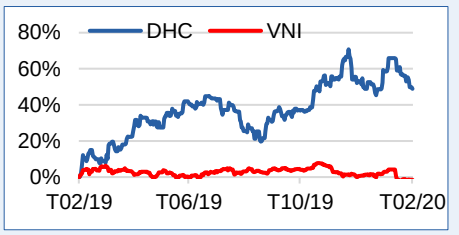
CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) [MUA +32,9%]

Cập nhật

Ngành:	**Giấy bao bì**
Ngày báo cáo:	**17/02/2020**
Giá hiện tại:	36.650VND
Giá mục tiêu:	47.700VND
Giá mục tiêu gần nhất:	47.700VND
TL tăng:	+30,2%
Lợi suất cổ tức:	2,7%
Tổng mức sinh lời:	+32,9%

	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng DT	54,3%	50,5%	28,8%	8,2%
Tăng trưởng EPS	30,3%	27,4%	41,7%	15,0%
Biên LN gộp	21,2%	18,4%	18,6%	20,0%
Biên LN ròng	12,7%	11,2%	12,3%	13,0%
EV/EBITDA	8,8x	6,1x	4,7x	4,3x
Giá CP/Dòng tiền HĐ	5,2x	5,7x	5,3x	4,0x
P/E	11,1x	8,7x	6,2x	5,4x



GT vốn hóa:	88,6tr USD
Room KN:	9,7tr USD
GTGD/ngày (30n):	247.000
Cổ phần Nhà nước:	0%
SL cổ phiếu lưu hành:	56,0tr
Pha loãng:	56,0tr
PEG 3 năm:	0,4

	DHC	Peers	VNI
P/E (trượt)	11,1x	8,5x	16,4x
P/B (hiện tại)	1,8x	1,0x	2,2x
Nợ ròng/CSH	0,5x	0,8x	NA
ROE	18,5%	8,4%	13,4%
ROA	9,2%	3,6%	2,2%

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 ~3% trong năm 2019, 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 cacton.

Đào Danh Long Hà, CFA
Chuyên viên

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Công suất mới thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận dù gặp trở ngại từ dịch CoV

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA và duy trì quan điểm tích cực đối với khả năng DHC tận dụng đà tăng trưởng tiêu thụ giấy bao bì tại Việt Nam, được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất gần đây của công ty.
- Chúng tôi duy trì giá mục tiêu khi cho rằng dịch virus corona (CoV) sẽ tạm thời ảnh hưởng ngành bán lẻ và xuất khẩu của Việt Nam, kéo theo nhu cầu giấy bao bì trong năm 2020, tuy nhiên, diễn biến này được bù đắp bởi vòng quay tiền mặt tốt hơn kỳ vọng của DHC.
- Chúng tôi giảm 8% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2020 trong khi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trong giai đoạn 2021-2022. Chúng tôi lần lượt giảm 3%/14% dự báo sản lượng và 2%/3% giả định giá bán trung bình của mảng giấy/bao bì trong năm 2020. Các điều chỉnh này được bù đắp bởi mức giảm 5% giá nguyên liệu giấy carton cũ (OCC) trung bình trong năm 2020.
- Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 28% trong giai đoạn 2020-2022 dựa trên công suất mở rộng, ưu đãi thuế và dòng tiền mặt tự do dồi dào của công ty.
- Định giá của DHC tỏ ra hấp dẫn khi được giao dịch tại PER dự phóng năm 2020/2021 lần lượt là 8,7 lần/6,2 lần, theo dự báo của chúng tôi, so với trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 10,9 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: chi phí OCC thuận lợi nhờ Trung Quốc giảm nhập khẩu giấy OCC.
- Rủi ro cho triển vọng tích cực của chúng tôi: giá bán giấy giảm do tình hình kinh tế chững lại tại Trung Quốc, nguồn cung trong nước tăng ngoài dự kiến, chính sách môi trường thay đổi bất ngờ.

Dịch CoV có khả năng ảnh hưởng nhu cầu giấy bao bì trong nước. Theo quan điểm của chúng tôi, dịch CoV có thể ảnh hưởng hoạt động bán lẻ và sản xuất tại Việt Nam, vốn là các yếu tố dẫn dắt cốt lõi cho tiêu thụ giấy bao bì. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định dịch CoV sẽ đạt đỉnh trước cuối quý 1. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng tiêu thụ giấy bao bì nhìn chung sẽ chững lại trong quý 1/2020, sau đó phục hồi trong quý 2/2020. Chúng tôi cũng cho rằng mảng bao bì của DHC (21% lợi nhuận gộp của DHC trong năm 2019, theo ước tính của chúng tôi) sẽ đối mặt với nhiều thách thức hơn so với mảng giấy do mảng bao bì có các khách hàng là các công ty xuất khẩu thủy sản và trái cây sang Trung Quốc.

Chúng tôi kỳ vọng giá giấy sẽ giảm, tuy nhiên, mức giảm tương ứng của giá OCC sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận DHC. Chúng tôi hiện kỳ vọng giá bán giấy trung bình của DHC sẽ giảm 12% YoY trong năm 2020 (so với mức giảm 10% YoY trong báo cáo trước của chúng tôi), tương ứng với kỳ

vọng của chúng tôi về tăng trưởng nhu cầu thấp hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những gián đoạn của dịch CoV đối với các nhà máy sản xuất giấy Trung Quốc (ví dụ, tạm thời đóng cửa nhà máy và thiếu hụt lực lượng lao động) sẽ ảnh hưởng giá OCC – nguyên liệu chính cho các nhà sản xuất giấy bao bì tại Việt Nam.

