



BÁO CÁO ĐỊNH GIÁ LẦN ĐẦU

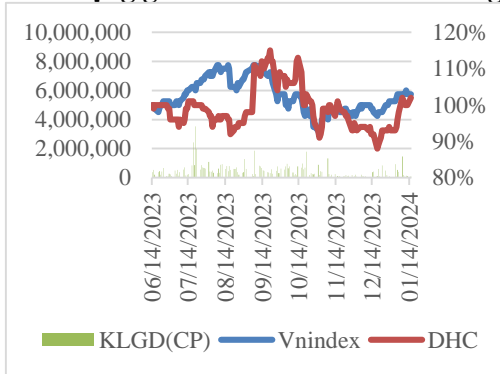
Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DHC - HSX)

KỶ VỌNG GÌ TỪ CỔ PHIẾU “BÁN GIẤY LẤY TIỀN”

Ngày thực hiện: 16/1/2024

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	41,500
Giá mục tiêu	56,300
Upside	35.7%
Thời gian nắm giữ	1 năm
Cổ tức 2023	25%
Tỷ suất cổ tức	6.25%

Biến động giá DHC & VnIndex 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP Niêm yết	80,493,048
Vốn hóa (tỷ VND)	3,264 tỷ đồng
Khoảng giá 52 tuần	32,782-47,036
Giá trị khớp lệnh bình quân 20 phiên (tỷ VND)	39.453
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	34.31%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	0.0%

Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022
EPS	6,859	6,739	5,312
BVPS	24,911	24,246	24,978
PE	11.65	5.73	7.81
ROE%	31.19	31.13	22.05
ROA%	17.82	20.55	14.36
Tổng nợ/TTS	0.39	0.29	0.39

Nguồn: Fiin, CSI Research

Chỉ tiêu tài chính (tỷ VND/%)

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu bán hàng	2,887.71	4,164.82	3,935.86	3,240
Tăng trưởng doanh thu thuần	101.9%	44.2%	-5.5%	-17.7%
Lợi nhuận gộp	157.75	113.83	105.99	132.54
Biên lợi nhuận gộp	19%	16.2%	15.2%	15.5%
Lợi nhuận sau thuế	391.93	481.34	379.46	292.14
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	116%	23%	-21%	-23%

Nguồn: DHC, CSI Research

Luận điểm đầu tư:

Giá nguyên vật liệu hạ nhiệt, giá bán Tesliner và Medium có thể tăng giúp tăng biên lợi nhuận của Đông Hải Bến Tre. Nguyên vật liệu trong sản xuất sản phẩm giấy Kraft chiếm tỷ trọng lên tới 70% trong cấu thành giá vốn, trong đó thành phần chính là nguyên liệu giấy phế liệu OCC. Do vậy, biến động giá OCC sẽ ảnh hưởng lớn tới biên lợi nhuận của DHC. Từ quý 4 năm 2022, giá OCC đã giảm khá sâu, OCC Châu Âu giảm từ 233 USD tại Q2/2022 về 163 USD (-30.4%) trong Q4/2022. Giá OCC có xu hướng đi ngang ổn định trong năm 2023 quanh 150 USD. Giá bán Tesliner và Medium cũng được dự báo khởi sắc trở lại bắt đầu từ giai đoạn T10/2023. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp DHC sẽ cải thiện về mức 19% trong năm 2024 nhờ nhu cầu giấy tăng trở lại và chi phí nguyên vật liệu ổn định.

Trong dài hạn, nhu cầu về giấy tại Việt Nam tiếp tục tăng trưởng trên 2 chữ số đạt từ 14-18% trong 5-10 năm tới. Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam vẫn còn thấp (42% tính đến T9/2023), còn cách khá xa tỷ lệ đô thị hóa mục tiêu đạt 50% vào năm 2030. Đồng thời kỳ vọng từ sự phục hồi của các doanh nghiệp xuất khẩu, dòng vốn FDI tiếp tục đổ bộ vào Việt Nam. Từ đó, nhu cầu về giấy bao bì cũng sẽ tăng cao trở lại.

DHC vẫn còn khả năng gia tăng công suất và phát triển sản phẩm Kraftliner nhờ dự án Giao Long 3. Mặc dù thị trường giấy Kraft cạnh tranh khá gay gắt, công suất dư thừa đến 2 triệu tấn, song Đông Hải Bến Tre vẫn khẳng định được thương hiệu của mình trên thị trường. DHC chiếm đến 6% thị phần, các nhà máy giấy của DHC cũng hoạt động vượt công suất. Thị trường đang dư thừa công suất tuy nhiên những sản phẩm Kraftliner chất lượng cao vẫn phải nhập khẩu. Dự án Đông Hải Bến Tre ưu tiên hướng đến sản xuất những sản phẩm giấy Kraft chất lượng cao.

Rủi ro đầu tư:

- **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận doanh nghiệp.**

- **Rủi ro về cạnh tranh:** ngành giấy bao bì là một trong những ngành có sự cạnh tranh rất lớn do rào cản tham gia thị trường thấp. Đồng thời doanh nghiệp trong nước còn phải cạnh tranh với các doanh nghiệp khác trong khu vực Đông Nam Á khi Malaysia dư thừa 3 triệu tấn mỗi năm, Indonesia dư thừa 2 triệu tấn. Điều đó dẫn đến sự cạnh tranh gay gắt trong ngành tại thị trường Việt Nam, đặc biệt tới từ những doanh nghiệp Trung Quốc khi nước này dịch chuyển các nhà máy sản xuất giấy tái chế sang các nước lân cận.





Định giá & Khuyến nghị:

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre. Theo đó, sử dụng 2 phương pháp so sánh FCFF và P/E với tỷ lệ lần lượt là 60% và 40%, chúng tôi đánh giá giá trị hợp lý của cổ phiếu DHC ở mức 56,300 đồng/cổ phiếu tại thời điểm cuối năm 2024.



Giấy phế liệu (Old Corrugated Container)



Giấy Testliner dùng làm lớp mặt nâu



Giấy Medium dùng làm lớp sóng ở giữa.

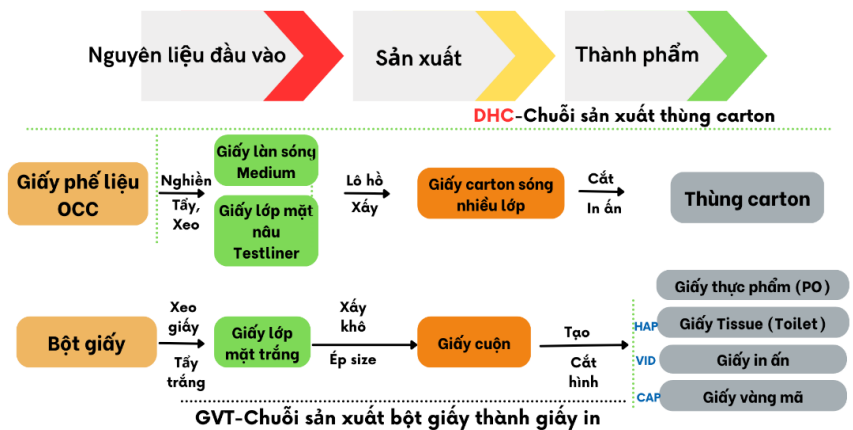


Giấy bao bì Carton.

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan Ngành giấy bao bì Việt Nam

CHUỖI GIÁ TRỊ SẢN XUẤT BAO BÌ GIẤY



Nguồn: memostockvn.com, CSI tổng hợp

Có 2 công nghệ sản xuất giấy Kraft chính tại Việt Nam đó là sản xuất từ nguyên liệu nguyên thủy và sản xuất từ giấy phế liệu OCC (Old Corrugated Container).

	Nguyên liệu nguyên thủy	OCC
Quy trình sản xuất	<ul style="list-style-type: none"> Phương pháp hóa học: Sơ chế nguyên liệu -> Nấu bột -> Bể chứa -> Sàng, rửa -> Bột giấy Phương pháp bán hóa học: Gỗ nguyên liệu -> Ngâm tằm trong điều kiện hóa chất/nấu -> Bột giấy Phương pháp nhiệt cơ: Gỗ nguyên liệu -> Cắt mảnh -> Nghiền bột -> Cắt mảnh -> Bột giấy 	Giấy tái chế-> Đánh toi thành các sợi bột phân tán-> Đưa qua thiết bị sàng để loại bỏ những đám bột chưa được đánh tan hết -> Đưa qua thiết bị lọc để loại bỏ các tạp chất nhỏ -> Đưa qua thiết bị phân tách thành xơ, sợi -> Đưa qua máy nghiền bột và lọc tạp chất -> Bột giấy
Ưu điểm	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Chất lượng bột giấy tốt có thể sử dụng để sản xuất các loại giấy chất lượng cao. ✓ Một vài chủng loại sản phẩm đặc thù yêu cầu phải sản xuất từ giấy nguyên thủy. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Chi phí sản xuất thấp hơn: giá của giấy tái chế thấp hơn 3-5 lần giá bột giấy chưa sử dụng ✓ Chi phí đầu tư thấp: chi phí đầu tư cho nhà máy giấy tái chế cũng thấp hơn từ 2-4 lần so với sản xuất từ bột giấy





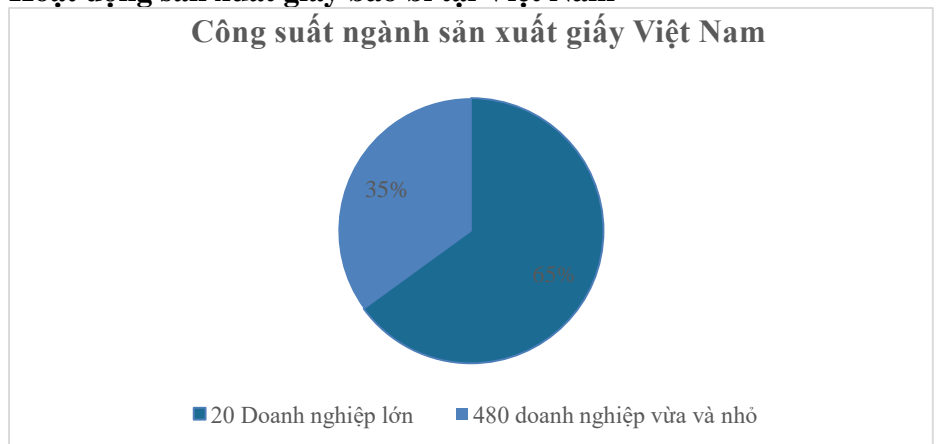
		<ul style="list-style-type: none"> ✓ Giảm việc khai thác gỗ rừng và giảm thiểu rác thải ra môi trường.
Nhược điểm	Chi phí đầu tư máy móc và chi phí sản xuất cao hơn giấy tái chế.	Bột giấy tái chế có chất lượng kém hơn bột giấy nguyên thủy và càng tái chế chất lượng giấy càng giảm

Do những ưu điểm vượt trội nên công nghệ sản xuất từ giấy tái chế được sử dụng phổ biến hơn.

Về nguyên vật liệu

- Về nguồn cung giấy OCC, các doanh nghiệp trong nước nhập khẩu khoảng 50-60%, còn lại do nguồn cung trong nước cung cấp. Việc phân lớn nhập khẩu giấy tái chế do tỷ lệ thu gom của Việt Nam còn thấp dưới 40%. Tỷ lệ thu gom tại Bắc Mỹ đạt tỷ lệ 70%, khối EU đạt tỷ lệ 73%, Nhật Bản đạt tỷ lệ 81,3%; trong khi đó khu vực châu Á tỷ lệ thu gom chỉ đạt 52,5%, dưới cả mức trung bình của thế giới 59%. Xuất khẩu giấy tái chế (giấy thu hồi) chủ yếu đến từ Bắc Mỹ, EU, Nhật Bản.
- Bên trong giấy phế liệu nhập từ Mỹ và Nhật có ít tạp chất hơn giấy phế liệu nội địa. Lượng tạp chất chiếm tỉ lệ khoảng 1% trên mỗi kiện giấy. Ngược lại, trong giấy phế liệu thu gom trong nước có lẫn nhiều tạp chất như: nút xốp, túi nilon, băng keo và giấy tráng phủ, v.v... Những kiện giấy lẫn nhiều tạp chất khi đưa vào sản xuất sẽ khiến máy móc tốn nhiều năng lượng cũng như bị hao mòn để xử lý, để tách chúng ra khỏi nguyên liệu bột giấy. Theo thống kê của nhà máy thì lượng tạp chất lẫn trong giấy phế liệu nội địa nhiều hơn hẳn giấy phế liệu nhập khẩu, chiếm khoảng 5-10% trên mỗi kiện giấy. Điều này có nghĩa là lượng tạp chất trong giấy phế liệu thu gom trong nước gấp từ 5-10 lần so với giấy phế liệu nhập khẩu từ nước ngoài.

