

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

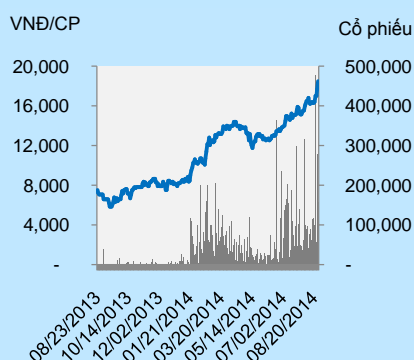
 Giá kỳ vọng (VND) **23.900**

Giá thị trường (26/08/2014) 18.500

Lợi nhuận kỳ vọng 29,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	5.800-18.500 VND/CP
Vốn hóa	277 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	14.999.908 CP
KLGD bình quân 10 ngày	148.596 CP
Sở hữu nước ngoài	8%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 VND/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,5%
Beta	0,89

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	YTD	1T	3T	6T
DHC	145,7%	22,1%	47,8%	90,0%
VN-Index	29,2%	6,7%	13,7%	23,1%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thị Hải Yến

(84 8) 3914 6888 ext: 279

nguyenthihaiyenb@baoviet.com.vn

Công ty cổ phần Đông Hải Bến Tre

Mã giao dịch: DHC

Reuters: DHC.HM

Bloomberg: DHC VN

Cơ hội đầu tư hấp dẫn đối với nhà đầu tư giá trị

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu DHC với giá mục tiêu 23.900 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá FCFF và phương pháp so sánh. DHC có một số điểm nhấn đầu tư chính:

- Kết quả kinh doanh năm 2014 tăng trưởng ấn tượng cả về doanh thu và lợi nhuận. Ước tính cả năm 2014, Công ty có thể đạt doanh thu 548 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 45 tỷ đồng, lần lượt tăng 21% và 66% so với năm 2013. So với kế hoạch năm, kết quả ước tính của năm 2014 vượt 14% về doanh thu và 6% về lợi nhuận.
- Năm 2014, Công ty dự kiến trả cổ tức tối thiểu 12% nhưng chúng tôi kỳ vọng với kết quả kinh doanh khả quan như hiện nay có thể DHC sẽ tăng tỷ lệ trả cổ tức. Với mức cổ tức 12%, suất cổ tức của Công ở mức 6,5%.
- Cổ phiếu DHC hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2014 là 6,15 lần, gần tương đương với P/E trung bình ngành khoảng 6,5 lần nhưng thấp hơn P/E trung bình của VNIndex là 14,37 lần.
- Nhu cầu giấy bao bì tăng trưởng nhanh và được hưởng lợi gián tiếp khi Việt Nam gia nhập TTP. Bình quân trong 5 năm qua, tốc độ tăng trưởng của ngành giấy cao hơn 1,5 lần so với tốc độ tăng của GDP. Do đó, với tốc độ tăng GDP dự báo trong 5 năm tới khoảng trên 6% (theo BMI) thì tốc độ tăng trưởng của ngành giấy ước tính khoảng 9%/năm.
- Công ty đang trong quá trình tăng trưởng về quy mô, sau năm 2017 công suất của DHC sẽ tăng gấp 3 lần so với hiện nay. Riêng 2 năm 2015 và 2016, DHC sẽ chủ yếu khai thác tốt năng lực sản xuất hiện có và tăng doanh thu bằng việc tăng giá trị cho sản phẩm đầu ra. Doanh thu trong 5 năm tới bình quân tăng trưởng 15%/năm.

Tuy nhiên, với vai trò là một ngành công nghiệp phụ trợ, ngành bao bì nói chung và DHC nói riêng chắc chắn sẽ chịu những tác động trực tiếp từ tình hình kinh doanh của ngành công nghiệp chế biến. Bên cạnh đó, với mức độ hấp dẫn của ngành giấy sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp giấy đầu tư tăng công suất và thu hút thêm doanh nghiệp nước ngoài tham gia vào ngành, do đó cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng.

Một số chỉ số tài chính của DHC

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013*	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	246,17	340,78	454,35	548,88
EBITDA	Tỷ VND	50	39	78	92
EBIT	Tỷ VND	30	19	59	66
LNST	Tỷ VND	3,22	-2,54	27,05	45,12
EPS	VND	24	(169)	1.803	3.008
P/E	x				6,18
P/B	x				1,10
ROA	%			6,48%	10,84%
ROE	%			12,75%	18,83%

Báo cáo lần đầu
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	8%
Sở hữu khác	92%

CƠ ĐỒNG LỚN

Ông Lê Quang Hiệp	11,7%
AVSC	8,79%
Ông Lê Hữu Nghiệp	7,05%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	246,17	340,78	454,35	548,88
Giá vốn	199,82	298,21	370,07	451,55
Lợi nhuận gộp	46,36	42,57	84,28	97,33
Doanh thu tài chính	6,89	0,61	0,30	0,62
Chi phí tài chính	42,12	31,07	25,26	8,86
Lợi nhuận sau thuế	3,22	(2,54)	27,05	45,12

