHẬT KQKD Q3.2025

(Tỷ VND)	Q3.2024	Q3.2025	%YoY	9T2025	%YoY	2025F cũ	9T2025 / 2025F cũ
Sản lượng tiêu thụ							
-Giấy cuộn (tấn)	76,500	74,800	-2%	222,700	-4%	316,000	71%
-Bao bì giấy (sản phẩm)	20,000	22,500	13%	66,350	17%	97,200	68%
Giá bán bình quân							
-Giấy cuộn (vnd/kg)	9,412	10,040	7%	9,475	5%	9,137	102%
-Bao bì giấy (vnd/sản phẩm)	8,500	8,089	-5%	7,973	-6%	8,333	97%
Doanh thu thuần	896	932	4.0%	2,639	-3%	3,697	71%
-Giấy cuộn	719	746	4%	2,095	0%	2,887	73%
-Bao bì giấy	171	182	6%	540	12%	810	67%
Lợi nhuận gộp	114	146	28%	395	20%	499	79%
Chi phí bán hàng	28	31	11%	91	7%	111	82%
Chi phí QLDN	9	10	11%	29	4%	37	78%
EBIT	77	105	36%	275	28%	351	78%
Doanh thu tài chính	16	17	6%	47	88%	52	90%
Chi phí tài chính	6	9	50%	30	20%	47	64%
-Lãi vay	6	9	50%	25	56%	27	93%
LNTT	91	116	27%	301	34%	367	82%
LNST	77	100	30%	259	34%	312	83%
LNST-CĐTS	77	100	30%	259	34%	312	83%
			Thay đổi		Thay đổi		
Biên lợi nhuận gộp	14.5%	15.7%	1.2%	15.0%	2.5%*	13.5%	
%SG&A/doanh thu	4.1%	4.4%	0.3%	4.5%	0.4%	4.0%	

Nguồn: BSC Research ước tính, DHC, * biên lợi nhuận gộp 9T2024 đã loại bỏ khoản mục bất thường

Tóm tắt KQKD Q3/2025: Tỷ lệ biên lợi nhuận gộp phục hồi bất ngờ

KQKD Q3/2025: Doanh thu đạt 932 tỷ VND (+4% YoY, +6% QoQ), LNST-CĐTS đạt 100 tỷ VND (+30% YoY, +20% YoY).

Lũy kế 9T2025: Doanh thu đạt 2,639 tỷ VND (-3% YoY), LNST-CĐTS đạt 259 tỷ VND (+34% YoY).

KQKD Q3/2025 có một số điểm nổi bật sau:

- Mảng giấy cuộn doanh thu tăng 4% YoY:
 - Sản lượng bán ra bên ngoài chỉ giảm nhẹ -2% YoY (tăng cường sử dụng nội bộ ở mảng bao bì). Chúng tôi ước tính dây chuyền giấy cuộn tiếp tục hoạt động với hiệu suất đạt 98% (các kỳ trước đó đạt 100-102%).
 - Giá bán trung bình tăng 7% nhờ tình hình khan giấy sóng ở miền Bắc giúp tăng giá bán ở thị trường miền Nam (các cơ sở sản xuất giấy nhỏ ở khu vực miền Bắc buộc phải đóng cửa vì ô nhiễm).

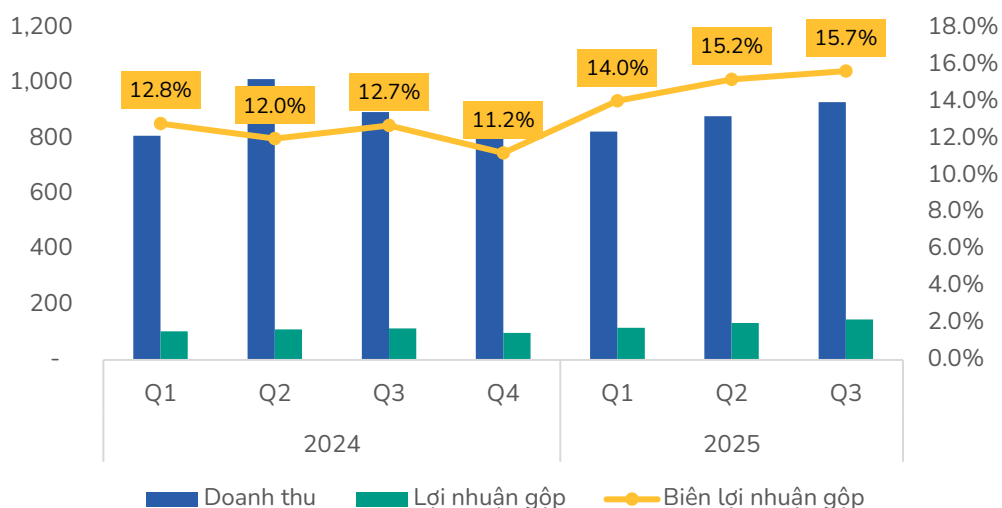
- Mảng bao bì giấy doanh thu tăng 7% YoY:
 - Sản lượng tăng 13% YoY nhờ nỗ lực tìm kiếm thêm khách hàng mới (chủ yếu khách hàng xuất khẩu nông nghiệp) và nhóm khách hàng thủy sản, nông sản mở rộng thị trường xuất khẩu. Hiệu suất hoạt động của nhà máy ước tính đạt 83% trong kỳ (tăng 9 điểm % so với cùng kỳ).
 - Giá bán trung bình giảm -5% do công ty cần giảm giá để mở rộng thị phần và san sẻ khó khăn với các doanh nghiệp xuất khẩu cũng chịu áp lực giảm giá do thuế quan nhập khẩu của Mỹ có hiệu lực.

Biên lợi nhuận gộp đạt 15.7%, tăng 1.2 điểm % so với cùng kỳ (cải thiện 3 quý liên tiếp), tập trung chủ yếu ở mảng giấy cuộn nhờ khoảng 200 cơ sở sản xuất giấy ở Phía Bắc phải đóng cửa (giảm cạnh tranh).

KQKD 9T2025 lần lượt hoàn thành 71% và 83% dự phóng doanh thu và lợi nhuận của BSC nhờ biên lợi nhuận gộp trong kỳ tăng trưởng vượt kỳ vọng, do đó, **chúng tôi điều chỉnh tăng LNST-CĐTS 2025, 2026 trong báo cáo này.**

Biên lợi nhuận gộp của DHC cải thiện 3 quý liên tục

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research ước tính, DHC

II. CẬP NHẬT DIỄN BIẾN NGÀNH GIẤY TRONG 9T2025 VÀ TRIỂN VỌNG 2026: CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC ĐAN XEN

1. Diễn biến ngành giấy 9T2025: nguồn cung thu hẹp và nhu cầu tăng nhanh chóng.

Nguồn cung thu hẹp bất ngờ - cú sốc mang tính cấu trúc

Kể từ đầu năm 2025, tỉnh Bắc Ninh đã mạnh tay đóng cửa hơn 200 cơ sở sản xuất giấy ở làng nghề Phong Khê do không đạt tiêu chuẩn xử lý nước thải. Theo ước tính của Hiệp hội giấy Việt Nam (VPPA), động thái này đã khiến 2 triệu tấn công suất/năm rời khỏi thị trường (tổng công suất cả ngành giảm -22%).

