

## Biên lợi nhuận phục hồi nhờ giá bán - Triển vọng tăng trưởng cải thiện

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh kể từ báo cáo trước - thị giá cổ phiếu đã tăng 18,8% và vượt giá mục tiêu gần nhất - chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên **39.500 đồng/cổ phiếu**. Tuy nhiên, do tiềm năng tăng giá chỉ còn khoảng 10%, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DHC xuống **TRUNG LẬP**. Định giá của chúng tôi tiếp tục được hỗ trợ bởi việc giá bán bình quân phục hồi, tình hình cung-cầu ngành giấy bao bì trong nước cải thiện, và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2027.

### Luận điểm đầu tư

- Cân bằng cung-cầu ngành giấy bao bì tại Việt Nam cải thiện góp phần hỗ trợ giữ mức giá bán bình quân:** Nhu cầu nội địa dự kiến tăng khoảng 12% trong năm 2026 trong khi công suất gần như không đổi (~6 triệu tấn), qua đó hỗ trợ giá bán về mức bình thường và hạn chế rủi ro giảm giá bán ngay cả trong bối cảnh biến động toàn cầu.
- Giá bán bình quân phục hồi vẫn là động lực thúc đẩy tăng trưởng chính, không phải việc giảm chi phí đầu vào:** Giá giấy (~10.400 đồng/kg, tăng 12% svck) hiện được dẫn dắt bởi việc cân bằng thị trường cải thiện và sự phục hồi nhu cầu tiêu thụ ở Trung Quốc, qua đó hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận dù giá giấy carton phế liệu (OCC) và chi phí vận chuyển tăng (dự báo năm 2026 lần lượt tăng ~5% và 25% svck).
- Tăng trưởng nền lợi nhuận trong trung hạn nhờ chuyển dịch sang các dòng giấy giá trị cao hơn:** Việc Giao Long 3 bổ sung năng lực sản xuất Kraftliner (chiếm 25-30% cơ cấu) sẽ giúp nâng cấp danh mục sản phẩm của DHC, góp phần cải thiện triển vọng lợi nhuận trong dài hạn. Tuy nhiên, công ty sẽ cần đạt được hiệu quả hoạt động cao hơn để bù đắp chi phí khấu hao và lãi vay cao hơn.

### Điểm nhấn KQKD và kế hoạch kinh doanh năm 2026

Trong năm 2025, doanh thu đạt 3.633 tỷ đồng (+1,0% svck) và NPATMI đạt 393 tỷ đồng (+62,3% svck), với biên lợi nhuận gộp tăng lên 16,2% và biên lợi nhuận ròng đạt 10,8%. Kết quả này chủ yếu nhờ giá bán bình quân của các sản phẩm giấy bao bì cải thiện. Tính riêng Q4/2025, biên lợi nhuận ròng đạt khoảng 14% - cao nhất trong 4 năm qua, phản ánh giá bán ở mức cao và công suất ổn định ở mức tối đa.

DHC đặt kế hoạch doanh thu năm 2026 ở mức 3,8 nghìn tỷ đồng (+4,6% svck) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 350 tỷ đồng (-11% svck). Dự báo năm 2026 của chúng tôi cao hơn với doanh thu đạt 4.019 tỷ đồng (+10,6% svck) và NPATMI đạt 419,3 tỷ đồng (+6,7% svck), được thúc đẩy bởi giá bán bình quân và nhu cầu quay về mức bình thường.

### Yếu tố hỗ trợ:

- Giá bán bình quân duy trì trên 10.000 đồng/kg, được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ phục hồi từ thị trường Trung Quốc và nguồn cung khu vực thắt chặt, góp phần duy trì khả năng chào giá bán cao và khả năng mở rộng biên lợi nhuận trong năm 2026.
- Nhu cầu giấy bao bì tại Việt Nam tăng hơn 12% cùng với nhập khẩu giảm (khoảng -13,8% svck) giúp cải thiện trạng thái cân bằng cung-cầu nội địa và hỗ trợ ổn định công suất.
- Giao Long 3 (dự kiến vận hành toàn bộ từ khoảng tháng 05/2027) bổ sung sản phẩm Kraftliner giá trị cao, qua đó cải thiện cơ cấu sản phẩm và triển vọng lợi nhuận dài hạn từ năm 2028.

**Rủi ro:** (1) Nếu giá bán tăng chậm hơn so với tốc độ tăng giá OCC và chi phí vận chuyển, biên lợi nhuận chịu rủi ro thu hẹp (2) Các gián đoạn thương mại toàn cầu hoặc leo thang thuế quan có thể làm suy yếu nhu cầu và giá bán liên quan đến xuất khẩu. (3) Sự đảo chiều chu kỳ giá bán sẽ làm mất đi yếu tố hỗ trợ biên lợi nhuận và động lực tăng trưởng lợi nhuận. (4) Rủi ro chậm tiến độ triển khai hoặc hiệu quả vận hành thấp của Giao Long 3 có thể trì hoãn việc cải thiện lợi nhuận trong trung hạn.

