



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh

đv KLg: 10,000cp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA MẠNH
Giá kỳ vọng	29.900
Giá thị trường (31/10/2014)	20.800
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	15
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	312
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	242
Sở hữu nước ngoài (%)	11,95%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 31/10/2014	20.800
KLTB 10 ngày (cp)	83.536
Giá thấp nhất 52T (đ)	7.500
Giá cao nhất 52T (đ)	21.800
+/- 7 ngày qua	+0,97%
+/- 1 tháng qua	-1,89%

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

Email: tuoith@bsc.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA MẠNH cổ phiếu DHC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 29.900 đồng/cp (upside 44%) theo phương pháp FCFE. DHC hiện được giao dịch tại P/E là 7,3x, khá hấp dẫn so với P/E của VNindex. DHC đã vượt qua giai đoạn khó khăn năm 2011, 2012 do nhà máy mới vận hành không hiệu quả. Kết quả kinh doanh được cải thiện ấn tượng từ Q3 2013 sau khi có những thay đổi về nhân sự cấp cao, nhiều chính sách tiết giảm chi phí phát huy hiệu quả.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014: 9T2014, doanh thu thuần đạt 390 tỷ đồng (+22% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 33,6 tỷ đồng (+90% yoy). Chúng tôi dự báo năm 2014, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt là 547 tỷ đồng (+20%) và 45 tỷ đồng (+67% yoy). Dự báo của chúng tôi dựa trên (1) nhu cầu tiêu thụ đối với các sản phẩm của DHC đang tăng nhanh, (2) giảm mạnh chi phí nguyên liệu, nhiên liệu đốt (-50% so với đối thủ cạnh tranh), chi phí điện (giảm 10-15% yoy) và chi phí lãi vay (-56% yoy); (3) rút ngắn thời gian khấu hao tài sản cố định.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu cao: Tăng trưởng doanh thu mảng giấy và bao bì đạt trung bình 40%/năm từ 2009-2013. 9T2014, doanh thu tăng trưởng 22% so với cùng kỳ. Trong thời gian tới, với việc thành lập mới và đi vào hoạt động của nhiều nhà máy sản xuất tại Bến Tre, kỳ vọng tiêu thụ các sản phẩm giấy công nghiệp và bao bì Carton của công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng cao.

Ban lãnh đạo mới: ông Lê Bá Phương, trở thành TGD DHC vào tháng 7/2013 và được bầu làm chủ tịch HĐQT DHC vào tháng 6/2014. Ban lãnh đạo mới thực thi nhiều chính sách mới, trong đó đáng chú ý, các chính sách về nhân sự, cải tiến công nghệ, tiết giảm chi phí và thoái vốn ngoài ngành mang lại kết quả kinh doanh ấn tượng cho công ty từ Q3 2013.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	390	500	341	454	547
% tăng trưởng y-o-y	77%	28%	-32%	33%	20%
Tổng tài sản (tỷ đ)	548	653	436	399	446
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	214	203	199	226	260
Vốn điều lệ (tỷ đ)	150	150	150	150	157
CPLH bình quân (Triệu cp)	15	15	15	15	16
LN sau thuế (tỷ đ)	28	0	-3	27	45
% tăng trưởng y-o-y	74%	-99%	-793%	-1167%	67%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	2.557	24	-169	1.803	2.872
Giá trị sổ sách (đ/cp)	14.288	13.512	13.240	15.043	16.589
Lợi nhuận gộp biên	24%	18%	12%	19%	17%
ROS	7%	0%	-1%	6%	8%
ROE	16%	0%	-1%	13%	19%
ROA	6%	0%	0%	6%	10%

Nguồn: BCTC DHC, BSC tổng hợp

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	CTCP Đông Hải Bến Tre
Tên giao dịch:	CTCP Đông Hải Bến Tre
Tên viết tắt:	
Địa chỉ:	457C, Nguyễn Đình Chiểu, phường 8, Tp. Bến Tre, tỉnh Bến Tre
Tel:	075 2470655
Fax:	0765 3635222
Website:	www.dohacobentre.com
Vốn điều lệ:	149.999.080.000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Giấy, bao bì
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất, kinh doanh giấy Kraft, Bao bì Carton