Hoạt động sản xuất giấy bao bì tại Việt Nam



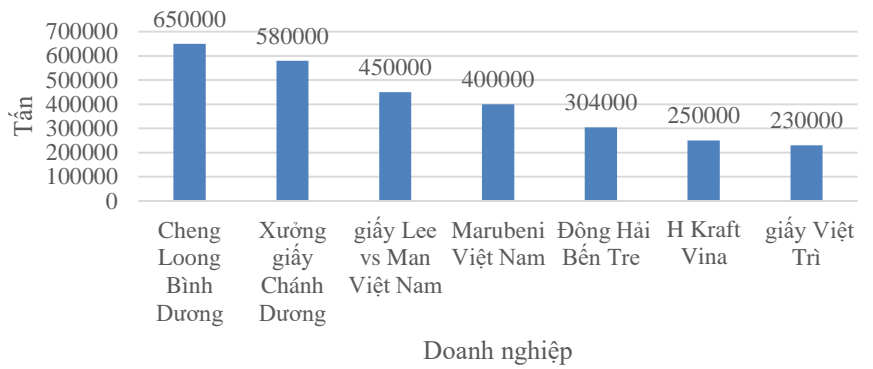
Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam VPPA, CSI tổng hợp

Tại Việt Nam có hơn 500 doanh nghiệp sản xuất giấy trong đó 20 doanh nghiệp lớn chiếm đến 65% công suất thiết kế toàn ngành. 480 doanh nghiệp còn lại chiếm 35%.





Top các doanh nghiệp sản xuất giấy lớn VN



Giấy Duplex



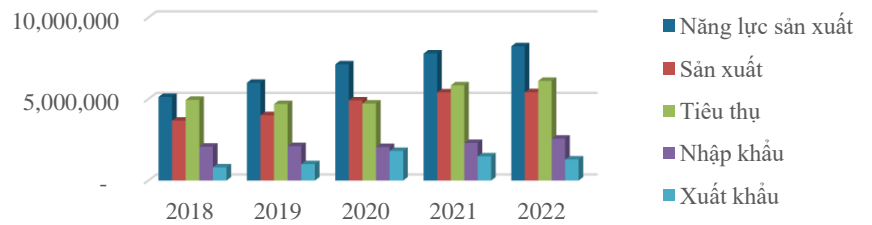
Giấy Tissue



Giấy Kraft

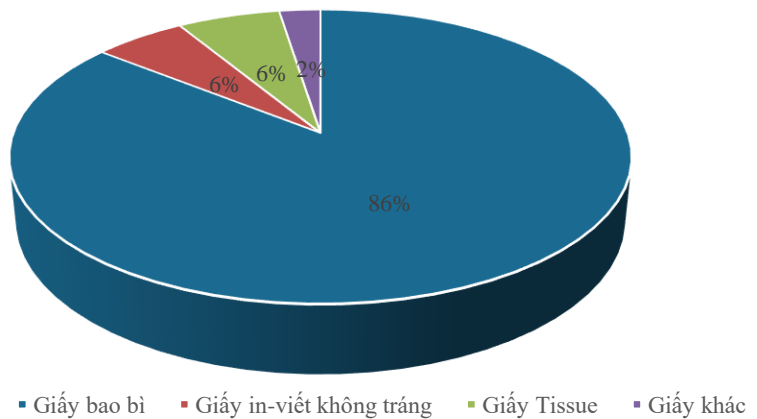
Về năng lực sản xuất và tiêu thụ - Dư thừa công suất

Năng lực sản xuất và tiêu thụ giấy Việt Nam giai đoạn 2018-2022



Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam VPPA, CSI tổng hợp

Sản lượng sản xuất giấy Việt Nam 2022



Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam VPPA, CSI tổng hợp

Hiện nay năng lực sản xuất giấy các doanh nghiệp đạt khoảng 8.2 triệu tấn năm 2022 dư thừa khoảng 2 triệu tấn chủ yếu đến từ giấy bao bì. Tổng công suất sản xuất giấy bao bì khoảng 7 triệu tấn, song năng lực tiêu thụ trong nước chỉ khoảng 5 triệu tấn năm 2022. Tốc độ tăng trưởng năng lực sản xuất giấy bao bì bình quân ở mức trên 20% trong khi năng lực tiêu thụ tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) 2015-2022 là 12.5%.

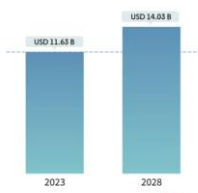
Trong 1 ngành có tốc độ tăng trưởng cao như ngành giấy bao bì các doanh nghiệp sản xuất vẫn nỗ lực gia tăng công suất điều này dẫn đến sự cạnh tranh trong ngành ngày một gay gắt.





Quy mô thị trường giấy Kraft toàn thế giới

Sack Kraft Paper Market
Market Size in USD Billion
CAGR 3.82%

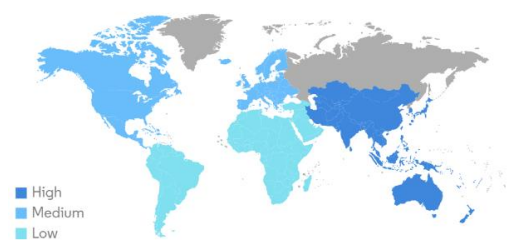


giới

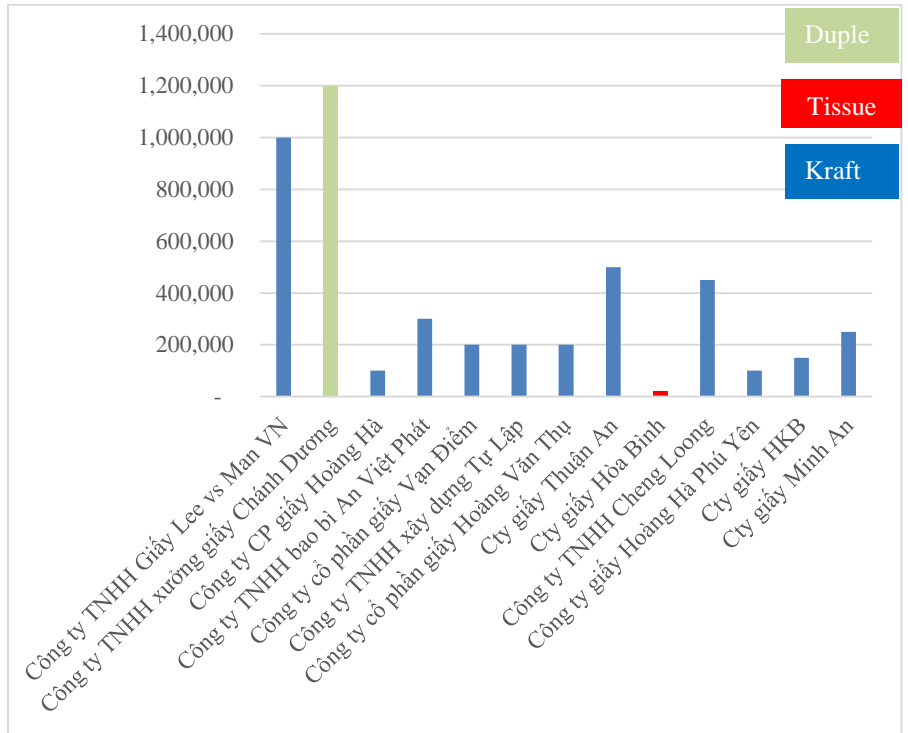
Thời kỳ nghiên cứu	2018 - 2028
Quy mô thị trường (2023)	USD 11.63 tỷ
Quy mô thị trường (2028)	USD 14.03 tỷ
CAGR(2023 - 2028)	3.82 %
Thị trường Tăng Trưởng Nhanh Nhất	Châu Á Thái Bình Dương
Thị trường Lớn Nhất	Châu Âu
Những người chơi chính	INTERNATIONAL PAPER, CANFOR, morden, KAPPAE, Gessga

Nguồn: Mordor Intelligence, CSI tổng hợp

Thống kê tăng trưởng thị trường bao bì Kraft toàn thế giới



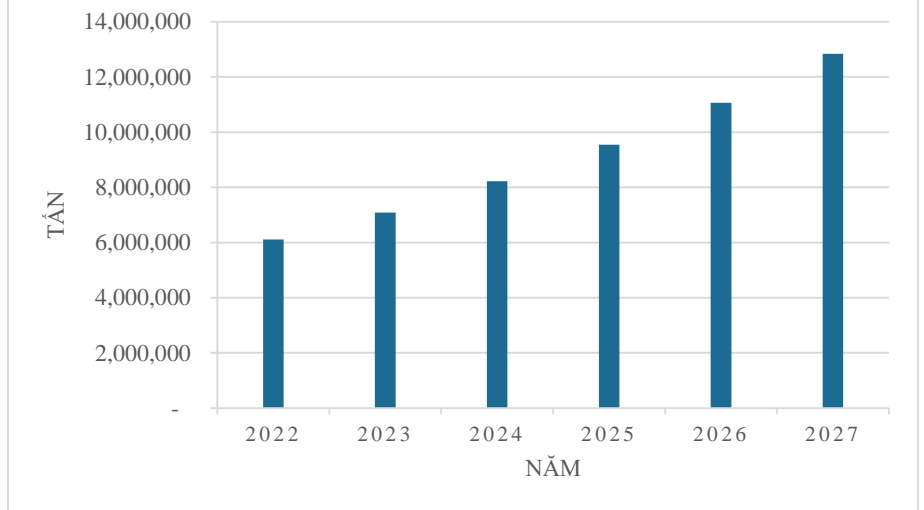
Nguồn: Mordor Intelligence, CSI tổng hợp
Khu vực Châu Á Thái Bình Dương đang là khu vực có tốc độ tăng trưởng giấy bao bì hàng đầu thế giới



Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam VPPA, CSI tổng hợp

Trong giai đoạn 2022-2025, dự kiến công suất ngành giấy Việt Nam sẽ tăng thêm 4.6 triệu tấn mỗi năm trong đó sản xuất giấy Tesliner và Medium là 3.4 triệu tấn, Duplex là 1.2 triệu tấn, Tissue 70,000 tấn. Chúng tôi dự báo ngành giấy Việt Nam tiêu thụ trong nước năm 2025 sẽ dư thừa khoảng 3 triệu tấn mỗi năm chủ yếu do công suất sản xuất giấy Draft tăng quá nhanh. Điều này có thể lí giải đến từ sự dịch chuyển của các nhà máy sản xuất giấy phế liệu của Trung Quốc sang Việt Nam.