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	3.261	3.597	3.633	4.019
Tăng trưởng DTT	-17,1%	10,3%	1,0%	10,6%
Lợi nhuận gộp	504	426	587	632
NPATMI	309	242	393	419
EPS (VND)	3.843	3.007	4.069	4.254
Tăng trưởng EPS	-29,1%	-21,7%	35,3%	4,5%
EV/EBITDA	6,91	7,12	5,63	5,19
Nợ/VCSH (x)	0,38	0,38	0,41	0,70
Tỷ suất cổ tức	0,0%	2,7%	2,7%	5,4%
ROE	17,2%	12,6%	18,7%	18,2%
P/E (x)	9,89	12,54	9,26	8,66
P/B (x)	1,65	1,52	1,65	1,62

Nguồn: DHC, SSI Research

Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc TTPT

[chaudm@ssi.com.vn](mailto:chaudm@ssi.com.vn)

Giá CP - VND (18/05/26)	35.850
Vốn hóa (USDmn):	134
SLCP lưu hành (triệu cp):	97
KLGD TB 3 tháng (triệu cp):	0,5
Giá cao/thấp 52T (k VND):	39,7/24,1
GTGD TB 3 tháng (USDmn):	0,6
Tỷ lệ SHNN (%):	34,9
GTNN còn được mua (USDmn):	20,29
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):	0,0

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

### Thông tin cơ bản về công ty

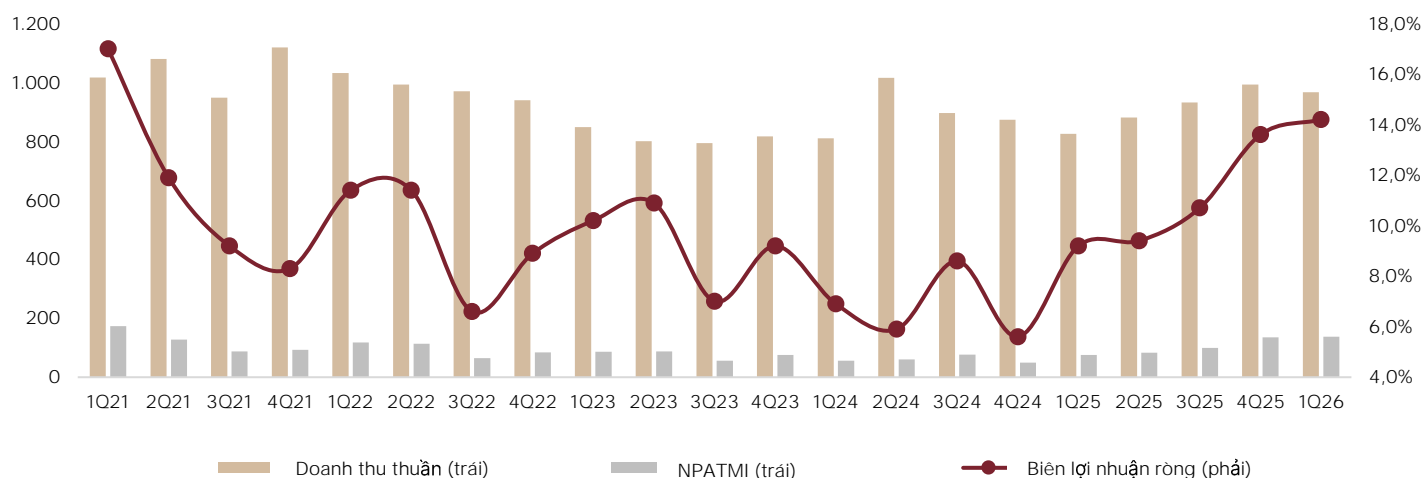
Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất giấy lượn sóng và bao bì, có tiền thân là Nhà máy Bao bì được thành lập thành lập năm 1994. Công ty chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2003 và niêm yết trên sàn HOSE từ tháng 7/2009. DHC có 2 nhà máy: (1) nhà máy giấy sản xuất giấy testliner và medium với công suất 280.000 tấn/năm; ii) Nhà máy bao bì giấy công suất 60 triệu sản phẩm/năm.

Trong năm 2025, doanh thu và lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) của DHC lần lượt đạt 3.633 tỷ đồng (+1,0% svck) và 393 tỷ đồng (+62,3% svck, biên lợi nhuận ròng đạt 10,8%). Kết quả kinh doanh năm 2025 tích cực đã góp phần đưa công ty quay trở lại đà tăng trưởng. Sang Q1/2026, xu hướng này tiếp tục được củng cố, khi biên lợi nhuận phản ánh sự tương đồng cao với giai đoạn năm 2021 (Q1/2021) - với biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 23% (dao động vài điểm cơ bản, mức cao nhất trong gần 4 năm) và biên lợi nhuận trước thuế chỉ thấp hơn khoảng 40 điểm cơ bản so với Q1/2021 — chủ yếu nhờ sự phục hồi ổn định của giá bán.