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
1994	Thành lập dưới hình thức DNNN
4/2003	Chuyển đổi thành CTCP, vốn điều lệ 4 tỷ đồng
2004	Xây dựng nhà máy giấy An Hòa
2005	Xây dựng nhà máy giấy bao bì Bến Tre
12/2007	Xây dựng nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 1, công suất 60.000 tấn/năm
8/2008	Đầu tư chi phối Besaco, tỷ lệ 54,67%
01/2010	Mở rộng nhà máy Bao Bì Bến Tre (số 2), công suất 25.000.000 m ² / năm
01/2011	Vận hành nhà máy Giao Long giai đoạn 1 và nhà máy Bao bì số 2
03/2012	Giảm tỉ lệ nắm giữ tại Besaco từ 54,67% còn 46,61%, Besaco thành công ty liên kết
06/2013	Thoái 100% tại Besaco

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỉ đồng)

Thời gian	VĐL	Hình thức tăng vốn
06/2004	6	Chào bán riêng lẻ
06/2006	12	Chào bán riêng lẻ
04/2007	30	Chào bán riêng lẻ
03/2008	80	Chào bán riêng lẻ
01/2010	100	Chia cổ tức đợt 1/2009, cổ phiếu thưởng
09/2010	150	Chào bán cho cổ đông hiện hữu và cán bộ nhân viên công ty

TT	Các công ty con	Vốn góp	Tỷ lệ sở hữu
1	Không có		

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VĐL

TT	Tên	Số CP	% Vốn	Loại CP
1	Lê Quang Hiệp	1.755.000	11,70%	Phổ thông

Cơ cấu cổ đông đến 30.06.2014

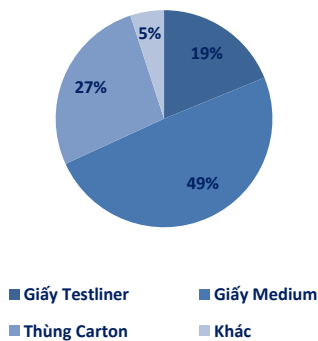
TT	Danh mục	Số CP	Tỷ trọng (%)	Số cổ đông
1	Cổ đông nhà nước	142.400	1,78%	1
2	Cổ đông bên trong			
	- Hội đồng quản trị	3179.355	21,20%	4
	- Ban kiểm soát	1.400	0,01%	1
3	Cổ đông bên ngoài			
	- Trong nước		68,53%	
	- Nước ngoài		10,56%	
	Tổng cộng			

(Nguồn: DHC, BSC tổng hợp.)

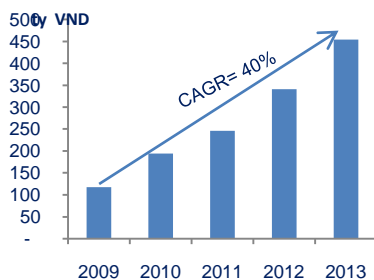
- ❖ Được thành lập vào tháng 12/2002 và chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần vào tháng 3/2003, DHC là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trong mảng giấy công nghiệp và bao bì Carton.
- ❖ Tháng 6/2013, DHC thoái 100% vốn tại CTCP Thủy sản Bến Tre (Besaco), tập trung vào mảng sản xuất và kinh doanh giấy công nghiệp và bao bì Carton. Công ty không có công ty con, công ty liên kết.
- ❖ Kế nhiệm ông Đoàn Bá Đạo, Ông Lê Bá Phương lên nắm chức TGD CTCP Đông Hải Bến Tre vào tháng 7/2013, được bầu làm chủ tịch HĐQT CTCP Đông Hải Bến Tre vào tháng 6/2014. Vị trí kế toán trưởng công ty cũng được bổ nhiệm mới vào tháng 7/2013. Chúng tôi đánh giá đây là những thay đổi tích cực và kỳ vọng điều này sẽ mang lại triển vọng phát triển trong dài hạn cho DHC.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI- TRIỂN VỌNG DÀI HẠN

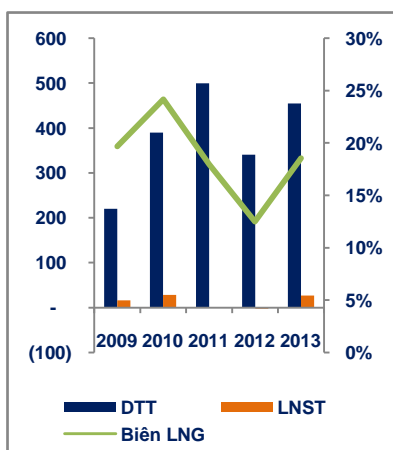
Hình 1: Cơ cấu doanh thu 9T2014 của DHC



Hình 2: Doanh thu mảng giấy, bao bì của DHC từ 2009-2013



Hình 3: Doanh thu, biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của DHC từ 2009-2013



