

## Ngành giấy

Báo cáo cập nhật

Tháng 7 2020

Mã giao dịch: DHC

Reuters: DHC.HM

Bloomberg: DHC VN

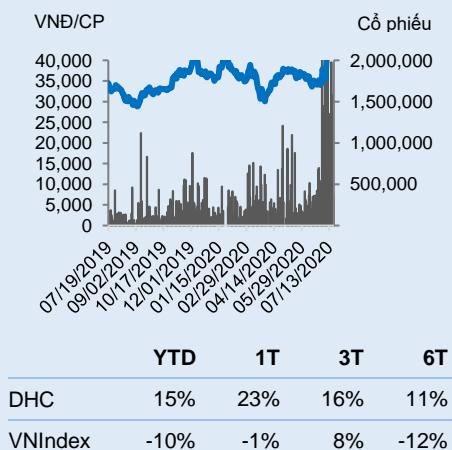
## Dòng tiền dồi dào từ Giao Long 2 đặt nền tảng cho chính sách cổ tức tiền mặt đều đặn.

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>50.000</b>
Giá thị trường (20/07/2020)	42.400
Lợi nhuận kỳ vọng	+17,9%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	28.400-43.750
Vốn hóa	2.374
SL cổ phiếu lưu hành	55.995.783
KLGD bình quân 10 ngày	1.552.174
% sở hữu nước ngoài	26,6%
Room nước ngoài	49,9%
Giá trị cổ tức/cổ phần	20,0%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,7%
Beta	0,9

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



**KQKD Q2 khả quan hơn dự báo.** DHC công bố kết quả Q2 2020 với doanh thu đạt 649 tỷ đồng (+181% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt gần 79 tỷ đồng (+212% yoy). Như vậy sau 6 tháng DHC đã hoàn thành 56% kế hoạch doanh thu và 84% kế hoạch lợi nhuận năm.

- ❖ **Sản lượng tiêu thụ giấy của DHC không bị ảnh hưởng nhiều bởi COVID-19.** Sản lượng tiêu thụ chỉ giảm trong tháng 4 do giãn cách xã hội và hầu như đã phục hồi hoàn toàn trong các tháng sau đó. BVSC cũng nhận thấy tiêu thụ nội địa và xuất khẩu chung của ngành đã hồi phục rất nhanh kể từ tháng 5/2020.
- ❖ **Giá đầu vào và đầu ra đang có sự bình ổn trở lại.** Sau khi hết giãn cách xã hội ở Việt Nam và các nền kinh tế khác mở cửa trở lại, giá OCC (giấy thùng carton cũ) đầu vào đã giảm mạnh 25% so với đỉnh tháng 5/2020 trong khi giá đầu ra đang dần hồi phục về mức đầu 2020.
- ❖ **Biên gộp giảm mạnh về 14,7% trong Q2 chỉ làm tạm thời.** Chúng tôi kỳ vọng biên gộp sẽ cải thiện từ nửa sau Q3 với xu hướng giá đầu vào / đầu ra hiện nay. Tuy nhiên biên lợi nhuận khó sẽ quay trở về được mức cao 24,2% như Q1 2020 do thời điểm đó DHC vẫn sử dụng còn tồn kho giá thấp kỷ lục từ Q4 2019.

**Điều chỉnh tăng dự báo 2020.** Dựa trên những cập nhật trong Q2 2020, BVSC dự báo doanh thu cả năm đạt 2.576 tỷ đồng (+80% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 280 tỷ đồng (+84% yoy). Các chỉ tiêu trên cao hơn dự báo lần trước 11% về doanh thu và 32% về lợi nhuận. **EPS dự phóng 5.012 đồng/cp tương ứng với P/E 8,5 lần.**

**Quan điểm đầu tư:** Cổ phiếu DHC đã tăng hơn 20% kể từ đầu tháng 7 phản ánh lợi nhuận Q2 tích cực và cũng như là sự giải tỏa sau khi cổ đông lớn Daiwa và SSIAM đã thoái vốn thành công. Bên cạnh đó, với việc Giao Long 2 đã hoạt động tối đa công suất và lợi nhuận tăng trưởng mạnh như kỳ vọng của thị trường, chúng tôi cho rằng động lực trong ngắn hạn đối với cổ phiếu là không còn nhiều. Tuy nhiên, BVSC vẫn cho rằng DHC thích hợp cho các nhà đầu tư nắm giữ lâu dài: (i) nền tảng tài chính vững mạnh và dòng tiền hoạt động dồi dào sẽ giúp DHC duy trì chính sách cổ tức ổn định trong tương lai; (ii) công ty sẽ trả hết nợ vay trung hạn trong năm 2021 qua đó tiết kiệm thêm chi phí lãi vay; (iii) câu chuyện sản xuất giấy Kraftliner và xa hơn là nhà máy Bao bì số 1 sẽ là những động lực tăng trưởng khác trong tương lai. BVSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DHC trên mức giá mục tiêu **50.000 đồng/cp** theo phương pháp DCF như báo cáo lần trước ngày 23/04/2020 của chúng tôi.