Trong 9T2025, sản lượng giấy toàn ngành đạt 5.57 triệu tấn, giảm -2.8% YoY, nhưng tỷ lệ lấp đầy công suất cả ngành lên tới 92% (năm 2024 đạt 74% - BSC ước tính) cho thấy các nhà máy còn lại đã tăng sản xuất để bù đắp thiếu hụt nguồn cung.

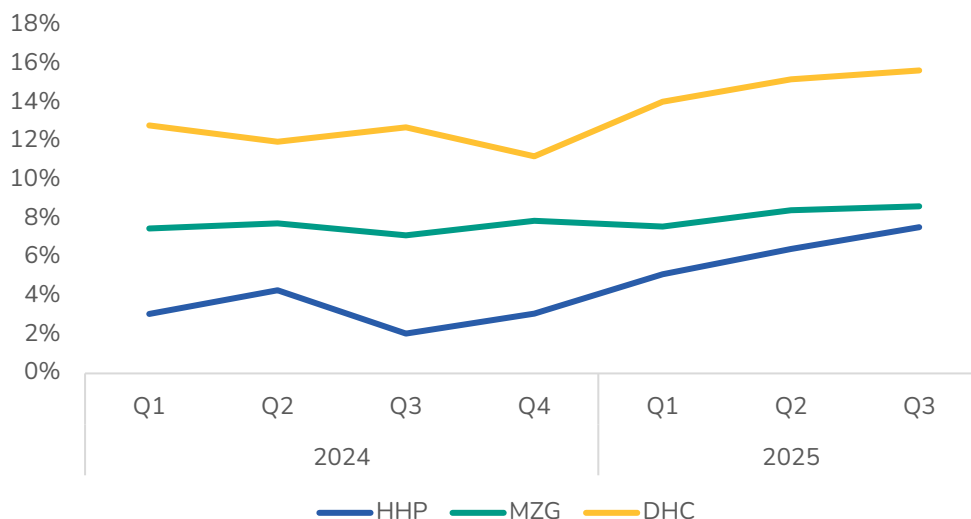
Nhu cầu tăng nhanh chóng - khách hàng chạy đua với thuế quan của Mỹ

Ở chiều ngược lại, các ngành xuất khẩu như may mặc, da giày, nông - thủy sản đã tích cực đẩy đơn hàng trước thời điểm thuế quan của Mỹ có hiệu lực từ 01/08/2025 và giúp tiêu thụ giấy trong 9T2025 tăng tốc, đạt 6.41 triệu tấn, tăng 12.7% YoY (vượt xa mức tăng trưởng trung bình 2023 - 2024 là 6%/năm) - theo VPPA.

Biên lợi nhuận cải thiện rõ rệt - đặc biệt tại các doanh nghiệp dẫn đầu

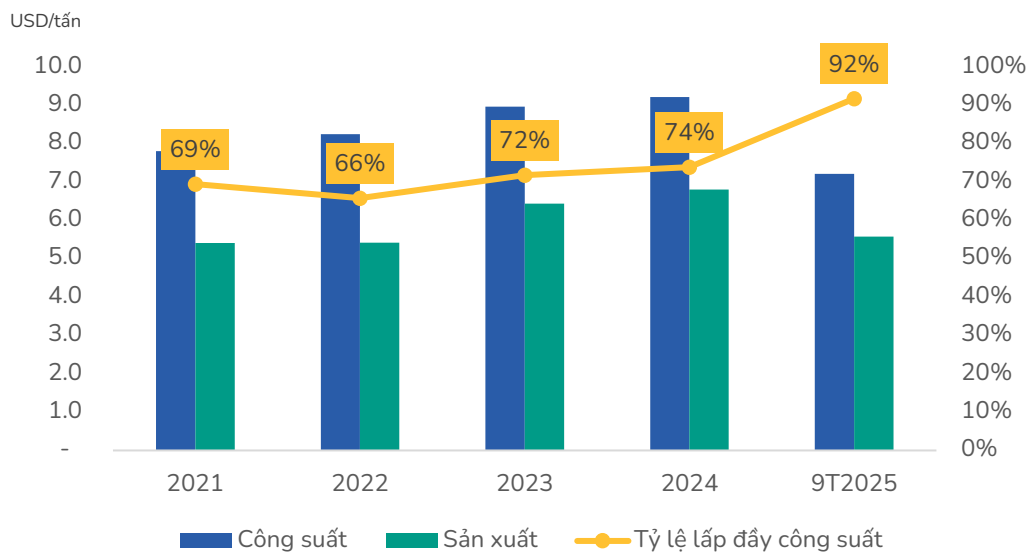
Hai động lực trên là nền tảng giúp ngành giấy cải thiện mạnh biên lợi nhuận gộp giai đoạn 9T2025 (DHC, MZG, HHP, ...). Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp của DHC đã tạo đáy trong Q4/2024 (đạt 11.2%) sau đó tăng 3 quý liên tiếp và đạt 15.7% trong Q3/2025 - mức cao nhất 2 năm trở lại đây.

