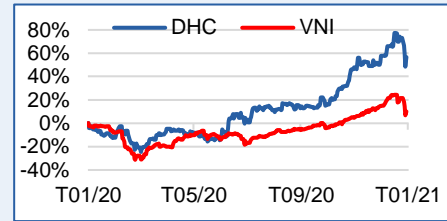


CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) [MUA +39,5%]

Cập nhật

Ngành:	Giấy bao bì		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo:	29/01/2021	Tăng trưởng DT	102,0%	7,9%	7,0%	1,5%
Giá hiện tại:	VND60.400	Tăng trưởng EPS	107,3%	17,0%	8,2%	5,7%
Giá mục tiêu hiện tại:	VND81.800	Biên LN gộp	19,0%	19,4%	20,4%	20,4%
Giá mục tiêu trước đây:	66.800VND	Biên LN ròng	13,5%	14,7%	14,8%	15,4%
TL tăng:	+35,4%	EV/EBITDA	6,7x	5,9x	5,2x	5,2x
Lợi suất cổ tức:	4,1%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	7,5x	6,3x	5,6x	5,3x
Tổng mức sinh lời:	+39,5%	P/E	8,8x	7,5x	7,0x	6,6x



			DHC	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	146,0tr USD	P/E (trượt)	8,8x	15,4x	16,9x
Room KN:	29,7tr USD	P/B (hiện tại)	2,4x	1,3x	2,2x
GTGD/ngày (30n):	1,1tr USD	Nợ ròng/CSH	0,2x	0,6x	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0%	ROE	31,1%	8,7%	13,3%
SL cổ phiếu lưu hành:	56,0 tr	ROA	17,8%	3,8%	2,2%
Pha loãng:	56,0 tr				
PEG 3 năm:	0,9	* CT cùng ngành nước ngoài			

Tổng quan công ty:

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất giấy bao bì quy mô trung bình tại Việt Nam với thị phần ~5% trong năm 2020, 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
Phó Giám đốc

Nhu cầu giấy bao bì cao củng cố triển vọng tươi sáng

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cho CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC), dựa trên khả năng của DHC trong việc tận dụng đà tăng trưởng tiêu thụ của giấy bao bì tại Việt Nam nhờ vào năng lực đã được chứng minh của công ty và tiềm năng mở rộng công suất.
- Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 22% nhờ điều chỉnh tổng LNST giai đoạn 2021-2023 tăng 20% khi KQKD quý 4/2020 của DHC cho thấy nhu cầu giấy mạnh hơn và chi phí hoạt động thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Ngoài ra, công suất thực tế của nhà máy giấy Giao Long 2 vượt dự báo trước đây của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng tổng sản lượng bán giấy giai đoạn 2021-2023 thêm 7% trong khi tăng biên lợi nhuận gộp dự phóng giai đoạn 2021-2023 thêm trung bình 30 điểm cơ bản, nhờ giá bán trung bình (ASP) dự kiến cao hơn bù đắp cho chi phí thùng carton cũ (OCC) cao hơn do dịch COVID-19 làm gián đoạn nguồn cung OCC toàn cầu.
- Chúng tôi dự báo EPS sẽ tăng 17% trong năm 2021 và đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 7% trong giai đoạn 2021-2023 – mức tăng trưởng giai đoạn sau chủ yếu được thúc đẩy bởi ASP cao hơn và giá OCC quay về mức bình thường sau dịch COVID-19. Trong khi đó, chúng tôi ước tính công suất giấy hiện tại của DHC sẽ được sử dụng toàn bộ trong năm 2021.
- Các dự báo của chúng tôi chưa ghi nhận tiềm năng của nhà máy Giao Long 3 – nhà máy có thể tăng công suất giấy của DHC thêm ít nhất 120% theo ước tính của chúng tôi – do tiến độ thực hiện chưa chắc chắn.
- Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E năm 2021 của DHC là 10,2 lần, thấp hơn nhẹ so với P/E trượt trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành là 10,9 lần.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Giá bán giấy thấp hơn do các đối thủ cạnh tranh gia tăng công suất; tình trạng khan hiếm OCC kéo dài do dịch COVID-19 bùng phát tại các quốc gia phát triển.

Nhu cầu giấy bao bì mạnh mẽ thúc đẩy cả ASP và sản lượng bán hàng. Trong quý 4/2020, ASP giấy của DHC đã tăng 16% YoY và 19% QoQ lên 10.000 VND (0,4 USD) mỗi kg, theo ước tính của chúng tôi, khi nhu cầu giấy mạnh lên cùng với hoạt động xuất khẩu và tiêu dùng nội địa của Việt Nam. Bối cảnh thị trường thuận lợi này đã giúp DHC chuyển hoàn toàn mức tăng giá OCC cho khách hàng trong khi hoạt động ở mức 117%/100% công suất giấy/bao bì thiết kế trong quý 4/2020 so với 107%/82% trong 9M 2020. Chúng tôi kỳ vọng DHC sẽ duy trì mức huy động công suất cao trong quý 4 năm 2020 trong suốt năm 2021, điều này tương ứng với tăng trưởng sản lượng giấy / bao bì là 5%/15% vào năm 2021. Trong khi đó, chúng tôi giả định ASP của DHC sẽ tăng 1% YoY vào năm 2021; tuy nhiên, ASP giấy năm 2021F của chúng tôi thấp hơn 8% so với

mức của Quý 4 năm 2020 khi chúng tôi cho rằng công suất mới trong ngành - chẳng hạn như của Marubeni (một công ty Nhật Bản thiết lập sản xuất tại Việt Nam gần đây) - có thể làm hạn chế đà tăng của giá giấy bao bì.