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	5,07	2,71	5,27	5,61
Các khoản phải thu ngắn hạn	102,18	95,94	99,08	127,22
Hàng tồn kho	212,41	48,10	43,95	59,81
Tài sản cố định hữu hình	288,68	236,04	225,83	212,85
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	34,32	-	-
Tổng tài sản	653,35	435,52	399,18	433,23
Nợ ngắn hạn	344,67	194,30	159,54	178,37
Nợ dài hạn	73,76	42,62	14,00	1,13
Vốn chủ sở hữu	202,69	198,59	225,64	253,73
Tổng nguồn vốn	653,35	435,52	399,18	433,23

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-36,84%	38,43%	33,33%	20,81%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)				66,83%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,83%	12,49%	18,55%	17,73%
Lợi nhuận thuần biên (%)			5,95%	8,22%
ROA (%)			6,48%	10,84%
ROE (%)			12,75%	18,83%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	64%	54%	43%	41%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	206%	119%	77%	71%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	24	(169)	1.803	3.008
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.512	13.240	15.043	16.916

Tổng quan ngành giấy bao bì

Cùng với sự phát triển của nền kinh tế, ngành giấy Việt Nam đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng khá cao trong những năm qua. Giai đoạn từ năm 2007 – 2012 tiêu dùng giấy các loại tăng trưởng trên 10%, đến năm 2013 do ảnh hưởng của suy thoái nên tiêu thụ giấy chỉ đạt mức tăng khá khiêm tốn khoảng 3%.

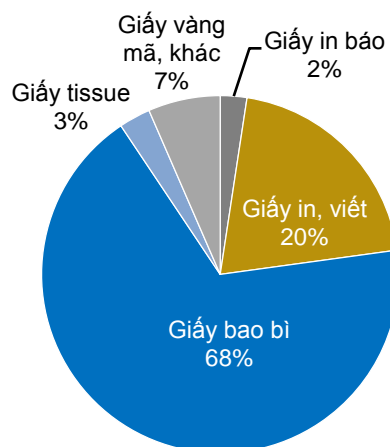
Theo thống kê của Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), trong 5 năm qua năng lực sản xuất của ngành giấy nói chung đã tăng trưởng mạnh với tốc độ 15-17%/năm. Tuy nhiên, sản xuất trong nước vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu, nhất là khâu sản xuất giấy nguyên liệu. Năm 2013, khả năng cung ứng giấy các loại trong nước ước tính đáp ứng được khoảng 73% và phần còn lại phải nhập khẩu.

Công nghệ sản xuất giấy trong nước đang trong quá trình thay đổi để đối phó với tình trạng thiếu nguyên liệu do nhu cầu tăng quá nhanh và hạn chế trong việc phát triển rừng nguyên liệu cho sản xuất giấy. Các công ty từ chỗ chỉ sử dụng dăm gỗ làm nguyên liệu nay chuyển sang sử dụng nguyên liệu giấy tái chế. Bên cạnh những lợi ích về bảo vệ môi trường, sử dụng giấy tái chế còn đem lại lợi ích kinh tế cho doanh nghiệp giúp giảm giá thành sản xuất giấy. Hiện nay, giấy tái chế được sử dụng để sản xuất gần 100% giấy bao bì, 90% giấy tissue và 60% giấy in báo.

Giấy bao bì chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giấy tiêu dùng

Cơ cấu giấy tiêu dùng được chia thành 5 nhóm: giấy in báo, giấy viết, giấy bao bì, giấy tissue và giấy vàng mã. Về tốc độ tăng trưởng, giấy tissue là nhóm có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất. Còn về tỷ trọng, giấy bao bì chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu sản phẩm giấy. Sản lượng giấy bao bì chiếm khoảng 2/3 sản lượng tiêu thụ giấy các loại. Năm 2013 ước tính tổng tiêu thụ giấy khoảng 3 triệu tấn, trong đó tiêu thụ giấy bao bì là hơn 2 triệu tấn.