Nguồn: DHC, BSC tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng cao: Sau khi giảm tỉ lệ sở hữu (tháng 3/2012) và hoàn tất thoái vốn tại CTCP Xuất nhập khẩu Thủy sản Bến Tre (ABT) vào tháng 6/2013, doanh thu của công ty chủ yếu đến từ việc sản xuất giấy Kraft công nghiệp (68%) và bao bì Carton (27%). Đây là lĩnh vực luôn đạt tốc độ tăng trưởng cao, đạt bình quân hàng năm (CAGR) là 40% từ 2009-2013. 9T2014, doanh thu tăng trưởng 22% so với cùng kỳ.

Doanh thu của DHC được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao. Nền kinh tế phục hồi, lĩnh vực sản xuất tăng trưởng khá làm tăng nhu cầu sử dụng các sản phẩm giấy, bao bì. Sản xuất giấy kraft trong nước chưa đáp ứng kịp nhu cầu tiêu thụ (nhập khẩu 25% giấy Kraft) tạo ra nhiều cơ hội thị trường cho các doanh nghiệp sản xuất có nhà máy tại Việt Nam như DHC. Mặt hàng bao bì Carton có mức độ cạnh tranh thấp do DHC là công ty duy nhất có nhà máy sản xuất bao bì quy mô lớn tại Tây Nam Bộ. Trong thời gian tới, nhiều doanh nghiệp may mặc, sản xuất các sản phẩm từ dừa được thành lập mới và đi vào hoạt động tại miền Tây Nam Bộ sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm giấy và bao bì của công ty.

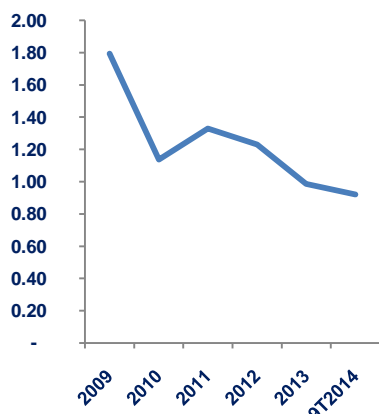
TÁI CẤU TRÚC HIỆU QUẢ

Thay đổi trong ban lãnh đạo, ban điều hành được kỳ vọng sẽ mang lại tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận trong dài hạn cho DHC: ông Lê Bá Phương, thành viên sáng lập, thành viên HĐQT công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu thủy sản Bến Tre (ABT) trở thành TGD DHC vào tháng 7/2013 và được bầu làm chủ tịch HĐQT DHC vào tháng 6/2014. Vị trí kế toán trưởng cũng được bổ nhiệm mới vào tháng 7/2013. Ban lãnh đạo mới thực thi nhiều chính sách mới, trong đó đáng chú ý là các chính sách về nhân sự, cải tiến công nghệ, tiết giảm chi phí và thoái vốn ngoài ngành. KQKD của công ty được cải thiện mạnh mẽ kể từ Q3/2013. Chúng tôi tin tưởng và kỳ vọng các chính sách mới sẽ tiếp tục phát huy hiệu quả và đem lại triển vọng khả quan cho DHC trong dài hạn.

Hiệu quả hoạt động của nhà máy Giao Long được cải thiện rõ rệt: Tháng 01/2011, nhà máy giấy Giao Long giai đoạn 1 đi vào hoạt động. Tuy nhiên, hoạt động của nhà máy không hiệu quả (công suất thấp, sản phẩm thường xuyên bị lỗi) trong khi chi phí lãi vay, khấu hao tăng mạnh. Kết quả, lợi nhuận sụt giảm mạnh trong 2 năm 2011 và năm 2012 (Loại trừ kết quả kinh doanh hoạt động thủy sản, công ty lỗ lần lượt là 2,7 tỷ đồng và 2,5 tỷ đồng). Từ năm 2013, DHC thuê các chuyên gia nước ngoài về hướng dẫn kỹ thuật song song với việc thực thi nhiều gói giải pháp tiết kiệm chi phí, hoạt động của nhà máy mới đã có lãi.