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 28) 3914.6888 ext 258

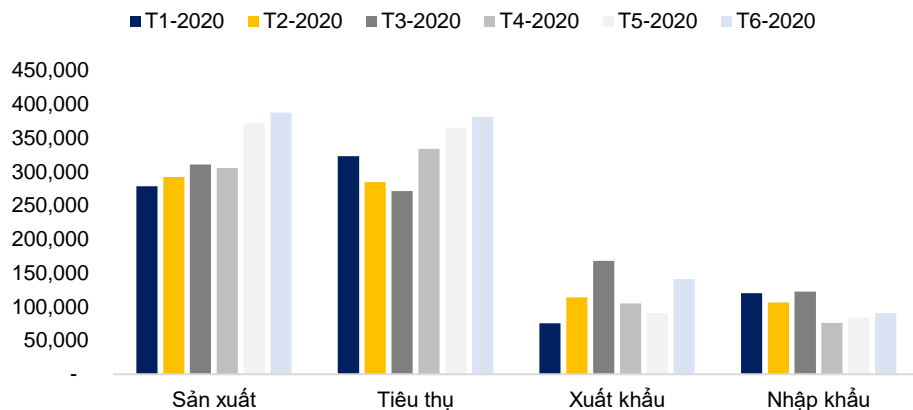
truongsyphu@baoviet.com.vn

## KQKD Q2 2020 nhìn chung khả quan hơn dự báo

DHC công cố kết quả Q2 2020 với doanh thu đạt 649 tỷ đồng (+181% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt gần 79 tỷ đồng (+212% yoy). Như vậy sau 6 tháng DHC đã hoàn thành 56% kế hoạch doanh thu và 84% kế hoạch lợi nhuận năm. So với báo cáo lần trước của BVSC, kết quả này đạt lần lượt 57% dự báo doanh thu và 79% dự báo lợi nhuận. Chúng tôi cập nhật các điểm nhấn chính trong kết quả kinh doanh Q2 2020 như sau:

- ❖ **Sản lượng tiêu thụ giấy của DHC không bị ảnh hưởng nhiều bởi COVID-19.** Sản lượng tiêu thụ chỉ giảm trong tháng 4 do giãn cách xã hội và hầu như đã phục hồi hoàn toàn trong các tháng sau đó. Qua đó khả năng sản lượng cả năm 2020 của Giao Long 2 có khả năng vẫn đạt 100% so với dự báo 77-80% lần trước của BVSC. So sánh tương quan, BVSC cũng nhận thấy tiêu thụ nội địa và xuất khẩu chung của ngành đã hồi phục rất nhanh kể từ tháng 5/2020.

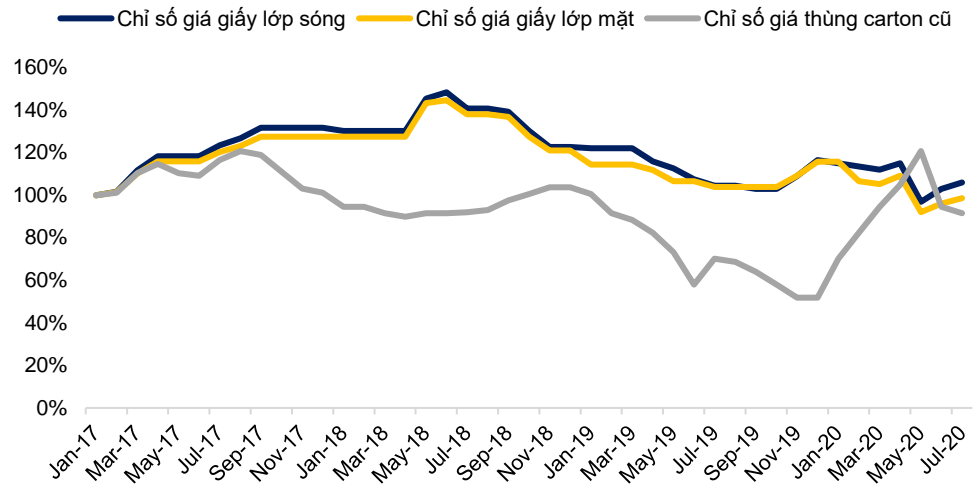
**Ngành giấy bao bì hồi phục nhanh sau giãn cách xã hội**  
(Đơn vị tính: tấn)