Cơ cấu sản lượng giấy tiêu dùng năm 2012

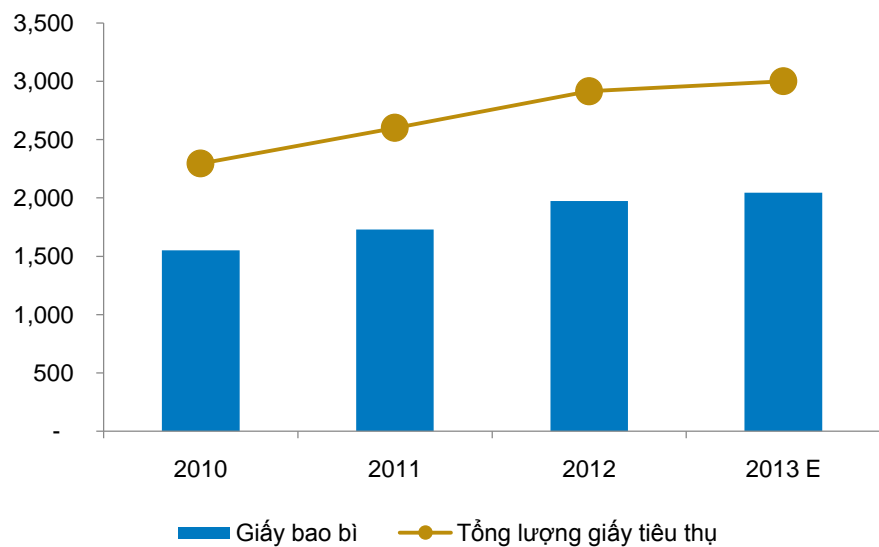


Nguồn: Hiệp hội giấy (VPPA)

Nhờ những đặc tính nhẹ, chịu được va đập thuận tiện cho việc vận chuyển và có thể in ấn đa dạng nên giấy bao bì được sử dụng phổ biến làm phương tiện đóng gói cho những ngành công nghiệp chế biến nhất là đối với ngành hàng thực phẩm. Và do gắn liền với ngành công nghiệp chế biến nên số lượng các doanh nghiệp bao bì thường tập trung ở phía Nam, nơi tập trung nhiều nhất các ngành hàng chế biến.

Quy trình sản xuất giấy bao bì trải qua 2 khâu sản xuất: (1) đi từ nguyên liệu là giấy tái chế sản xuất ra các loại giấy công nghiệp (giấy kraft, medium, testliner); (2) giấy công nghiệp sẽ được dập sóng, cắt, dán, in ấn để tạo có sản phẩm cuối cùng là bao bì carton.

Sản lượng giấy tiêu thụ, đơn vị: ngàn tấn (2010 – 2013)



Nguồn: BVSC tổng hợp

Đầu vào cho sản xuất giấy bao bì trong nước vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn nhập khẩu.

Giữa hai khâu sản xuất giấy bao bì ở Việt Nam hiện còn khá chênh lệch về năng lực sản xuất. Nguồn cung giấy công nghiệp ở khâu sản xuất thứ nhất vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu đầu vào cho khâu sản xuất thứ hai do việc đầu tư vào khâu thứ nhất có chi phí đầu tư lớn và phải đáp ứng điều kiện về vệ sinh môi trường khắt khe. Số lượng doanh nghiệp tham gia vào khâu thứ hai khá nhiều hơn 200 nhà cung cấp chưa tính những nhà máy bao bì trực thuộc các công ty sản xuất để tự cung ứng cho nhu cầu sử dụng nội bộ. Trong khi đó, số lượng doanh nghiệp có tham gia ở khâu thứ nhất lại khá ít và đa phần là những doanh nghiệp tham gia cả hai khâu sản xuất nghĩa là phần lớn nguyên liệu được sử dụng nội bộ. Do vậy, hàng năm Việt Nam vẫn phải nhập khẩu thêm giấy công nghiệp cho sản xuất bao bì, ước tính khoảng 40% nhu cầu. Trên thị trường giấy bao bì nội địa, chỉ có một vài doanh nghiệp cung cấp giấy công nghiệp có năng lực sản xuất trên 200.000 tấn/năm, đáng kể đến là:

- Công ty TNHH Giấy Vina Kraft – Bình Dương (225.000 tấn/năm)
- Công ty TNHH xưởng giấy Chánh Dương – Bình Dương (350.000 tấn/năm)
- Công ty cổ phần Giấy Sài Gòn – Bà Rịa (225.000 tấn/năm)

Ngay cả nguồn nguyên liệu cho khâu thứ nhất tại Việt Nam hiện vẫn còn khá thiếu. Đầu vào cho sản xuất giấy công nghiệp chủ yếu là nguồn giấy tái chế (thùng carton cũ) từ hoạt động tiêu dùng. Do đó khi ngành công nghiệp chế biến hàng tiêu dùng càng tăng thì sản xuất bao bì sẽ thuận lợi từ cả đầu ra và đầu vào. Tuy nhiên, Việt Nam là quốc gia xuất khẩu nhiều các mặt hàng thủy sản, may mặc... nên tỷ lệ giấy tái chế quay lại cho sản xuất bao bì thường thấp hơn so với nhu cầu. Vì thế, nhập khẩu giấy tái chế là nguồn bổ sung để đáp ứng đủ đầu vào cho sản xuất giấy công nghiệp.

Nhu cầu giấy bao bì tăng trưởng nhanh và được hưởng lợi gián tiếp khi Việt Nam gia nhập TTP.

Với quy mô dân số của Việt Nam hiện nay, ngành hàng tiêu dùng trong nước vẫn được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ đó ngành bao bì cũng hưởng lợi từ sự tăng trưởng này. Hơn nữa, các hoạt động xuất khẩu hàng công nghiệp chế biến như thủy sản, may mặc liên tục tăng về mặt sản lượng nhất là sau khi hiệp định TTP có hiệu lực cũng sẽ là một cơ hội không nhỏ để thúc đẩy ngành bao bì đi lên.