- **Công suất tăng, chất lượng sản phẩm đảm bảo:** Nhà máy hiện hoạt động liên tục, công suất sản xuất năm 2014 đạt khoảng 48.000 tấn/năm (80% công suất thiết kế), tăng 26% so với năm 2013.
- **Chi phí nguyên liệu giảm và ổn định hơn:** Nhờ dòng tiền cao hơn và theo sát diễn biến giá nguyên liệu giấy tái chế, DHC chủ động nhập nguyên liệu trong các thời kỳ giá thấp (từ 190USD-195USD/tấn). Hiện giá nguyên liệu giấy nhập khẩu giảm so với năm 2013 giúp tiết giảm chi phí sản xuất. Tận dụng lúc giá bột mỳ xuống thấp, công ty cũng tiến hành mua dự trữ bột mỳ phục vụ cho sản xuất (khoảng 7.000 đồng/tấn).

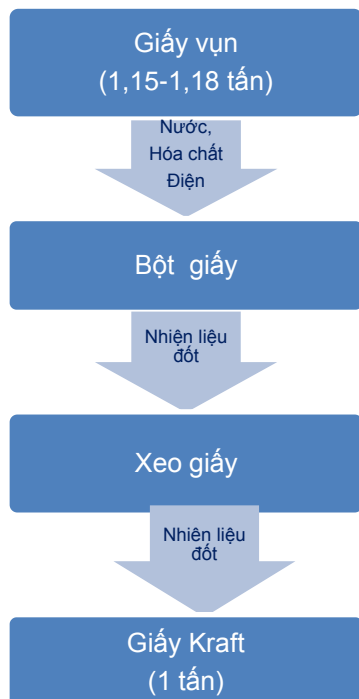
Hình 4: Tỷ trọng chi phí nguyên vật liệu/ doanh thu giấy, bao bì của DHC từ 2009-6T2014



Bảng 1: Công suất sản xuất các nhà máy giấy công nghiệp

Công ty	Công suất (tấn/năm)
Vina Kraft	225.000
Giấy Sài Gòn	224.640
Chánh Dương	120.000
DHC	60.000

Sơ đồ 1: Quy trình sản xuất giấy Kraft



Nguồn: DHC, BSC tổng hợp

- **Chi phí nhiên liệu giảm 50% so với đối thủ cạnh tranh:** Năm 2013, DHC đã đầu tư 14 tỷ đồng cho hệ thống máy nung dùng nguyên liệu trấu thay thế than. Từ tháng 8/2013, 100% nhiên liệu đốt sử dụng tại nhà máy giấy Giao Long là trấu.
- **Chi phí điện giảm 10-15%:** DHC mới nhập hệ thống motor điện của châu Âu, thay thế cho hệ thống motor điện đã cũ của Trung Quốc, Đài Loan trước đây.
- **Chi phí thay thế, bảo trì, sửa chữa thường xuyên giảm:** Công ty áp dụng các chương trình sáng kiến cải tiến kỹ thuật, thay thế phụ tùng của Trung Quốc bằng các máy móc hiện đại hơn với thời gian sử dụng dài hơn của Nhật Bản,...

Chi phí lãi vay giảm mạnh: Dòng tiền cao hơn cho phép công ty thanh toán trước thời hạn hợp đồng nợ vay dài hạn. Tính đến hết quý 1/2014, công ty không còn vay nợ dài hạn. Chi phí lãi vay năm 2013, giảm 42% yoy. Năm 2014, chi phí lãi vay được dự báo tiếp tục giảm mạnh còn 8 tỷ đồng (-56% yoy).

Thay đổi chính sách khấu hao: Từ năm 2014, DHC rút ngắn thời gian khấu hao của tài sản cố định hữu hình làm tăng chi phí khấu hao của công ty. Nếu loại trừ phần tăng lên trong chi phí khấu hao này, LNST 9T2014 đạt 38 tỷ (thay vì 33,6 tỷ đồng hiện tại), tăng 113% yoy. Việc thay đổi chính sách khấu hao sẽ phản ánh chính xác hơn chất lượng tài sản của DHC, cũng như tạo ra dòng tiền tốt hơn, làm tiền đề cho việc đầu tư và đi vào hoạt động của nhà máy Giao Long giai đoạn 2.

