

Ngành Giấy

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **65.000**

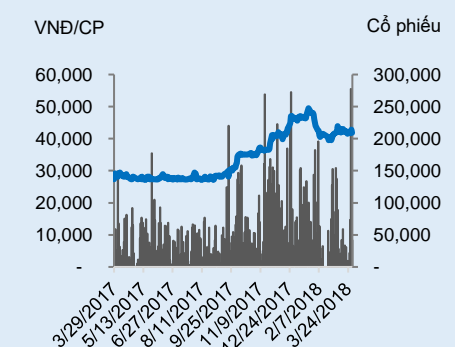
Giá thị trường (30/3/2018) 41.850

Lợi nhuận kỳ vọng 55,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	34.800-49.500
Vốn hóa	1.442 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	34.459.769
KLGD bình quân 10 ngày	49.873
% sở hữu nước ngoài	36,39%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHC	-9,6%	0,1%	-10,7%	29,6%
VN-Index	17,9%	7,4%	21,3%	45,8%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 8) 3914 6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

CTCP Đông Hải Bến Tre

Mã giao dịch: DHC

Reuters: DHC.HM

Bloomberg: DHC VN

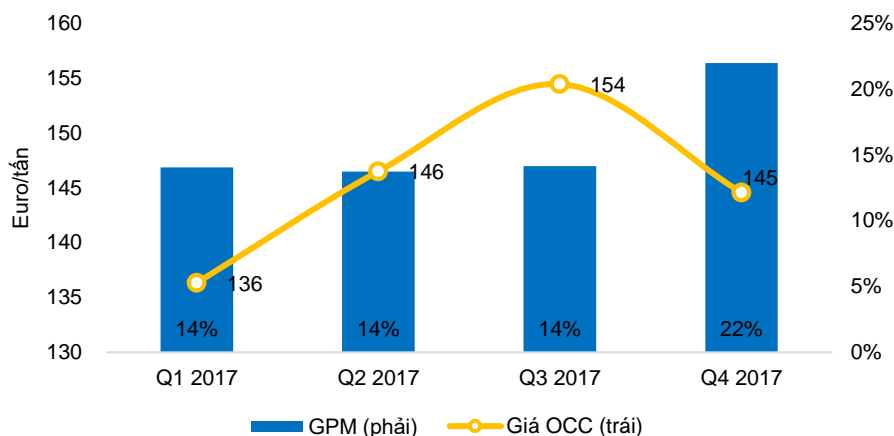
2018 sẽ là năm bản lề để DHC bước vào giai đoạn tăng trưởng cao vượt bậc

Cập nhật tình hình hoạt động kinh doanh 2017

DHC công bố KQKD 2017 với doanh thu thuần đạt 810 tỷ đồng (+21,3% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 80 tỷ đồng (-6,4%) yoy) hoàn thành lần lượt 108% kế hoạch doanh thu và 121% kế hoạch lợi nhuận năm. Một số tiêu điểm chính được tóm tắt như sau:

- ❖ **Doanh thu tăng trưởng ấn tượng 21,3% nhờ thị trường xuất khẩu.** Việc cấm nhập khẩu giấy phế liệu chưa phân loại (phương án 1) và chỉ cấp giấy phép nhập khẩu từng đợt cho OCC (nguyên liệu được xem là biện pháp thay thế cho phương án 1) của Trung Quốc trong khi nhu cầu trong nước không từng tăng lên do sự phát triển mạnh mẽ của thương mại điện tử đã khiến cho nước này tìm kiếm nguồn giấy Kraft ở các nước khác trong khu vực – trong đó có Việt Nam để nhập khẩu về nước. Đây là nguyên nhân chính khiến cho cả sản lượng và giá bán của DHC đều tăng tốt trong năm 2017.
- ❖ **Giá OCC tăng mạnh trong 9T đầu 2017 ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận.** Giá OCC thế giới nhìn chung tăng mạnh trong 2 đợt Q1 và Q3 2017 tương ứng với các đợt chính phủ Trung Quốc cấp giấy phép để các doanh nghiệp trong nước nhập khẩu OCC về sản xuất. Lo ngại chính sách môi trường ngày càng chặt chẽ đã khiến các doanh nghiệp này tranh thủ nhập để trữ kho khiến cho giá OCC tăng cao. DHC bị ảnh hưởng đáng kể bởi sự kiện này khiến cho biên gộp 9T 2017 của doanh nghiệp giảm chỉ còn 14% so với mức bình quân 18,4% trong năm 2016. Sau khi thị trường OCC hạ nhiệt trong Q4 thì biên lợi nhuận của DHC đã có sự hồi phục rất tốt.

Tương quan giá OCC và biên gộp của DHC



Nguồn: BVSC, Bloomberg

Dự báo triển vọng 2018

BVSC dự báo doanh thu đạt 949 tỷ đồng (+17% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 88 tỷ đồng (+10% yoy). **EPS dự phóng 2.497 đồng/cp tương ứng với P/E forward 17,3 lần.**

Các giả định chính:

- ❖ Sản lượng giấy Kraft tăng 5%, giá bán tăng 2%.
- ❖ Sản lượng thùng carton tăng 10% và giá bán bình quân tăng 5%.
- ❖ Chi phí nguyên vật liệu bình quân giảm 10%.

Thị trường OCC đầu vào dự báo ổn định hơn trong năm 2018. Trung Quốc vốn vẫn là thị trường tiêu thụ OCC và các loại giấy phế liệu từ các khu vực Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản. Việc giảm tỷ lệ độc hại từ 1,5% xuống còn 0,5% khiến cho OCC khó có thể vào được Trung Quốc. Tỷ lệ này được nhiều công ty trong ngành đánh giá là không khả thi ở thời điểm hiện tại. Do đó, giải pháp trong ngắn hạn của các khu vực xuất khẩu OCC là đẩy tiêu thụ sang các nước lân cận Trung Quốc, ví dụ như Việt Nam trong khi ở góc nhìn dài hạn hơn, việc đầu tư công nghệ phân loại giấy hiện đại hơn là điều khó tránh khỏi. Thời điểm hiện tại, giá OCC đã hạ nhiệt đáng kể, giảm khoảng 7% so với cùng kỳ và gần 40% so với đỉnh năm 2017.

Chưa hạch toán doanh thu và lợi nhuận nhà máy Giao Long 2 trong năm 2018. Theo cập nhật mới nhất của chúng tôi với DHC, nhà máy Giao Long 2 vẫn đang được đầu tư và lắp đặt máy móc đúng tiến độ và dự kiến sẽ được đưa vào sản xuất thương mại kể từ tháng 6-7/2018. Tuy nhiên để được hưởng trọn ưu đãi thuế trong 2 năm đầu đưa vào sử dụng, DHC sẽ quyết toán nghiệm thu nhà máy Giao Long 2 vào cuối năm 2018. Do đó toàn bộ doanh thu và lợi nhuận tạo ra bởi nhà máy này trong 6 tháng cuối năm 2018 sẽ được ghi nhận dưới hình thức giảm chi phí đầu tư chứ không được thể hiện trên Báo cáo kết quả kinh doanh năm 2018.

Tiềm năng tăng trưởng đến từ nhà máy Giao Long 2 là cực kỳ lớn

Với vốn đầu tư hơn 1.000 tỷ đồng, nhà máy Giao Long 2 sẽ giúp năng lực sản xuất giấy Kraft của DHC tăng lên gấp 3,5 lần so với hiện tại. Chúng tôi cho rằng tiêu thụ đầu ra sẽ không vấp phải quá nhiều khó khăn khi nhu cầu của Trung Quốc hiện tại đang rất lớn và sẽ tiếp tục tăng lên trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo tăng trưởng giai đoạn 2019-2022 của DHC sau khi đưa nhà máy Giao Long 2 vào hoạt động như sau:

Dvt: tỷ đồng	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	3.114	3.439	3.473	3.473
Lợi nhuận	159	259	318	361
EPS (đồng/cp)	4.499	7.318	9.011	10.203
P/E Forward	9,60	5,90	4,80	4,23
Hiệu suất NM Giao Long 2	91%	100%	100%	100%

Quan điểm đầu tư: Việc hoãn ghi nhận doanh thu lợi nhuận của nhà máy Giao Long 2 chủ yếu chỉ làm thay đổi dự báo 2018, chúng tôi vẫn tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu **65.000 đồng/cp** đối với DHC. Các điểm nhấn chính bao gồm: (i) sự siết chặt các vấn đề môi trường của Trung Quốc tạo ra cơ hội tăng trưởng cho nhóm doanh nghiệp sản xuất giấy tại Việt Nam; (ii) nhà máy Giao Long 2 đi vào hoạt động sẽ giúp DHC đáp ứng được nhu cầu gia tăng; (iii) thị trường OCC thế giới dự báo ổn định hơn trong 2018, đồng nghĩa với DHC sẽ được hưởng lợi từ nguyên vật liệu giá thấp.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	543	640	668	810
Giá vốn	452	523	545	678
Lợi nhuận gộp	91	117	123	132
Doanh thu tài chính	1	0	5	3
Chi phí tài chính	8	6	4	5
Lợi nhuận sau thuế	43	80	86	80

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017
Tiền & khoản tương đương tiền	7	2	35	111
Các khoản phải thu ngắn hạn	95	101	130	111
Hàng tồn kho	84	58	56	228
Tài sản cố định hữu hình	214	219	189	184
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	3	3	3
Tổng tài sản	421	406	630	1.291
Nợ ngắn hạn	162	103	108	331
Nợ dài hạn	-	-	-	249
Vốn chủ sở hữu	259	303	521	711
Tổng nguồn vốn	421	406	630	1.291

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	19,5%	17,9%	4,4%	21,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	59,4%	85,1%	7,5%	-6,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	16,8%	18,3%	18,5%	16,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,9%	12,5%	12,8%	9,9%
ROA (%)	10,5%	19,3%	16,6%	8,4%
ROE (%)	17,8%	28,4%	20,8%	13,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,39	0,25	0,17	0,45
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,63	0,34	0,21	0,82
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.747	4.622	3.351	2.329
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.485	17.551	20.370	20.636

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trương Sỹ Phú** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888