Việc mở rộng 4,5 lần công suất sản xuất giấy gần đây của DHC là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận của công ty. Nhà máy mới của DHC (Giao Long 2) đã bắt đầu hoạt động thương mại từ tháng 9/2019 và vận hành với gần như toàn bộ công suất trong quý 4/2019. Theo đó, doanh số và LNST sau lợi ích CĐTS của DHC lần lượt tăng 168% YoY và 245% YoY trong quý 4/2019. Chúng tôi hiện giả định DHC sẽ vận hành 82%/100% công suất nhà máy mới này trong năm 2020/2021.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	**1.430**	**2.152**	**2.772**	**2.999**
Giá vốn hàng bán	-1.127	-1.757	-2.255	-2.399
Lợi nhuận gộp	**303**	**396**	**517**	**600**
Chi phí bán hàng	-49	-73	-94	-102
Chi phí quản lí DN	-20	-30	-39	-42
LN thuần HĐKD	**235**	**292**	**384**	**456**
Thu nhập tài chính	4	5	4	14
Chi phí tài chính	-30	-45	-30	-22
Trong đó, chi phí lãi vay	-30	-45	-30	-22
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	12	0	0	0
LNTT	**220**	**253**	**358**	**448**
Thuế TNDN	-39	-13	-18	-57
LNST trước CĐTS	**182**	**240**	**340**	**391**
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	**182**	**240**	**340**	**391**
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh [1]	**182**	**240**	**340**	**391**
EBITDA	293	423	547	600
EPS báo cáo, VND	3.298	4.201	5.954	6.844
EPS điều chỉnh[1], VND	3.298	4.201	5.954	6.844
EPS pha loãng, điều chỉnh [1] VND	3.298	4.201	5.954	6.844
DPS, VND	1.000	1.700	2.400	2.800
DPS/EPS (%)	30%	40%	40%	41%
(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường				

TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	54,3%	50,5%	28,8%	8,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	43,1%	24,6%	31,3%	18,9%
Tăng trưởng LNTT	42,2%	14,6%	41,9%	25,2%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	30,3%	27,4%	41,7%	15,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	21,2%	18,4%	18,6%	20,0%
Biên LN từ HĐ %	16,4%	13,6%	13,8%	15,2%
Biên EBITDA	20,5%	19,7%	19,7%	20,0%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	12,7%	11,2%	12,3%	13,0%
ROE %	18,5%	19,9%	24,0%	23,6%
ROA %	9,2%	11,2%	14,9%	15,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	105	67	62	63
Số ngày phải thu	66	64	58	58
Số ngày phải trả	52	51	48	48
TG luân chuyển tiền	119	81	73	73
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,6	1,3	1,4	1,8
CS thanh toán nhanh	1,0	0,8	0,9	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,0	0,2	0,6
Nợ/Tài sản	0,3	0,2	0,2	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,3	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,5	0,4	0,2	-0,0
Khả năng thanh toán lãi vay	7,8	6,5	12,9	20,9

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền và tương đương	156	25	129	408
Đầu tư TC ngắn hạn	8	8	8	8
Các khoản phải thu	370	390	494	452
Hàng tồn kho	311	337	432	394
TS ngắn hạn khác	34	51	66	71
Tổng TS ngắn hạn	**880**	**811**	**1.129**	**1.333**
TS dài hạn (gộp)	1.461	1.712	1.778	1.849
- Khấu hao lũy kế	-259	-390	-553	-697
TS dài hạn (ròng)	1.202	1.322	1.225	1.152
Đầu tư TC dài hạn	3	3	3	3
TS dài hạn khác	33	33	33	33
Tổng TS dài hạn	**1.238**	**1.358**	**1.261**	**1.188**
Tổng Tài sản	**2.118**	**2.168**	**2.390**	**2.521**
Phải trả ngắn hạn	235	265	352	263
Nợ ngắn hạn	259	270	347	369
Nợ ngắn hạn khác	66	92	108	105
Tổng nợ ngắn hạn	559	627	807	736
Nợ dài hạn	440	244	47	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	**999**	**871**	**854**	**736**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	235	235	235	235
Vốn cổ phần	560	560	560	560
Lợi nhuận giữ lại	293	463	689	921
Vốn khác	30	39	51	68
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	**1.118**	**1.298**	**1.536**	**1.785**
Tổng cộng nguồn vốn	**2.118**	**2.168**	**2.390**	**2.521**
Số cp lưu hành cuối năm,tr	56,0	56,0	56,0	56,0
Số cp quỹ, tr	0	0	0	0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền đầu năm	**29**	**156**	**25**	**129**
Lợi nhuận sau thuế	182	240	340	391
Khấu hao	59	131	163	143
Thay đổi vốn lưu động	-13	-6	-111	-18
Điều chỉnh khác	164	-5	-7	-8
Tiền từ hoạt động KD	**391**	**361**	**385**	**509**
Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-221	-251	-66	-70
Đầu tư	7	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**-214**	**-251**	**-66**	**-70**
Cổ tức đã trả	0	-56	-95	-134
Tăng (giảm) vốn cổ phần	96	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-27	11	77	22
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-118	-196	-196	-47
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**-49**	**-241**	**-215**	**-159**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**128**	**-131**	**104**	**279**
Tiền cuối năm	**156**	**25**	**129**	**408**

Nguồn: số liệu công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, 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 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
Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

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

Phòng giao dịch
Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105
alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô
- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm
Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143
- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

Dầu khí và Điện
Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

BĐS và Vật liệu Xây dựng
Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Vận tải
- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài
Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

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.