Bình quân trong 5 năm qua, tốc độ tăng trưởng của ngành giấy cao hơn 1,5 lần so với tốc độ tăng của GDP. Do đó, với tốc độ tăng GDP dự báo trong 5 năm tới khoảng trên 6% (theo BMI) thì tốc độ tăng trưởng của ngành giấy ước tính khoảng 9%/năm.

Tuy nhiên, sắp tới ngành bao bì cũng đứng trước những thách thức không nhỏ khi mức độ hội nhập của nền kinh tế của Việt Nam cao hơn. Hiện nay, thuế nhập khẩu đối với giấy công nghiệp đang chịu mức thuế trung bình khoảng 5% và 0% đối với giấy tái chế, do vậy hiện tại giấy công nghiệp sản xuất trong nước đang có lợi thế hơn hàng nhập khẩu. Nhưng từ năm 2015 trở đi, cộng đồng kinh tế Asean sẽ được thành lập mức thuế nhập khẩu với các loại giấy sẽ về 0%. Khi đó, để cạnh tranh các doanh nghiệp phải có được quy mô sản xuất lớn, kiểm soát chi phí tốt.

CTCP Đông Hải Bến Tre - DHC

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước được thành lập từ năm 2002 và cổ phần hóa vào năm 2003. Hoạt động chính của DHC là sản xuất và cung cấp nguyên liệu giấy và bao bì carton. Năm 2011, Công ty bắt đầu đưa nhà máy mới tại KCN Giao Long vào hoạt động đã giúp cho doanh thu của Công ty tăng bình quân 38% trong giai đoạn 2011 – 2013. Tuy nhiên, phải đến năm 2013 DHC mới bắt đầu có lợi nhuận đạt mức 27 tỷ đồng sau một giai đoạn lỗ liên tục trong 2 năm trước đó vì phải gánh chi phí lãi cao cho khoản vay đầu tư nhà máy mới.

Kết quả 6 tháng đầu năm 2014, DHC tiếp tục ghi nhận một sự tăng trưởng ấn tượng về mặt lợi nhuận đạt 21 tỷ đồng, tăng 200% so với cùng kỳ nhờ 2 nguyên nhân chính: (1) doanh thu của 6 tháng đầu năm tăng 25%yoy đạt 249 tỷ đồng; (2) chi phí lãi vay tiếp tục giảm còn 4,5 tỷ đồng so với mức 11 tỷ đồng của 6 tháng năm 2013.

Quy trình sản xuất

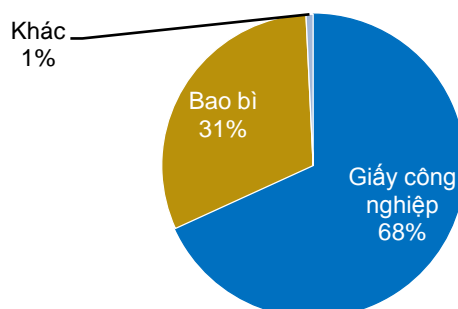


Nguồn: DHC

Giấy công nghiệp là sản phẩm đóng góp doanh thu chính cho DHC.

Giấy công nghiệp và bao bì carton các loại là hai sản phẩm chính của DHC hiện nay. Trong đó, giấy công nghiệp đóng góp gần 70% tổng doanh thu và có xu hướng ngày càng tăng khi Công ty đang tiếp tục triển khai giai đoạn 2 của dự án nhà máy Giấy Giao Long.

Cơ cấu doanh thu 2013



Nguồn: DHC

Năng lực sản xuất đang tiếp tục được đầu tư mở rộng.

Hiện tại DHC có một nhà máy giấy và hai nhà máy bao bì.

- Nhà máy sản xuất giấy công nghiệp:** có công suất của giai đoạn 1 là 60.000 tấn/năm. Hiện tại nhà máy này đã hoạt động khoảng 80% công suất. 70% đầu ra của nhà máy được bán ra ngoài. Khách hàng sử dụng giấy công nghiệp của DHC là các công ty sản xuất thùng carton. 30% đầu ra còn lại được phục vụ nội bộ cho khâu sản xuất thùng carton. Trong Q2/2014, Công ty đã đầu tư bổ sung hệ thống thiết bị xử lý bột công suất 50 tấn/ngày, dự kiến thiết bị này sẽ được khai thác thương mại vào cuối quý 3/2014. Ban lãnh đạo Công ty cho biết, thiết bị đầu tư mới này sẽ giúp nâng cao chất lượng giấy Kraft (testliner) và giá trị tăng khoảng 8% - 10%. Ngoài ra, theo kế hoạch, giai đoạn 2 của dự án nhà máy giấy công nghiệp có công suất 120.000 tấn/năm sẽ được triển khai xây dựng vào năm 2015, và dự kiến sẽ hoạt động vào năm 2017, giúp nâng tổng công suất của DHC lên 180.000 tấn/năm. Tổng chi phí đầu tư cho giai đoạn 2 là 400 tỷ đồng.
- Nhà máy sản xuất bao bì:** có công suất trên 15 triệu sản phẩm/năm, cung cấp bao bì carton cho các khách hàng trong ngành thủy sản. Trong cuối năm 2014, Công ty sẽ đầu tư thêm một 1 máy in để tăng khả năng sản xuất bao bì lên 21 triệu đến 24 triệu sản phẩm/năm, tăng khoảng 40%. Dự kiến, máy in này có thể đi vào hoạt động vào khoảng năm 2015.

