

## Ngành giấy

Báo cáo cập nhật

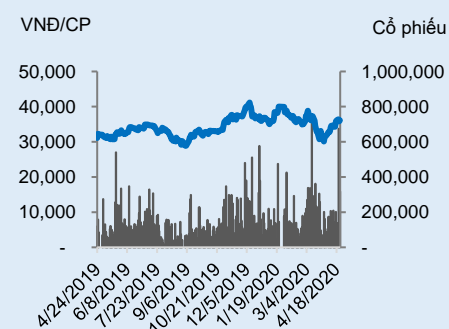
Tháng 4 2020

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>50.000</b>
Giá thị trường (23/04/2020)	36.100
Lợi nhuận kỳ vọng	+38,5%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	28.840-41.170
Vốn hóa	2.021
SL cổ phiếu lưu hành	55.995.783
KLGD bình quân 10 ngày	231.199
% sở hữu nước ngoài	35,73%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,8%
Beta	0,7

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DHC	-1,9%	13,4%	-9,5%	8,0%
VNIndex	-19,9%	11,5%	-19,3%	-22,7%

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

## Hoạt động kinh doanh sẽ gặp khó khăn bởi dịch COVID-19. Triển vọng 2021 vẫn khả quan.

**Kết quả kinh doanh Q1 2020 vẫn chưa thực sự phản ánh tác động của dịch COVID-19.** DHC công bố kết quả Q1 2020 tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ, với doanh thu thuần đạt 671 tỷ đồng (+227% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 89 tỷ đồng (+321% yoy). Trong đó đáng lưu ý là: (i) doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ sự đóng góp của Giao Long 2 có công suất gấp 3 lần; (ii) biên lợi nhuận vẫn còn ở mức cao do vẫn còn tồn kho giá thấp ở giai đoạn cuối năm 2019.

**Biên lợi nhuận có khả năng sẽ giảm mạnh từ Q2 2020 do giá đầu vào tăng mạnh và một phần sản lượng giảm, dự báo cả năm lợi nhuận chỉ tăng trưởng 17%.** Theo dõi biến động và khoảng cách giữa giá đầu vào và đầu ra, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận cả năm sẽ giảm về 16% từ mức 24% của Q1 2020, tương đồng với giai đoạn đầu 2017. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ Q2 2020 khả năng sẽ giảm 15% so với Q1 do ảnh hưởng của COVID-19. Qua đó, BVSC dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 2.316 tỷ đồng (+62% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 212 tỷ đồng (+17% yoy). **EPS đạt 3.704 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 9,8x.**

**Triển vọng 2021 vẫn khả quan.** BVSC đưa ra dự báo tích cực cho năm 2021 với doanh thu đạt 2.720 tỷ đồng (+17% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 338 tỷ đồng (+59% yoy). **EPS đạt 6.040 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 6x.** Chúng tôi cho rằng khi dịch COVID-19 dần được kiểm soát, nguồn cung OCC sẽ ổn định trở lại trong khi giá giấy thành phẩm có cơ hội tăng nhờ nhu cầu dịp cuối năm và đầu năm mới, đặc biệt là nhu cầu từ Trung Quốc khi nước này đang thiếu nguyên liệu sản xuất do những chính sách kiểm soát môi trường chặt chẽ.

**Quan điểm đầu tư:** DHC đã có đợt tăng giá khá tích cực theo sự hồi phục của thị trường chung và phần nào cũng phản ánh KQKD Q1 2020 tăng trưởng ấn tượng. Dù vậy, nhìn vào những chướng ngại sắp tới liên quan đến COVID-19, chúng tôi cho rằng cơ hội ngắn hạn ở cổ phiếu DHC không còn nhiều. Bên cạnh đó, việc các quỹ SSIAM và Daiwa chưa thoái vốn thành công cũng đang tạo một ngưỡng cản tâm lý lớn khiến cho cổ phiếu khó bứt phá. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá triển vọng năm 2021 của DHC là rất khả quan và nhà đầu tư nên cân nhắc tăng tỷ trọng DHC nếu giá cổ phiếu điều chỉnh về các vùng giá hấp dẫn hơn khi KQKD của các quý tới được công bố. BVSC tiếp tục khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DHC với mức giá mục tiêu là **50.000 đồng/cp**.