NĂNG LỰC TIÊU THỤ THỊ TRƯỜNG VN DỰ BÁO 2027



Nguồn: CSI ước tính

Các yếu tố trọng yếu tác động đến sự phát triển của ngành giấy bao bì tại Việt Nam

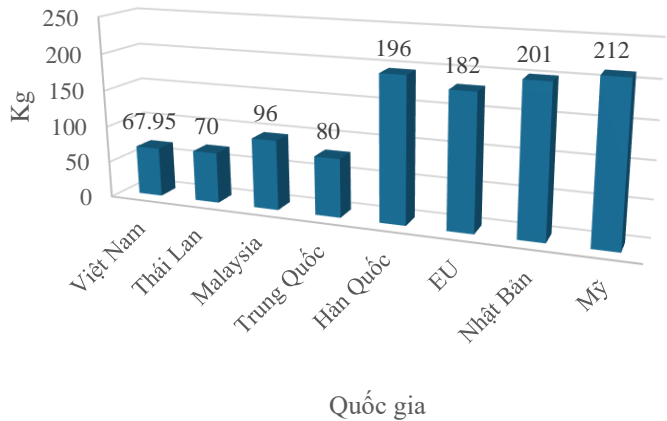
Ngành giấy bao bì được dự báo tăng trưởng tiêu thụ đạt 14-18% trong 5-10 năm tới theo hiệp hội giấy Việt Nam VPPA. Các yếu tố tác động đến tăng trưởng ngành giấy có thể kể đến như:

Tiêu thụ sản phẩm giấy trên thế giới



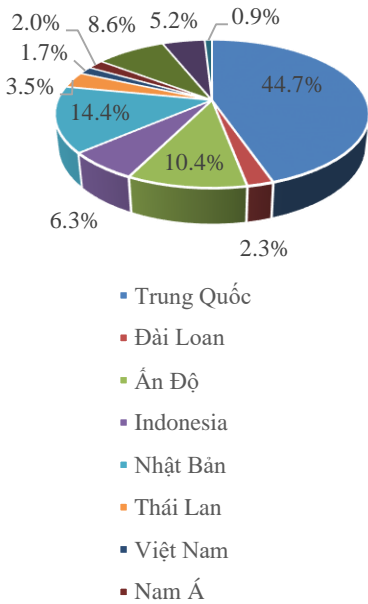
Hiện nay tiêu thụ giấy trên đầu người đạt khoảng 67.95 kg/trên mỗi người dân. Tiêu thụ giấy trên đầu người đã có sự tăng trưởng mạnh mẽ từ mức 52 kg/người trong năm 2018 lên 67.95 kg/người, song dư địa tăng trưởng tiêu dùng giấy vẫn còn lớn nhờ đô thị hóa và việc sử dụng internet phủ rộng khắp cả nước khiến cho hoạt động kinh doanh, mua bán dễ dàng hơn -> nhu cầu sử dụng giấy, bao bì kinh doanh tăng. Thương mại điện tử tăng trưởng mạnh mẽ, xuất khẩu và sự dịch chuyển của các công xưởng trên thế giới đến Việt Nam cũng làm gia tăng đáng kể nhu cầu sử dụng giấy.

Sản lượng tiêu thụ giấy/đầu người 2022



Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam VPPA, CSI tổng hợp

Năng lực sản xuất bì carton sóng Châu Á



Nguồn: RSSI, CSI research

Các chính sách ảnh hưởng đến sự phát triển ngành giấy bao bì Việt Nam

Thế giới

- HIỆP ƯỚC TOÀN CẦU VỀ CHỐNG Ô NHIỄM NHỰA CAM KẾT CỦA CÁC NHÀ SẢN XUẤT

Trung Quốc

- 1/1/2020, Trung Quốc cấm nhập khẩu giấy tái chế OCC do vấn đề bảo vệ môi trường.

Trung Quốc

- 1/1/2023, Trung Quốc cắt giảm mức thuế nhập khẩu đối với các nguyên liệu làm hộp giấy carton, có nghĩa là các nguyên liệu sản xuất hộp giấy như Testliner, Medium sẽ nhận mức thuế nhập khẩu là 0%

Việt Nam

- Chính phủ khuyến khích sử dụng các sản phẩm từ giấy thân thiện với môi trường, hạn chế các sản phẩm từ nhựa để bảo vệ môi trường.

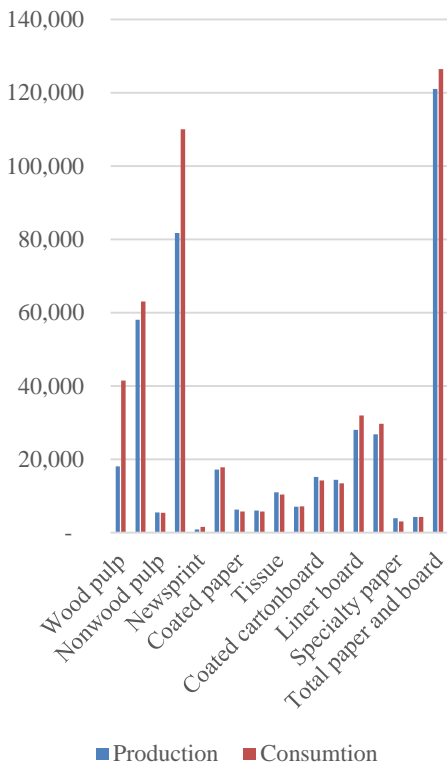
Nguồn: CSI tổng hợp

- Trên thế giới: Vòng đàm phán đầu tiên diễn ra từ 28/2 – 02/3/2022, tại Nairobi, Kenya tại Kỳ họp thứ 5.2 của Hội đồng Môi trường Liên hợp quốc (UNEA 5.2), hơn 70 tổ chức tài chính và doanh nghiệp đồng thuận ra tuyên bố thúc giục sự cần thiết phải có một hiệp ước quốc tế, ràng buộc pháp lý về vấn đề ô nhiễm nhựa. Các bên ký kết, bao gồm các nhà sản xuất và phân phối hàng đầu thế giới đồ uống, chất lỏng: Amcor, Berry, Coca-Cola, Mondelez International, Mondi, Nestlé, Procter & Gamble, PepsiCo và Unilever. Chúng tôi nhận định rằng giấy Kraft chưa thể thay thế các sản phẩm từ nhựa trong một sớm một chiều, song xu thế sử dụng các sản phẩm giấy bao bì có thể tái chế là tất yếu.





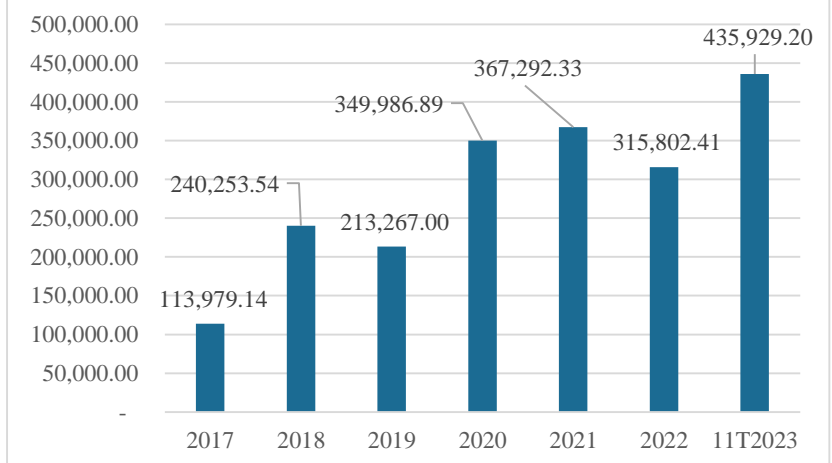
Sản xuất và tiêu thụ giấy tại Trung Quốc 2021



Nguồn: Fasstmarkets RISI, CSI tổng hợp

- Tại thị trường tỷ dân Trung Quốc: Bắt đầu từ năm 2020, Trung Quốc cấm nhập khẩu giấy tái chế OCC do vấn đề bảo vệ môi trường. Các doanh nghiệp sản xuất nhỏ, không đủ các tiêu chuẩn về môi trường cũng bị nước này yêu cầu ngừng sản xuất. Động thái mới nhất của nước này là cắt giảm mức thuế nhập khẩu đối với các nguyên liệu làm hộp giấy carton, có nghĩa là các nguyên liệu sản xuất hộp giấy như Testliner, Medium sẽ nhận mức thuế nhập khẩu là 0%. Điều này dẫn đến xu hướng dịch chuyển các nhà máy sản xuất giấy tái chế tại Trung quốc sang Việt Nam. Chúng tôi đánh giá các doanh nghiệp Việt Nam sẽ thực sự gặp sự cạnh tranh lớn khi nhu cầu giấy Draft và bao bì Carton suy giảm. Tuy nhiên, với một nền kinh tế thương mại điện tử phát triển như Trung Quốc thì nhu cầu nhập khẩu giấy Kraft sẽ tăng mạnh trong bối cảnh nước này hạn chế sản xuất giấy tái chế do các vấn đề liên quan đến môi trường. Sản lượng tăng thêm ở Việt Nam có thể được nhập khẩu trở lại thị trường Trung Quốc với mức thuế 0% như hiện nay.
- Chính phủ khuyến khích sử dụng các sản phẩm từ giấy thân thiện với môi trường, hạn chế các sản phẩm từ nhựa để bảo vệ môi trường. Cụ thể là những chính sách ưu đãi về thuế: Nhà máy Giao Long 2 của DHC được miễn thuế trong 2 năm đầu hoạt động và giảm 50% thuế trong 4 năm tiếp theo.

Xuất khẩu giấy và các sản phẩm từ giấy sang TQ



Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI research

Tổng quan Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre

Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DOHACO) được thành lập từ năm 1994, chuyên sản xuất và kinh doanh các loại mặt hàng giấy công nghiệp và bao bì carton.

Công ty áp dụng hệ thống quản lý chất lượng - môi trường theo tiêu chuẩn quốc tế ISO 9001:2015 & ISO 14001:2015, chứng nhận FSC nhằm nâng cao công tác quản lý điều hành, đảm bảo kiểm soát chặt chẽ, không gây ảnh hưởng đến môi trường trong quá trình sản xuất kinh doanh.

Cùng với sự tăng trưởng và phát triển kinh tế của nước ta trong những năm gần đây, nhu cầu giấy phục vụ cho sản xuất và tiêu dùng trong nước ngày càng tăng, doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động sản xuất các sản phẩm về giấy của công ty có sự tăng trưởng đáng kể. Trong những năm gần đây, việc đẩy mạnh hoạt động thương mại đã góp phần đáng kể vào việc tăng trưởng doanh thu của công ty. Sản phẩm giấy và bao bì của công ty hiện nay được tiêu thụ chủ yếu





Công ty cổ phần Đông Hải Bến Tre



Nguồn: DHC, CSI tổng hợp

ở khu vực ĐBSCL, một số tỉnh miền Đông Nam Bộ và TP.HCM, vùng kinh tế trọng điểm của cả nước (thị phần chiếm khoảng 20% ở khu vực này) DHC chính thức trở thành tân binh trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2009.

Lịch sử hình thành và phát triển

- Năm 2003: Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre được thành lập theo quyết định 4278/ QĐ-UB của UBND tỉnh Bến Tre. Tiền thân của Công ty chính là nhà máy Bao bì, doanh nghiệp nhà nước thuộc ngành thủy sản tỉnh Bến Tre.
- Năm 2008: Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre chính thức trở thành công ty đại chúng theo thông báo của Ủy ban chứng khoán Nhà nước.
- Năm 2009: Nhà máy giấy Giao Long - giai đoạn 1 hoạt động chính thức.
- Năm 2016: Công ty triển khai thực hiện Dự án nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 2 với công suất 660 tấn/ngày.
- Năm 2019: Đưa nhà máy Giao Long giai đoạn 2 đi vào hoạt động chính thức.
- Năm 2020: Thành lập Công ty con Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre với tổng vốn đầu tư 150 tỷ đồng.
- Năm 2022: Tháng 4/2022, Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre đi vào hoạt động chính thức. Tháng 7/2022, Góp vốn thành lập Công ty Cổ phần Giấy Giao Long.

Ngành nghề kinh doanh

- Sản xuất và kinh doanh giấy công nghiệp.
- Sản xuất và kinh doanh giấy carton, bao bì carton.
- In ấn, dịch vụ liên quan in ấn.
- Sản xuất sản phẩm từ plastic.
- Bán buôn máy móc thiết bị và phụ tùng khác.
- Bán buôn thực phẩm, nông, lâm sản nguyên liệu, động vật sống.
- Bán buôn kinh doanh khác chưa được đưa vào.