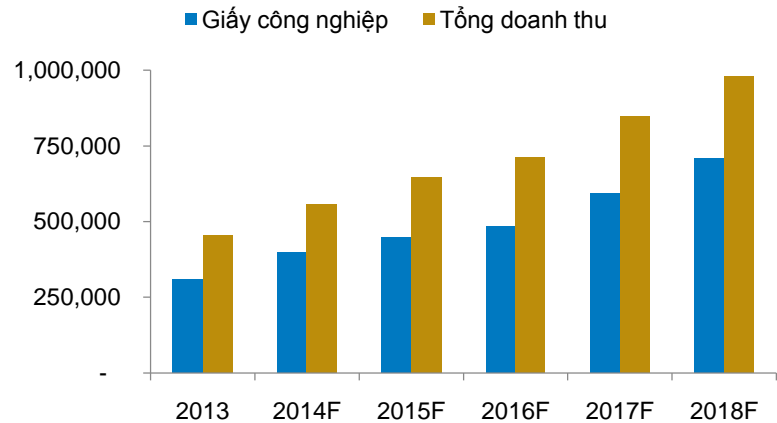
Doanh thu tăng trưởng ấn tượng, nhờ vào việc sản xuất trong nước vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu sản phẩm giấy công nghiệp.

Do sự thiếu hụt nguồn cung về giấy công nghiệp trong nước nên đầu ra cho mặt hàng giấy công nghiệp của DHC khá thuận lợi, ít bị cạnh tranh hơn sản phẩm bao bì carton. Tại khu vực phía Nam hiện nay, có 3 doanh nghiệp sản xuất giấy lớn là Công ty Vina Kraft, Công ty Chánh Dương và Công ty giấy Sài Gòn có năng lực sản xuất trên 200.000 tấn/năm và cả ba công ty đều tập trung tại khu vực miền Đông Nam Bộ. Mặc dù DHC có công suất chỉ khoảng 60.000 tấn/năm, vẫn còn khoảng cách khá xa về năng lực sản xuất so với 3 công ty trên, nhưng cũng có thể coi là doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn thứ 4 về giấy công nghiệp tại miền Nam. Nhà máy DHC đặt tại khu vực miền Tây Nam Bộ, nên có lợi thế về địa lý để phục vụ cho các khách hàng trong lĩnh vực thủy sản, may mặc, dược phẩm... tại khu vực miền Tây.

Chính nhờ việc đầu tư vào sản phẩm thị trường còn đang thiếu, doanh thu của DHC đã tăng trưởng khá nhanh trên 30% từ năm 2011 là thời điểm nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 1 mới đi vào hoạt động. Năm 2014, doanh thu ước tính tăng khoảng 21%, trong đó doanh thu từ mặt hàng giấy công nghiệp tăng 28%. Từ 2015 đến 2018, thị trường dự báo vẫn khá thuận lợi để DHC duy trì mức tăng bình quân 16%/năm về doanh thu. Ngoài ra, hoạt động xuất khẩu thủy sản và

may mặc đánh giá sẽ tăng trưởng tốt trong những năm tới và đây cũng là nhóm khách hàng chính của DHC hiện nay, do đó Công ty sẽ gián tiếp được hưởng lợi từ sự tăng trưởng này.

Tăng trưởng doanh thu dự phóng (đơn vị: triệu đồng)



Nguồn: BVSC

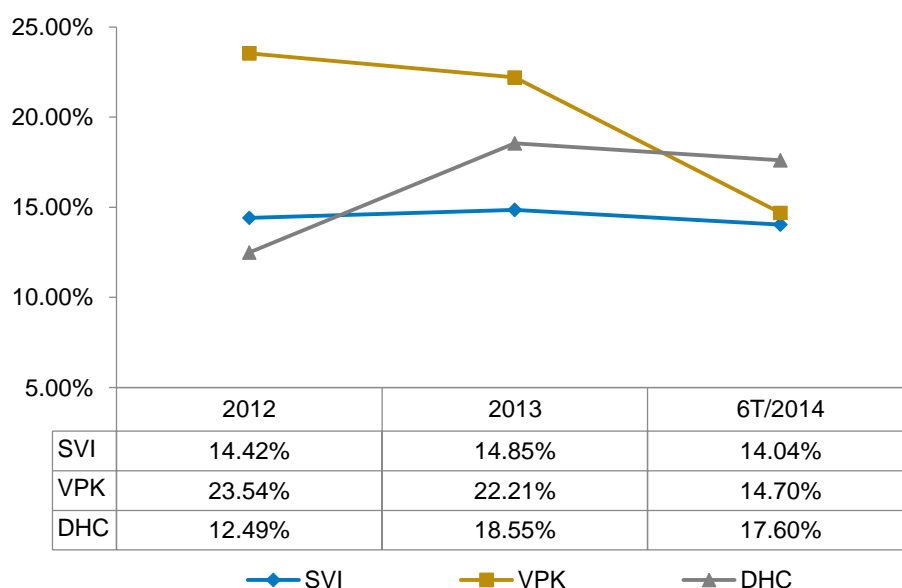
Nguồn nguyên liệu thu mua trong nước và nhập khẩu với tỷ lệ linh hoạt