GPM sẽ mở rộng nhờ ASPs cao hơn và khả năng giá OCC bình thường hóa trở lại. Trong quý 4 năm 2020, GPM đã mở rộng thêm sáu điểm % QoQ lên 21,2% được hỗ trợ bởi mức tăng ASP nói trên, mặc dù giá OCC châu Âu tăng 20% QoQ khi COVID-19 bùng phát mạnh tại các thị trường phát triển làm gián đoạn nguồn cung OCC toàn cầu. Trong tương lai, với lệnh cấm nhập khẩu OCC của Trung Quốc và khả năng bình thường hóa ở thị trường phát triển nhờ vào nỗ lực tiêm vaccine COVID-19 đang diễn ra, chúng tôi cho rằng giá OCC có thể bắt đầu hạ nhiệt đi từ H2 2021. Do đó, chúng tôi dự báo GPM của DHC sẽ tăng từ 19,0% trong năm 2020 lên 19,4% vào năm 2021F và 20,4% vào năm 2023F.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	2.888	3.115	3.332	3.383
Giá vốn hàng bán	-2.339	-2.512	-2.654	-2.692
Lợi nhuận gộp	548	603	678	691
Chi phí bán hàng	-88	-95	-102	-103
Chi phí quản lý DN	-24	-24	-24	-25
LN thuần HĐKD	436	484	552	564
Thu nhập tài chính	10	12	24	45
Chi phí tài chính	-41	-21	-16	-17
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-39</i>	<i>-21</i>	<i>-16</i>	<i>-17</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	4	4	4	4
LNTT	410	480	564	596
Thuế TNDN	-19	-22	-70	-74
LNST trước CĐTS	391	457	495	523
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	391	457	495	523
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	391	457	495	523
EBITDA	539	608	693	698
EPS báo cáo, VND	6.836	8.001	8.657	9.146
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	6.836	8.001	8.657	9.146
EPS pha loãng, điều chỉnh ¹⁾ VND	6.836	8.001	8.657	9.146
DPS, VND	2.500	2.900	3.100	3.100
DPS/EPS (%)	37%	36%	36%	34%
(1) Điều chỉnh cho các khoản mục bất thường				
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	102,0%	7,9%	7,0%	1,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	86,0%	11,0%	14,0%	2,1%
Tăng trưởng LNTT	86,1%	17,0%	17,7%	5,7%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	107,3%	17,0%	8,2%	5,7%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	19,0%	19,4%	20,4%	20,4%
Biên LN từ HĐ %	15,1%	15,5%	16,6%	16,7%
Biên EBITDA	18,7%	19,5%	20,8%	20,6%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	13,5%	14,7%	14,8%	15,4%
ROE %	31,1%	29,5%	26,5%	23,8%
ROA %	17,8%	19,6%	19,2%	17,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	49	47	47	48
Số ngày phải thu	56	59	55	56
Số ngày phải trả	50	54	48	50
TG luân chuyển tiền	55	52	54	55
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,6	2,1	2,6
CS thanh toán nhanh	1,1	1,1	1,6	2,1
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,3	0,9	1,4
Nợ/Tài sản	0,2	0,1	0,1	0,1
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,1	0,1
Nợ/Vốn CSH	0,2	0,0	-0,1	-0,3
Khả năng thanh toán lãi vay	11,3	22,6	34,5	34,0

Nguồn: số liệu công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương	202	241	632	1.033
Đầu tư TC ngắn hạn	9	9	9	9
Các khoản phải thu	521	481	515	522
Hàng tồn kho	315	336	355	360
TS ngắn hạn khác	49	47	43	41
Tổng TS ngắn hạn	1.096	1.113	1.554	1.965
TS dài hạn (gộp)	1.516	1.746	1.809	1.881
- Khấu hao lũy kế	-362	-486	-626	-761
TS dài hạn (ròng)	1.154	1.261	1.183	1.120
Đầu tư TC dài hạn	5	5	5	5
TS dài hạn khác	21	21	21	21
Tổng TS dài hạn	1.180	1.287	1.209	1.146
Tổng Tài sản	2.276	2.400	2.762	3.111
Phải trả ngắn hạn	408	344	364	369
Nợ ngắn hạn	290	312	329	334
Nợ ngắn hạn khác	38	41	44	45
Tổng nợ ngắn hạn	736	697	737	748
Nợ dài hạn	145	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	881	697	737	748
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	235	235	235	235
			560	560
Lợi nhuận giữ lại	560	849	1.148	1.462
Vốn khác	39	59	82	106
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.395	1.703	2.025	2.364
Tổng cộng nguồn vốn	2.276	2.400	2.762	3.111
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)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	156	202	241	632
Lợi nhuận sau thuế	391	457	495	523
Khấu hao	106	123	141	135
Thay đổi vốn lưu động	-25	-39	-27	-4
Điều chỉnh khác	-19	-9	-10	-10
Tiền từ hoạt động KD	453	533	599	642
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-38	-230	-63	-72
Đầu tư	1	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-37	-230	-63	-72
Cổ tức đã trả	-107	-140	-162	-174
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	31	21	18	5
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-295	-145	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-370	-264	-145	-169
Tổng lưu chuyển tiền tệ	46	39	391	401
Tiền cuối năm	202	241	632	1.033

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Đào Danh Long Hà và Đặng Văn Pháp, 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

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

Phòng giao dịch

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

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

- 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

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên, ext 185

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, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

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

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

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

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.