*Nguồn: VPPA*

- ❖ **... mà chủ yếu là giá bán giảm.** Lượng hàng lớn của các doanh nghiệp FDI xuất khẩu đi Trung Quốc gặp khó khăn nên phải bán trong nước nhìn chung đã kéo giảm mặt bằng giá đầu ra trong Q2. Theo dõi giá xuất khẩu, chúng tôi thấy có thời điểm giá bán đã giảm gần 20% so với cuối 2019. Tuy nhiên với việc Việt Nam cũng như các nước trên thế giới mở cửa nền kinh tế trở lại, giá giấy thành phẩm đã hồi phục đáng kể và đang quay lại mặt bằng đầu năm.

**Biến động giá giấy thành phẩm và giấy thùng carton cũ**

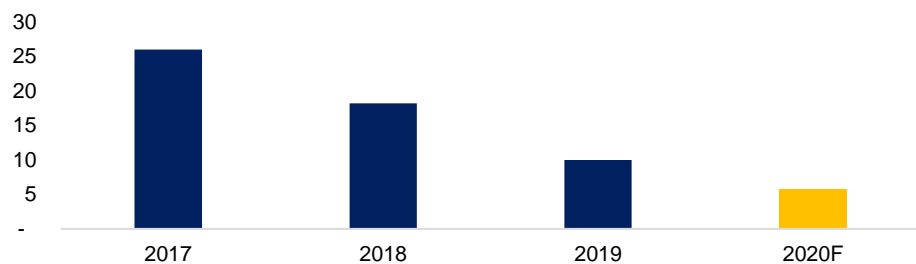


Nguồn: VPPA, BVSC tổng hợp

- ❖ **Giá đầu vào bắt đầu giảm mạnh sau 1H 2020 đầy biến động.** Dịch COVID-19 đã làm ảnh hưởng nghiêm trọng nguồn cung giấy thu hồi OCC từ Mỹ, Nhật Bản và EU tới Châu Á. Qua đó, giá OCC đã tăng mạnh và đạt đỉnh vào tháng 5/2020. Tuy nhiên, sau khi các nền kinh tế khởi động trở lại thì giá OCC đã giảm gần 25%. Chúng tôi kỳ vọng giá OCC sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhẹ trong 6 tháng cuối 2020 và thậm chí sang năm 2021 do Trung Quốc vẫn giữ quan điểm môi trường cứng rắn và hướng tới dừng phụ thuộc vào giấy thu hồi nhập khẩu.

**Nhập khẩu giấy thu hồi của Trung Quốc**

Đơn vị tính: triệu tấn



Nguồn: VPPA, BVSC tổng hợp

- ❖ **Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh trong Q2 2020 chỉ mang tính thời điểm.** DHC ghi nhận mức biên gộp chỉ 14,7%, giảm mạnh so với 24,2% của Q1 2020. Nguyên nhân chủ yếu là do giá đầu vào đạt mức cao điểm và giá đầu ra đạt mức thấp điểm cùng lúc trong Q2. Ảnh hưởng tiêu cực này đặc biệt phản ánh rõ nhất trong tháng 6 với lợi nhuận sau thuế chỉ 10 tỷ đồng, đây là mức lợi nhuận bình quân tháng thấp nhất kể từ đầu năm. Tuy nhiên với xu hướng bình ổn của giá đầu ra / đầu vào như chúng tôi vừa phân tích ở trên, BVSC cho rằng biên lợi nhuận sẽ cải thiện từ giữa

Q3 2020 trở đi; nhưng cũng cần nhấn mạnh rằng biên lợi nhuận khó sẽ quay trở về được mức cao như Q1 2020 do thời điểm đó DHC vẫn sử dụng còn tồn kho giá thấp kỷ lục từ Q4 2019.

- ❖ **Hoàn thuế trong Q2 2020 đã hỗ trợ rất nhiều cho KQKD chung.** Nhà máy Giao Long 2 được miễn thuế 2 năm và giảm 50% thuế trong 4 năm tiếp theo tính từ đầu năm 2020. Do trong Q1 DHC vẫn tạm tính thuế suất 20% cho tổng lợi nhuận nên đã ghi nhận hoàn thuế trong Q2, phần điều chỉnh này khoảng gần 17 tỷ đồng.