Biên lợi nhuận gộp của các công ty giấy ở Việt Nam cải thiện trong 9T2025



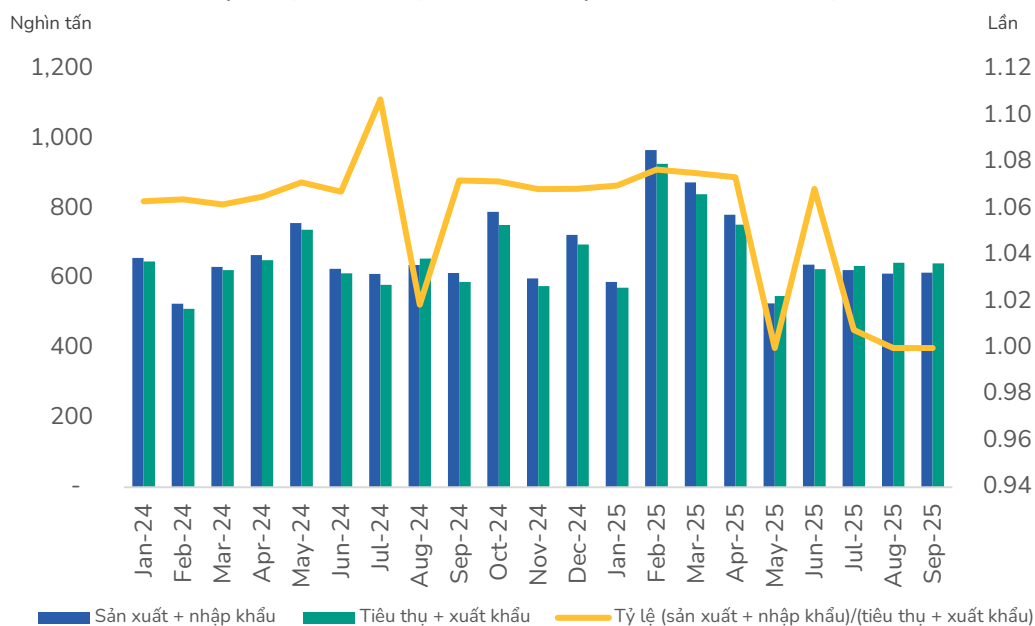
Nguồn: BSC Research ước tính, VPPA

Công suất của ngành giấy cắt giảm 2 triệu tấn giúp giảm áp lực dư cung, tăng tỷ lệ lấp đầy công suất trung bình lên 92% (ước tính)



Nguồn: BSC Research ước tính, VPPA

Từ năm 2025 tỷ lệ cung/cầu của giấy bao bì Việt Nam dần cân bằng về mức 1.0



Nguồn: BSC Research ước tính, VPPA

2. Triển vọng ngành giấy 2026: cung cầu duy trì trạng thái cân bằng tích cực.

Nguồn cung ngành giấy khó tăng trong ngắn hạn

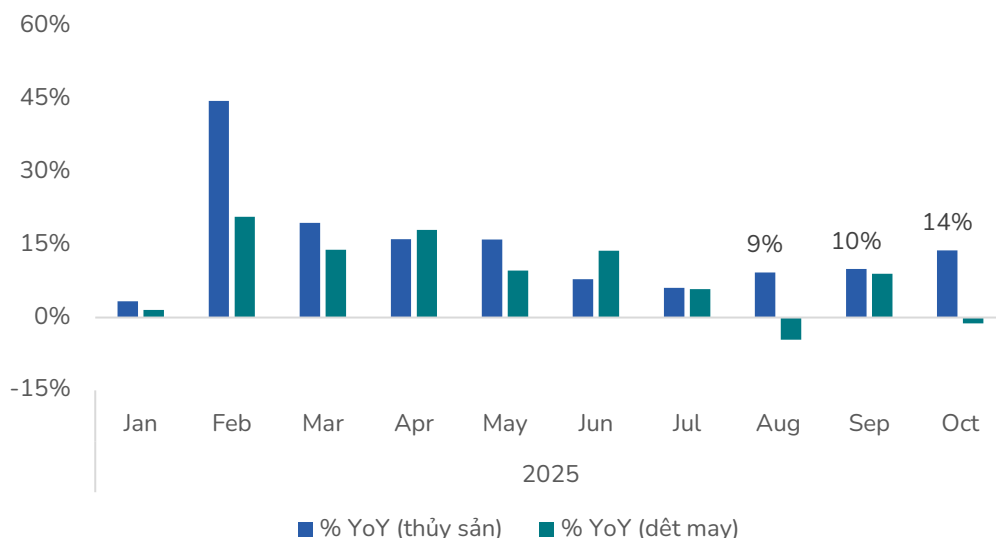
- Hiệu suất của ngành đã đạt 92% - mức cao nhất trong 5-6 năm qua, cho thấy dư địa tăng sản lượng của toàn ngành khá hạn chế.
- Các doanh nghiệp nhỏ khó quay lại trở lại thị trường do rào cản gia tăng:
 - BSC ước tính hệ thống xử lý nước thải làm tăng thêm 10% tổng mức đầu tư và bên cạnh đó là gia tăng chi phí điện năng, nước và hóa chất trong khi mô hình sản xuất cũ vốn xả thải trực tiếp.

- Ngay cả khi có đủ nguồn vốn đầu tư, thời gian chờ phê duyệt từ cơ quan quản lý tương đối lâu (trên 6 tháng).
- Hiện tại, các doanh nghiệp lớn vẫn chưa tái khởi động các dự án mở rộng đã hoãn lại. Ngay cả khi khởi động trong Q4/2025, thời điểm sớm nhất đưa vào vận hành là nửa cuối năm 2028 (tham khảo chi tiết ở triển vọng kinh doanh).

Nhu cầu có thể chứng lại trong Q4/2025 nhưng dẫn ổn định trong năm 2026

- **Nhu cầu chứng lại trong Q4/2025 do yếu tố kỹ thuật:** Chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ giấy tăng tốt trong 9T2025 đến từ nhu cầu dự trữ của các doanh nghiệp Mỹ trước thời điểm áp thuế tối thiểu 20% lên hàng hóa Việt Nam có hiệu lực từ 01/08/2025. Theo số liệu từ GSO, đơn xuất khẩu của mặt hàng dệt may đã chậm lại trong tháng 8 – 10 (một trong những khách hàng lớn sử dụng bao bì giấy).
- **Kỳ vọng ổn định trong năm 2026 nhờ lực đỡ từ xuất khẩu thủy sản và tín hiệu nới lỏng thuế quan của Mỹ:**
 - Giá trị xuất khẩu thủy sản Việt Nam (tệp khách hàng quan trọng gián tiếp của DHC) vẫn đang tiếp tục tăng trưởng tốt 10%, 14% YoY trong tháng 9 và 10 nhờ phát triển thêm các thị trường mới từ Q2/2025 (Trung Quốc, Nhật Bản, Brazil, ...) bù đắp thị trường Mỹ sụt giảm.
 - Ngoài ra, từ tháng 11/2025, Mỹ cũng đã phát tín hiệu đầu tiên nới lỏng thuế quan đối với các mặt hàng nông sản (trái cây nhiệt đới, cà phê, ...) mà Mỹ không thể sản xuất được (tham khảo [link](#)).

