

Ngành Giấy

Báo cáo cập nhật

Tháng 2, 2019

Mã giao dịch: DHC

Reuters: DHC.HM

Bloomberg: DHC VN

Tiêu thụ giấy khả quan mở ra cơ hội lớn cho Giao Long 2

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **49.000**

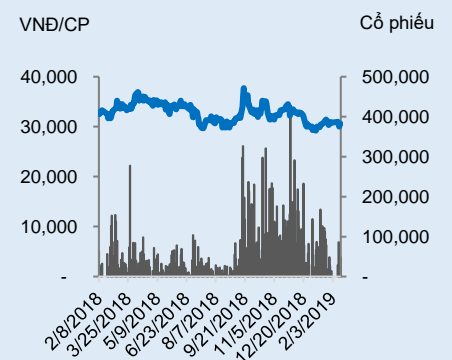
Giá thị trường (15/02/2019) 30.600

Lợi nhuận kỳ vọng **+60%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	29.200-37.710
Vốn hóa	1.371 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	44.797.526
KLGD bình quân 10 ngày	35.249
% sở hữu nước ngoài	34%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,8

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHC	2,0%	2,3%	-8,1%	2,5%
VN-Index	6,6%	5,4%	6,0%	-3,2%

Lợi nhuận 2018 tăng trưởng ấn tượng nhờ hưởng lợi gián tiếp từ chính sách môi trường của Trung Quốc. DHC công bố KQKD Q4 2018 với doanh thu 247 tỷ đồng (+5% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 30,5 tỷ đồng (-13% yoy). Như vậy lũy kế cả năm DHC đạt 927 tỷ đồng doanh thu và 134 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng ấn tượng lần lượt là 14% yoy và 68% yoy.

Giao Long 2 về cơ bản đã gần như sẵn sàng để đưa vào sử dụng. Giá trị XDCB dở dang của dự án cuối Q4 2018 được ghi nhận ở mức 1.070 tỷ đồng, bằng 93% dự toán trước đây. Theo cập nhật mới nhất với DHC thì việc đền bù các trụ điện đã hoàn tất, việc xây dựng và đi đường dây sẽ được hoàn thành sớm để đưa nhà máy vào chạy thử trong Q2 2019. Chúng tôi cũng kỳ vọng Giao Long 2 sẽ hoạt động thương mại kể từ Q3 2019.

Thận trọng dự báo lợi nhuận 2019 DHC tăng trưởng nhẹ 11%. Chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng hơn về dự báo 2019 cho DHC với doanh thu 1.504 (+62% yoy) và lợi nhuận sau thuế 149 tỷ đồng (+11% yoy), chủ yếu do nhà máy Giao Long 2 đưa vào hoạt động trễ hơn dự kiến trong khi giá đầu ra có dấu hiệu hạ nhiệt. **EPS dự phóng 3.330 đồng/cp và P/E forward 2019 là 9,2 lần.**

BVSC ước tính **nếu nhà máy Giao Long 2 chạy full công suất, DHC có thể đạt** mức doanh thu bình quân khoảng 2.800 tỷ/năm và lợi nhuận sau thuế 350 tỷ/năm, tương đương với **EPS 8.000 đồng/cp và P/E 3,8 lần ở giá hiện tại.** Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt được mức này **vào năm 2020.**

Khuyến nghị đầu tư: Tuy thận trọng hơn về dự báo ngắn hạn 2019 trong lần cập nhật này, BVSC vẫn duy trì quan điểm lạc quan về tiềm năng trung - dài hạn của DHC: (i) nhu cầu giấy bao bì trong nước tăng mạnh và khả năng cầu vượt cung trong tương lai là điểm hỗ trợ rất quan trọng cho Giao Long 2; (ii) xu hướng ngày càng thắt chặt vấn đề môi trường của Trung Quốc sẽ giúp giữ giá giấy thu hồi ở mức thấp; (iii) DHC sẽ có mức định giá rất hấp dẫn vào năm 2020 với P/E dự phóng 3,8 lần khi Giao Long 2 chạy hết công suất. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **OUTPERFORM** với DHC trên mức giá mục tiêu **49.000 đồng/cp.**

Một số chỉ tiêu tài chính của DHC.

