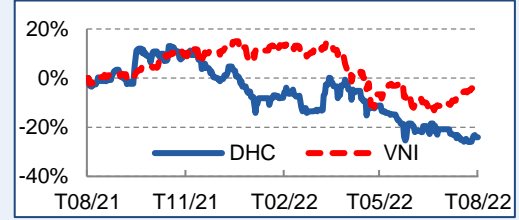


Ngành	Giấy bao bì		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	24/08/2022	Tăng trưởng DT	44,2%	-7,3%	8,2%	9,4%
Giá hiện tại	61.500VND	Tăng trưởng EPS	23,2%	-3,7%	7,4%	13,8%
Giá mục tiêu	70.000VND	Biên LN gộp	16,2%	18,0%	18,7%	18,9%
Giá mục tiêu gần nhất	95.200VND	Biên LN ròng	11,6%	12,0%	13,0%	13,5%
TL tăng	+13,8%	EV/EBITDA	7,3x	7,0x	6,3x	5,7x
Lợi suất cổ tức	4,1%	Giá CP/DTHĐ	27,9x	10,9x	8,3x	8,3x
Tổng mức sinh lời	+17,9%	P/E	9,1x	9,5x	8,8x	7,8x



			DHC	Peers	VNI
GT vốn hóa	186tr USD				
Room KN	33tr USD	P/E (trượt)	10,3x	12,0x	13,6x
GTGD/ngày (30n)	0,3tr USD	P/B (hiện tại)	2,4x	1,2x	2,1x
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	0,2x	0,7x	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	70,0 tr	ROE	26,1%	7,7%	15,5%
Pha loãng	75,6 tr	ROA	20,6%	3,9%	2,5%

**Tổng quan công ty:**

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất bao bì quy mô trung bình tại Việt Nam với thị phần ~5% trong năm 2021, theo ước tính của chúng tôi. DHC sở hữu 2 nhà máy sản xuất giấy tái chế và 1 nhà máy sản xuất bao bì tại tỉnh Bến Tre ở miền Nam. Các sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy bao bì và thùng carton.

Bùi Xuân Vinh  
Chuyên viên

Nguyễn Thảo Vy  
Trưởng phòng

## Nhu cầu thấp trong ngắn hạn; nhà máy GL3 khởi công vào đầu 2023

- Chúng tôi điều chỉnh giảm khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN cho CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) và giảm 25% giá mục tiêu khi chúng tôi (1) điều chỉnh giảm 11% dự báo tổng LNST giai đoạn 2022-2024 do nhu cầu thị trường thấp, (2) điều chỉnh giảm tỷ lệ P/E mục tiêu từ 11 lần xuống 9,5 lần do triển vọng tăng trưởng trung hạn của DHC thấp hơn và (3) chúng tôi có quan điểm kém tích cực hơn về vốn lưu động của DHC, ảnh hưởng đến định giá theo phương pháp DCF của chúng tôi.
- DHC ghi nhận sản lượng bán thấp hơn do nhu cầu giấy bao bì của thị trường trong nước và xuất khẩu giảm. Nhu cầu thấp cũng dẫn đến giá carton cũ (OCC) đầu vào giảm nhiều hơn giá giấy, từ đó sẽ hỗ trợ tích cực cho chênh lệch giá của DHC trong quý 4/2022, theo quan điểm của chúng tôi.
- Chúng tôi duy trì quan điểm rằng DHC sẽ là công ty hưởng lợi từ đà tăng trưởng của lượng tiêu thụ giấy bao bì của Việt Nam trong dài hạn nhờ DHC có chi phí cạnh tranh và kế hoạch mở rộng công suất thông qua nhà máy Giao Long 3 (GL3) dự kiến sẽ tăng công suất sản xuất giấy của công ty thêm 120%.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E 2022/ 2023 của DHC là 11,0/10,2 lần so với P/E trượt trung vị 10 năm của các công ty cùng ngành là 11 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Nhà máy GL3 đi vào hoạt động – chúng tôi chưa đưa nhà máy này vào mô hình dự báo do kế hoạch cơ cấu sản phẩm vẫn chưa được công bố chi tiết.
- Rủi ro cho quan điểm của chúng tôi: Áp lực về giá bán do các đối thủ tăng công suất.