Danh sách các Công ty thành viên

Tên Công ty	Vốn điều lệ (tỷ)	Hoạt động chính
Công ty TNHH MTV Bao bì Bến Tre	180	Sản xuất và kinh doanh
Công ty Cổ phần Giấy Giao Long	100	Sản xuất, kinh doanh giấy

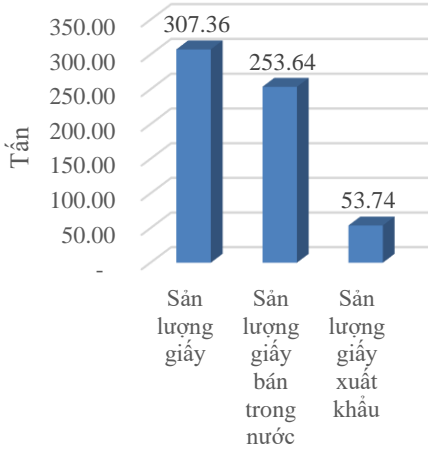
Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu sở hữu mới nhất của DHC cập nhật đến ngày 30/06/2022 như sau: Theo báo cáo cuối năm 2023, số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện nay là 80,493,423 cổ phiếu được sở hữu bởi KWE Beteiligungen AG với tỷ lệ 14.77%, Ông Nguyễn Thanh Nghĩa (Thành viên HĐQT) với tỷ lệ 9.55%, ông Lê Bá Phương (Phó Chủ Tịch HĐQT/Tổng GD) với tỷ lệ 8.71%. Ngoài ra, còn có bà Nguyễn Thị Thủy (vợ ông Lê Bá Phương) sở hữu 6.82%, ông Lương Văn Thành (Chủ Tịch HĐQT/Phó Tổng GD) tỷ lệ 5.67%.



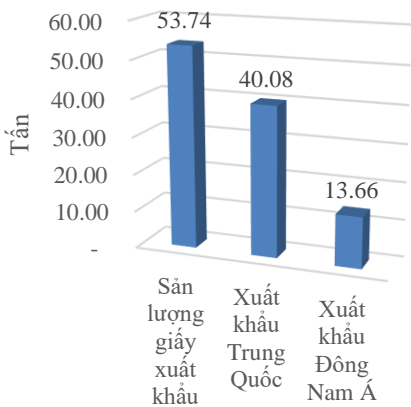


Sản lượng bán hàng năm 2022



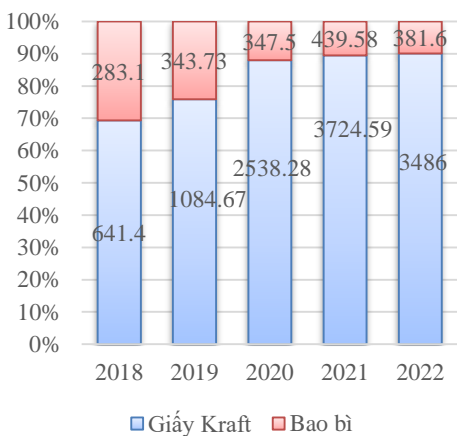
Nguồn: DHC, CSI tổng hợp

Xuất khẩu theo khu vực



Nguồn: DHC, CSI tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

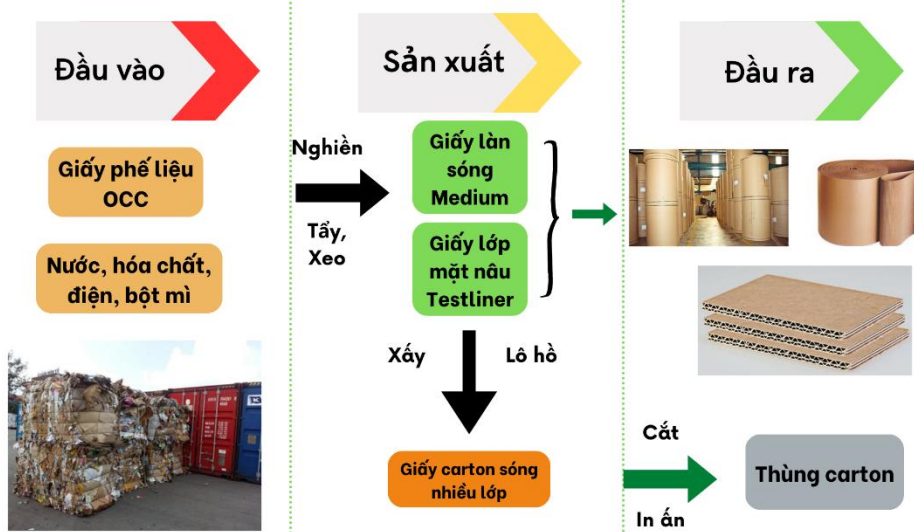


Nguồn: DHC, CSI tổng hợp

STT	Cơ cấu cổ đông	Số lượng CP	Tỷ lệ phần trăm
1	Số lượng CP lưu hành	80,493,423	100.00%
2	Năm giữ của cổ đông lớn (từ 5% trở lên)	36,640,606	45.52%
	Trong nước	24,751,728	30.75%
	KWE Beteiligungen AG	11,888,879	14.77%
3	Cổ đông khác	43,852,817	54.48%
	Trong nước	28,494,672	35.40%
	Nước ngoài	15,358,145	19.08%

Nguồn: DHC, CSI tổng hợp

Chuỗi giá trị của DHC



Chuỗi giá trị tại DHC không quá phức tạp khi doanh nghiệp nhập trực tiếp giấy tái chế OCC từ trong nước và nhập khẩu. Tùy từng yêu cầu của khách hàng mà nhập khẩu từng loại giấy khác nhau: Giấy chất lượng cao cần nhập khẩu OCC Mỹ, giấy giá rẻ có thể sử dụng OCC Châu Âu, trong khi giấy sạch cần nhập khẩu OCC Nhật Bản, giấy tái chế trong nước có tỷ lệ thu hồi thấp hơn giấy nhập khẩu. Sau quá trình nghiền, tẩy xeo sản phẩm là giấy Testliner hoặc giấy Medium. Sản phẩm chủ lực của DHC là giấy bao bì (chủ yếu là Testliner). Một phần sẽ được nhà máy bao bì của DHC tiêu thụ, phần còn lại doanh nghiệp được tiêu thụ trong nước, khoảng 17% được xuất khẩu trong đó 15% xuất khẩu sang Trung Quốc

Nguyên vật liệu đầu vào

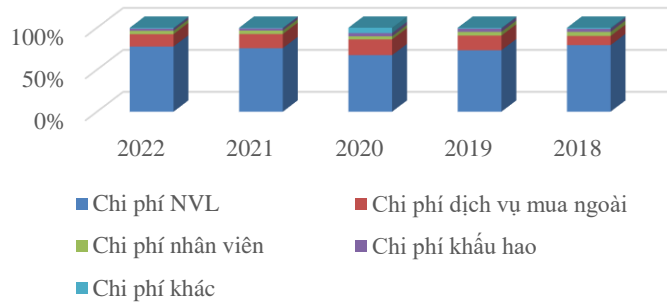


Nhà máy Giao Long



Nguồn: DHC, CSI tổng hợp

Cấu trúc chi phí DHC



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

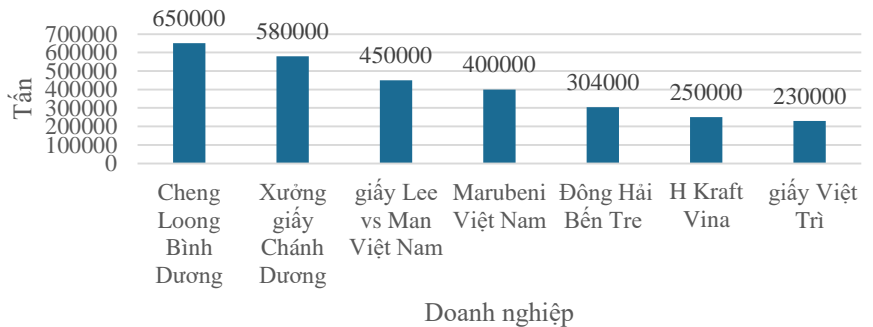
Chi phí nguyên vật liệu là chi phí quan trọng nhất chiếm đến gần 80% tổng chi phí của DHC. Trong đó giấy tái chế OCC chiếm 70% tổng chi phí nguyên vật liệu. Về nguồn cung nguyên vật liệu, nguồn cung trong nước tự chủ được 50-60% nhu cầu, còn lại 40-50% phụ thuộc vào nhập khẩu. Theo DHC ước tính cần khoảng 1.12-1.15 tấn giấy OCC để sản xuất 1 tấn giấy thành phẩm. Theo DHC, nếu cần giấy chất lượng cao sẽ nhập giấy OCC Mỹ, giấy sạch nhập OCC Nhật Bản, giá rẻ thì nhập Châu Âu.

Công suất nhà máy

Nhà máy	Công suất sản xuất
Nhà máy Giao Long PM1	56,000 (tấn)
Nhà máy Giao Long PM2	220,000 (tấn)
Nhà máy bao bì	39,000,000 (sản phẩm)
Công ty TNHH MTV Bao bì Bến Tre	24,500,000 (sản phẩm)

Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ DHC, CSI tổng hợp

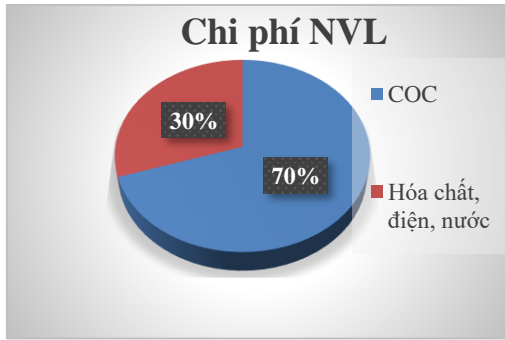
Top các doanh nghiệp sản xuất giấy lớn VN



Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam VPPA, CSI tổng hợp

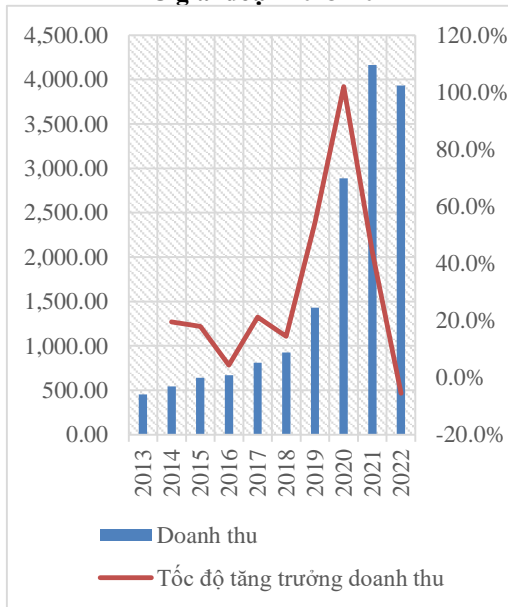
DHC nằm trong top 5 doanh nghiệp giấy có công suất sản xuất lớn nhất Việt Nam. Theo Dohaco, doanh nghiệp này chiếm khoảng 6% thị phần ngành giấy Việt Nam, đối với sản phẩm bao bì doanh nghiệp chỉ bán ở vùng Đồng Bằng Sông Cửu Long. Mặc dù ngành giấy cạnh tranh rất gay gắt, công suất giấy Kraft đang dư thừa khoảng 2 triệu tấn, tại Malaysia dư thừa 3 triệu tấn, Indonesia dư thừa 2 triệu tấn song kể từ khi nhà máy Giao Long 2 đi vào hoạt động ổn định DHC vẫn sản xuất vượt công suất thiết kế. Năm 2022, nhà máy Giao Long 1 vượt 15% công suất, Giao Long 2 vượt 20% công suất.