Chỉ số tài chính		2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu	Tỷ VND	810	927	1.504	2.820
LNST	Tỷ VND	80	134	149	359
EPS	VND	2.329	3.243	3.330	8.023
P/E	x	13,1	9,4	9,2	3,8
P/B	x	1,9	1,6	1,3	1,0

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 28) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

DHC 2018: Lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng nhờ hưởng lợi gián tiếp từ chính sách môi trường của Trung Quốc

DHC công bố KQKD Q4 2018 với doanh thu 247 tỷ đồng (+5% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 30,5 tỷ đồng (-13% yoy). Như vậy lũy kế cả năm DHC đạt 927 tỷ đồng doanh thu và 134 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng ấn tượng lần lượt là 14% yoy và 68% yoy. Các điểm nổi bật chính:

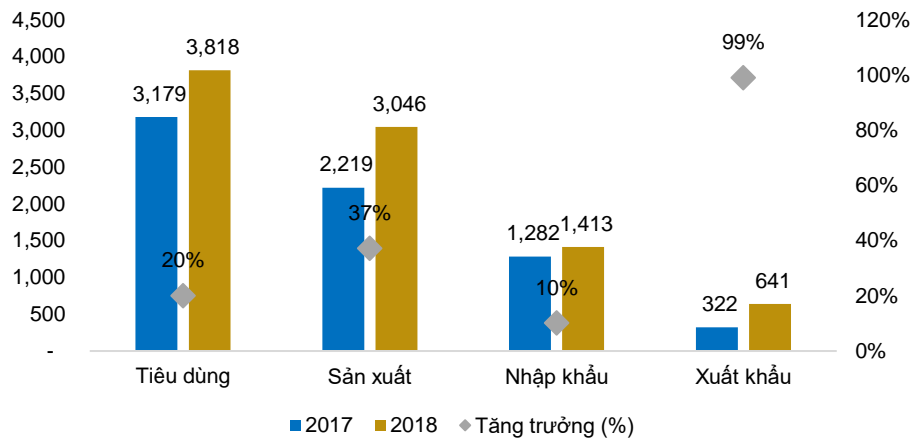
- i) **Sản lượng bao bì ước tăng gần 10% yoy**, tương đương hơn 31 triệu sản phẩm; trong khi **sản lượng giấy công nghiệp ước tính đi ngang so** với năm 2017 vì Giao Long 1 đã chạy full công suất.
- ii) **Giá bán ước tính tăng 10-15% yoy**, do tác động gián tiếp từ chính sách môi trường khắt khe của Trung Quốc khiến các doanh nghiệp nước này ra các nước lân cận, trong đó có Việt Nam để thu mua giấy công nghiệp về để phục vụ cho nhu cầu sản xuất trong nước. **Điều này giúp biên gộp của DHC đạt mức bình quân 22,1% trong năm 2018, tăng đến 5,7% so với năm trước**; trong đó cao điểm Q2-Q3 biên lợi nhuận gộp có lúc đã lên đến 25%.
- iii) **Chi phí tài chính tăng gấp 3 lần cùng kỳ**, trong đó chủ yếu là chi phí lãi vay cả năm đạt 11 tỷ đồng, tăng thêm gần 7 tỷ đồng yoy. Nguyên nhân chủ yếu là do nợ vay ngắn hạn của DHC đã tăng thêm gấp 2,8 lần so với đầu năm. Đây là động thái của công ty để bổ sung vốn lưu động và trữ nguyên vật liệu cho Giao Long 1 cũng như là Giao Long 2 trong năm 2019. Ngoài ra vay dài hạn cũng tăng gấp đôi lên 558 tỷ đồng, tuy nhiên phần lãi vay này vẫn còn được vốn hoá do Giao Long 2 vẫn chưa đưa vào hoạt động.
- iv) **Giao Long 2 về cơ bản đã gần như sẵn sàng để đưa vào sử dụng**. Giá trị XDCCB dở dang của dự án cuối Q4 2018 được ghi nhận ở mức 1.070 tỷ đồng, bằng 93% dự toán trước đây. Theo cập nhật mới nhất với DHC thì việc đền bù các trụ điện đã hoàn tất, việc xây dựng và đi đường dây sẽ được hoàn thành sớm để đưa nhà máy vào chạy thử trong Q2 2019. Chúng tôi cũng kỳ vọng Giao Long 2 sẽ hoạt động thương mại kể từ Q3 2019.

