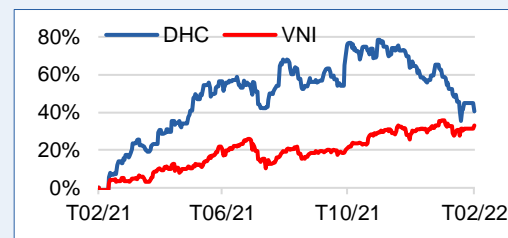


CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) [KHẢ QUAN +16,8%]

Cập nhật

Ngành	Giấy bao bì		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	14/12/2022	Tăng trưởng DT	44,2%	0,6%	3,0%	4,6%
Giá hiện tại	79.000VND	Tăng trưởng EPS	23,2%	13,3%	11,1%	8,0%
Giá mục tiêu	90.300VND	Biên LN gộp	16,2%	18,4%	18,9%	18,8%
Giá mục tiêu gần nhất	101.300VND	Biên LN ròng	11,6%	13,0%	14,0%	14,5%
TL tăng	+14,3%	EV/EBITDA	9,3x	7,9x	7,7x	7,4x
Lợi suất cổ tức	2,5%	Giá CP/DTHĐ	35,8x	6,8x	7,6x	7,2x
Tổng mức sinh lời	+16,8%	P/E	11,7x	10,3x	9,3x	8,6x



			DHC	Peers	VNI
GT vốn hóa	238,7tr USD	P/E (trượt)	11,7x	10,5x	17,1x
Room KN	27,4tr USD	P/B (hiện tại)	3,3x	1,3x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	0,4tr USD	Nợ ròng/CSH	0,1x	0,5x	N/A
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	31,1%	10,7%	15,5%
SL cổ phiếu lưu hành	70,0 tr	ROA	20,6%	4,0%	2,6%
Pha loãng	70,0 tr				

* CT cùng ngành nước ngoài

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.

Đào Danh Long Hà, CFA
Chuyên viên Cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Giám đốc

Biên lợi nhuận được cải thiện khi các gián đoạn do dịch COVID-19 giảm dần

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) khi chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về khả năng của DHC trong việc tận dụng tăng trưởng dài hạn trong tiêu thụ giấy bao bì của Việt Nam nhờ khả năng cạnh tranh về chi phí, mở rộng công suất và khả năng thực hiện đã được chứng minh.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 11% và giảm 9% tổng LNST ước tính 2022-2024 do chi phí đầu vào cao hơn dự kiến như giấy carton cũ (OCC) và vận tải cũng như DHC trì hoãn kế hoạch sản xuất giấy kraftliner - loại cao cấp hơn các sản phẩm giấy hiện có - cho đến khi nhà máy Giao Long 3 mới đi vào hoạt động. Trước đó, DHC đã lên kế hoạch bổ sung dây chuyền sản xuất kraftliner cho nhà máy Giao Long 2 hiện tại; tuy nhiên, làm điều này sẽ đòi hỏi một khoản thời gian ngừng hoạt động đối với nhà máy này - điều mà ban lãnh đạo công ty muốn tránh vào thời điểm này.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS 11% cho giai đoạn 2021-2024 nhờ nhu cầu giấy mạnh hơn và nguồn cung OCC có tiềm năng phục hồi sau các gián đoạn do COVID-19 - cả 2 đều báo hiệu tốt cho biên lợi nhuận của DHC.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E 2022 của DHC là 11,8 lần - nhìn chung là phù hợp với P/E trung bình trượt 10 năm của các công ty cùng ngành là 11 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Việc hình thành nhà máy Giao Long 3 mới có thể mở rộng công suất giấy của DHC lên ít nhất 120%. Các dự báo của chúng tôi chưa được tính đến nhà máy này vì lịch trình của nhà máy vẫn chưa rõ ràng. Ban lãnh đạo của DHC vẫn đang lên kế hoạch công suất và kế hoạch đầu tư cụ thể cho nhà máy Giao Long 3.
- Rủi ro cho quan điểm của chúng tôi: Áp lực về giá bán do các đối thủ cạnh tranh bổ sung công suất.

Tình trạng gián đoạn do dịch COVID-19 hạ nhiệt củng cố tốt cho biên lợi nhuận của DHC.

Trong quý 4/2021, biên lợi nhuận gộp của DHC giảm 9,6 điểm phần trăm YoY và 2,3 điểm phần trăm QoQ còn 11,6% do tình trạng gián đoạn kéo dài liên quan đến dịch COVID-19 như chi phí vận chuyển và chi phí OCC tăng mạnh cũng như nhu cầu giấy bao bì giảm, điều này hạn chế khả năng của DHC trong việc chuyển mức tăng trong chi phí sang khách hàng. Tuy nhiên, cán cân cung cầu của ngành đang được cải thiện nhờ hoạt động sản xuất tại Việt Nam liên tục phục hồi - hỗ trợ nhu cầu - và sự mở cửa trở lại của các nền kinh tế châu Á - thúc đẩy nguồn cung OCC. Theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), giá OCC của Nhật Bản đã giảm còn 263 USD/tấn vào tháng 1/2022 từ mức trung bình là 294 USD/tấn vào cuối năm 2021.