SẢN XUẤT VÀ CUNG ỨNG GIẤY KRAFT CÔNG NGHIỆP

DHC có 2 dòng sản phẩm giấy công nghiệp là Testliner và Medium. Giấy Testliner có chất lượng cao hơn và được định giá cao hơn khoảng 7%, biên lợi nhuận gộp cao hơn khoảng 0,5% so với Medium.

Công suất sản xuất: DHC đang vận hành giai đoạn 1 nhà máy giấy Giao Long, công suất thiết kế 60.000 tấn/năm. Hiện nhà máy đang hoạt động 80% công suất. DHC đang lên kế hoạch đầu tư giai đoạn 2 nhà máy Giao Long trên nền đất hiện tại chưa sử dụng của công ty (5 ha). Thời gian đầu tư dự kiến năm 2015. Vốn đầu tư khoảng 440 tỷ đồng, trong đó tài trợ khoảng 60-65% bằng vốn vay. Công suất dự kiến là 120.000 tấn/năm, gấp đôi công suất của nhà máy Giao Long giai đoạn 1.

DHC đã đưa vào hoạt động 1 thiết bị xử lý bột với công suất 50 tấn/ngày từ tháng 8/2014. Chi phí đầu tư là 12,81 tỷ đồng. Thiết bị này dự kiến mang lại chất lượng bột giấy cao hơn cho các sản phẩm của DHC.

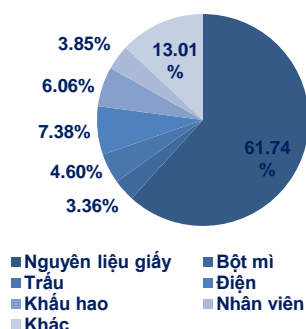
Nguyên liệu chính trong sản xuất giấy Kraft là giấy nguyên liệu đã qua sử dụng (OCC), chiếm khoảng 62% chi phí sản xuất.

- Khoảng 50% giấy tái chế được nhập khẩu từ Nhật Bản, Singapore, Công ty theo dõi sát, dự báo diễn biến giá nguyên liệu nhập khẩu và chủ động nhập khẩu giấy nguyên liệu trong thời kỳ giá thấp.
- Giấy tái chế nhập khẩu có chi phí cao hơn giấy tái chế mua trong nước từ 7-10%. Giấy nhập khẩu cho tỉ lệ thu hồi cao hơn và được sử dụng chủ yếu để sản xuất giấy Testliner. Trong khi nguồn thu hồi trong nước được sử dụng để sản xuất giấy Medium.

Chi phí OCC nhập khẩu (giá mua nguyên liệu và chi phí vận chuyển) dao động khoảng 4.350 đồng/kg-4.400 đồng/kg. Giá mua OCC trong nước ổn định, khoảng 3900 đồng/kg-4.100 đồng/kg.

Tỉ lệ thu hồi giấy từ OCC nhập khẩu là 1,15 kg OCC:1 kg giấy Kraft. Tỉ lệ thu hồi từ OCC trong nước là 1,16-1,18 kg OCC:1 kg giấy Kraft.

Hình 5: Cơ cấu chi phí sản xuất giấy Kraft của DHC 9T2014



Nguồn: DHC, BSC tổng hợp

Thị trường đầu ra: 20% sản phẩm giấy Kraft được tiêu thụ nội bộ tại 2 nhà máy bao bì Bến Tre. 80% còn lại được cung ứng cho các đối tác bên ngoài. DHC là nhà cung ứng cho nhiều khách hàng lớn như CT TNHH Box Park Việt Nam, CT TNHH Nam An, CT TNHH Ngành Giấy Cát Phú, CT TNHH Ojtex, Vĩnh Xuân. So với các đối thủ cạnh tranh, sản phẩm của DHC có chất lượng tương đương, giá bán thấp hơn (thấp hơn 4% so với Vina Kraft và 2%-3% so với công ty giấy Chánh Dương).

SẢN XUẤT VÀ CUNG ỨNG BAO BÌ CARTON

Công suất: DHC hiện có 2 nhà máy bao bì Bến Tre số 1 và số 2 với tổng công suất sản xuất thiết kế là 25 triệu m²/năm. Nhà máy hiện hoạt động tại 60% công suất do công suất máy in đã đạt 100%.