## Điều chỉnh tăng dự báo cả năm 2020

Dựa trên những cập nhật trong Q2 2020, BVSC dự báo doanh thu cả năm đạt 2.576 tỷ đồng (+80% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 280 tỷ đồng (+84% yoy). Các chỉ tiêu trên cao hơn dự báo lần trước 11% về doanh thu và 32% về lợi nhuận. **EPS dự phóng 5.012 đồng/cp tương ứng với P/E 8,5 lần.**

### Các vấn đề khác:

- ❖ **Thử nghiệm và sản xuất giấy Kraftliner có thể sẽ dời qua năm 2021.** Do ảnh hưởng của dịch COVID-19 nên hiện tại DHC vẫn chưa mời được các chuyên gia từ nước ngoài về để tư vấn về việc sản xuất sản phẩm này. Theo như hiểu biết của BVSC, Kraftliner là sản phẩm cao cấp hơn khi đầu vào sử dụng cả bột giấy lẫn giấy tái chế OCC nên giá bán có thể cao hơn 20-30% so với sản phẩm hiện tại mà công ty đang kinh doanh. Bên cạnh đó, DHC có thể tận dụng dây chuyền Giao Long 2 hiện hữu và linh hoạt chuyển đổi giữa các sản phẩm tùy theo điều kiện thị trường.
- ❖ **Nhà máy bao bì số 1 vẫn trong quá trình đầu tư nhưng sẽ không có áp lực thời gian.** Do ảnh hưởng của dịch COVID-19, tiêu thụ của nhà máy bao bì hiện hữu vẫn đang giảm so với cùng kỳ và chưa hoạt động hết công suất.

## Khuyến nghị đầu tư

Cổ phiếu DHC đã tăng hơn 20% kể từ đầu tháng 7 phản ánh lợi nhuận Q2 tích cực và cũng như là sự giải toả sau khi cổ đông lớn Daiwa và SSIAM đã thoái vốn thành công. Bên cạnh đó, với việc Giao Long 2 đã hoạt động tối đa công suất và lợi nhuận tăng trưởng mạnh như kỳ vọng của thị trường, chúng tôi cho rằng động lực trong ngắn hạn đối với đà tăng của DHC không còn nhiều. Tuy nhiên, BVSC vẫn cho rằng DHC thích hợp cho các nhà đầu tư nắm giữ lâu dài: (i) nền tảng tài chính vững mạnh và dòng tiền hoạt động dồi dào sẽ giúp DHC duy trì chính sách cổ tức ổn định trong tương lai; (ii) công ty sẽ trả hết nợ vay trung hạn trong năm 2021 qua đó tiết kiệm thêm chi phí lãi vay; (iii) câu chuyện sản xuất giấy Kraftliner và xa hơn là nhà máy Bao bì số 1 sẽ là những động lực tăng trưởng khác trong tương lai. BVSC tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DHC trên mức giá mục tiêu **50.000 đồng/cp** theo phương pháp DCF như báo cáo lần trước ngày 23/04/2020 của chúng tôi.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Doanh thu thuần	810	927	1.430	2.576
Giá vốn	(678)	(722)	(1.127)	(2.162)
Lợi nhuận gộp	132	205	303	413
Doanh thu tài chính	3	2	4	2
Chi phí tài chính	(5)	(15)	(30)	(39)
Lợi nhuận sau thuế	80	134	182	280

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	111	29	156	57
Các khoản phải thu ngắn hạn	164	167	387	721
Hàng tồn kho	225	337	311	597
Tài sản cố định	184	133	1.197	1.197
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3	3	3	3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.290</b>	<b>1.812</b>	<b>2.113</b>	<b>2.575</b>
Nợ ngắn hạn	214	80	230	849
Nợ dài hạn	249	558	440	350
Vốn chủ sở hữu	711	842	1.118	1.376
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.290</b>	<b>1.812</b>	<b>2.113</b>	<b>2.575</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	21%	14%	54%	80%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-7%	68%	36%	54%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	16%	22%	21%	16%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10%	14%	13%	11%
ROA (%)	6%	7%	9%	11%
ROE (%)	11%	16%	16%	20%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	45%	54%	47%	47%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	81%	115%	89%	87%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.706	3.178	3.383	5.012
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.609	20.338	19.964	23.484

## 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

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyễn**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Tiện ích công cộng

lethanhoa@baoviet.com.vn

**Đỗ Long Khánh**

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Trần Thu Nga**

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthuthunga@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng, Ô tô &amp; Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@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