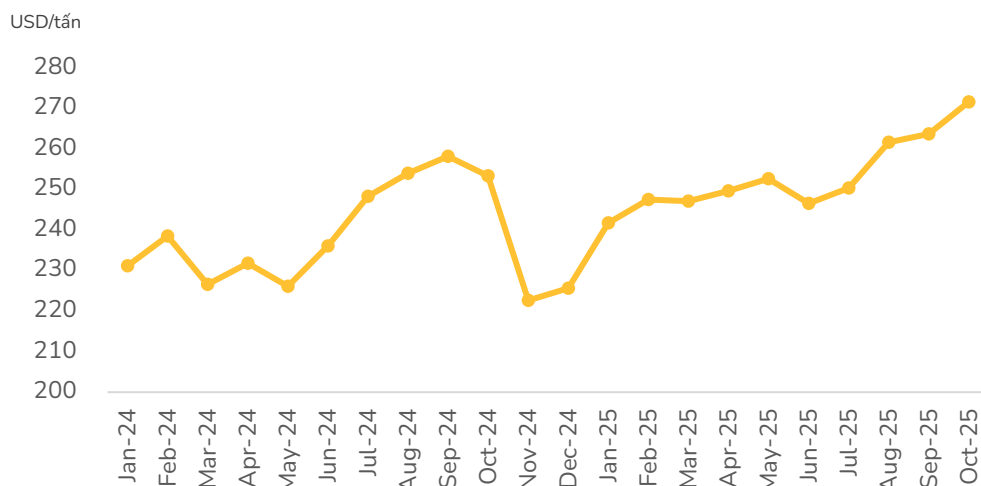
Giá trị xuất khẩu thủy sản của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng 10% và 14% YoY trong tháng 9 và tháng 10. Giá trị xuất khẩu của dệt may có dấu hiệu chứng lại.



Nguồn: BSC Research, GSO

Bên cạnh đó, mức chênh lệch của giá Testliner và giá OCC Nhật Bản (một chỉ báo ngắn hạn quan trọng) đã vượt mốc 260 USD/tấn (mức cao nhất đạt được trong năm 2024) trong tháng 9 và đạt khoảng 272 USD/tấn trong tháng 10 phản ánh tình trạng cầu cải thiện nhanh hơn cung vẫn đang tiếp diễn ở Việt Nam.

Chênh lệch giá bán Testliner và OCC Nhật Bản tiếp tục mở rộng trong tháng 10



Nguồn: BSC Research, VPPA, thitruonggiay

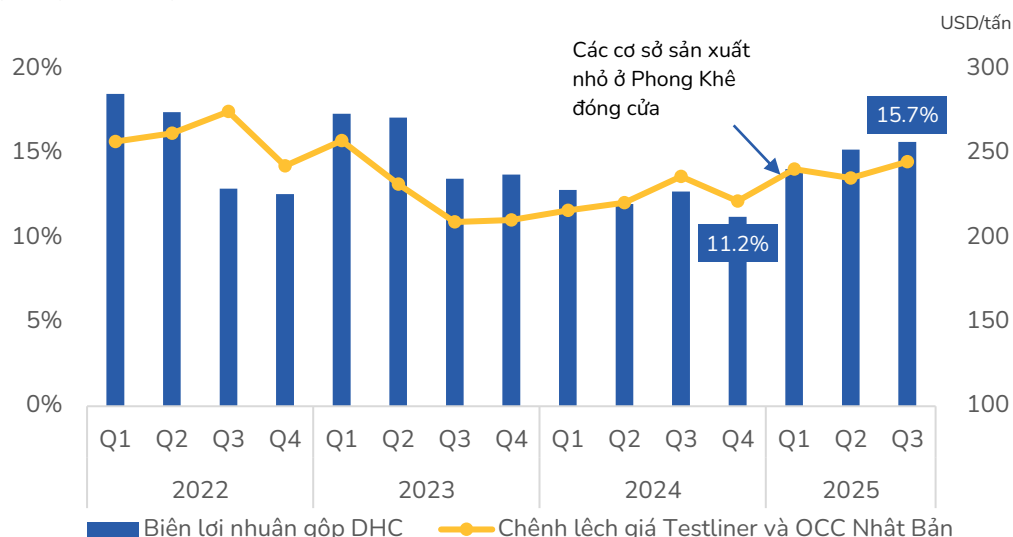
III. CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2025 - 2026 CỦA DHC

1. Biên lợi nhuận gộp của DHC phục hồi theo ngành và duy trì trên mức 15% trong 2026 - 2027.

Trong báo cáo tháng 01/2025 ([link](#)), chúng tôi từng giả định việc các cơ sở sản xuất giấy ô nhiễm ở khu vực phía Bắc đóng cửa sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp của DHC năm 2025 đạt 13.5%. Thực tế, biên lợi nhuận gộp trong 9T2025 đã đạt đến 15.0% (riêng Q3/2025 đạt mức 15.7% cao nhất trong 2 năm) – cho thấy tác động của cú sốc thu hẹp nguồn cung toàn ngành mạnh hơn đáng kể so với kịch bản thận trọng ban đầu của chúng tôi.

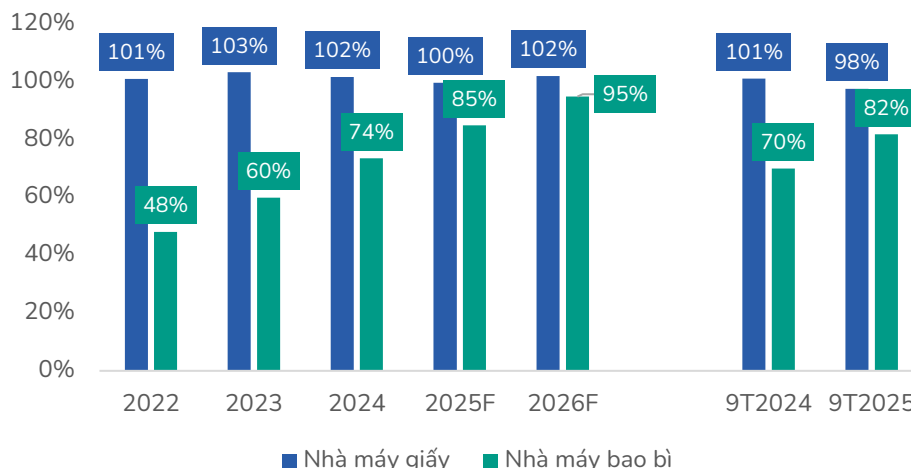
Trên cơ sở kết quả đã ghi nhận và bối cảnh cung-cầu ngành giấy giai đoạn 2025–2026 như đã phân tích, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng biên lợi nhuận gộp của DHC lên 15,2% cho năm 2025 và 15,0% cho năm 2026, tương ứng cao hơn 1,4 điểm % và 1,0 điểm % so với báo cáo trước. Việc điều chỉnh chủ yếu đến từ giả định mở rộng chênh lệch giữa giá bán bao bì và giá OCC đầu vào, trong khi sản lượng tiêu thụ không thay đổi đáng kể so với kịch bản cũ.

Chênh lệch giữa giá Testliner và OCC Nhật Bản ngày càng mở rộng nhờ ngành giấy giảm công suất dư thừa



Nguồn: BSC Research, DHC, (Q2/2024 đã loại bỏ doanh thu khác)

Nhà máy bao bì đóng góp 90% trong lợi nhuận gộp nhưng đã đạt hiệu suất tối đa và cần mở rộng công suất.