Nguyên liệu chính là giấy Kraft. Trong đó, khoảng 70% giấy Kraft sẽ do nhà máy Giao Long cung cấp, 30% là giấy trắng và giấy xeo có chất lượng phù hợp với yêu cầu của khách hàng được nhập bổ sung.

Chi phí nhiên liệu đốt dự kiến giảm: Nhà máy giấy bao bì hiện đang sử dụng nhiên liệu đốt là than củi. Công ty đang xem xét kế hoạch nổi ống dẫn hơi từ nhà máy giấy Giao Long sang hoặc đầu tư hệ thống nung mới bằng trấu để tiết giảm chi phí nhiên liệu đốt tại đây.

Đầu tư mới máy in màu: giúp tăng năng lực in cũng như năng lực hoàn thiện sản phẩm bao bì, đáp ứng tốt hơn nhu cầu của khách hàng. Chi phí đầu tư máy in mới ước tính là 468.000 USD (máy in Trung Quốc) hoặc 720.000 USD (máy in Đài Loan), dự kiến máy in sẽ đi vào hoạt động trong Q2 2015. Việc đầu tư thêm máy in sẽ bổ sung năng lực sản xuất bao bì Carton cho DHC.

Thị trường đầu ra: Là công ty sản xuất bao bì có quy mô lớn duy nhất tại Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL), áp lực cạnh tranh trong ngành thấp. Khách hàng chính của DHC là các công ty thủy sản, dược, may mặc, sản xuất các sản phẩm từ dừa trên địa bàn ĐBSCL. Một số khách hàng lớn, thường xuyên của DHC là Thủy sản Bến Tre, Thủy sản Hải Dương, Dược phẩm Domesco, Dược phẩm Imexpharm,... Nhu cầu các mặt hàng bao bì tại đây đang tăng nhanh. Đặc biệt, thời gian tới, nhiều doanh nghiệp dự kiến đầu tư mới tại ĐBSCL được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của công ty.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

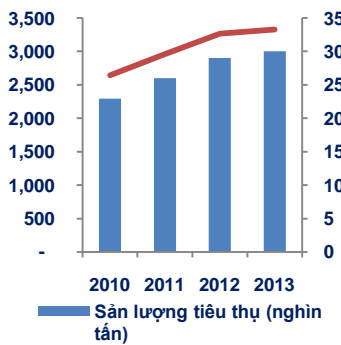
DHC hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là sản xuất giấy công nghiệp và bao bì Carton.

GIẤY CÔNG NGHIỆP

Theo số liệu thống kê từ Hiệp hội Giấy và Bột giấy (VPPA), tổng sản lượng giấy tiêu thụ năm 2013 tăng 3% so với năm 2012, đạt 3 triệu tấn. Trong đó, tổng sản lượng sản xuất trong nước đạt 1,7 triệu tấn (+7% yoy), đáp ứng 57% nhu cầu thị trường.

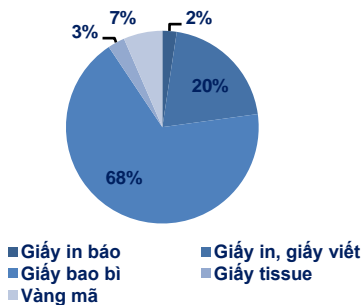
Nhu cầu tiêu thụ giấy được kỳ vọng tăng nhanh. Do tiêu thụ giấy bình quân đầu người còn thấp, đạt 32 kg/ người/năm (năm 2012), trong khi con số này ở các nước phát triển là 130 kg/người/năm và bình quân châu Á là 40 kg/người/năm. Thêm vào đó, dân số đông, tăng nhanh đi kèm với việc tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người cao được kỳ vọng sẽ mang lại tốc độ tăng trưởng cao hơn cho ngành giấy trong thời gian tới.