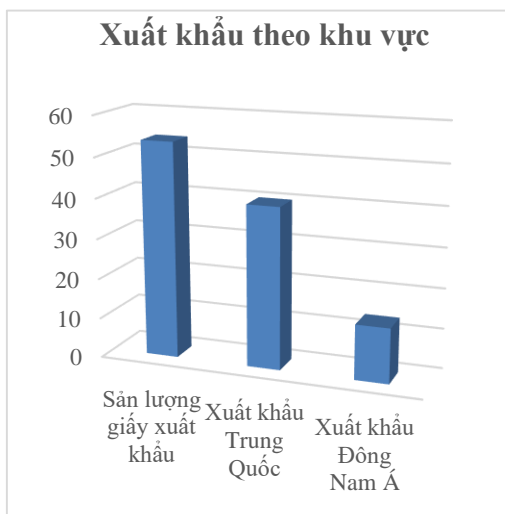


Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

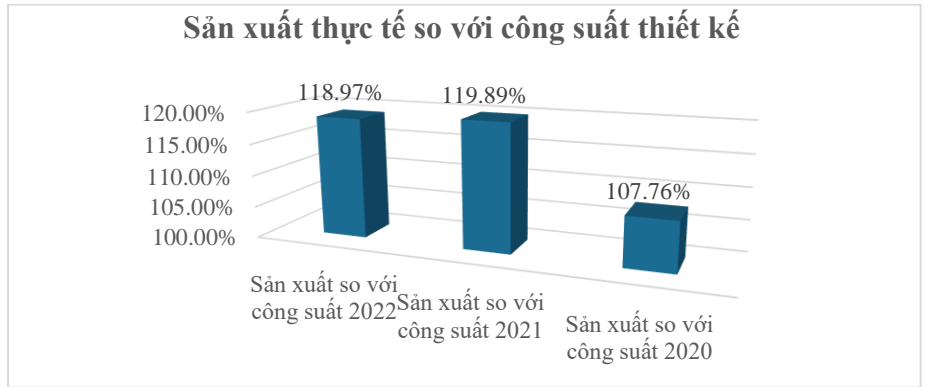
Doanh thu và tốc độ tăng trưởng doanh thu DHC giai đoạn 2013-2022



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp



Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ DHC, CSI tổng hợp



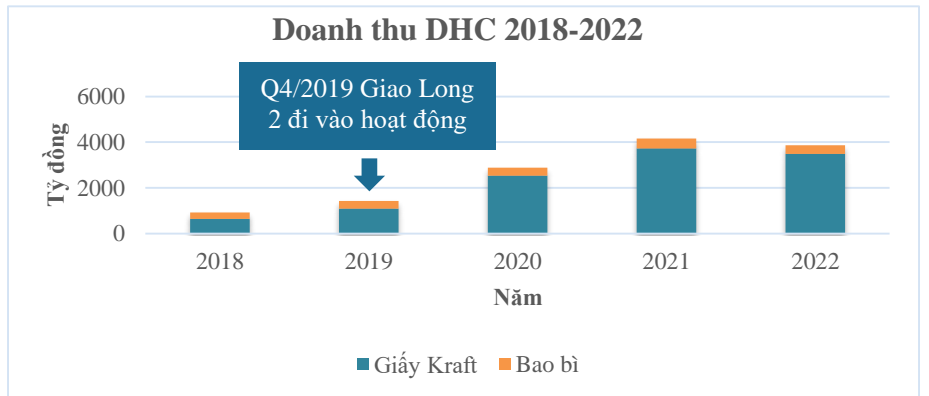
Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ DHC, CSI tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy rằng chính sách bán hàng của DHC khá mềm mỏng: Đa phần các khách hàng có công nợ từ 30-45 ngày, đối với bán hàng theo dự án thường công nợ cho dự án là 90 ngày. Đối với xuất khẩu công nợ thường 30 ngày. Cùng với tỷ lệ khách hàng cũ duy trì đơn hàng ở mức khá cao trên 90%.

	Chỉ tiêu	2022	2021	2020
Kinh doanh giấy	Tỷ lệ khách hàng duy trì	97%	93%	100%
	Số khách hàng mới	6	8	20
	Số khách hàng khiếu nại	3		
Kinh doanh bao bì	Tỷ lệ khách hàng duy trì	100%	98.75%	98.75%
	Số khách hàng mới	24 (5KH lớn)	54 (9KH lớn)	10
	Số khách hàng khiếu nại	13		

Nguồn: Nghị quyết ĐHCĐ DHC, CSI tổng hợp

Doanh thu

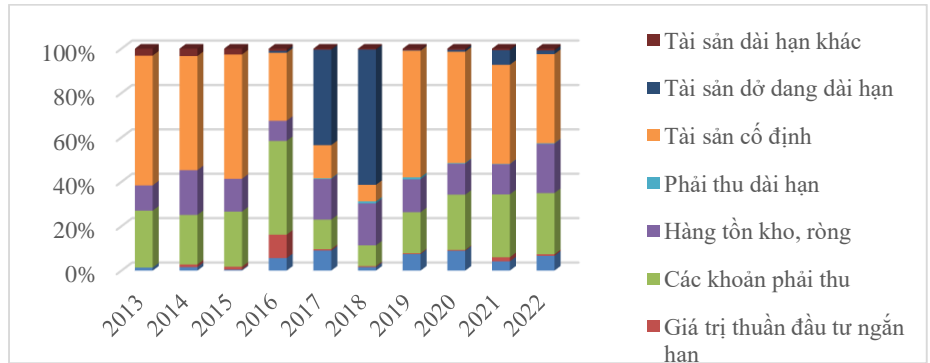


Nguồn: BCTC DHC, CSI tổng hợp

Từ quý 4 năm 2019 nhà máy Giao Long 2 chính thức đi vào hoạt động, doanh thu DHC cũng có sự tăng trưởng đáng kể gần 4 lần so với giai đoạn trước đó. Sản phẩm chủ lực của DHC vẫn là giấy Kraft. Chủ yếu giấy Kraft được tiêu thụ trong nước, một phần xuất khẩu và một phần nhỏ là nguyên liệu đầu vào cho nhà máy sản xuất bao bì.

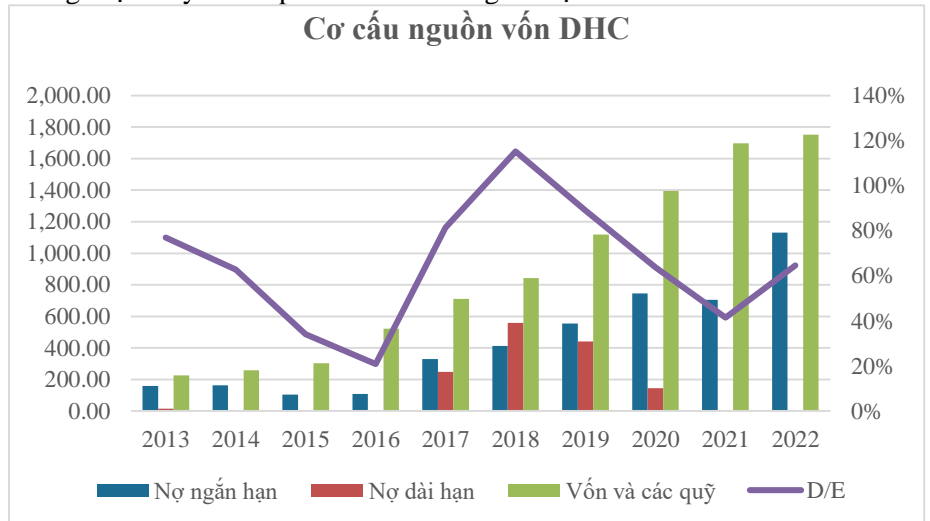
Cơ cấu tài chính và hiệu quả hoạt động





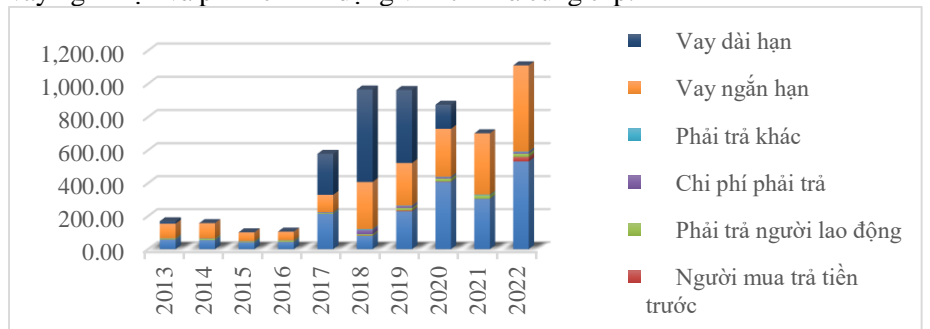
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Cơ cấu tài sản DHC tập trung chủ yếu gồm có tài sản cố định, hàng tồn kho và các khoản phải thu. Trong giai đoạn đầu tư dự án Gia Long 2 tồn tại thêm phần lớn tài sản ở mục tài sản dở dang dài hạn. Tài sản cố định chiếm đến gần 50% tổng tài sản doanh nghiệp do đặc thù ngành nghề có chi phí đầu tư tương đối lớn. Hàng tồn kho tại DHC thường được dự trữ từ 3-4 tháng; nguyên vật liệu đầu vào dự trữ từ 1-2 tháng, ký hợp đồng và hàng đi đường khoảng 2 tháng. Chính sách bán hàng của Dohaco cũng khá mềm mỏng công nợ khách hàng từ 30-90 ngày. Chúng tôi cũng không nhận thấy khoản phải thu bất thường nào tại DHC.



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Tài trợ cho tài sản Đông Hải Bến Tre chủ yếu gồm vốn chủ sở hữu và nợ ngắn hạn để quay vòng hoạt động. Doanh nghiệp chỉ duy trì đòn bẩy dài hạn trong giai đoạn đầu tư nhà máy Giao Long 2. Tỷ lệ D/E tại DHC là 0.65, đây là dấu hiệu cho thấy công ty có khả năng quản lý nợ tốt và năng lực tài chính của họ mạnh mẽ hơn. Chỉ số càng thấp thì tài chính càng ổn định. Trong cơ cấu nợ ngắn hạn chủ yếu gồm vay ngắn hạn và phần chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp.