Nguồn: BSC Research ước tính, DHC, tỷ lệ lấp đầy công suất = sản lượng bán hàng/công suất thiết kế

2. Về dài hạn, nhà máy Giao Long 3 giúp mở rộng gấp đôi công suất, hướng đến sản phẩm giá trị cao và tăng tính linh hoạt.

Thành công của dự án Giao Long 2 là một trong những nền tảng cho đà tăng giá cổ phiếu DHC giai đoạn 2020 - 2021

Dự án Giao Long 2 đã tạo bước nhảy vọt về năng lực sản xuất của DHC khi giúp tổng công suất giấy cuộn tăng 5,1 lần, đồng thời đạt suất đầu tư chỉ 4,4 triệu VND/tấn nhờ mua máy móc thiết bị với giá ưu đãi và tự triển khai xây dựng – lắp đặt.

Nhờ suất đầu tư thấp, sản phẩm của DHC có thể bán thấp hơn 3–5% so với mặt bằng thị trường, giúp nhanh chóng lấp đầy công suất và duy trì biên lợi nhuận gộp 12–17%, vượt xa mức 5–9% của các đối thủ trong nước (HHP, MZG). Thành công này củng cố vị thế DHC là doanh nghiệp có chi phí sản xuất thấp nhất ngành giấy bao bì.

Các sự kiện chính ảnh hưởng đến giá cổ phiếu DHC

VND/CP



Nguồn: BSC Research tổng hợp, VPPA, Fiinpro

Giao Long 3 được kỳ vọng tiếp tục mở rộng đáng kể quy mô của công ty khi:

- Giúp tăng 2.2 lần tổng công suất.
- Duy trì suất đầu tư chỉ 5,8 triệu VND/tấn, tương đương chỉ bằng một nửa chi phí của nhiều nhà máy lớn đã đi vào hoạt động, dù chịu tác động của lạm phát (cách thức như Giao Long 2).
- Tập trung sản xuất Testliner và Kraft – hai dòng giấy có biên lợi nhuận cao hơn 2-4% so với giấy Medium nhưng vẫn có thể linh hoạt sản xuất giấy Medium khi thị trường khó khăn.

Tại thời điểm Q3/2025, công ty đang có lượng tiền gửi tiết kiệm, trái phiếu đầu tư trị giá khoảng 910 tỷ VND và không có nợ vay dài hạn, do đó, vốn đầu tư dự án không phải là vấn đề khó khăn đối với công ty.

Cập nhật tiến độ: Dù được lên kế hoạch triển khai từ năm 2023, dự án đã bị trì hoãn 2 lần do tình hình ngành giấy dư cung và kỳ vọng đến Q4/2025 sẽ khởi công (theo công bố trong ĐHCĐ 2025). Với kết quả khả quan trong 9T2025 và triển vọng biên lợi nhuận gộp duy trì 15%, dự án có khả năng khởi động trong tháng 12/2025 (chậm nhất vào Q1/2026) và vận hành chính thức từ Q3/2028. **Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng định giá cổ phiếu DHC với giả định không có nhà máy Giao Long 3 cho đến khi có thông tin chính thức.**

Ước tính đóng góp của nhà máy mới: Giao Long 3 có thể cần 3 năm để đạt 90% công suất (Giao Long 2 hoạt động 100% công suất trong năm đầu tiên - 2020 và duy trì đến hiện tại) do quy mô lớn và giả định các đối thủ lớn khác cũng khởi động dự án mở rộng công suất. Điều này đồng nghĩa với việc EBITDA năm 2030 đạt khoảng 970 tỷ VND, gấp đôi so với mức dự kiến đạt được trong năm 2025.

DHC có suất đầu tư chỉ bằng nửa so với các đối thủ lớn

Dự án	Chủ đầu tư	Công suất (tấn)	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Suất đầu tư (triệu VND/tấn)	Thời gian khởi công
Một số nhà máy lớn đang hoạt động					
Nhà máy Hải Phòng	HHP	100,000	1,300	13.0	2022
Nhà máy Nghi Sơn	MZG	220,000	2,900	13.2	2019
Nhà máy Hậu Giang	Lee & Man	420,000	6,400	15.2	2018
Nhà máy Chánh Dương	Chánh Dương	440,000	6,300	14.3	2015
Nhà máy Vina Kraft	Vina Kraft	250,000	2,800	11.2	2013
Giao Long 2 (Vĩnh Long)	DHC	254,000	1,120	4.4	2017
Một số nhà máy lớn có kế hoạch xây dựng nhưng đang hoãn lại					
Nhà máy Vĩnh Phúc	Vina Kraft	370,000	9,100	24.6	N/A
Nhà máy Hậu Giang 2	Lee & Man	680,000	N/A	N/A	N/A
Nhà máy Bình Dương 3	Cheng Long	350,000	N/A	N/A	8/2024
Giao Long 3 (Vĩnh Long)	DHC	390,000	2,250 (+/- 10%)	5.8	Q1/2026

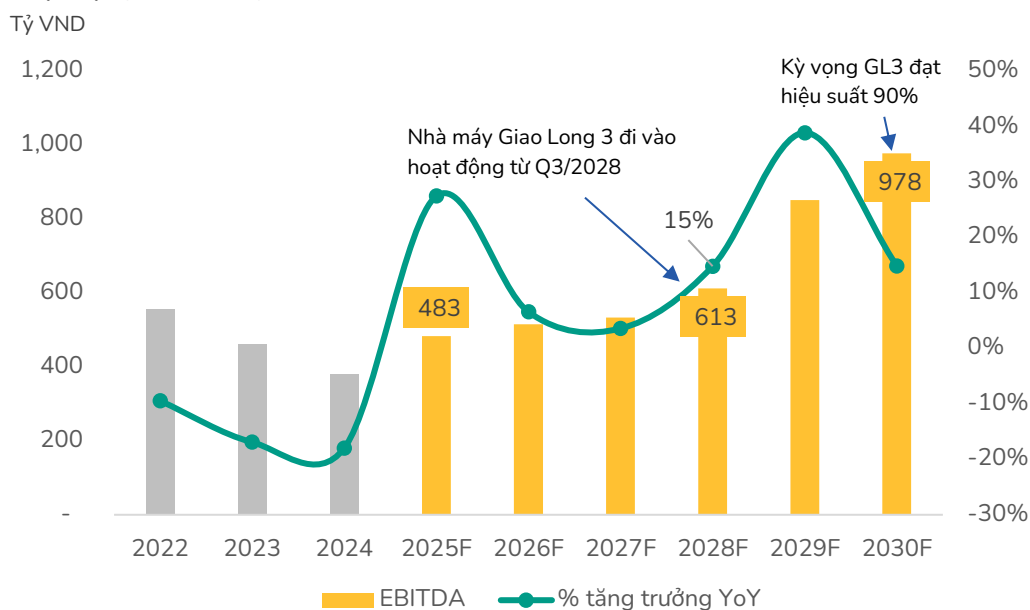
Nguồn: DHC, HHP, MZG, VPPA, BSC Research tổng hợp