Chúng tôi tin rằng nhà máy giấy bao bì thứ hai của DHC ('P2') sẽ tiếp nhận nhu cầu mạnh mẽ khi đi vào hoạt động vào cuối quý 1/2022. P2 sẽ tăng công suất giấy bao bì hiện tại của DHC thêm 130%, dựa trên ước tính của chúng tôi. Hiệu suất hoạt động của nhà máy giấy bao bì hiện tại của DHC đã tăng từ 85% vào quý 3/2021 lên 113% trong quý 4/2021 nhờ nhu cầu phục hồi mạnh - đặc biệt tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, thị trường chính của mảng giấy bao bì của DHC. Dựa trên dự báo của chúng tôi, mảng giấy bao bì sẽ đóng góp lần lượt 15%/18%/22% vào tổng doanh thu của DHC trong năm 2022/2023/2024 so với mức 11% vào năm 2021.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	4.164	4.189	4.313	4.513
Giá vốn hàng bán	-3.492	-3.419	-3.500	-3.663
Lợi nhuận gộp	673	770	813	850
Chi phí bán hàng	-120	-120	-123	-126
Chi phí quản lý DN	-42	-39	-40	-42
LN thuần HĐKD	511	611	650	682
Doanh thu tài chính	15	22	50	77
Chi phí tài chính	-17	-14	-14	-14
Trong đó, chi phí lãi vay	-16	-14	-14	-14
Lợi nhuận từ công ty LDLK	1	1	1	1
Lợi nhuận/(chi phí) khác	2	2	2	2
LNTT	512	623	690	749
Thuế TNDN	-30	-78	-84	-94
LNST trước CĐTS	481	545	606	654
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	481	545	606	654
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	481	545	606	654

EBITDA	612	720	739	770
EPS báo cáo, VND	6.739	7.634	8.485	9.162
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	6.739	7.634	8.485	9.162
EPS pha loãng ⁽¹⁾ , VND	6.739	7.634	8.485	9.162
DPS, VND	2.000	2.300	2.500	2.800
DPS/EPS (%)	30%	30%	29%	31%

⁽¹⁾ Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	44,2%	0,6%	3,0%	4,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	17,0%	19,7%	6,4%	4,8%
Tăng trưởng LNTT	24,8%	21,8%	10,8%	8,5%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	23,2%	13,3%	11,1%	8,0%

Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	16,2%	18,4%	18,9%	18,8%
Biên LN từ HĐ %	12,3%	14,6%	15,1%	15,1%
Biên EBITDA	14,7%	17,2%	17,1%	17,1%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	11,6%	13,0%	14,0%	14,5%
ROE %	31,1%	28,8%	26,3%	23,7%
ROA %	20,6%	20,8%	19,6%	18,2%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	33	33	31	29
Số ngày phải thu	52	53	48	47
Số ngày phải trả	41	43	46	48
TG luân chuyển tiền	44	44	33	28

Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,2	2,7	3,2
CS thanh toán nhanh	1,2	1,8	2,3	2,8
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,9	1,5	2,1
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	-0,2	-0,4	-0,5
Khả năng thanh toán lãi vay	32,4	45,0	47,8	48,4

BẢNG CĐKT (triệu USD)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền và tương đương	98	689	1.222	1.786
Đầu tư TC ngắn hạn	44	44	44	44
Các khoản phải thu	655	569	568	582
Hàng tồn kho	320	299	295	297
TS ngắn hạn khác	53	45	42	40
Tổng TS ngắn hạn	1.170	1.647	2.171	2.748
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	1.231	1.203	1.154	1.104
Tổng Tài sản	2.401	2.850	3.325	3.853

Phải trả ngắn hạn	371	427	457	498
Nợ ngắn hạn	305	299	306	320
Nợ ngắn hạn khác	28	32	38	44
Tổng nợ ngắn hạn	704	759	800	862
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	704	759	800	862

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	235	235	235	235
Vốn cổ phần	700	700	700	700
Lợi nhuận giữ lại	703	1.073	1.479	1.915
Vốn khác	59	83	110	141
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.697	2.091	2.524	2.990
Tổng cộng nguồn vốn	2.401	2.850	3.325	3.853

CP lưu hành cuối năm (triệu)	70,0	70,0	70,0	70,0
CP quỹ cuối năm (triệu)	0	0	0	0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tr USD)	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền đầu năm	202	98	689	1.222
Lợi nhuận sau thuế	481	545	606	654
Khấu hao	101	109	88	88
Thay đổi vốn lưu động	-190	176	43	35
Điều chỉnh khác	-10	-11	-12	-13
Tiền từ hoạt động KD	154	819	725	764

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-52	-81	-39	-39
Đầu tư, ròng	-33	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-86	-81	-39	-39

Cổ tức đã trả	-112	-140	-161	-175
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	15	-6	7	14
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-145	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-172	-146	-154	-161

Tổng lưu chuyển tiền tệ	-104	591	532	565
Tiền cuối năm	98	689	1.222	1.786

Nguồn: thông tin từ 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 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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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

Phòng giao dịch Đống Đa

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, 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

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
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

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

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.