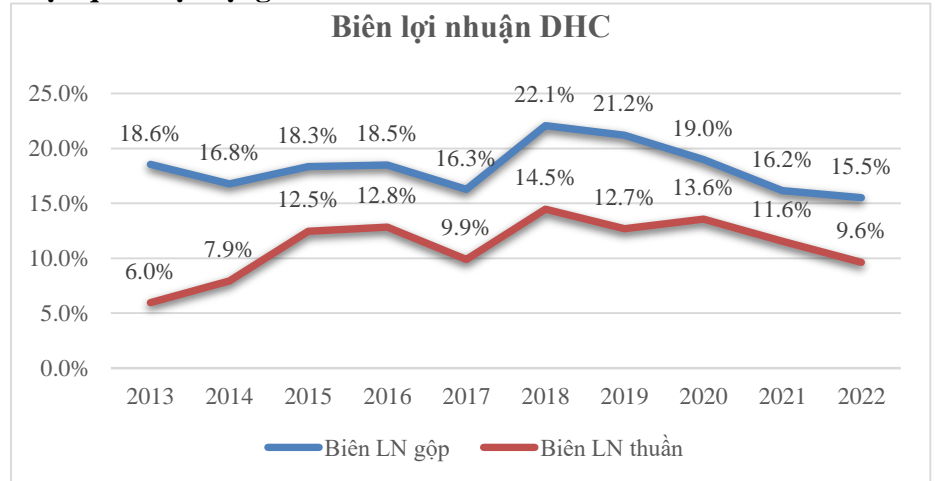


Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp



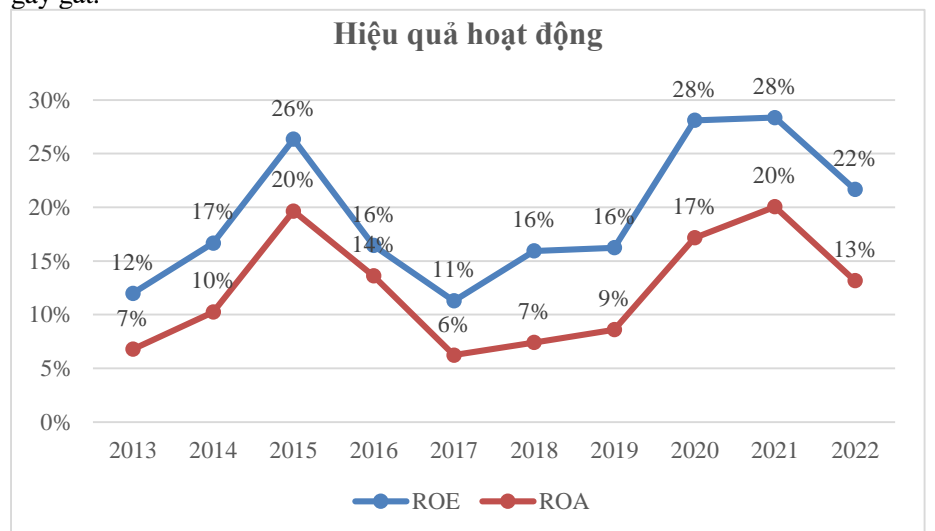


Hiệu quả hoạt động



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Do không hoàn toàn tự chủ được nguyên vật liệu và sản phẩm đầu ra của DHC cũng là sản phẩm bao bì phục vụ cho hầu hết các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp khác nên biên lợi nhuận DHC rõ ràng chịu ảnh hưởng bởi các chu kỳ kinh tế lớn và biến động giá OCC thế giới. Mặc dù vậy, Dohaco vẫn duy trì được biên lợi nhuận tương đối tốt đặc biệt trong một ngành mà có sự cạnh tranh ngày một gay gắt.

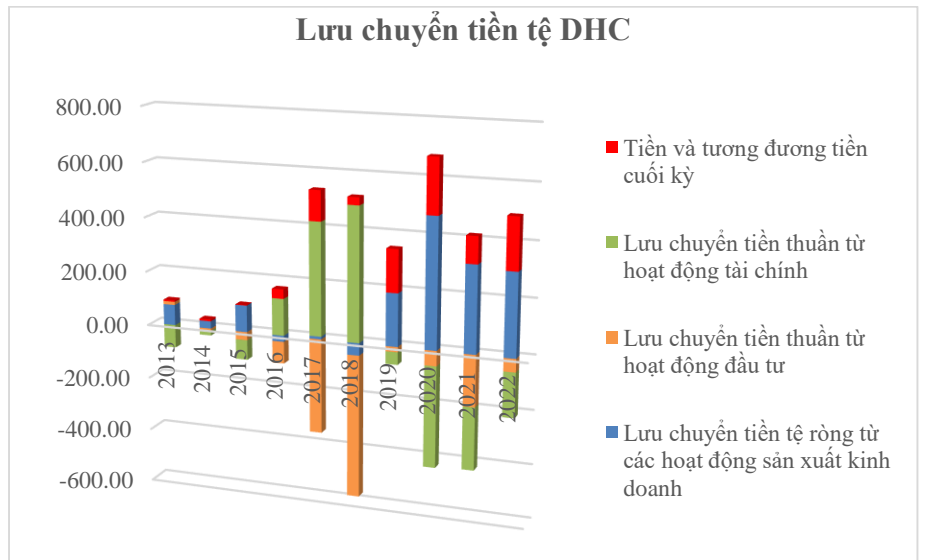


Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Ngoài ra, chúng tôi đánh giá DHC sử dụng đòn bẩy tài chính khá hợp lý để tối ưu nguồn vốn cổ đông. Đặc thù của ngành sản xuất là cần khá nhiều nguồn vốn tài trợ cho tài sản cố định, đầu tư nhà máy sản xuất. Vì vậy sử dụng đòn bẩy dài hạn trong giai đoạn đầu tư nhà máy Giao Long 2 là cần thiết đặc biệt khi biên lợi nhuận gộp của ngành sản xuất giấy không phải quá cao. ROE cũng tăng trưởng ấn tượng từ mức 16% năm 2019 lên đến 28% trong 2 năm tiếp theo và 22% trong năm 2022.

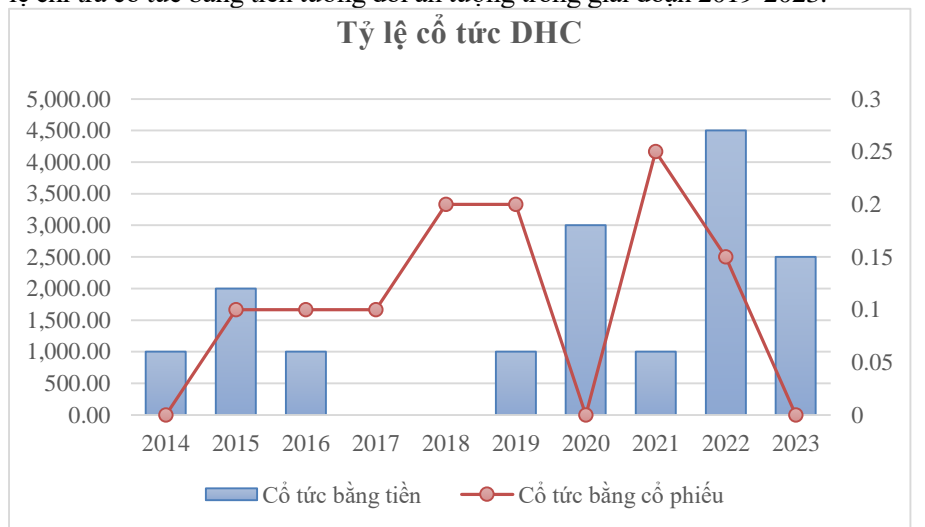
Dòng tiền và chính sách cổ tức





Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

Chúng tôi đánh giá khá tốt sức khỏe dòng tiền tại Đông Hải Bến Tre. Dòng tiền lưu chuyển từ hoạt động sản xuất kinh doanh luôn khá ấn tượng và là trụ cột chính dòng tiền của DHC cho thấy khả năng tự chủ về năng lực tài chính. Trong giai đoạn 2016-2018 là giai đoạn đầu tư cho nhà máy Giao Long giai đoạn 2. Sau quãng thời gian đầu tư tài sản cố định dòng tiền hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh mẽ, doanh nghiệp đã trả hết được khoản vay dài hạn đầu tư trước đó và duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền tương đối ấn tượng trong giai đoạn 2019-2023.



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ CÔNG TY CP Đông Hải Bến Tre

Tình hình kinh doanh Q3/2023 và Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023 của DHC

DHC ghi nhận doanh thu thuần hơn 794 tỷ đồng và lãi ròng gần 56 tỷ đồng, giảm lần lượt 18% và 13% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng, DHC đạt doanh thu thuần 2.443 tỷ đồng, giảm 18% và lãi ròng 234 tỷ đồng, giảm 21% so với cùng kỳ. Với kết quả này, Đông Hải Bến Tre thực hiện được 19% chỉ tiêu lãi sau thuế cả năm sau 9 tháng.

Về tình hình tài chính, cuối quý III, DHC có tổng tài sản hơn 2,866 tỷ đồng, giảm nhẹ 1% so với đầu năm. Các khoản phải thu ngắn hạn hơn 823 tỷ đồng, tăng 5%; trong khi hàng tồn kho gần 554 tỷ đồng, giảm 12%. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang gần 46 tỷ đồng, phần lớn đến từ chi phí xây dựng Nhà máy Giấy Giao Long 3 gần 45 tỷ đồng, còn lại là các công trình khác.



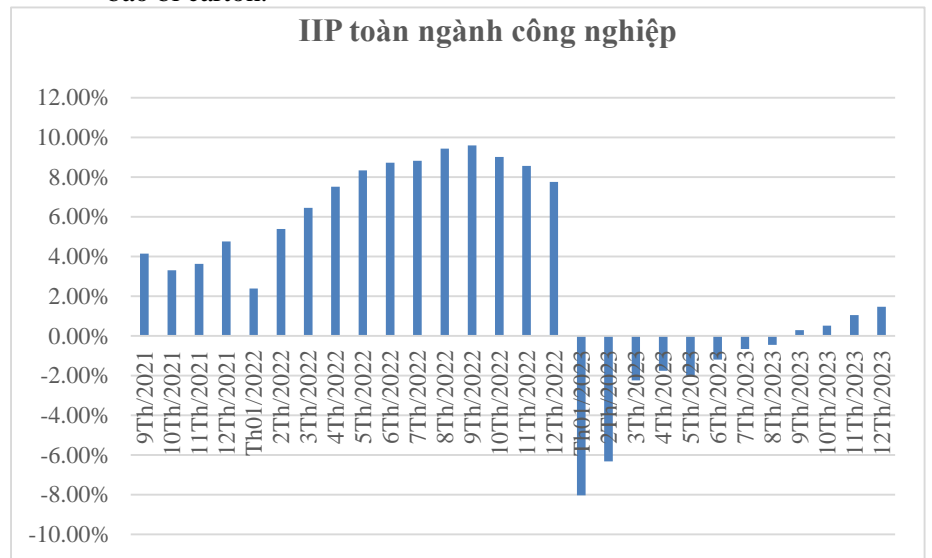


DHC có nợ phải trả 1,009 tỷ đồng. Trong đó, vay ngắn hạn 630 tỷ đồng và doanh nghiệp không ghi nhận khoản vay dài hạn.

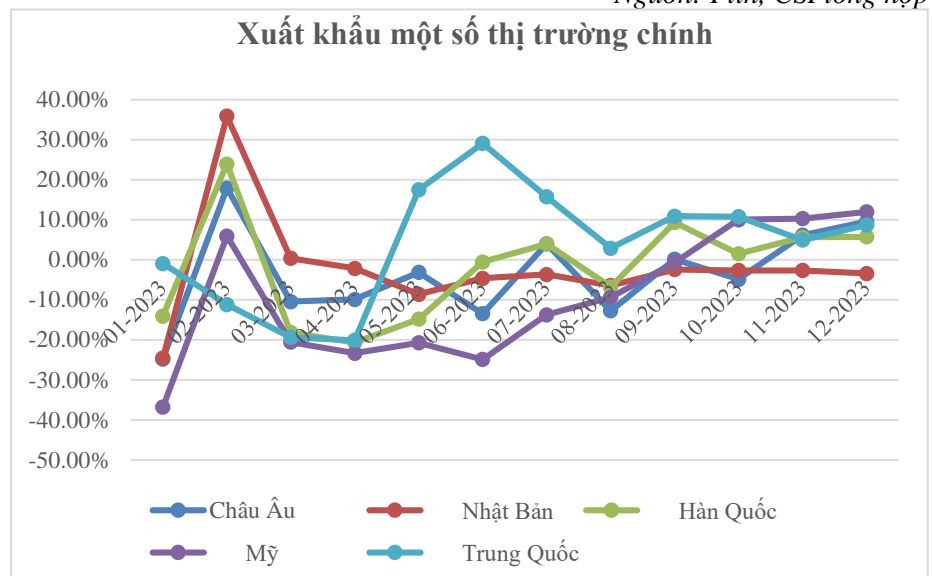
Giá nguyên vật liệu hạ nhiệt, giá bán Tesliner và Medium có thể tăng giúp tăng biên lợi nhuận của Đông Hải Bến Tre

Chúng tôi ước tính giá giấy Tesliner trung bình trong năm 2024 có thể hồi phục về mức 10,000đ/kg (+11%) so với thời điểm cuối năm 2023 nhờ những yếu tố sau:

- Nhu cầu giấy bao bì trong nước hồi phục: Năm 2023 ngành giấy bao bì ghi nhận khá nhiều khó khăn trong bối cảnh xuất khẩu sụt giảm, sản xuất công nghiệp cũng chịu nhiều suy giảm khi nhu cầu tiêu dùng suy yếu trước bối cảnh lạm phát và suy thoái kinh tế bủa vây toàn cầu. Trong bối cảnh khó khăn đó, nền kinh tế Việt Nam đã cho thấy sự kiên cường, những tín hiệu tích cực xuất hiện dần thời điểm cuối năm. Chỉ số công nghiệp IIP cũng cho thấy những tín hiệu hết sức tích cực khi bắt đầu hồi phục trở lại từ giai đoạn tháng 9. Chúng tôi cho rằng chỉ số công nghiệp sẽ tiếp tục hồi phục tốt trong năm 2024 khi nền lãi suất đang rất hỗ trợ, áp lực tỷ giá không còn là vấn đề lớn. Trong khi đó xuất khẩu được kỳ vọng cũng sẽ là bộ phận tốt cho nhu cầu tiêu thụ bao bì carton.