Cập nhật thông tin kế hoạch đầu tư Giao Long 3

	Kế hoạch mới	Kế hoạch cũ
Tổng mức đầu tư	2,250 tỷ VND (+/- 10%)	1,800 tỷ VND (+/- 10%)
Công suất	390,000 tấn/năm (1,200 tấn/ngày)	325,000 tấn/năm (1,000 tấn/ngày)
Khởi công	Q4/2025	Q1/2025 (kế hoạch trước đó là 2024)
Vận hành	Q2/2028	Q3/2027
Tiền thuê đất	Trả hằng năm, được miễn tiền thuê đất trong 9 năm kể từ lúc bắt đầu hoạt động.	Trả một lần 200 tỷ VND.

Nguồn: BSC Research, DHC

EBITDA của DHC có thể tăng gấp đôi so với năm 2025 khi nhà máy Giao Long 3 hoạt động 90% công suất.



Nguồn: BSC Research dự báo, DHC

IV. DỰ PHÓNG KQKD 2025/2026

(Tỷ VND)	9T2025	%YoY	2025F mới	%YoY	2026F mới	% YoY	2025F cũ	2025F mới/cũ	2026F cũ	2026F mới/cũ
Sản lượng tiêu thụ										
-Giấy cuộn (tấn)	222,700	-4%	300,320	-3%	305,120	2%	316,000	-5%	316,000	-3%
-Bao bì giấy (sản phẩm)	66,350	17%	92,880	17%	102,600	10%	97,200	-4%	97,200	6%
Giá bán bình quân										
-Giấy cuộn (VND/kg)	9,475	5%	9,315	5%	9,594	3%	9,137	2%	9,210	4%
-Bao bì giấy (VND/sản phẩm)	7,973	-6%	8,080	-4%	8,080	0%	8,333	-3%	8,267	-2%
Doanh thu thuần	2,639	-3.1%	3,548	-1.4%	3,756	6%	3,697	-4.0%	3,714	1.1%
- Mảng giấy	2,110	1.4%	2,797	1.9%	2,927	5%	2,887	-3.1%	2,910	0.6%
- Bao bì giấy	529	10%	750	12%	829	10%	810	-7.3%	804	3.2%
Lợi nhuận gộp	395	20.4%	539	27%	563	4%	499	8.0%	520	8.4%
Chi phí bán hàng	91	7%	121	7%	120	0%	111	8.8%	111	7.9%
Chi phí QLDN	29	4%	35	-9%	38	6%	37	-4.0%	37	1.1%
EBIT	275	28%	383	40%	406	6%	351	9.1%	371	9.2%
Doanh thu tài chính	47	88%	59	68%	73	25%	52	13.0%	54	34.8%
Chi phí tài chính	30	20%	45	17%	44	-2%	47	-4.8%	35	24.9%
-Lãi vay	25	56%	35	57%	39	12%	27	29.0%	30	29.0%
LNTT	301	34%	407	44%	437	7%	367	11.2%	393	11.3%
LNST	259	34%	346	43%	359	4%	312	11.2%	322	11.3%
LNST-CĐTS	259	34%	346	43%	359	4%	312	11.2%	322	11%
		Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi
% biên gộp	15.0%	2.5%	15.2%	3.0%*	15.0%	-0.2%	13.5%	1.7%	14.0%	1.0%
% SGA/Doanh thu	4.5%	0.4%	4.4%	0.2%	4.2%	-0.2%	4.0%	0.4%	4.0%	0.2%

Nguồn: DHC, BSC Research dự phóng, * biên lợi nhuận gộp 2024 đã loại bỏ khoản mục bất thường

Dự báo năm 2025

Doanh thu đạt 3,548 tỷ VND (-1.4% YoY, nếu loại bỏ doanh thu khác, mức tăng trưởng đạt 3.4% YoY), trong đó:

- Doanh thu giấy cuộn đạt 2,797 tỷ VND, tăng 2% YoY với giá bán tăng 5% YoY và sản lượng giảm -3% YoY (tăng cường sử dụng nội bộ ở nhà máy bao bì giấy).
- Doanh thu bao bì giấy đạt 750 tỷ VND, tăng 12% YoY với giá bán giảm -4% YoY và sản lượng tăng 17% YoY (công ty giữ mức giá thấp để gia tăng thêm khách hàng, nhanh chóng lấp đầy công suất).

Biên lợi nhuận gộp đạt 15.2%, tăng 3 điểm % so với cùng kỳ nhờ:

- Tình hình dư cung trên thị trường giấy suy giảm.
- Nhà máy giấy hoạt động tối đa công suất (99%) và nhà máy bao bì đạt hiệu suất 86% (tăng 12 điểm % so với cùng kỳ).

LNST-CĐTS đạt 346 tỷ VND (+43% YoY).

Dự báo năm 2026

Doanh thu đạt 3,756 tỷ VND (+6% YoY), kỳ vọng tình hình dư cung tiếp tục suy giảm và nhu cầu từ nhóm khách hàng xuất khẩu ổn định:

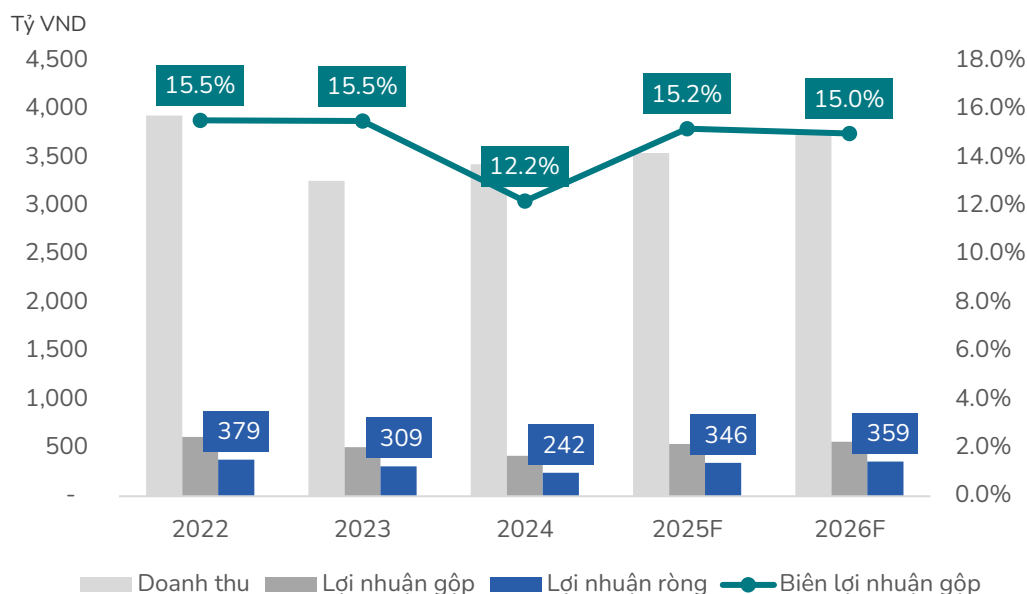
- Mảng giấy cuộn: giá bán và sản lượng tăng lần lượt 2% YoY và 3% YoY.
- Mảng bao bì giấy với sản lượng tăng 10% YoY.