Nguyên liệu chính cho sản xuất giấy công nghiệp của Công ty là giấy tái chế. DHC thu mua giấy tái chế từ nguồn trong nước và nhập khẩu từ các nước Singapo, Nhật, Thái Lan... Tỷ lệ thu mua trong nước và nhập khẩu sẽ linh hoạt theo từng thời kỳ, hiện tại Công ty đang duy trì mức nhập khẩu 50%. Mặc dù giấy tái chế nhập khẩu có giá thu mua cao hơn nguồn trong nước khoảng trên 10% nhưng giấy tái chế nhập khẩu lại có được tỷ lệ thu hồi giấy tốt hơn. Nguồn cung giấy tái chế phụ thuộc khá nhiều vào sức tiêu thụ trên thị trường. Thông thường nguồn cung sẽ khá dồi dào và giá cả cũng hợp lý hơn vào những dịp lễ tết, khi đó tiêu dùng tăng dẫn đến lượng giấy tái chế cũng tăng theo.

Biên lợi nhuận gộp đang cải thiện

Trên thị trường niêm yết hiện nay có 2 doanh nghiệp có hoạt động gần tương tự như DHC là CTCP Bao bì Biên Hòa (SVI) và CTCP Bao bì dầu thực vật (VPK), nhưng DHC có thêm khâu sản xuất giấy công nghiệp trong khi SVI và VPK chỉ tập trung khâu sản xuất thùng carton. Do vậy, nếu xét về tính chất hoạt động, DHC sẽ có được biên lợi nhuận gộp cao hơn SVI và VPK. Tuy nhiên, trong hai năm qua biên lợi nhuận gộp của DHC lại thấp hơn do nhà máy mới đi vào hoạt động. Riêng VPK có được biên lợi nhuận cao hơn hẳn trong hai năm qua là nhờ tích trữ được nguyên liệu giá thấp.

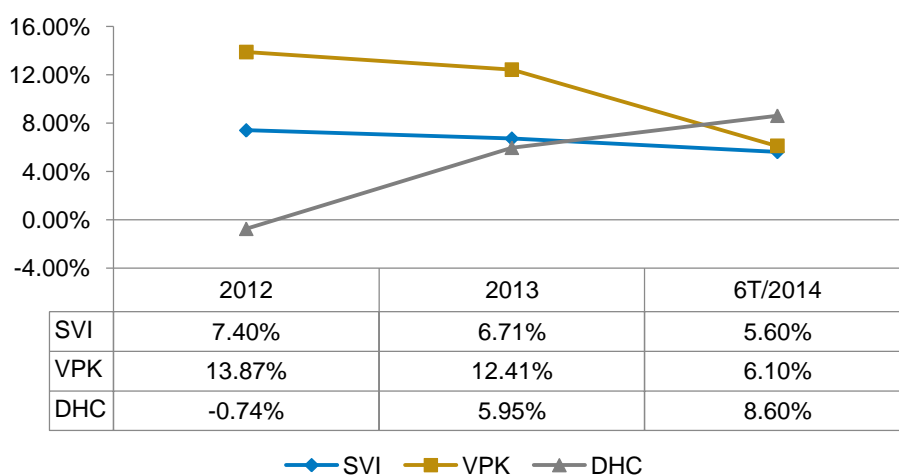
So sánh biên lợi nhuận gộp



Nguồn: BVSC tổng hợp

Riêng biên lợi nhuận gộp của 1H/2014 khoảng 17,6% thấp hơn so với mức 18,3% của 1H/2013 do công ty thay đổi chính sách khấu hao làm tăng chi phí khấu hao của năm 2014 thêm 50% lên 29 tỷ/năm. Tuy vậy, so với hai SVI và VPK biên lợi nhuận của DHC vẫn vượt trội hơn.

Xét về biên lợi nhuận ròng, trong 2 năm 2012 và 2013, do gánh nặng chi phí lãi vay nên chỉ tiêu này của DHC rất thấp. Đến đầu năm 2014, cho dù không được ưu đãi về thuế như VPK và SVI, nhưng lợi nhuận ròng biên của DHC vẫn cao hơn hẳn và tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước nhờ chi phí lãi vay giảm gần 60% so với 6T/2013.