## Kết quả kinh doanh Q1 2020 vẫn chưa thực sự phản ánh tác động của dịch COVID-19

DHC công bố kết quả Q1 2020 tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ, với doanh thu thuần đạt 671 tỷ đồng (+227% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 89 tỷ đồng (+321% yoy). Trong đó có 2 điểm đáng lưu ý:

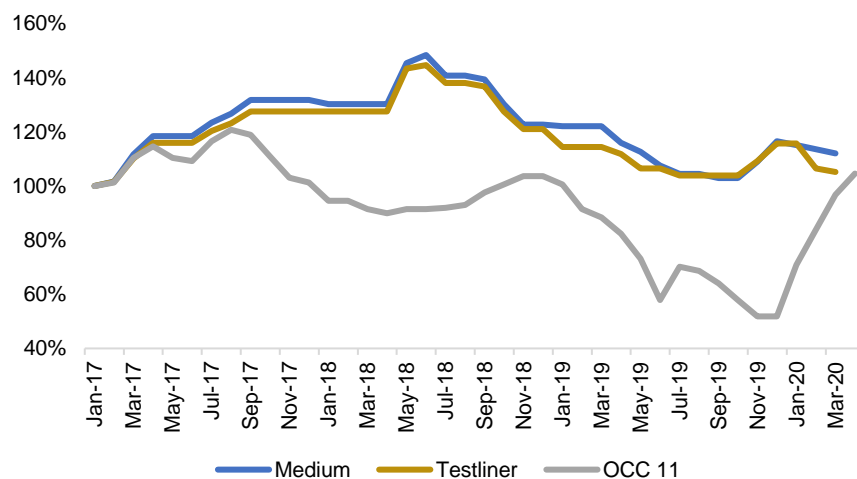
- ❖ Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ có sự đóng góp của Giao Long 2 và nhà máy này chạy full công suất trong hầu hết Q1 2020. Giao Long 2 có công suất gấp 3 lần Giao Long 1.
- ❖ Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao ~24,2% chỉ giảm 0,4% so với Q4 2019: (i) giá bán có vẻ mới bắt đầu giảm nhẹ từ tháng 2 nếu nhìn vào diễn biến giá giấy xuất khẩu; (ii) nhờ còn tồn kho, chi phí OCC đầu vào của DHC vẫn đang ở ngang hoặc cao hơn không đáng kể so với Q4 2019, do đó chưa thực sự phản ánh xu hướng tăng mạnh của OCC trên thế giới trong những tháng gần đây.

## Biên lợi nhuận có khả năng sẽ giảm mạnh từ Q2

Dịch COVID-19 đang có những ảnh hưởng lớn đến DHC về cả đầu và lẫn đầu ra:

**Về đầu vào:** Hiện nay tỷ lệ thu hồi giấy OCC cũ tại Việt Nam còn thấp ~40% và khoảng 60% phải phụ thuộc vào nhập khẩu từ các thị trường chính bao gồm Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản. Việc dịch COVID-19 vẫn đang diễn biến phức tạp tại 3 khu vực trên, cùng với cước vận chuyển tăng cao đang tạo ra nhiều khó khăn đối với chuỗi cung ứng giấy thu hồi OCC đến Châu Á, thị trường tiêu thụ chính. Kết quả là giá giấy OCC cập tại các cảng Đông Nam Á đã tăng gấp đôi kể từ đầu năm 2020.

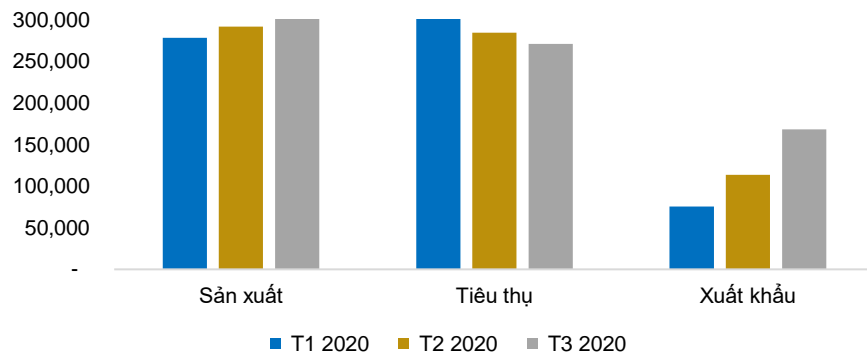
**Hình 1: Biến động giá giấy thành phẩm và giấy OCC 11**