LNST-CĐTS đạt 359 tỷ VND (+4% YoY).

Thay đổi dự báo 2025, 2026 so với báo cáo trước

Sự kiện các cơ sở sản xuất giấy ô nhiễm ở Phong Khê đóng cửa đã có tác động mạnh hơn kỳ vọng của BSC (biên lợi nhuận gộp 9T2025 đạt 15.2% trong khi dự báo cả năm là 13.5% và có dấu hiệu tiếp tục duy trì ở mức cao trong Q4/2025). BSC điều chỉnh biên lợi nhuận gộp tăng từ 13.5% và 14.0% lên mức 15.2% và 15%, tương ứng LNST-CĐTS năm 2025, 2026 tăng 11% so với báo cáo trước đó ([link](#)).

Dự báo kết quả kinh doanh DHC



Nguồn: BSC Research dự phóng, DHC

V. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% giá mục tiêu từ mức 34,000 VND/CP (đã trừ cổ tức 1,000 VND) lên mức 37,600 VND/CP [so với báo cáo trước](#) chủ yếu do điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp của DHC năm 2025 - 2027 từ 13.5% - 14% lên mức 15%. Ngoài ra, giá cổ phiếu cũng đã giảm 13% so với mức cao gần nhất.

Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **37,600 VND/CP**, tương đương upside 20% (theo giá tham chiếu ngày 02/12/2025), kết hợp phương pháp hệ số nhân P/E (10.9x – trung bình giai đoạn 2019 - 2024) và chiết khấu dòng tiền FCFF.

BSC đưa ra hai kịch bản định giá DHC và chọn kịch bản 1 (chưa có Giao Long 3), sau khi công ty có thông tin chính thức khởi công nhà máy Giao Long 3, chúng tôi sẽ cập nhật định giá.

- **Kịch bản 1, không có dự án Giao Long 3**, giá mục tiêu 37,600, tương ứng upside 20%.
- **Kịch bản 2, dự án Giao Long 3 khởi công trong Q1/2026 và đi vào hoạt động từ 2H2028**, giá mục tiêu 43,300, tương ứng upside 35%.

Bảng định giá DHC

Phương pháp	Tỷ trọng	Định giá mới		Định giá cũ	
		Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 1	Kịch bản 2
DCF	40%	35,800	44,400	30,800	33,500
P/E	60%	38,900	42,500	36,100	39,300
Giá mục tiêu		37,600	43,300	34,000	37,000
Giá hiện tại		32,050	32,050		
Upside		17%	32%		
Tỷ suất cổ tức		3%	0%		
Tổng mức sinh lời		20%	35%		

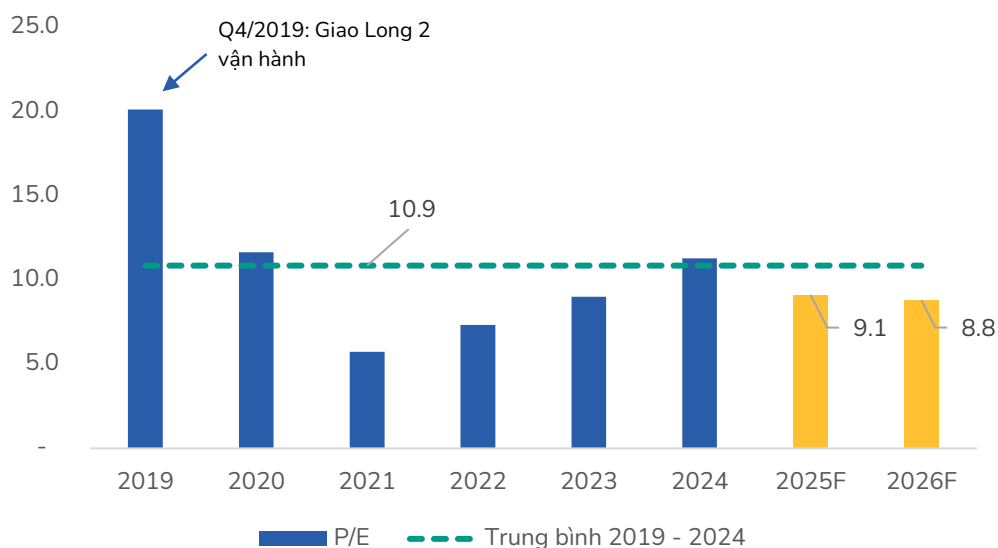
Nguồn: BSC Research

Bảng định giá P/E mới (kịch bản 1)

Chỉ tiêu	Giá trị
LNST-CĐTS 2025 (tỷ VND)	346
P/E mục tiêu	10.9
Số lượng cổ phiếu (triệu CP)	96.60
Giá mục tiêu (VND/CP)	38,900

Nguồn: BSC Research

DHC đang giao dịch ở mức P/E 2025 chiết khấu 17% so với trung bình 2019 - 2024



Nguồn: BSC Research, DHC, Fiinpro

Định giá theo FCFF mới (kịch bản 1)

Lãi suất phi rủi ro	5.0%
Beta	1.05
Phần bù rủi ro	10.0%
Chi phí vốn chủ	15.5%
Chi phí lãi vay	4.5%
Tỷ lệ vốn chủ	71%
Tỷ lệ nợ vay	29%
Thuế suất	15.0%
WACC	12.1%
Terminal growth	0.5%