Tỷ đồng	1Q26	1Q25	YoY	4Q25	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							1Q26	1Q25	4Q25	2025
Doanh thu thuần	967	826	17,1%	992	-2,5%	25,5%				
Lợi nhuận gộp	223	116	92,7%	191	16,3%		23,0%	14,0%	19,3%	16,2%
Lợi nhuận hoạt động	181	92	96,6%	165	9,8%		18,7%	11,2%	16,6%	11,8%
EBIT	182	95	91,1%	166	10,0%		18,8%	11,5%	16,7%	13,5%
EBITDA	182	95	91,1%	277	-34,2%		18,8%	11,5%	27,9%	16,6%
Lợi nhuận trước thuế	171	88	93,4%	157	8,7%		17,6%	10,7%	15,8%	12,6%
Lợi nhuận ròng	137	76	81,4%	135	1,9%	39,2%	14,2%	9,2%	13,6%	10,8%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	137	76	81,4%	135	1,9%		14,2%	9,2%	13,6%	10,8%

Nguồn: DHC, SSI Research

### Doanh thu, NPATMI (tỷ đồng) and biên lợi nhuận ròng (%)



Nguồn: DHC, SSI Research

## Một số điểm chính tại ĐHCĐ 2026

### Kế hoạch kinh doanh năm 2026:

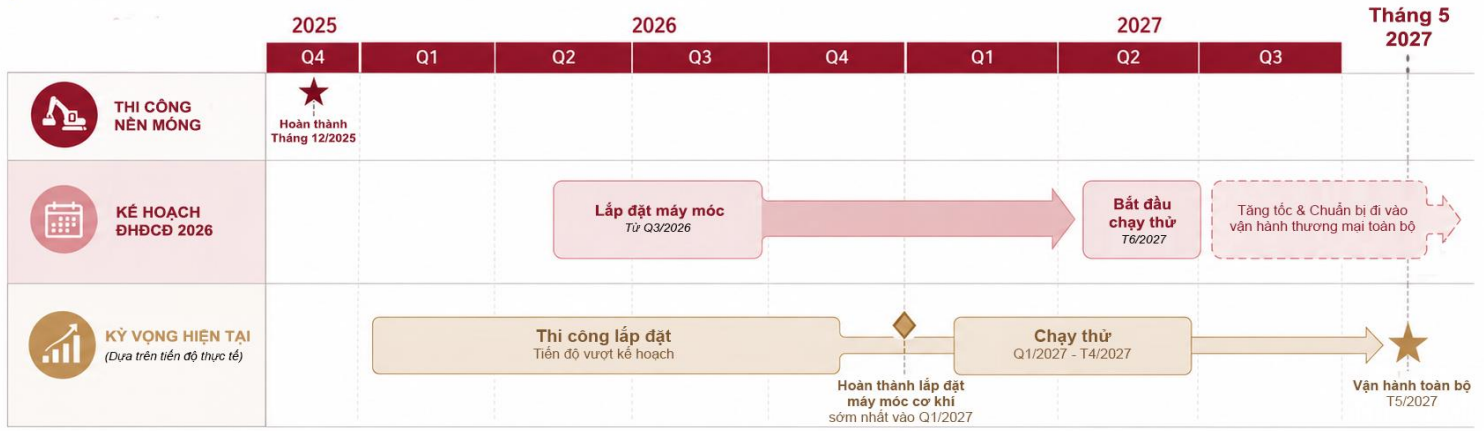
Đại hội Cổ đông đã thông qua kế hoạch năm 2026, với doanh thu thuần đạt 3,8 nghìn tỷ đồng và LNST đạt 350 tỷ đồng, lần lượt tăng 4,6% và giảm 11% so với kết quả năm 2025. Các chỉ tiêu này được đặt ở mức khá thận trọng, nhằm dự phòng cho biến động chung của chi phí đầu vào cũng như các yếu tố vĩ mô bất định. Tổng Giám đốc kiêm Phó Chủ tịch DHC, ông Lê Bá Phương, cũng cho biết công ty có khả năng sẽ điều chỉnh tăng kế hoạch vào Q3/2026 nếu kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm tích cực.

### Cập nhật về Giao Long 3:

Công tác đổ móng, làm nền của tổ hợp nhà máy mới đã hoàn tất vào tháng 12/2025. Theo kế hoạch được ĐHCĐ phê duyệt, việc lắp đặt máy móc dự kiến thực hiện trong Q3/2026 và chạy thử từ tháng 6/2027. Tuy nhiên, dựa trên tiến độ triển khai thực tế, chúng tôi kỳ vọng hoàn thành lắp đặt máy móc cơ khí sớm nhất vào Q1/2027, chạy thử trong tháng 4/2027, và đi vào vận hành chính thức từ tháng 5/2027. Tổng chi phí đầu tư (CAPEX) đã ký kết đến thời điểm hiện tại đạt 1.281 tỷ đồng, tương đương khoảng 57% tổng ngân sách 2.250 tỷ đồng. Cơ cấu sản phẩm của Giao Long 3 không thay đổi đáng kể, với khoảng 25–30% công suất dành cho sản xuất Kraftliner và 70% cho Testliner. Dự án Giao Long 3 dự kiến bổ sung hơn 600.000 tấn công suất sản xuất giấy, tăng gấp ba lần công suất thiết kế của công ty, tuy nhiên mức độ sử dụng công suất sẽ tăng dần theo đà cải thiện của thị trường giấy trong các năm tiếp theo.

## GIAO LONG 3 – LỘ TRÌNH XÂY DỰNG & VẬN HÀNH THỬ

Kế hoạch (ĐHĐCĐ thông qua) so với Kỳ vọng hiện tại (dựa trên tiến độ thực tế)

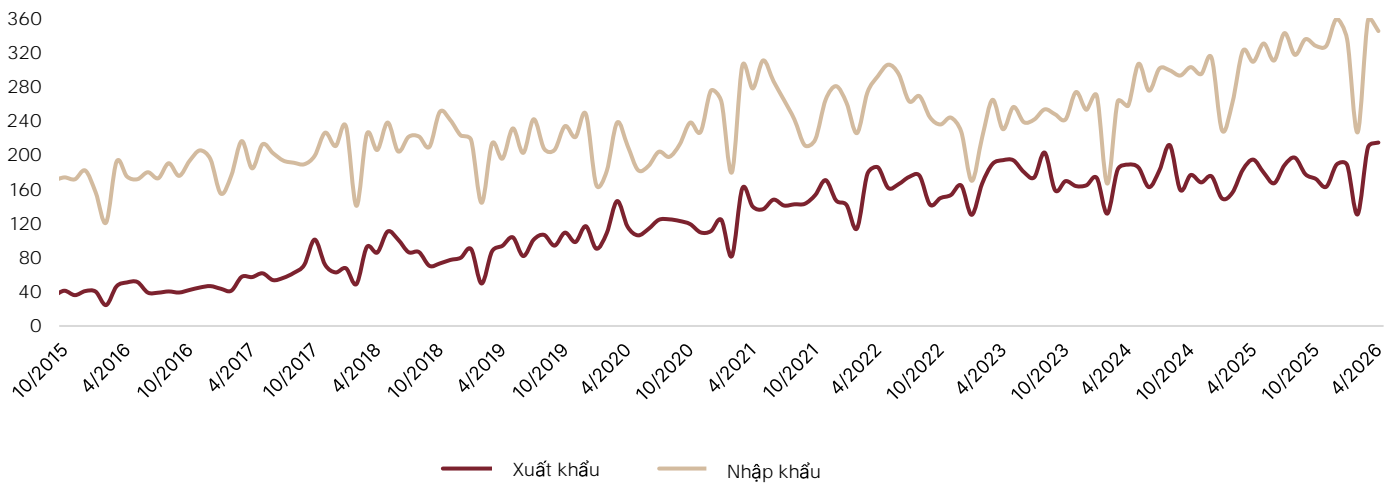


Nguồn: DHC, SSI Research

### Triển vọng năm 2026

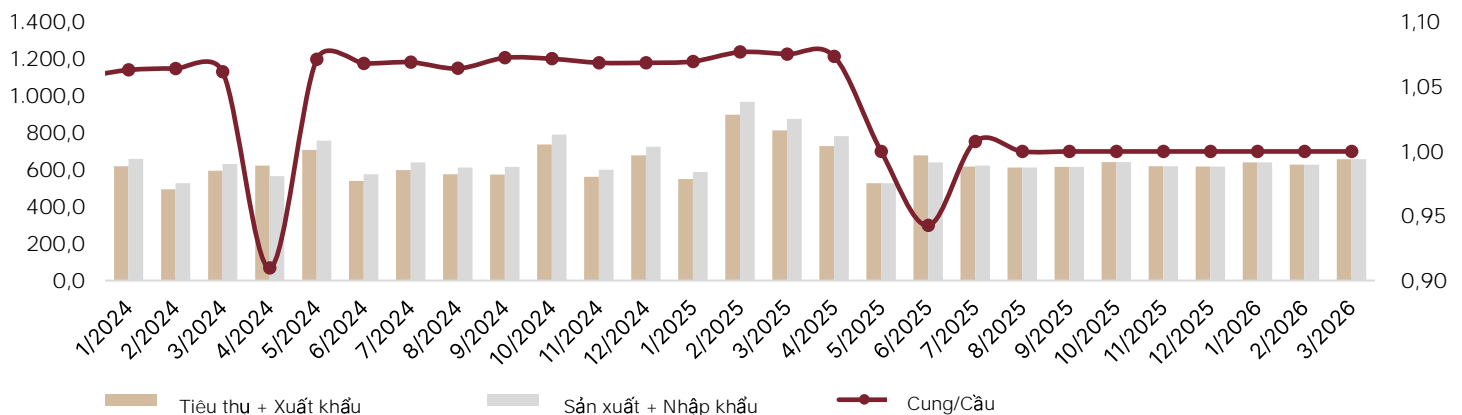
Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA) dự báo tổng nhu cầu giấy năm 2026 sẽ tăng khoảng 12%, đưa mức tiêu thụ tiệm cận với tổng công suất giấy bao bì hiện khoảng 6 triệu tấn. VPPA cũng kỳ vọng xuất khẩu đạt khoảng 1,2 triệu tấn (xấp xỉ mức năm 2025) và nhập khẩu khoảng 1,6 triệu tấn (giảm khoảng 13,8% svck so với 2025). Trong năm 2025, sản lượng nhập khẩu giấy bao bì của Việt Nam đã chứng lợi/giảm nhẹ so với cùng kỳ (-0,1% svck so với 2024). Xét riêng lẻ, diễn biến này có thể chưa mang nhiều ý nghĩa; tuy nhiên, khi kết hợp với nguồn cung trong nước suy giảm, yếu tố này góp phần tái cân bằng trạng thái cung-cầu của thị trường giấy Việt Nam.