Tình hình tài chính. Năm 2008, DHC đầu tư vào Công ty thủy sản Bến Tre (Beseaco) với tỷ lệ nắm giữ 81%, Đến năm 2011, hoạt động kinh doanh thủy sản gặp nhiều khó khăn nên DHC đã giảm dần tỷ lệ sở hữu tại Beseaco và thoái vốn hoàn toàn tại công ty này vào năm 2013. Trong khoảng thời gian nắm cổ phần chi phối tại Beseaco, cơ cấu nợ/vốn của DHC khá rủi ro với tỷ lệ luôn lớn hơn 1. Tuy nhiên, sau khi thoái vốn khỏi công ty này, cơ cấu vốn của DHC đã được cải thiện rất tốt. Tính đến cuối tháng 6/2014, nợ chiếm 45% trong tổng nguồn vốn, trong đó công ty không còn nợ dài hạn và nợ vay ngắn hạn/tổng nguồn vốn chiếm khoảng 19% với lãi suất 8%/năm. Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán cũng cải thiện về mức an toàn hơn so với trước đây.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- Doanh thu tăng trưởng nhanh nhờ đáp ứng phân khúc sản phẩm còn thiếu trên thị trường.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện và cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành.
- Có năng lực sản xuất lớn và đang trong quá trình tiếp tục đầu tư mở rộng.
- Nhà máy ở khu vực miền Tây nơi có nhu cầu lớn về bao bì cho hoạt động xuất khẩu thủy sản và may mặc.

Điểm yếu

- Nguồn nguyên liệu vẫn phải nhập khẩu nên rất dễ bị ảnh hưởng bởi biến động giá nguyên liệu và tỷ giá.
- Bị tác động với tình hình sức khỏe nền kinh tế cả trong và ngoài nước.
- Cơ cấu khách hàng chưa đa dạng, vẫn chủ yếu tập trung ở ngành thủy sản.

Cơ hội

- Tốc độ tăng trưởng ngành giấy bao bì ước tính khoảng 9%/năm.
- Rào cản gia nhập ngành cao do chi phí đầu tư lớn và các tác động môi trường của nhà máy giấy nhất là đối với nhà máy giấy sử dụng nguồn nguyên liệu giấy phế thải.

Thách thức

- Tình hình cạnh tranh trở nên gay gắt giữa các đối thủ cùng ngành.
- Thuế nhập khẩu giấy sẽ giảm về 0% vào năm 2015.
- Sức mua cả trong nước và ngoài nước phục hồi chậm.

Định Giá

Dựa trên hai phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF, FCFE) và phương pháp so sánh (PE, PB), chúng tôi định giá DHC ở mức giá 23.900 đồng/cp. Dựa trên một số giả định như sau:

- Mục tiêu phát triển trong tương lai của DHC là tập trung vào sản phẩm giấy Công nghiệp và bao bì theo phương châm tăng quy mô năng lực và chuyên nghiệp hóa. Theo đó, sau giai đoạn 2 của dự án nhà máy giấy công nghiệp công suất sẽ tăng gấp 3 lần so với hiện nay vào năm 2017. Còn trong 2015 và 2016, DHC sẽ chủ yếu khai thác tốt năng lực sản xuất hiện có và tăng doanh thu bằng việc tăng giá trị cho sản phẩm đầu ra. Doanh thu bình quân tăng trưởng 15%/năm từ 2014 - 2018
- Biên lợi nhuận gộp chung có xu hướng giảm do sản phẩm giấy công nghiệp tăng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu. Ngoài ra, năm 2017 giai đoạn 2 đi vào hoạt động, chi phí khấu hao tăng mạnh cũng sẽ làm giảm biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận trước khi phục hồi vào năm 2018.
- DHC có kế hoạch tăng vốn để đầu tư cho dự án mới, tuy nhiên do chưa có nhiều thông tin nên trong dự phòng này chúng tôi giả định Công ty không phát hành tăng vốn và dùng vốn vay để đầu tư cho giai đoạn 2. Tổng đầu tư cho giai đoạn 2 là 400 tỷ, giả định vay 60%.
- PE và PB của các doanh nghiệp so sánh lần lượt là 6,5 lần và 1,47 lần.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
DCF	26.760	50%	13.380
PE (EPS = 3.008 VND/cp)	19.524	25%	4.881
PB (BV = 15.349 VND/cp)	22.489	25%	5.622
Trung bình			23.883

Nguồn: BVSC

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu DHC với giá mục tiêu 23.900 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh. Nhìn chung, DHC khá thích hợp với nhà đầu tư giá trị với một số điểm nhấn đầu tư chính:

- (1) Cổ phiếu DHC hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2014 là 6.15 lần gần tương đương với bình quân ngành ở mức 6.5 lần và thấp hơn P/E trung bình của VNIndex là 14,37 lần. Tuy nhiên, với những chuyển biến tích cực trong hoạt động kinh doanh của DHC và thị trường chung cũng đang có những tín hiệu khả quan do đó DHC có thể sẽ được thị trường đánh giá ở mức PE forward cao hơn trong ngắn hạn.
- (2) Năm 2014, Công ty dự kiến trả cổ tức tối thiểu 12% nên chúng tôi kỳ vọng với kết quả kinh doanh khả quan như hiện nay có thể DHC sẽ tăng tỷ lệ trả cổ tức. Với mức cổ tức 12% suất cổ tức của Công ty là 6.5%
- (3) Công ty đang trong quá trình tăng trưởng về quy mô và đầu ra thuận lợi.