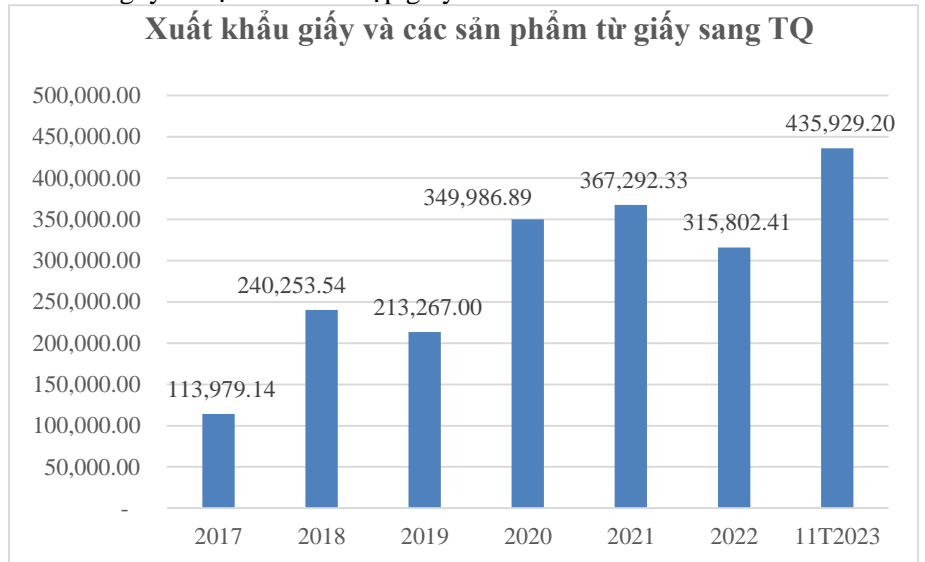
Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp



Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp

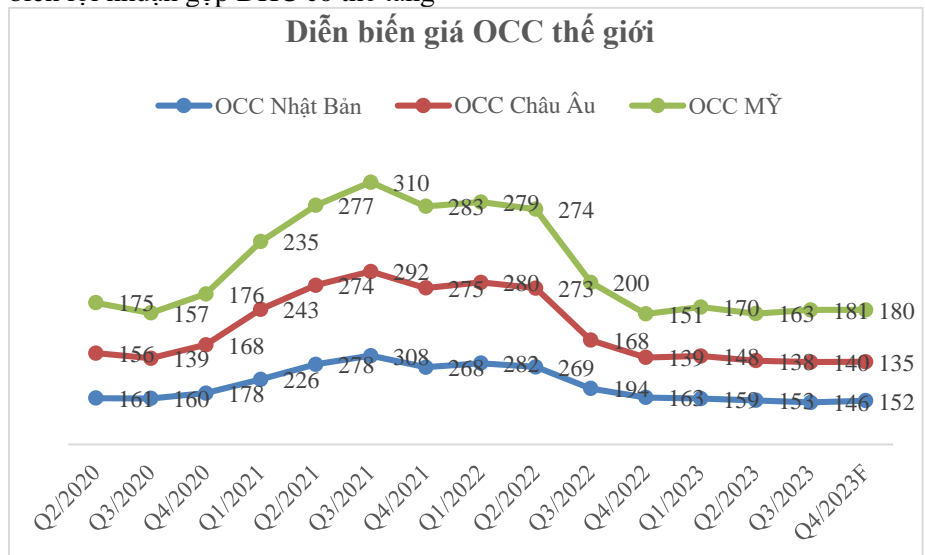


- Trung Quốc mở cửa trở lại, giảm thuế nhập khẩu: Trung Quốc cắt giảm mức thuế nhập khẩu đối với các nguyên liệu làm hộp giấy carton, có nghĩa là các nguyên liệu sản xuất hộp giấy như Testliner, Medium sẽ nhận mức thuế nhập khẩu là 0%. Thị trường giấy testliner, medium tại Việt Nam sẽ giảm bớt cạnh tranh khi các doanh nghiệp FDI lớn xuất ngược trở lại Trung Quốc. Chúng tôi nhận định xuất khẩu giấy sang Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới khi nước này hạn chế nhập khẩu tái chế và miễn thuế đối với các sản phẩm nguyên liệu sản xuất hộp giấy carton.



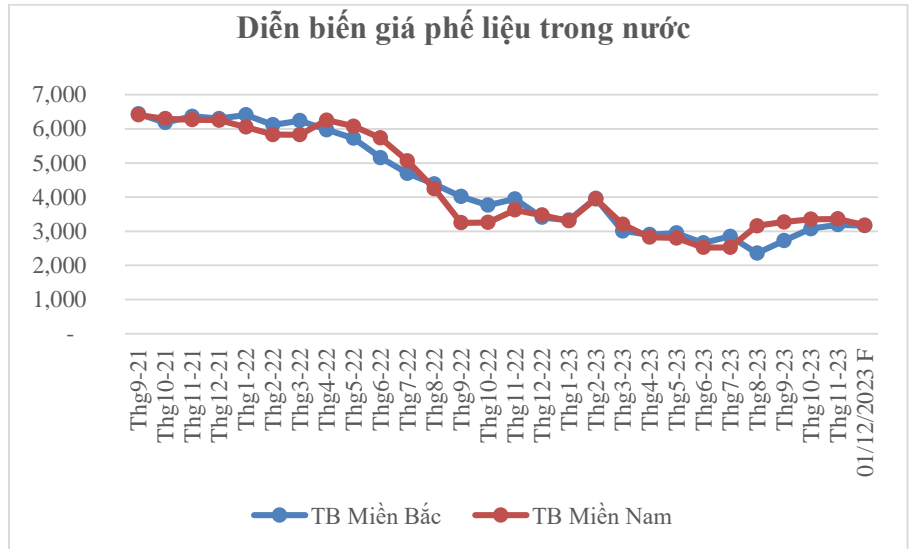
Nguồn: Tổng cục thống kê, CSI tổng hợp

Giá bán hồi phục, giá giấy OCC được dự báo tương đối ổn định trong năm 2024. Sau giai đoạn gián đoạn về nguồn cung, giá giấy phế liệu OCC đã ổn định trở lại từ giai đoạn Q3/2022. Giá OCC Mỹ giao động quanh mức 170 USD/tấn, OCC Châu Âu ở mức 140 USD/ tấn, OCC Nhật Bản 150 USD/ tấn, giá phế liệu trong nước giao động quanh mức 3000đ/kg. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp DHC có thể tăng

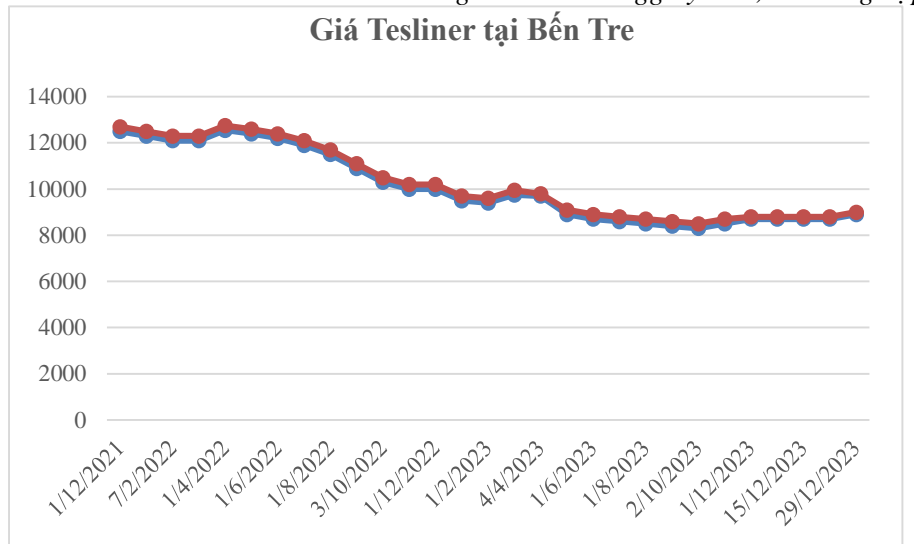


Nguồn: Hiệp hội giấy Việt Nam VPPA, CSI tổng hợp





Nguồn: Thitruonggiay.com, CSI tổng hợp



Nguồn: Thitruonggiay.com, CSI tổng hợp

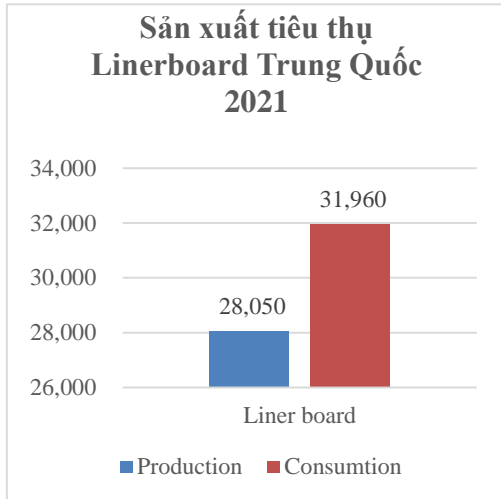
Nhà máy Giao Long 3, khởi đầu tăng trưởng mới

Công suất	380,000 tấn/năm
Tổng vốn đầu tư	2,600,000,000 VNĐ
Sản phẩm	Kraftliner, Testliner, Medium
Địa điểm	Khu công nghiệp Giao Long, xã An Phước, huyện Châu Thành, tỉnh Bến Tre

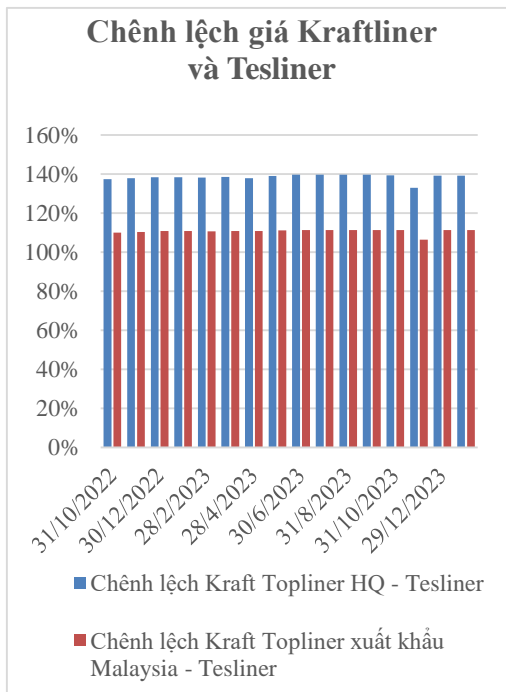


Dự án Giao Long 3 là dự án trọng điểm của DHC, được kỳ vọng rất lớn từ HĐQT và toàn thể cổ đông. Dự án có công suất dự kiến 380,000 tấn /năm đưa DHC trở thành doanh nghiệp sản xuất giấy Kraft lớn thứ 4 tại Việt Nam. Sản phẩm chủ lực là sản xuất giấy Kraftliner và Testliner sản phẩm chất lượng cao. Trong điều kiện tiêu thụ kém cấu hình của máy còn có thể sản xuất Medium.