Hình 6: Sản lượng giấy tiêu thụ (cột trái) và tiêu thụ giấy bình quân đầu người (cột phải) từ năm 2010-2013

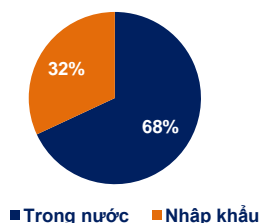


Nguồn: VPPA

Hình 7: Cơ cấu tiêu thụ giấy năm 2012



Hình 8: Nguồn cung giấy nguyên liệu tái chế tại VN năm 2012



Nguồn: VPPA, thời báo kinh tế VN

Giấy công nghiệp chiếm hơn 60% sản lượng tiêu thụ toàn ngành giấy: Giấy công nghiệp hay còn gọi là giấy bao bì, giấy Kraft. Giấy Kraft sử dụng làm túi giấy hàng tạp phẩm, bao bì giấy, thùng Carton,... Sự phục hồi trong lĩnh vực sản xuất cùng với nhu cầu thay thế hàng nhập khẩu (Việt Nam nhập khẩu 25% giấy công nghiệp) tạo ra cơ hội thị trường cho các doanh nghiệp sản xuất giấy công nghiệp có nhà máy sản xuất trong nước.

Phụ thuộc vào nguồn giấy đã qua sử dụng nhập khẩu: Gần 100% giấy bao bì của Việt Nam được sản xuất từ nguồn nguyên liệu giấy đã qua sử dụng. Việt Nam hiện phải nhập khẩu 30% lượng giấy này, chủ yếu từ Mỹ, Nhật, New Zealand. Như vậy, hoạt động sản xuất, kinh doanh của các doanh nghiệp giấy bao bì phụ thuộc vào diễn biến giá giấy bao bì đã qua sử dụng trên thế giới và tỉ giá.

Cạnh tranh trong ngành có xu hướng tăng:

- **Nhiều nhà máy giấy công nghiệp được thành lập mới hoặc tăng công suất.** Vina Kraft Paper dự kiến đầu tư dây chuyền sản xuất giấy, nâng công suất nhà máy từ 225.000 tấn/năm hiện lên 250.000 tấn/năm. Lee & Man dự kiến tái khởi động dự án nhà máy bột giấy với công suất tổng cộng 600.000 tấn/năm vào cuối năm 2014. Dự kiến nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động vào giữa năm 2017. Đây là dự án đã được tái gia hạn 4 lần kể từ năm 2007. Tập đoàn Cheng Long (Đài Loan) đã bày tỏ mong muốn xây dựng một nhà máy chuyên sản xuất giấy công nghiệp và gia đình với công suất hơn 1 triệu tấn/năm tại Bà Rịa - Vũng Tàu.
- **Thuế suất nhập khẩu giấy Kraft đối với các nước trong cộng đồng Asean giảm từ 5% về 0%** sau khi cộng đồng kinh tế Asean được thành lập (dự kiến vào năm 2015). Tuy nhiên, bất lợi của giấy nhập khẩu là chi phí vận chuyển cao hơn, điều này sẽ tạo ra lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp giấy có nhà máy sản xuất trong nước.

BAO BÌ CARTON

Nhu cầu sử dụng bao bì Carton phụ thuộc vào quy mô và tốc độ tăng trưởng của các ngành sản xuất. Bao bì Carton được sử dụng trong đóng gói thực phẩm, dược phẩm và các sản phẩm khác. Nền kinh tế phục hồi, chỉ số sản xuất công nghiệp tăng thúc đẩy nhu cầu sử dụng bao bì Carton.

Cạnh tranh cao: Công nghệ sản xuất đơn giản, số lượng các doanh nghiệp trong ngành lớn. Nhiều công ty sản xuất cũng sở hữu riêng công ty con hoặc nhà máy sản xuất bao bì Carton.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro cạnh tranh:** Áp lực cạnh tranh trong ngành bao bì lớn. Công ty có lợi thế là doanh nghiệp cung ứng bao bì lớn duy nhất đặt tại khu vực ĐBSCL nên giảm được áp lực cạnh tranh so với các công ty bao bì tại khu vực Đông Nam Bộ, Bắc Bộ,... Trong khi đó, áp lực cạnh tranh trong ngành giấy công nghiệp đang tăng gây áp lực làm giảm thị phần của DHC.
- **Rủi ro tăng giá nguyên liệu:** Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 80% cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của công ty. Giá nguyên liệu tăng sẽ tác động làm giảm biên lợi nhuận của công ty. Nhờ có dòng tiền cải thiện nên DHC đã chủ động nhập nguyên liệu trong thời kỳ giá thấp qua đó ổn định chi phí sản xuất. Hiện chi phí nguyên liệu giấy nhập khẩu đang giảm (chi phí giấy

nguyên liệu trong nước ổn định) giúp tiết giảm chi phí sản xuất cho công ty.