Tuy nhiên, với vai trò là một ngành công nghiệp phụ trợ, ngành bao bì nói chung và DHC nói riêng chắc chắn sẽ chịu những tác động trực tiếp từ tình hình kinh doanh của ngành công nghiệp chế biến. Bên cạnh đó, do mức độ hấp dẫn của ngành giấy sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp giấy đầu tư tăng công suất và thu hút thêm doanh nghiệp nước ngoài tham gia vào ngành, do đó cạnh tranh trong ngành sẽ gia tăng.

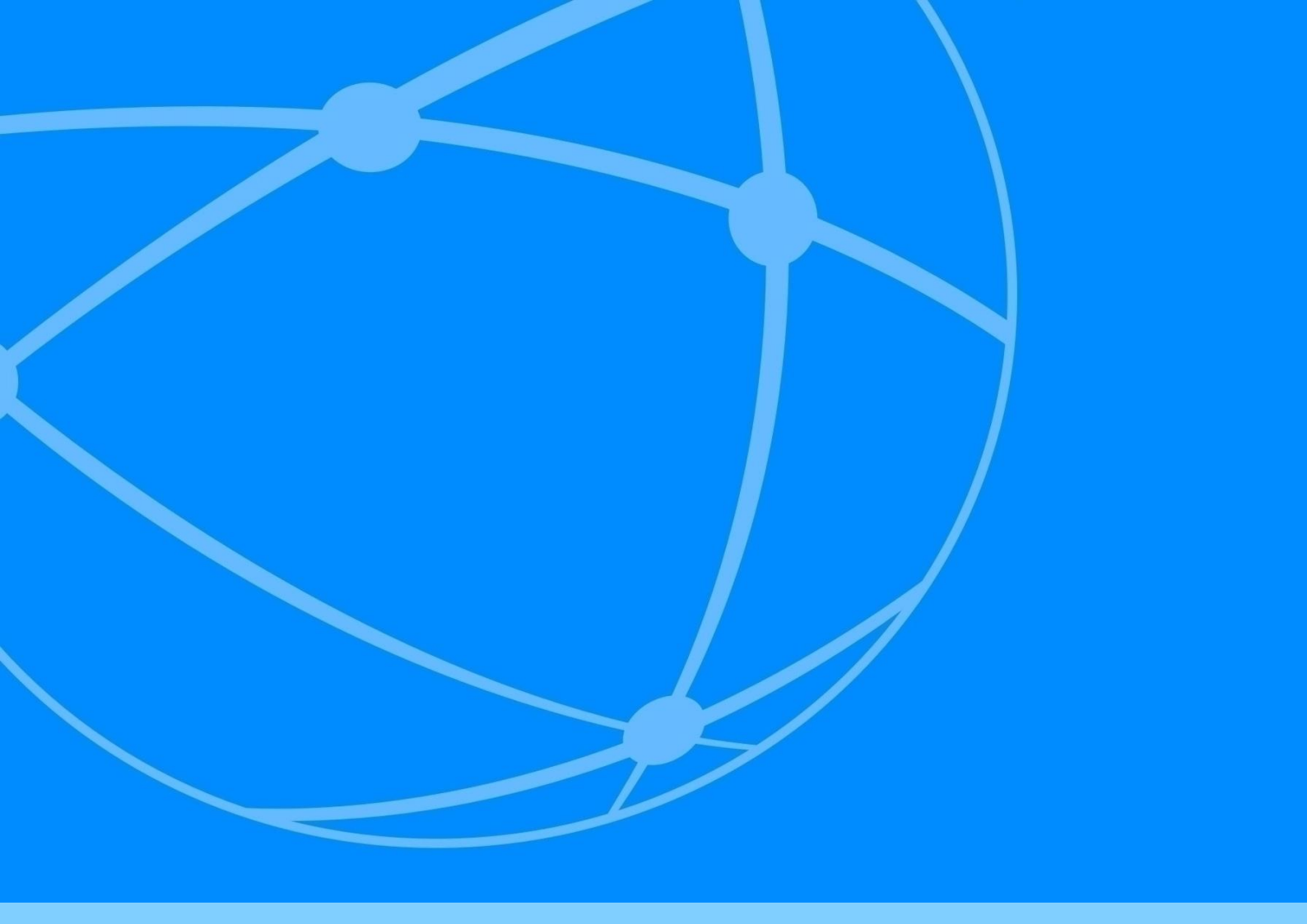
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999