Chúng tôi nhận định nhà máy Giao Long 3 đi vào hoạt động có thể giúp doanh thu DHC tăng tốc gấp đôi, biên lợi nhuận gộp cải thiện khoảng 1.5% nhờ 1 số nguyên nhân sau:



Nguồn: Fasstmarkets RISI, CSI tổng hợp



Nguồn: Thitruonggiay.com, CSI tổng hợp

- Giá bán Kraftliner cao hơn sản phẩm Tesliner từ 10-11%. Trong khi phân khúc testliner đang cạnh tranh rất gay gắt thì Việt Nam vẫn phải nhập giấy chất lượng cao Kraftliner. Hiện tại Việt Nam chỉ có 2 nhà máy có thể sản xuất được là Cheng Long và Nine Dragon, tuy nhiên 2 doanh nghiệp FDI đều xuất khẩu ngược trở lại Trung Quốc. Tại thị trường Trung Quốc nhu cầu Linerboard thiếu hụt 4 triệu tấn năm 2021, chủ yếu là Kraftliner. Chúng tôi nhận định với quy mô thị trường hiện tại nhà máy Giao Long 3 có thể hoạt động 100% công suất.
- Trong dài hạn, DHC tự tin rằng chi phí đầu tư của công ty sẽ vẫn ở mức cạnh tranh nhất trên thị trường trong nước, chỉ bằng 1/3 so với mức trung bình của các công ty cùng ngành, hỗ trợ công ty mở rộng công suất mà vẫn duy trì tính hiệu quả. DHC cho rằng lợi thế về chi phí của công ty là do một số yếu tố như thời điểm thị trường thuận lợi, tự thiết kế nhà máy và lựa chọn máy móc và giao dịch trực tiếp với nhà thầu phụ thay vì gián tiếp thông qua nhà thầu chính.

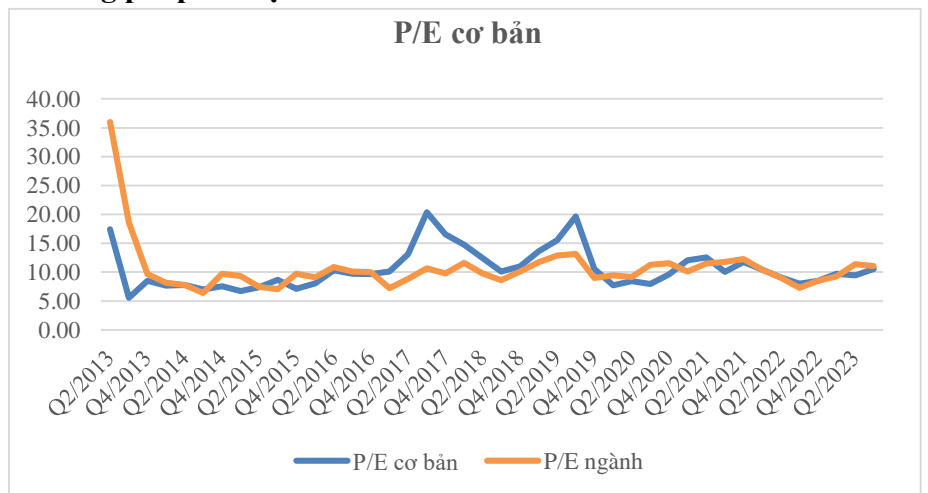
Ước tính kết quả kinh doanh 2023 và dự phóng năm 2024

Chúng tôi dự phóng doanh thu DHC năm 2023 đạt 3,240 tỷ đồng (-17.7%) svck, doanh thu năm 2024 có thể tăng trưởng 25% đạt 4,050 tỷ đồng nhờ tăng doanh thu mảng bao bì và nhu cầu giấy Kraft được dự báo hồi phục. Biên lợi nhuận gộp dự báo hồi phục về mức 19% (+25.8%) trong năm 2024 so với mức 15.1% trong năm 2023. Lợi nhuận sau thuế 2023 ước tính đạt 281.7 tỷ đồng (-25.7%) svck và 477.9 tỷ đồng (+69.6%) svck năm 2024.

ĐỊNH GIÁ

Để định giá hợp lý và khách quan giá trị cổ phiếu của DHC, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp so sánh là FCFF và P/E với tỷ lệ lần lượt là 60% và 40%. Theo đó, chúng tôi đánh giá giá trị cổ phiếu DHC ở mức 56,300 đồng/cp cuối năm 2024.

Phương pháp P/E lịch sử



Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu thận trọng là 10.5x thấp hơn mức trung bình P/E của các doanh nghiệp sản xuất giấy Việt Nam ở mức 10.66 và P/E trung bình 11.2x của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực. Trong điều kiện kinh doanh thuận lợi, nền kinh tế hồi phục tốt chúng tôi tin rằng DHC xứng đáng với mức định giá cao hơn nhờ tiềm năng sinh lợi vượt trội, chi phí đầu tư thấp hơn các đối thủ cạnh tranh.

P/E target	10.5
Price target	51,500





Phương pháp FCFF

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF với dòng tiền chiết khấu trong 5 năm với các giả định sau:

Risk Free Rate	4%
Rm-Rf (Risk premium for use in the CAPM)	9.57%
Country Default Spread	3.22%
Beta	0.87
Ke	10.8%
Kd	5.43%
E/(D+E)	86.6%
D/(D+E)	13.4%
WACC	10.1%
Growth	2%
Price	59,500

Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng
FCFF	59,500	60%
PE	51,500	40%

Giá mục tiêu: 56,300



Phụ lục

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	Q3/2023(TTM)
1. Hiệu quả hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	1.31	1.78	1.49	1.17
Hệ số vòng quay vốn CSH	2.30	2.69	2.28	1.86
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	6.23	6.93	5.82	5.41
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	58.54	52.68	62.69	67.46
Hệ số vòng quay HTK	7.48	11.01	7.01	4.47
Thời gian trung bình xử lý HTK	48.79	33.17	52.08	81.59
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	7.33	9.78	7.93	7.10
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	49.83	37.32	46.01	51.44
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	57.51	48.52	68.77	97.61
2. Chỉ số thanh toán				
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.27	0.14	0.17	0.21
Hệ số thanh toán nhanh	1.03	1.09	0.86	1.03
Hệ số thanh toán hiện thời	1.48	1.66	1.47	1.70
3. Sức khỏe tài chính				
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.13	0.15	0.18	0.22
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	0.21	0.22	0.30	0.34
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.06	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.10	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.19	0.15	0.18	0.22
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	0.31	0.22	0.30	0.34
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.39	0.29	0.39	0.35
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	0.64	0.41	0.65	0.54
Tỷ lệ đòn bẩy	1.64	1.41	1.65	1.54
EBIT/ Lãi vay	11.27	32.39	23.72	11.05
EBITDA/ Lãi vay	13.98	38.89	29.01	13.58
4. Khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.99%	16.15%	15.53%	15.06%
Tỷ suất EBITDA	18.76%	14.72%	14.09%	13.21%
Tỷ suất EBIT	15.12%	12.26%	11.52%	10.75%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	14.20%	12.28%	11.11%	10.82%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	13.57%	11.56%	9.64%	9.33%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	24.93%	28.71%	23.12%	17.60%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	24.64%	26.17%	20.99%	15.43%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	19.85%	21.79%	17.16%	12.56%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	20.41%	22.51%	17.27%	13.78%
ROA	17.82%	20.55%	14.36%	10.91%
ROE	31.19%	31.13%	22.05%	17.38%
ROIC	1.17%	1.68%	2.96%	2.24%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	4.42%	5.91%	13.20%	13.73%
5. Chỉ số dòng tiền				
Dòng tiền hoạt động/ Tổng nợ	0.53	0.45	0.27	0.31
Dòng tiền / doanh thu	-0.02	0.02	0.03	0.04
Dòng tiền tự do / thu nhập hoạt động	-0.15	0.20	0.24	0.34



Dòng tiền tự do trên tài sản	-0.03	0.04	0.04	0.04
Dòng tiền tự do trên VCSH	-0.05	0.07	0.06	0.07
Dòng tiền tự do/ CAPEX	-1.12	0.65	1.42	0.66
6. Chỉ số tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	101.94%	44.22%	-5.51%	-17.64%
Tăng trưởng lãi gộp	80.71%	22.70%	-9.18%	-17.64%
Tăng trưởng EBITDA YoY	84.76%	13.17%	-9.56%	-15.82%
Tăng trưởng EBIT YoY	86.07%	16.97%	-11.19%	-20.37%
Tăng trưởng LN trước thuế	86.11%	24.75%	-14.54%	-16.43%
Tăng trưởng phải thu YoY	37.58%	24.08%	3.08%	-22.77%
Tăng trưởng Hàng tồn kho	1.25%	1.66%	96.54%	-13.93%
Tăng trưởng Vay ngắn hạn	12.14%	27.77%	39.81%	38.37%
Tăng trưởng Vay dài hạn	-67.05%	-100.00%		
Tăng trưởng chi phí SGA YoY	62.46%	45.08%	-2.87%	-9.95%
Tăng trưởng tài sản YoY	8.09%	5.12%	20.04%	-1.35%
Tăng trưởng VCSH YoY	0.00%	25.00%	0.00%	15.00%
Tăng trưởng CFO YoY	146.65%	-33.14%	-4.27%	695.90%
7. Chỉ số định giá				
Vốn hóa (Tỷ VND)	4,474.06	2,701.78	2,904.77	3,340.46
Giá trị doanh nghiệp (Tỷ VND)	4,707.15	2,974.38	3,236.95	3,761.97
BVPS	24,911.60	24,246.16	24,978.50	23,034.38
Doanh số/ Cổ phiếu	51,567.64	59,495.18	56,214.86	42,102.46
EPS cơ bản	6,859.18	6,739.30	5,312.84	3,929.35
EPS pha loãng	6,999.16	6,739.30	5,312.84	3,929.35
Dòng tiền tự do/ Cổ phiếu	9,810.79	1,442.20	1,555.08	1,542.92
P/B	3.21	1.59	1.66	1.80
P/E cơ bản	11.65	5.73	7.81	10.56
P/E pha loãng	11.42	5.73	7.81	10.56
P/S	1.55	0.65	0.74	0.99
Giá trị doanh nghiệp/ Doanh thu	1.63	0.71	0.82	1.11
Giá trị doanh nghiệp/ EBITDA	8.69	4.85	5.84	8.41
Giá trị doanh nghiệp/ EBIT	10.78	5.83	7.14	10.33
Tỷ suất cổ tức	3.13%	9.07%	7.23%	0.00%

Nguồn: Fiin, CSI tổng hợp



LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI:

Email: csi.research@vncsi.com - Tel: (+84) 24 3926 0099 (109)

Người thực hiện: Lương Văn Sơn

Chuyên viên phân tích

Email: sonlv@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU CSI

**Bộ phận Phân tích Ngành
và Doanh nghiệp**

Lê Anh Tùng

Chuyên viên phân tích

Email: tungla@vncsi.com.vn

**Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô
và Thị trường Chứng khoán**

Lưu Chí Kháng

Trưởng phòng Phân tích

Email: khanglc@vncsi.com.vn

Lương Văn Sơn

Chuyên viên phân tích

Email: sonlv@vncsi.com.vn

Phạm Thị Mai Anh

Trợ lý TTNC

Email: anhptm@vncsi.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại) / giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (CSI), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CSI không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.

Các nhận định trong bản báo cáo này dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. CSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CSI.

TRỤ SỞ CSI

Tầng 11, Tòa nhà TNR, 54A Nguyễn Chí Thanh, Phường Láng Thượng, Quận Đống Đa, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099 Website: <https://www.vncsi.com.vn>