Triển vọng 2019: Tiêu thụ nội địa khả quan, giá giấy phế liệu kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức thấp

Tiêu thụ nội địa khả quan mở ra cơ hội lớn. Theo thống kê của VPPA, tiêu thụ giấy bao bì (chiếm 77% tổng tiêu dùng giấy) năm 2018 của Việt Nam đạt 3,8 triệu tấn (+20% yoy) - là mức tăng cao nhất trong lịch sử. Về mặt sản xuất, tổng sản lượng nội địa chỉ mới đạt trên 3 triệu tấn (+37% yoy), chủ yếu nhờ các doanh nghiệp FDI như Vinakraft, Lee & Man và Chánh Dương. Qua đó, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu hơn 1,4 triệu tấn giấy bao bì (+10% yoy) trong năm 2018. Với việc công suất tăng thêm chỉ ở mức 900.000 tấn trong

năm 2019 (chủ yếu đóng góp từ các nhà máy ở khu vực phía Nam, trong đó có Giao Long 2), nếu tiêu thụ bao bì duy trì mức tăng trưởng 10%/năm thì nhu cầu sẽ vượt khả năng cung ứng trong 1-2 năm tới.

Sản xuất và tiêu thụ giấy bao bì tại Việt Nam (đvt: nghìn tấn)

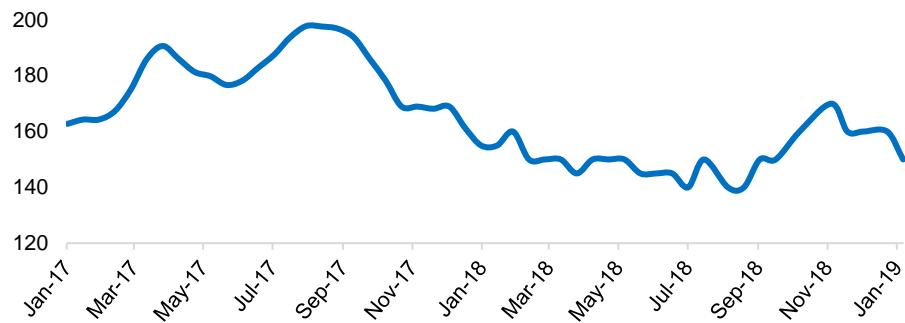


Nguồn: VPPA

Việc siết chặt nhập khẩu giấy thu hồi ảnh hưởng DHC ít hơn các đối thủ khác. Thông tư 08 và 09 yêu cầu các sở TN-MT kiểm tra 100% các lô hàng container là giấy thu hồi (cùng với Hải quan, đơn vị giám định độc lập). Quy định này ảnh hưởng nặng nề đến các khu vực có nhiều nhà máy giấy như Bình Dương (Chánh Dương, Vinakraft, v.v) khiến cho việc sản xuất bị trì trệ vì thiếu nguyên liệu, trong khi sở TM-MT lại không thể phân bổ đủ nhân lực để thông quan tất cả các container kịp thời. Đối với trường hợp DHC, chỉ có mỗi doanh nghiệp này nhập khẩu giấy thu hồi ở khu vực tỉnh Bến Tre, do đó chịu tác động không nhiều như các doanh nghiệp ở Bình Dương.

Kỳ vọng chính sách của Trung Quốc sẽ khiến giá OCC tiếp tục duy trì ở mức thấp. RISI thống kê trong năm 2018 Trung Quốc đã nhập khẩu khoảng 18,2 triệu tấn giấy thu hồi (bao gồm OCC và các loại giấy khác), giảm gần 30% yoy. Nhiều khả năng quota cho năm 2019 sẽ tiếp tục giảm chỉ còn khoảng 9-10 triệu tấn và thực tế Trung Quốc đã cấp quota 5 triệu tấn đầu tiên. Trên thị trường, giá OCC sau khi tăng nhanh trong tháng 10-11/2018 do các nhà sản xuất giấy Trung Quốc tăng nhập khẩu vì lo ngại việc thắt chặt quota trong năm 2019 và khả năng Trung Quốc đánh thuế 25% đối với giấy nhập khẩu từ Mỹ, thì đã giảm nhiệt và hiện tại đang ở mức thấp hơn 10% so với thời điểm đầu 2018. Do đó, BVSC cũng kỳ vọng chi phí giấy thu hồi đầu vào của các doanh nghiệp Việt Nam sẽ tiếp tục được hỗ trợ trong năm 2019.