### Kim ngạch xuất nhập khẩu hàng tháng của Việt Nam: Giấy và các sản phẩm từ giấy (triệu USD)



Nguồn: Hải quan Việt Nam, SSI Research

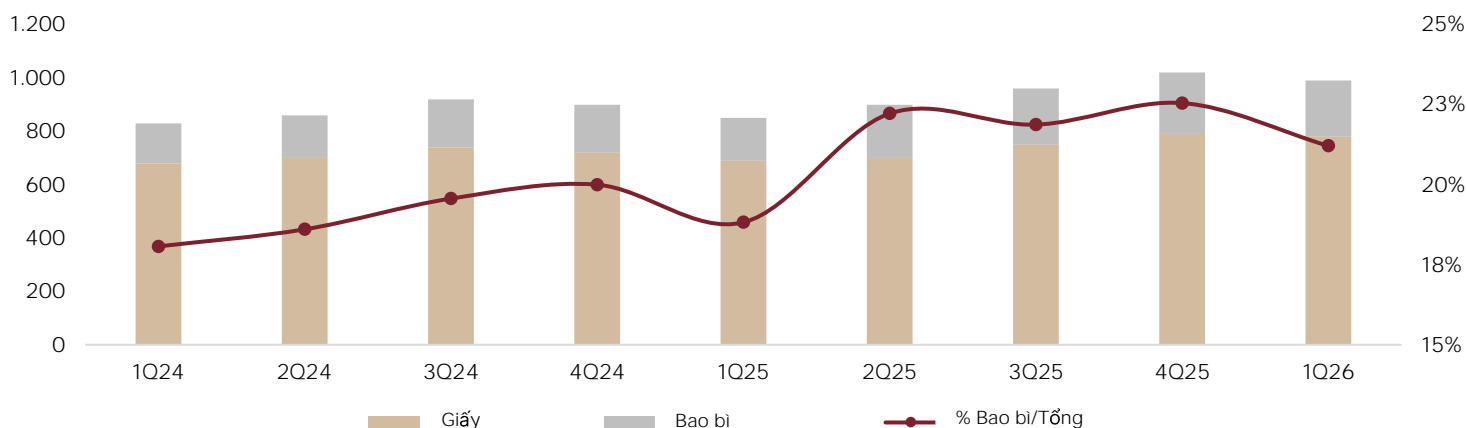
### Nguồn cung – cầu giấy bao bì hàng tháng của Việt Nam (nghìn tấn) và tỷ lệ cung/cầu



Nguồn: VPPA, SSI Research

Diễn biến giá bán bình quân phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, với việc thị trường dần trở lại trạng thái cân bằng đã giúp cải thiện giá bán, tiếp tục hỗ trợ phục hồi biên lợi nhuận đến năm 2026 – đặc biệt trong bối cảnh cơ cấu sản phẩm của DHC dịch chuyển sang các sản phẩm bao bì có giá trị cao hơn. Các sản phẩm giấy kraft cuộn vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của DHC, khoảng 80%. Tuy nhiên, công ty ghi nhận đà tăng doanh số mạnh ở nhóm sản phẩm bao bì có biên lợi nhuận cao đang dần gia tăng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu.

### Cơ cấu doanh thu của DHC: Giấy và Bao bì (tỷ đồng)



Nguồn: SSI Research

**Chúng tôi duy trì quan điểm DHC sẽ ghi nhận đà tăng trưởng từ tốn hơn** trong bối cảnh điều kiện thương mại toàn cầu còn nhiều biến động. Các yếu tố như khả năng điều chỉnh thuế quan, căng thẳng thương mại leo thang, hay gián đoạn tuyến vận tải – đặc biệt tại khu vực Trung Đông và Biển Đen – đều có thể tạo ra những bất ổn trong ngắn hạn có nguy cơ kéo dài.