**Nhu cầu giấy bao bì thấp ảnh hưởng đến sản lượng bán nhưng cũng là yếu tố hỗ trợ do chênh lệch giá cải thiện.** Chúng tôi ước tính sản lượng bán giấy và giấy bao bì của DHC đều giảm 7% YoY trong 6 tháng đầu năm 2022, và chúng tôi điều chỉnh giảm 11% và 7% dự báo doanh thu lần lượt cho năm 2022 và 2023, chủ yếu do giá định sản lượng bán thấp hơn. Giá giấy bao bì của DHC giảm từ trên 12.000 đồng/kg trong cuối 6 tháng đầu năm 2022 hiện còn khoảng 11.000 đồng/kg, theo ban lãnh đạo. Tuy nhiên, nhu cầu giấy bao bì thấp từ các nước xuất khẩu đã làm giảm nhu cầu đối với OCC đầu vào, cùng với ảnh hưởng từ các hạn chế do dịch COVID-19 của Trung Quốc. Giá nhập khẩu OCC từ Mỹ, EU và Nhật Bản vào Việt Nam gần đây đã giảm xuống dưới 200 USD/tấn từ mức trung bình khoảng 270 USD/tấn trong 6 tháng đầu năm 2022. Do giá OCC giảm mạnh hơn so với giá bán và do DHC thường dự trữ OCC cho sản xuất trong 2 tháng, chúng tôi cho rằng giá OCC thấp hiện tại sẽ là yếu tố hỗ trợ cho KQKD trong quý 4/2022.

**Nhà máy GL3 có thể giúp nâng công suất sản xuất giấy của DHC tăng hơn gấp đôi vào giữa năm 2025.** DHC lên kế hoạch đầu tư 1,8 nghìn tỷ đồng vào nhà máy thứ 3 này với công suất sản xuất 370.000 tấn/năm – tương đương với 120% công suất hiện tại của DHC. Công ty lên kế hoạch

vay nợ rất ít để tài trợ cho dự án này. DHC dự kiến sẽ nhận được phê duyệt báo cáo đánh giá tác động môi trường, phòng cháy chữa cháy và giấy phép xây dựng vào cuối năm 2022. Khi các giấy phép được thông qua, việc xây dựng sẽ kéo dài trong 24 tháng và giai đoạn vận hành thử có thể kéo dài 6 tháng. Về cơ cấu sản phẩm, ban lãnh đạo lên kế hoạch sản xuất cả những sản phẩm hiện hữu của DHC cũng như những dòng sản phẩm giấy bao bì giá trị gia tăng cao hơn; tuy nhiên, công ty chưa đưa ra thông tin cụ thể cho kế hoạch này. Theo ước tính của chúng tôi, nếu nhà máy GL3 có cơ cấu sản phẩm tương tự như GL2, điều này có thể giúp tăng định giá của chúng tôi cho DHC thêm khoảng 20%.

## Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>	<b>4.164</b>	<b>3.861</b>	<b>4.179</b>	<b>4.572</b>
Giá vốn hàng bán	-3.492	-3.166	-3.397	-3.706
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>673</b>	<b>695</b>	<b>783</b>	<b>866</b>
Chi phí bán hàng	-120	-116	-119	-128
Chi phí quản lý DN	-42	-46	-42	-46
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>511</b>	<b>533</b>	<b>622</b>	<b>692</b>
Doanh thu tài chính	15	14	8	25
Chi phí tài chính	-17	-21	-14	-16
Trong đó, chi phí lãi vay	-16	-15	-14	-16
Lợi nhuận từ công ty LDLK	1	1	1	1
Lợi nhuận/(chi phí) khác	2	2	2	2
<b>LNTT</b>	<b>512</b>	<b>530</b>	<b>618</b>	<b>706</b>
Thuế TNDN	-30	-67	-75	-88
LNST trước CĐTS	<b>481</b>	<b>463</b>	<b>543</b>	<b>618</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>481</b>	<b>463</b>	<b>543</b>	<b>618</b>
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>481</b>	<b>463</b>	<b>543</b>	<b>618</b>

EBITDA	612	642	710	781
EPS báo cáo, VND	6.739	6.488	6.965	7.925
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	6.739	6.488	6.965	7.925
EPS pha loãng <sup>(1)</sup> , VND	6.739	6.488	6.965	7.925
DPS, VND	2.500	2.400	2.500	2.800
DPS/EPS (%)	37%	37%	36%	35%

<sup>(1)</sup> Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	44,2%	-7,3%	8,2%	9,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	17,0%	4,4%	16,6%	11,4%
Tăng trưởng LNTT	24,8%	3,7%	16,6%	14,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	23,2%	-3,7%	7,4%	13,8%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	16,2%	18,0%	18,7%	18,9%
Biên LN từ HĐ %	12,3%	13,8%	14,9%	15,1%
Biên EBITDA	14,7%	16,6%	17,0%	17,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	11,6%	12,0%	13,0%	13,5%
ROE %	31,1%	25,2%	23,8%	22,1%
ROA %	20,6%	18,4%	18,3%	17,5%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	33	43	51	55
Số ngày phải thu	52	64	63	65
Số ngày phải trả	41	40	38	37
TG luân chuyển tiền	44	67	77	83

Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,2	3,0	3,5
CS thanh toán nhanh	1,2	1,5	2,3	2,7
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,3	1,1	1,4
Nợ/Tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn CSH	0,1	0,0	-0,2	-0,3
Khả năng thanh toán lãi vay	32,4	36,6	43,3	44,6

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương	98	209	796	1.104
Đầu tư TC ngắn hạn	44	44	44	44
Các khoản phải thu	655	698	756	877
Hàng tồn kho	320	434	512	609
TS ngắn hạn khác	53	42	41	40
Tổng TS ngắn hạn	<b>1.170</b>	<b>1.426</b>	<b>2.149</b>	<b>2.674</b>
TS dài hạn (gộp)	1.670	1.751	1.790	1.829
- Khấu hao lũy kế	-463	-572	-660	-748
TS dài hạn (ròng)	1.207	1.180	1.130	1.081
Đầu tư TC dài hạn	5	5	5	5
TS dài hạn khác	19	19	19	19
Tổng TS dài hạn	<b>1.231</b>	<b>1.203</b>	<b>1.154</b>	<b>1.104</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.401</b>	<b>2.630</b>	<b>3.303</b>	<b>3.778</b>
Phải trả ngắn hạn	371	347	372	406
Nợ ngắn hạn	305	277	297	324
Nợ ngắn hạn khác	28	30	37	45
Tổng nợ ngắn hạn	704	654	706	775
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>704</b>	<b>654</b>	<b>706</b>	<b>775</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	235	235	397	397
Vốn cổ phần	700	700	795	795
Lợi nhuận giữ lại	703	958	1.299	1.679
Vốn khác	59	83	106	133
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.697</b>	<b>1.976</b>	<b>2.597</b>	<b>3.004</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.401</b>	<b>2.630</b>	<b>3.303</b>	<b>3.778</b>
	70,0	70,0	76,4	76,4
CP lưu hành cuối năm (triệu)	70,0	70,0	79,5	79,5
CP quỹ cuối năm (triệu)	0	0	0	0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>202</b>	<b>98</b>	<b>209</b>	<b>796</b>
Lợi nhuận sau thuế	481	463	543	618
Khấu hao	101	109	88	88
Thay đổi vốn lưu động	-190	-167	-103	-176
Điều chỉnh khác	-10	-9	-11	-12
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>154</b>	<b>395</b>	<b>517</b>	<b>518</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-52	-81	-39	-39
Đầu tư, ròng	-33	0	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-86</b>	<b>-81</b>	<b>-39</b>	<b>-39</b>
Cổ tức đã trả	-112	-175	-168	-199
Tăng (giảm) vốn	0	0	257	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	15	-28	20	27
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-145	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-172</b>	<b>-203</b>	<b>109</b>	<b>-172</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-104</b>	<b>111</b>	<b>587</b>	<b>308</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>98</b>	<b>209</b>	<b>796</b>	<b>1.104</b>

Nguồn: VCSC, DHC; (2) dựa trên (3) dự báo cổ phiếu lưu hành cuối năm; (3) chưa điều chỉnh cho giá trị bổ sung từ đợt phát hành quyền sắp tới của DHC; (4) điều chỉnh cho cả yếu tố giá trị hợp lý và giá trị bổ sung của đợt phát hành cổ phiếu của DHC.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Bùi Xuân Vĩnh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Đồng Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Nghiên cứu & Phân tích: +84 28 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123**  
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124**  
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185

#### Bất động sản và Cơ sở hạ tầng

**Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363  
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

**Giám đốc điều hành**  
**Khối môi giới và Giao dịch**  
**Chứng khoán – Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 107  
tuan.nhan@vcsc.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

**Giám đốc điều hành**  
**Khối Môi giới trong nước**  
+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vcsc.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng

**Giám đốc**  
**Giao dịch Chứng khoán -**  
**Khách hàng tổ chức**  
+84 28 3914 3588, ext 136  
dung.nguyen@vcsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tầng 16, Tòa nhà Doji, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (403)

#### Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

#### Vĩ mô

**Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364**  
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

**Đình Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140**  
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135  
- Hoàng Minh Thắng, Chuyên viên, ext 196

#### Vật liệu và Công nghiệp

**Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147**  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.