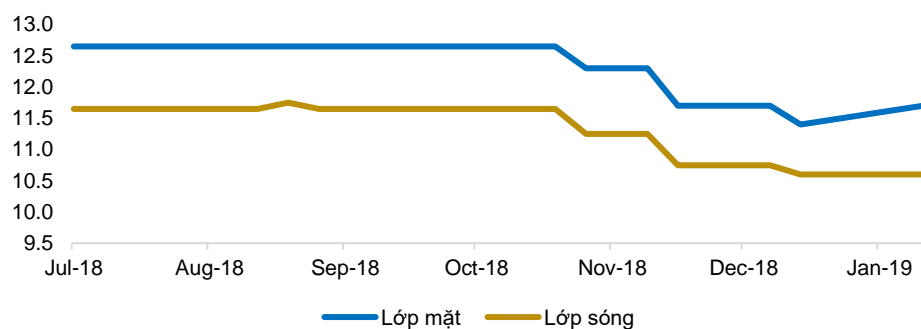
Giá OCC 11 tại các cảng Đà Loan và ĐNÁ (Đvt: USD/tấn)



Nguồn: VPPA, BVSC tổng hợp

Giá giấy Kraft công nghiệp có xu hướng hạ nhiệt và bình thường trở lại. Sau các đợt tăng nóng trong 3 quý đầu năm 2018 do Trung Quốc tăng cường thu mua tại các nước xuất khẩu lân cận thì kể từ 11/2018, giá giấy Kraft công nghiệp đã có xu hướng bình ổn trở lại. Chúng tôi quan sát thấy giá giấy lớp mặt và lớp sóng trong nước đã giảm bình quân khoảng 8% so với cao điểm giữa năm 2018.

Giá giấy Kraft công nghiệp (đvt: triệu đồng/kg)



Thận trọng dự báo lợi nhuận 2019 DHC tăng trưởng nhẹ 11%. Trong lần cập nhật lần này, chúng tôi đưa ra quan điểm thận trọng hơn về dự báo 2019 cho DHC với doanh thu 1.504 (+62% yoy) và lợi nhuận sau thuế 149 tỷ đồng (+11% yoy), chủ yếu do nhà máy Giao Long 2 đưa vào hoạt động trễ hơn dự kiến trong khi giá đầu ra có dấu hiệu hạ nhiệt. **EPS dự phóng 3.330 đồng/cp và P/E forward 2019 là 9,2 lần.**

Các giả định chính như sau:

- ❖ Giá bán giấy Kraft công nghiệp giảm 8% trở về mức bình thường trước đợt tăng nóng. Giấy bao bì carton cũng hạ nhiệt 5%.
- ❖ Giá OCC tiếp tục duy trì ở mức thấp, giả định chi phí nguyên vật liệu giảm nhẹ 3%.
- ❖ Qua đó biên lợi nhuận gộp dự báo giảm từ 22,1% còn 18,6%.
- ❖ Sản lượng giấy Kraft công nghiệp đạt 124 nghìn tấn, trong đó Giao Long 1 đóng góp 60.000 tấn (chạy full công suất) và Giao Long 2 đóng góp 64.000 tấn (chạy

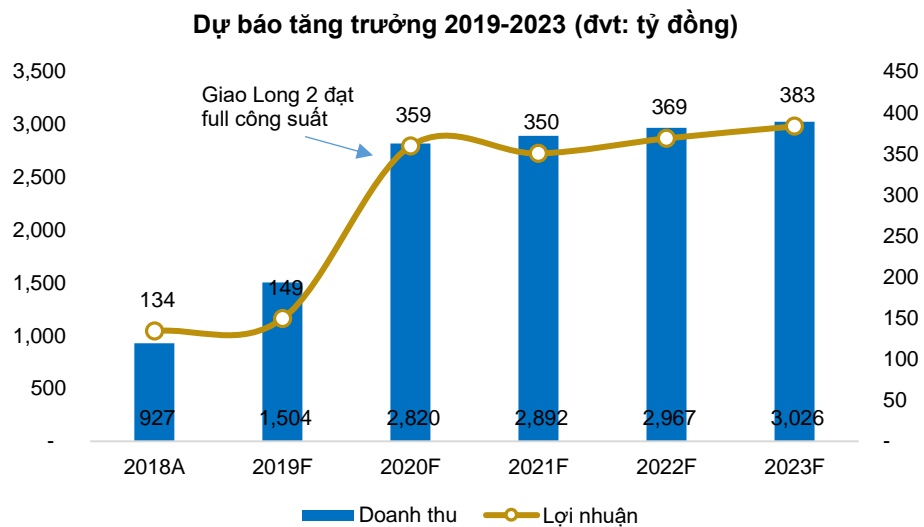
50% công suất của nửa năm). Chúng tôi được biết điểm hoà vốn của Giao Long 2 là từ 42% - 46% công suất.