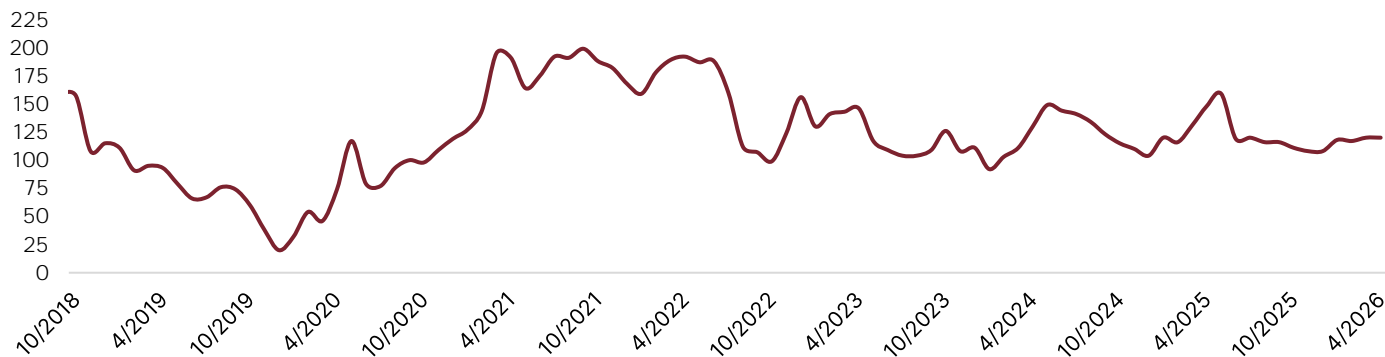
Do các nhà máy giấy của DHC hiện gần như đã hoạt động hết công suất, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ năm 2026 sẽ chỉ tăng khoảng 2%, chủ yếu được dẫn dắt bởi nhu cầu bao bì. Yếu tố then chốt trong câu chuyện tăng trưởng năm 2026 của DHC nằm ở việc duy trì giá bán bình quân trên 10.000 đồng/kg (phục hồi từ Q4/2025), qua đó hỗ trợ mức tăng trưởng 8,6% svck.

Giá bán bình quân trong nước hiện dao động khoảng 10.400–10.700 đồng/kg, với mức giá của DHC khá sát so với các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam (Nine Dragons, VinaKraft). Khi ngành sản xuất tại Trung Quốc phục hồi, nhu cầu giấy cũng cải thiện, qua đó hỗ trợ tăng giá và giảm áp lực lên thị trường giấy Việt Nam.

**Mặc dù giá bán bình quân cải thiện, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận có thể đi ngang hoặc thu hẹp so với cùng kỳ nếu giá OCC và chi phí vận chuyển tăng nhanh hơn trong năm 2026** – trong đó, sự phục hồi sản xuất tại châu Á là yếu tố chính thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ OCC. Hiện tại, giá OCC FOB duy trì ở mức khoảng 125 USD/tấn tại Mỹ và 120 USD/tấn tại Châu Âu. Mức giá này tương đương với việc giá FOB trên thị trường tăng khoảng 10% so với quý trước, nhưng vẫn giảm khoảng 6% svck, trong khi giá nội địa vẫn thấp hơn so với hàng nhập khẩu. Chi phí vận chuyển tuyến Mỹ – châu Á/Việt Nam đã tăng khoảng 28–30% từ đầu năm (~+20% svck), trong khi chi phí logistics nội địa tăng khoảng 300 đồng/kg (~+15% svck).

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng kết quả tích cực của DHC trong Q1/2026 một phần đến từ nền chi phí thấp chuyển tiếp từ Q4/2025, cùng với bối cảnh áp lực kéo dài lên chuỗi cung ứng toàn cầu, chi phí đầu vào của DHC sẽ tăng nhanh, chủ yếu do chi phí vận chuyển. **Việc duy trì tăng trưởng giá bán – tức chuyển chi phí đầu vào sang giá bán – sẽ là yếu tố then chốt giúp DHC duy trì hiệu quả kinh doanh trong năm 2026.**

### Giá phế liệu bình quân (theo USD) – nguồn cung từ Châu Âu (USD/tấn)



Nguồn: SSI Research

## Định giá

Chúng tôi duy trì quan điểm đà phục hồi doanh thu sẽ tiếp diễn khi các doanh nghiệp xuất khẩu điều chỉnh chiến lược trong dài hạn và các yếu tố bất định liên quan đến thuế quan dần được phân ánh vào mô hình chuỗi cung ứng. Nhìn chung, kết quả doanh thu và lợi nhuận năm 2026 được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ sự phục hồi của giá bán, được hỗ trợ bởi điều kiện nhu cầu tốt hơn. Biên lợi nhuận gộp dự kiến đi ngang hoặc giảm nhẹ, khi chi phí đầu vào tăng – một phần do bất ổn toàn cầu – gây áp lực làm suy giảm biên lợi nhuận.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo năm 2026 với doanh thu đạt 4.019 tỷ đồng (+10,6% svck), biên lợi nhuận gộp đạt 15,7% (-0,5 điểm % svck), và NPATMI đạt 419,3 tỷ đồng (+6,7% svck; biên lợi nhuận ròng đạt 10,4%). Chúng tôi cũng sẽ cập nhật về tiến độ dự án Giao Long 3 trong năm, với giả định hiện tại là dự án sẽ đi vào vận hành từ tháng 5/2027. Kế hoạch nâng tỷ trọng sản xuất Kraftliner tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng trong trung và dài hạn cho DHC, đánh dấu sự chuyển dịch chiến lược sang các dòng giấy có giá trị cao hơn, góp phần cải thiện triển vọng lợi nhuận trong giai đoạn 2028–2035.

Chúng tôi cập nhật ước tính như sau:

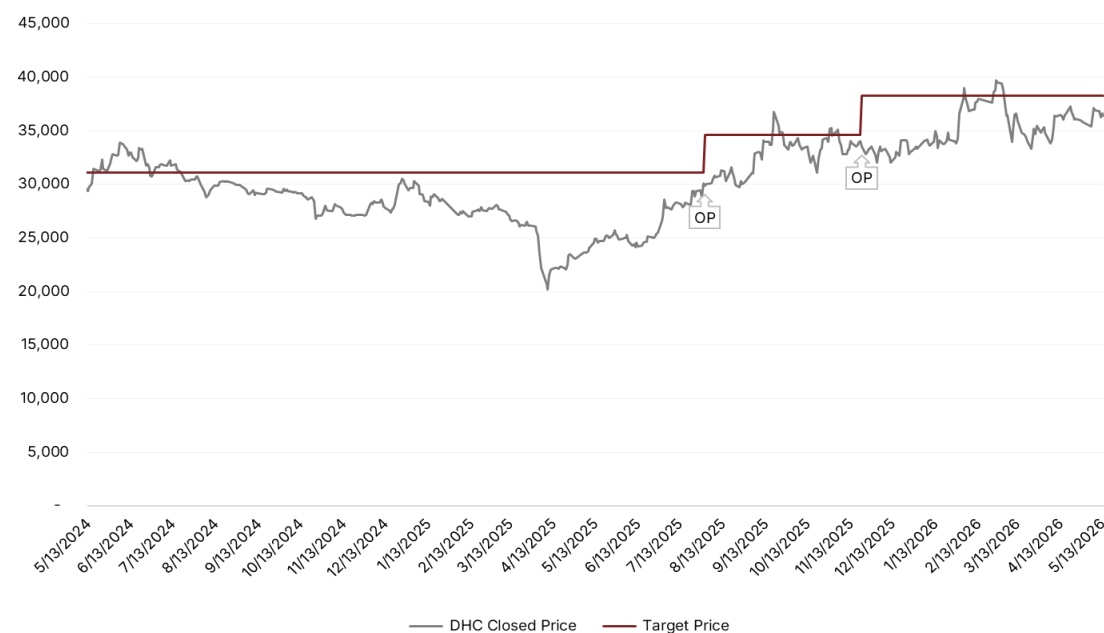
Tỷ đồng	2024	2025	2026F
Doanh thu	3.597	3.633	4.019
Tăng trưởng DTT	10,3%	1,0%	10,6%
Lợi nhuận gộp	426	587	632
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	11,8%	16,2%	15,7%
EBIT	302	491	529
EBITDA	407	602	638
LNTT	279	457	495
Tăng trưởng LNTT	-22,0%	63,8%	8,2%
<i>Biên LNTT</i>	7,8%	12,6%	12,3%
Thuế TNDN	(37)	(64)	(74)
<i>Thuế TNDN thực tế</i>	13,3%	14,0%	15,0%
Lợi nhuận ròng	242	393	421
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	-21,7%	62,3%	7,0%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	6,7%	10,8%	10,5%
EPS (VND)	3,007	4,069	4,254

Nguồn: DHC, SSI Research

Tại mức giá hiện tại, DHC đang giao dịch với hệ số P/E trượt ở mức 7,73x và P/B trượt ở mức 1,50x (tương đương P/E dự phóng 2026 là 8,56x và P/B 1,61x), thấp hơn mức trung bình 5 năm lần lượt là 10,3x và 2,29x. Sử dụng phương pháp định giá DCF, với WACC 12,4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn (g) 1,0%, chúng tôi tăng giá mục tiêu của DHC lên 39.500 đồng/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá khoảng 9% và hệ số P/E dự phóng 2026 là 9,28x.

Do giá cổ phiếu DHC đã tăng kể từ lần cập nhật trước — vượt mức giá mục tiêu trước đó là 38.300 đồng/cổ phiếu — và hiện đang dao động ở vùng giá cao trong khi giá mục tiêu mới không tăng đáng kể, chúng tôi hạ khuyến nghị DHC xuống mức TRUNG LẬP.

## Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	247	571	408	742
+ Đầu tư ngắn hạn	101	334	763	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	894	745	871	871
+ Hàng tồn kho	504	524	492	609
+ Tài sản ngắn hạn khác	39	12	18	10
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.785</b>	<b>2.186</b>	<b>2.552</b>	<b>2.232</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	5	3	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	1.042	994	942	933
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	46	17	52	1.402
+ Đầu tư dài hạn	7	6	8	8
+ Tài sản dài hạn khác	31	39	25	27
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.130</b>	<b>1.058</b>	<b>1.027</b>	<b>2.370</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.915</b>	<b>3.245</b>	<b>3.579</b>	<b>4.603</b>
+ Nợ ngắn hạn	1.062	1.236	1.368	1.325
Trong đó: vay ngắn hạn	702	763	918	846
+ Nợ dài hạn	1	6	0	866
Trong đó: vay dài hạn	0	6	0	846
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1.063</b>	<b>1.242</b>	<b>1.368</b>	<b>2.192</b>
+ Vốn góp	805	805	966	1.063
+ Thặng dư vốn cổ phần	235	235	235	235
+ Lợi nhuận chưa phân phối	707	843	882	962
+ Quỹ khác	105	119	128	151
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.852</b>	<b>2.003</b>	<b>2.211</b>	<b>2.411</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.915</b>	<b>3.245</b>	<b>3.579</b>	<b>4.603</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	241	656	465	1.221
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-165	-322	-600	-1.450
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-18	-11	-28	563
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>58</b>	<b>324</b>	<b>-163</b>	<b>334</b>
Tiền đầu kỳ	189	247	571	408
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>247</b>	<b>571</b>	<b>408</b>	<b>742</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,68	1,77	1,87	1,68
Hệ số thanh toán nhanh	1,17	1,34	1,49	1,22
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,33	0,73	0,86	0,56
Nợ ròng / EBITDA	0,79	0,80	0,59	1,15
Khả năng thanh toán lãi vay	11,78	13,20	14,64	15,62
Ngày phải thu	73,4	66,1	68,2	60,4
Ngày phải trả	55,3	40,9	47,3	42,4
Ngày tồn kho	75,0	59,2	60,9	59,4
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,64	0,62	0,62	0,52
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,36	0,38	0,38	0,48
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,57	0,62	0,62	0,91
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,38	0,38	0,41	0,70
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,38	0,38	0,41	0,35

Nguồn: DHC, SSI Research

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.259</b>	<b>3.597</b>	<b>3.631</b>	<b>4.018</b>
Giá vốn hàng bán	-2.755	-3.170	-3.044	-3.385
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>504</b>	<b>426</b>	<b>587</b>	<b>632</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	29	34	64	73
Chi phí tài chính	-38	-39	-39	-41
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-108	-113	-123	-133
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-38	-40	-41	-45
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	<b>351</b>	<b>271</b>	<b>450</b>	<b>487</b>
Thu nhập khác	8	8	7	8
Lợi nhuận trước thuế	358	279	457	495
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>309</b>	<b>242</b>	<b>393</b>	<b>421</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>309</b>	<b>242</b>	<b>393</b>	<b>419</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	1
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	3.843	3.007	4.069	4.254
Giá trị sổ sách (VND)	22.969	24.859	22.893	22.679
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	1.000	1.000	2.000
EBIT	391	302	491	529
EBITDA	494	407	602	638
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-17,2%	10,4%	1,0%	10,6%
EBITDA	-11,4%	-17,5%	47,9%	5,9%
EBIT	-14,2%	-22,8%	62,5%	7,7%
Lợi nhuận ròng	-18,5%	-21,7%	62,3%	7,0%
Vốn chủ sở hữu	5,7%	8,2%	10,4%	9,0%
Vốn điều lệ	15,0%	0,0%	20,0%	10,0%
Tổng tài sản	1,1%	11,3%	10,3%	28,6%
<b>Định giá</b>				
P/E	9,9	12,5	9,3	8,5
P/B	1,7	1,5	1,6	1,6
Giá/Doanh thu	0,9	0,8	1,0	1,0
Tỷ suất cổ tức	0,0%	2,7%	2,7%	5,5%
EV/EBITDA	6,9	7,1	5,6	5,1
EV/Doanh thu	1,0	0,8	0,9	0,8
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,5%	11,8%	16,2%	15,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	11,6%	7,7%	11,8%	11,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,5%	6,7%	10,8%	10,5%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,3%	3,1%	3,4%	3,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
ROE	17,2%	12,6%	18,7%	18,2%
ROA	10,7%	7,9%	11,5%	10,3%
ROIC	14,0%	9,8%	14,3%	12,4%

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

### Chiến lược thị trường

#### Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321