**Nguồn: BVSC tổng hợp**

- ❖ **Về đầu ra:** Các khách hàng của DHC tập trung ở khu vực Đồng Bằng sông Cửu Long với khoảng 65% là các công ty chế biến – xuất khẩu thủy sản, dệt may và dược phẩm. Nếu xuất khẩu chung bị ảnh hưởng do dịch COVID-19 thì chắc chắn công tác bán hàng của DHC sẽ khó khăn hơn trong Q2 2020. Tính đến 15/4/2020, theo số liệu từ Tổng Cục Hải Quan, kim ngạch xuất khẩu thủy sản và hàng may mặc đã giảm lần lượt là 9,5% và 5,9% yoy. Thống kê của VPPA thể hiện khó khăn tương tự khi tiêu thụ giấy bao bì giảm liên tục trong khi sản lượng sản xuất vẫn tăng nhẹ qua từng tháng trong Q1 2020. Điểm sáng duy nhất là xuất khẩu tăng trưởng tốt, đặc biệt là đi thị trường Trung Quốc với kim ngạch tăng gấp đôi trong 3 tháng đầu năm giúp phần nào làm giảm áp lực lên giá giấy nội địa tại Việt Nam.

**Hình 2: Thống kê ngành giấy bao bì trong Q1 2020**



**Nguồn: VPPA**

**Dự báo lợi nhuận 2020 chỉ tăng trưởng 17% dù Q1 tăng trưởng mạnh.** BVSC dự báo doanh thu thuần cả năm đạt 2.316 tỷ đồng (+62% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 212 tỷ đồng (+17% yoy). **EPS đạt 3.704 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 9,8x.** Các cơ sở dự báo chính như sau:

- ❖ **Dự báo sản lượng tiêu thụ giấy bao bì trong Q2 sẽ giảm 15% so với Q1 trước khi hồi phục 5%/quý trong Q3 và Q4.** Điều này đồng nghĩa: (i) sản lượng tiêu thụ cả năm tăng 87% yoy và (ii) nhà máy Giao Long 2 hoạt động bình quân ở mức 77-80% công suất thiết kế trong cả năm.
- ❖ **Thận trọng giả định giá bán ổn định ở mức hiện tại với kỳ vọng hoạt động xuất khẩu giấy, đặc biệt là đi Trung Quốc sẽ tiếp tục hỗ trợ.** Chúng tôi cho rằng thị trường giấy bao bì ở Trung Quốc sẽ sớm sôi động trở lại khi nước này dần quay lại sản xuất bình thường và sẽ tăng cường nhập khẩu giấy thành phẩm từ các nước khác ở Châu Á do thiếu giấy thu hồi đầu vào. Theo thống kê đến ngày 10/4/2020, hạn ngạch nhập khẩu giấy thu hồi RCP của Trung Quốc chỉ mới đạt 4,385 triệu tấn, giảm 43% yoy cho thấy nước này vẫn quyết liệt theo đuổi việc thắt chặt vấn đề môi trường liên quan đến ngành giấy, hướng đến hết 2020 không còn phụ thuộc vào giấy thu hồi nhập khẩu.

- ❖ **Sản lượng tiêu thụ bao bì cũng giảm 15% yoy và giá bán đi ngang.**
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp có thể giảm về mức 13-14% trong các quý tiếp theo.** Khoảng cách biến động của giá đầu vào và giá đầu ra (xem lại Hình 1) đang quay về mức đầu năm 2017, khi đó biên gộp của DHC dao động mức 13-14%. **Qua đó, dự báo biên gộp bình quân cả năm đạt 16% giảm mạnh gần 6% yoy.**

## Triển vọng 2021 vẫn khả quan

BVSC vẫn đưa ra dự báo tích cực cho năm 2021 với doanh thu đạt 2.720 tỷ đồng (+17% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 338 tỷ đồng (+59% yoy). **EPS đạt 6.040 đồng/cp tương ứng với P/E dự phóng 6x.** Các luận điểm chính của chúng tôi:

- ❖ **Giá OCC tăng mạnh chỉ mang tính tạm thời.** Chúng tôi cho rằng giá OCC sẽ khó tiếp tục tăng mạnh và có khả năng sẽ giảm nhiệt trong các quý tới: (i) nguồn cung OCC sẽ ổn định hơn khi các khu vực lớn như Mỹ, Châu Âu và Nhật Bản dần kiểm soát được dịch COVID-19 và (ii) thị trường tiêu thụ OCC lớn là Trung Quốc vẫn kiên quyết thắt chặt các vấn đề môi trường liên quan đến ngành giấy.
- ❖ **Giá giấy đầu ra có thể tăng lại trong các quý cuối năm.** Khi các nền kinh tế lớn dần hồi phục, việc giao thương sẽ trở nên sôi động hơn, đặc biệt là vào dịp cuối năm và đầu năm mới. Như đã trình bày, chúng tôi cho rằng Trung Quốc cần bù đắp sự thiếu hụt nguyên liệu trong nước bằng cách nhập khẩu giấy thành phẩm từ các nước khác, trong đó có Việt Nam. Do đó, BVSC đánh giá triển vọng giá giấy trong cuối 2020 và đầu 2021 là khả quan.

## Quan điểm đầu tư

DHC đã có đợt tăng giá khá tích cực theo sự hồi phục của thị trường chung và phần nào cũng phản ánh KQKD Q1 2020 tăng trưởng ấn tượng. Dù vậy, nhìn vào những chướng ngại sắp tới liên quan đến COVID-19, chúng tôi cho rằng cơ hội ngắn hạn ở cổ phiếu DHC không còn nhiều. Bên cạnh đó, việc các quỹ SSIAM và Daiwa chưa thoái vốn thành công cũng đang tạo một ngưỡng cản tâm lý lớn khiến cho cổ phiếu khó bứt phá. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá triển vọng năm 2021 của DHC là rất khả quan và nhà đầu tư nên cân nhắc tăng tỷ trọng DHC nếu giá cổ phiếu điều chỉnh về các vùng giá hấp dẫn hơn khi KQKD kém khả quan của các quý tới được công bố. BVSC tiếp tục khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DHC với mức giá mục tiêu là **50.000 đồng/cp**.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Doanh thu thuần	668	810	927	1.430
Giá vốn	(545)	(678)	(722)	(1.127)
Lợi nhuận gộp	123	132	205	303
Doanh thu tài chính	5	3	2	4
Chi phí tài chính	(4)	(5)	(15)	(30)
Lợi nhuận sau thuế	86	80	134	182

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	35	111	29	156
Các khoản phải thu ngắn hạn	130	111	154	378
Hàng tồn kho	56	225	337	311
Tài sản cố định hữu hình	189	184	133	1.197
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	3	3	3	3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>630</b>	<b>1.290</b>	<b>1.812</b>	<b>2.113</b>
Nợ ngắn hạn	108	330	412	555
Nợ dài hạn	-	249	558	440
Vốn chủ sở hữu	521	711	842	1.118
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>630</b>	<b>1.290</b>	<b>1.812</b>	<b>2.113</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	4,4%	21,2%	14,4%	54,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	7,5%	-6,4%	67,1%	35,4%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,5%	16,3%	22,1%	21,2%
Lợi nhuận thuần biên (%)	12,8%	9,9%	14,5%	12,7%
ROA (%)	16,6%	8,4%	8,6%	9,3%
ROE (%)	20,8%	13,0%	17,3%	18,5%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,17	44,9%	53,5%	47,1%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,21	81,4%	115,2%	89,0%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	3.351	2.329	3.243	3.243
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.370	20.636	20.361	19.972

## 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 Bình Nguyễn**  
Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm  
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**  
Công nghệ, Cảng biển  
hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Đỗ Long Khánh**  
Hàng không  
dolongkhanh@baoviet.com.vn

**Trần Thu Nga**  
Bán lẻ, Thép, Ngân hàng  
tranthithunga@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**  
Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng  
trandangmanh@baoviet.com.vn

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

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**  
Bất động sản, Khu công nghiệp  
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**  
Tiện ích công cộng  
lethanhhhoa@baoviet.com.vn

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

**Ngô Trí Vinh**  
Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán  
ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**  
Dược, Thủy sản  
phamleanthuan@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