- ❖ Sản lượng giấy bao bì carton tiếp tục tăng 10%. Công suất hiện tại có thể duy trì mức tăng trưởng 10% trong 2 năm tới. DHC cũng có dự định mở rộng thêm công suất nhưng hiện tại chúng tôi chưa lượng hoá điểm này vào mô hình dự báo.

Triển vọng 2019-2023

BVSC ước tính nếu nhà máy Giao Long 2 chạy full công suất, DHC có thể đạt mức doanh thu bình quân khoảng 2.800 tỷ/năm và lợi nhuận sau thuế 350 tỷ/năm, tương đương với EPS 8.000 đồng/cp và P/E 3,8 lần ở giá hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt được mức này vào năm 2020.

Ngoài ra trong giai đoạn 2019-2023, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng kép (CAGR) 19% cho doanh thu và 27% cho lợi nhuận, nhờ công ty giảm bớt nợ vay khi dòng tiền Giao Long 2 bắt đầu ổn định hơn. Nhà đầu tư lưu ý rằng BVSC đã dự trù giá bán giấy Kraft công nghiệp giảm thêm 4% trong năm 2020 do giá bán của các hợp đồng lớn và xuất khẩu cho Giao Long 2 có thể sẽ thấp hơn quy mô hợp đồng mà DHC thường ký cho Giao Long 1.



Nguồn: BVSC dự báo

Khuyến nghị đầu tư

Tuy thận trọng hơn về dự báo ngắn hạn 2019 trong lần cập nhật này, BVSC vẫn duy trì quan điểm lạc quan về tiềm năng trung - dài hạn của DHC: (i) nhu cầu giấy bao bì trong nước tăng mạnh và khả năng cầu vượt cung trong tương lai là điểm hỗ trợ rất quan trọng cho Giao Long 2; (ii) xu hướng ngày càng thắt chặt vấn đề môi trường của Trung Quốc sẽ giúp giữ giá giấy thu hồi ở mức thấp; (iii) DHC sẽ có mức định giá rất hấp dẫn vào năm 2020 với P/E dự phóng 3,8 lần khi Giao Long 2 chạy hết công suất. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **OUTPERFORM** với DHC trên mức giá mục tiêu **49.000 đồng/cp**.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	640	668	810	927
Giá vốn	523	545	678	722
Lợi nhuận gộp	117	123	132	205
Doanh thu tài chính	0	5	3	2
Chi phí tài chính	6	4	5	15
Lợi nhuận sau thuế	80	86	80	134

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017	2018
Tiền & khoản tương đương tiền	2	35	111	29
Các khoản phải thu ngắn hạn	101	130	111	154
Hàng tồn kho	58	56	228	337
Tài sản cố định hữu hình	219	189	184	133
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3	3	3	3
Tổng tài sản	406	630	1.291	1.795
Nợ ngắn hạn	103	108	331	395
Nợ dài hạn	-	-	249	558
Vốn chủ sở hữu	303	521	711	842
Tổng nguồn vốn	406	630	1,291	1.795

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	17,9%	4,4%	21,2%	14,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	85,1%	7,5%	-6,4%	67,1%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,3%	18,5%	16,3%	22,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	12,5%	12,8%	9,9%	14,5%
ROA (%)	19,3%	16,6%	8,4%	8,7%
ROE (%)	28,4%	20,8%	13,0%	17,3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,25	0,17	44,9%	53,1%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,34	0,21	81,4%	113,2%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.622	3.351	2.329	3.243
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.551	20.370	20.636	20.361

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888