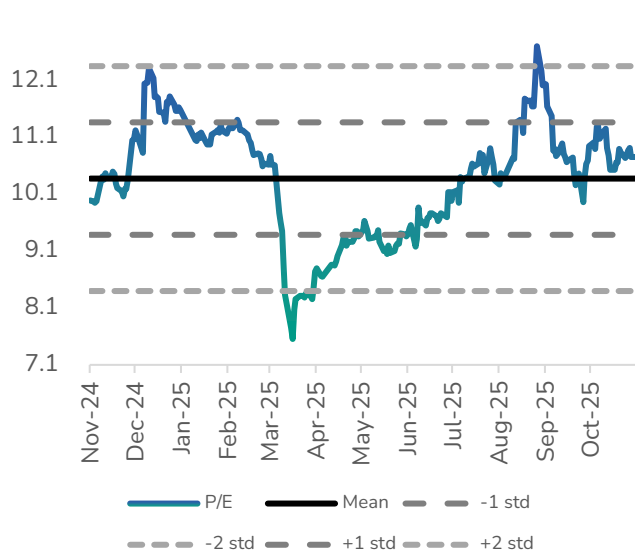
Giá trị doanh nghiệp	3,254
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	1,093
(-) nợ vay	886
Cổ phiếu ưu đãi	-
Lợi ích CĐ thiểu số	-
Giá trị vốn chủ (tỷ VND)	3,461
Số lượng cổ phiếu (triệu)	96.60
Giá mục tiêu (VND/CP)	35,800

Dòng tiền FCFF

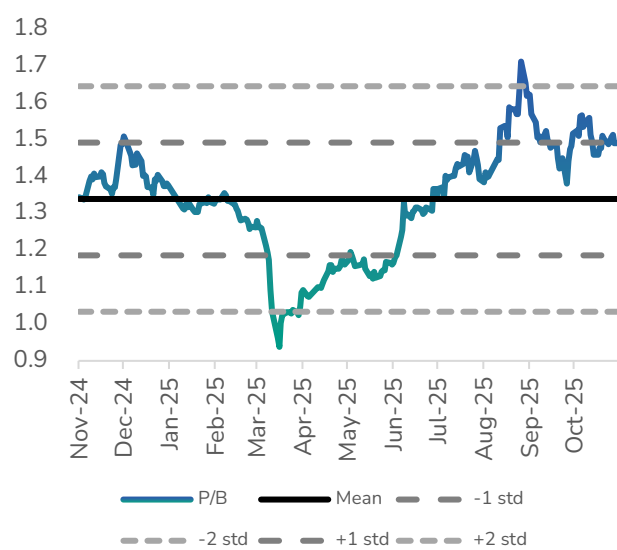
	2025F	2026F	2027F	...	2033F	2034F
EBIT	374	397	410	...	896	916
Thuế	61	79	53	...	147	188
Khấu hao	98	95	97	...	246	243
Capex	6	1,006	875	...	75	75
Thay đổi vốn lưu động	12	82	(361)	...	54	46
Dòng tiền dự do	393	(675)	(60)	...	867	850
Giá trị hiện tại của dòng tiền	393	(602)	(47)	...	389	340

Nguồn: BSC Research

Chỉ số PE của DHC



Chỉ số PB của DHC



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	3,261	3,597	3,548	3,756
Giá vốn hàng bán	3,170	3,009	3,193	3,305
Lợi nhuận gộp	91	588	355	452
Chi phí bán hàng	108	113	121	120
Chi phí QLDN	38	40	35	38
Lãi/lỗ HDKD	(55)	435	199	294
Doanh thu tài chính	29	34	59	73
Chi phí tài chính	38	39	45	44
Chi phí lãi vay	33	23	35	39
Lợi nhuận từ CTLD/LK	2	2	2	2
Lãi/lỗ khác	8	8	8	-
LN trước thuế	358	279	407	437
Thuế thu nhập DN	49	37	61	79
LN sau thuế	309	242	346	359
CĐTS	-	-	-	-
LNST-CĐTS	309	242	346	359
EBITDA	462	379	481	501
EPS	3,839	3,006	3,585	3,713

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
(lỗ)/LNST	379	309	242	346
Khấu hao và phân bổ	101	102	105	98
Thay đổi vốn lưu động	(240)	(245)	266	(12)
Điều chỉnh khác	64	75	43	-
LCTT từ HĐ KD	304	241	656	432
Tiền chi mua TSCĐ	(77)	(88)	(71)	(6)
Đầu tư khác	4	4	19	-
LCTT từ HĐ đầu tư	(48)	(165)	(322)	(506)
Tiền chi trả cổ tức	(315)	(201)	(80)	(97)
Tiền từ vay ròng	148	183	66	200
Tiền thu khác	3	-	3	-
LCTT từ HĐ tài chính	(164)	(18)	(11)	103
Dòng tiền đầu kỳ	98	189	247	571
Tiền trong kỳ	91	58	324	29
Dòng tiền cuối kỳ	189	247	571	600

CĐKT (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	1,785	2,186	2,586	2,616
Tiền & Tương đương tiền	247	571	600	366
Đầu tư ngắn hạn	101	334	834	834
Phải thu ngắn hạn	894	745	688	821
Hàng tồn kho	504	524	452	584
TS ngắn hạn khác	39	12	12	12
Tài sản dài hạn	1,130	1,058	956	1,867
Tài sản hữu hình	1,042	994	902	813
Tài sản dở dang dài hạn	46	17	-	1,000
Đầu tư dài hạn	7	6	6	6
Tài sản dài hạn khác	36	42	42	42
Tổng Tài sản	2,915	3,245	3,542	4,483
Tổng nợ ngắn hạn	1,063	1,236	1,353	1,535
Nợ phải trả	303	408	267	449
Vay ngắn hạn	702	763	963	963
Nợ ngắn hạn khác	58	65	123	123
Tổng nợ dài hạn	1	6	6	406
Vay dài hạn	-	6	6	406
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	1	-	-	-
Tổng nợ phải trả	1,064	1,242	1,359	1,941
Vốn góp	805	805	966	966
Thặng dư vốn cổ phần	235	235	235	235
LN chưa phân phối	707	843	844	1,203
Vốn chủ khác	102	118	136	136
Cổ đông thiểu số	3	2	2	2
Tổng vốn chủ sở hữu	1,852	2,003	2,183	2,542
Tổng nguồn vốn	2,915	3,245	3,542	4,483
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	81	81	97	97

Chỉ số (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	1.5	1.7	1.8	1.9
Hệ số TT nhanh	0.9	1.2	1.3	1.6
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	18%	24%	24%	27%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	30%	38%	38%	44%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	52	75	59	59
Số ngày phải thu	62	73	66	66
Số ngày phải trả	46	55	41	41
CCC	68	93	84	84
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	16%	16%	12%	15%
Biên Lợi nhuận ròng	10%	9%	7%	10%
ROE	22%	17%	13%	17%
ROA	14%	11%	8%	10%
Định giá				
PE	7.3	9.0	11.3	9.4
PB	1.3	1.5	1.3	1.5
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-5%	-17%	10%	-1%
Tăng trưởng EBIT	-14%	-14%	-23%	27%
Tăng trưởng LNNT	-15%	-18%	-22%	46%
Tăng trưởng EPS	-21%	-29%	-22%	19%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Phường Hoàn Kiếm,
Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn,
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NĂM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyhch@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn