

Ngành Giấy

Báo cáo cập nhật

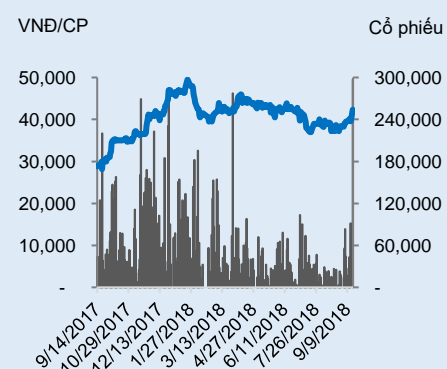
Tháng 9, 2018

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	70.000
Giá thị trường (17/9/2018)	42.350
Lợi nhuận kỳ vọng	+65%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	28.150-49.500
Vốn hóa	1.459 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	34.459.769
KLGD bình quân 10 ngày	69.499
% sở hữu nước ngoài	36,5%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,7%
Beta	0,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHC	-8,5%	11,4%	0,8%	0,1%
VNIndex	-0,8%	1,9%	-0,3%	-15,8%

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 28) 3914.6888 ext 258

truongsyphu@baoviet.com.vn

CTCP Đông Hải Bến Tre

Mã giao dịch: DHC

Reuters: DHC.HM

Bloomberg: DHC VN

Dự báo lợi nhuận 2018 tăng trưởng 65%. Giao Long 2 dự kiến đi vào hoạt động thử nghiệm trong cuối Q4 2018

DHC đã vượt kế hoạch lợi nhuận năm 2018 sau 8 tháng. Công ty đạt tổng doanh thu 84 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 14 tỷ đồng trong tháng 8. Lũy kế 8 tháng công ty đạt 600 tỷ đồng doanh thu và 92 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, qua đó vượt 2% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Chúng tôi có một số cập nhật như sau:

- ❖ **Giá giấy công nghiệp đầu ra tiếp tục tăng nhẹ 3-5%** trong bối cảnh nhu cầu bao bì vẫn tăng trưởng khả quan. **DHC cho biết hiện đang không có đủ hàng để cung cấp cho khách hàng** bên ngoài và khối bao bì nội bộ trong công ty. Trong đó một số khách hàng có đề xuất tăng lượng giấy công nghiệp mua hằng tháng lên gấp 3 lần nhưng công ty vẫn chưa có khả năng đáp ứng. **Do đó cơ hội để mở rộng thị trường trong năm 2019 sau khi nhà máy Giao Long 2 đưa vào hoạt động là rất lớn.** Thị phần hiện tại của DHC chỉ mới đạt 2-3%.
- ❖ **Giá OCC có dấu hiệu tăng trở lại.** Giá OCC 11 nhập khẩu từ Mỹ tăng từ 160USD/tấn lên 180USD/tấn (+13%) trong khi giá giấy thu hồi trong nước cũng tăng từ 4,5 lên 5,2 triệu đồng/tấn (+16%). **Tuy nhiên do vẫn còn lượng hàng tồn kho trong nửa đầu năm nên dự kiến biên lợi nhuận 2H 2018 chỉ giảm nhẹ so với Q2 và vẫn ở mức cao trên 20%. Giá OCC tăng sẽ ảnh hưởng năm 2019 nhiều hơn.**
- ❖ **Quy định rõ ràng hơn về việc nhập khẩu giấy phế liệu.** Để đảm bảo giấy OCC nhập khẩu chỉ được sử dụng trong mục đích sản xuất giấy công nghiệp, 3 văn bản 3738, 4202 và 4227 của Tổng Cục Hải Quan đã quy định kỹ: (i) lô hàng cần được kiểm tra bởi cả đơn vị giám định do Bộ TN&MT chỉ định và Cục Kiểm Định Hải Quan; (ii) yêu cầu các giấy tờ khác như giấy phép nhập khẩu, tên công ty, mã số thuế và phải ký quỹ 15 ngày. **Chúng tôi cho rằng do DHC là công ty sản xuất thực sự nên sẽ không gặp quá nhiều khó khăn bởi quy định trên.** Tất nhiên, chi phí nhập khẩu sẽ tăng do các thủ tục hành chính.

Dự báo lợi nhuận năm 2018 sẽ tăng trưởng 65% yoy. Dựa trên những cập nhật bên trên, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu đạt 949 tỷ đồng (+17% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 133 tỷ đồng (+65% yoy). **EPS dự phóng 3.751 đồng/cp tương ứng với P/E 2018 đạt 11,3 lần.**

Nhà máy Giao Long 2 có thể sẽ bắt đầu vận hành thử nghiệm đồng bộ từ cuối tháng 11. Tổng mức đầu tư của nhà máy có vẻ sẽ được quyết toán ở mức quanh 50 triệu USD. Tiến độ của nhà máy hiện tại có thể tóm tắt như sau:

- ❖ Máy móc thiết bị đã lắp đặt xong 95% và phần còn lại sẽ nhập về trong cuối tháng 9. Ngoài ra các thiết bị dự phòng (đầu tư khoảng 60 tỷ) sẽ về trong tháng 10.

- ❖ Vấn đề về nguồn hơi đầu vào để sấy giấy OCC đã được giải quyết xong.
- ❖ Nhà máy đã được cấp khoảng 8MW để chạy thử một số bộ phận, tuy nhiên DHC cho biết cần đủ 18MW để nhà máy có thể khởi động đồng bộ tất cả các dây chuyền và sau đó sẽ duy trì mức tiêu thụ khoảng 12MW.
- ❖ Tiến độ giải quyết vấn đề nguồn điện được giải quyết khá khả quan. Trạm điện 100MW đã được đền bù xong và đang trong quá trình xây dựng và lắp đặt. Phần còn lại là 5 trụ điện sẽ đơn giản hơn và dự kiến cũng sẽ được đền bù và xây dựng xong để kịp cấp điện kể từ ngày 15/11 sắp tới.
- ❖ Sau khi khởi động thì Giao Long 2 sẽ chạy sản phẩm thử trong vòng 3 tháng. DHC đã thận trọng thuê đơn vị tư vấn tiếp tục theo dõi và hỗ trợ trong 6 tháng tiếp sau khi chạy thử xong để đề phòng sự cố.
- ❖ DHC có thể sẽ dành 20% công suất Giao Long 2 để xuất khẩu.

Dự báo thận trọng nhà máy Giao Long 2 bước đầu sẽ chạy 50% công suất giúp DHC tăng trưởng 34% về lợi nhuận trong năm 2019. BVSC dự báo tổng doanh thu đạt 2.206 tỷ đồng (+132% yoy) và Lợi nhuận sau thuế đạt 177 tỷ đồng (+34% yoy). **EPS dự phóng 5.019 đồng/cp tương ứng với P/E 2019 đạt 8,4 lần.** Các giả định chính bao gồm:

- ❖ Sản lượng giấy công nghiệp tăng 200%, trong đó nhà máy cũ hoạt động 100% công suất và nhà máy Giao Long 2 hoạt động 50% công suất. Giá bán bình quân tăng 2%.
- ❖ Sản lượng giấy bao bì tăng 10% và giá bán bình quân tăng 2%.
- ❖ Biên gộp bình quân giảm còn 14% do chi phí khấu hao lớn từ Giao Long 2 và giá giấy đầu vào tăng tương ứng với phần cập nhật bên trên.
- ❖ Nhà đầu tư cần lưu ý rằng do thời gian đầu hoạt động chi phí cố định còn đáng kể nên lợi nhuận dự báo chỉ tăng trưởng 34% so với mức 132% của doanh thu. Khi đã hoạt động ổn định và trả bớt nợ vay dài hạn, BVSC dự báo tăng trưởng bình quân 31% về lợi nhuận trong giai đoạn 2018-2022.

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DHC với giá mục tiêu **70.000 đồng/cp** cho mục tiêu đầu tư dài hạn. Các điểm nhấn đầu tư chính bao gồm: (i) các khúc mắc trong việc nhập khẩu và thông quan giấy OCC đã được gỡ bỏ; (ii) tồn kho giá thấp và giá bán ở mức cao sẽ giúp DHC đạt mức tăng trưởng ấn tượng về lợi nhuận trong năm 2018; (iii) nhà máy Giao Long 2 bắt đầu đưa vào sản xuất thương mại từ năm 2019 sẽ mở ra giai đoạn tăng trưởng cao mới cho DHC; (iv) việc giải quyết đầu ra cho Giao Long 2 gần như không đáng lo ngại do nhu cầu bao bì tại Việt Nam đang tăng trưởng rất nhanh, ngoài ra chúng tôi cũng nhìn thấy cơ hội tại một số thị trường xuất khẩu; (v) chiến tranh thương mại Mỹ - Trung rất có thể sẽ kéo theo một đợt giảm giá giấy tái chế từ Mỹ tương tự như đầu năm nay.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	668	810	949	2.206
Giá vốn	545	678	736	1.896
Lợi nhuận gộp	123	132	213	310
Doanh thu tài chính	5	3	13	25
Chi phí tài chính	4	5	13	79
Lợi nhuận sau thuế	86	80	133	177

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018F	2019F
Tiền & khoản tương đương tiền	35	111	109	178
Các khoản phải thu ngắn hạn	130	111	269	625
Hàng tồn kho	56	225	105	269
Tài sản cố định hữu hình	189	184	1.235	1.097
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3	3	-	-
Tổng tài sản	630	1.290	1.750	2.202
Nợ ngắn hạn	108	330	281	617
Nợ dài hạn	-	249	714	714
Vốn chủ sở hữu	521	711	755	870
Tổng nguồn vốn	630	1.290	1.750	2.202

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016	2017	2018F	2019F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	4%	21%	17%	132%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	7%	-6%	65%	34%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18%	16%	23%	14%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13%	10%	14%	8%
ROA (%)	17%	8%	9%	9%
ROE (%)	21%	13%	18%	22%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	17%	45%	57%	60%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	21%	81%	132%	153%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.351	2.329	3.751	5.019
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.370	20.636	21.917	25.256

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

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên
Cao su tự nhiên
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Điện, VLXD
lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Hàng tiêu dùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược, Vận tải
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh
Hàng tiêu dùng
ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng
Phó Giám đốc khối
phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@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 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888