- **Rủi ro giá điện tăng:** Điện chiếm trên 7% chi phí giá vốn hàng bán của DHC. EVN hiện đang đề xuất tăng giá điện lên từ 7-10% vào cuối năm 2014 hoặc đầu năm 2015 làm tăng chi phí sản xuất của DHC.
- **Rủi ro tỉ giá:** 50% nguyên liệu giấy của công ty được nhập khẩu, thanh toán bằng USD. Tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ổn định trong năm 2014.
- **Rủi ro lãi suất:** Tính đến hết Q1 2014, công ty không còn dư nợ dài hạn. Mặt bằng lãi suất cho vay đã giảm khoảng 1-2% trong 9T2014 và được dự báo tiếp tục duy trì lãi suất thấp trong 3 tháng cuối năm 2014. Chúng tôi đánh giá rủi ro lãi suất tăng là không cao và không tác động nhiều đến kết quả kinh doanh của DHC.
- **Rủi ro tín dụng:** Công ty hiện có khoản phải thu khó đòi trị giá 5 tỷ đồng. Đây là các khoản phải thu từ giai đoạn trước năm 2013. Theo thông tin chia sẻ từ phía công ty, gần đây, với chính sách bán hàng mới, công ty không phát sinh mới các khoản phải thu khó đòi. Tính đến 30/06/2013 công ty đã trích lập dự phòng là 3,4 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, công ty sẽ tiếp tục trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi này trong thời gian tới.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Thông tin cơ bản	2010	2011	2012	2013	9T2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	390	500	341	454	390
% tăng trưởng y-n-v	77%	28%	-32%	33%	22%
Tổng tài sản (tỷ đ)	548	653	436	399	405
% tăng trưởng y-n-v	37%	19%	-33%	-8%	-2%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	214	203	199	226	242
Vốn điều lệ (tỷ đ)	150	150	150	150	150
CPLH bình quân (tr/cn)	15	15	15	15	15
LN sau thuế (tỷ đ)	28	0	-3	27	34
% tăng trưởng y-n-v	74%	-99%	-793%	-1167%	90%
EPS cơ bản (đ/cn)	2.557	24	-169	1.803	2.388
Giá trị sổ sách (đ/cn)	14.288	13.512	1.324	15.043	16.156

Kết quả kinh doanh được cải thiện. Doanh thu tăng 22% yoy, lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 90% yoy do công ty tiết giảm mạnh chi phí, đặc biệt là chi phí lãi vay.

Giá trị tổng tài sản ổn định. Nợ vay giảm nhanh, công ty không còn vay nợ dài hạn.

Bảng 2: Các chỉ tiêu cơ bản

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	9T2014
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	1,25	1,43	0,94	0,45	0,40
TTS/VCSH	2,56	3,22	2,19	1,77	1,67
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ TTS	56%	50%	64%	60%	58%
TS ngắn hạn/TTS	44%	50%	36%	40%	42%
KN thanh toán					
Hệ số TT nhanh	0,44	0,33	0,56	0,74	0,55
Hệ số TT NH	1,07	0,95	0,80	1,01	1,06
Năng lực HD					
Số ngày tồn kho	69	64	105	77	68
Số ngày phải thu	139	155	157	45	54
Số ngày phải trả	46	60	210	48	
KN sinh lời (%)					
BLN gộp	24%	18%	12%	19%	17%
ROS	8%	7%	1%	-1%	8%

Tài sản

9T2014, giá trị tổng tài sản gần như không đổi. Tỷ trọng tài sản dài hạn trên tổng tài sản giảm nhẹ do công ty không có hoạt động đầu tư lớn.

Phải thu khách hàng lớn, chiếm 46% giá trị tài sản ngắn hạn. Công ty hiện có hơn 5 tỷ đồng giá trị các khoản phải thu khó đòi, hiện đã trích lập dự phòng là 3,4 tỷ đồng. Đây là các khoản phải thu khó đòi phát sinh từ trước năm 2013. Lãnh đạo công ty cho biết, trong thời gian tới, công ty sẽ tiếp tục trích lập dự phòng theo quy định các khoản phải thu khó đòi này.

Để hạn chế phải thu khó đòi phát sinh mới, công ty đã tiến hành phân loại khách hàng, ưu tiên bán hàng cho các khách hàng có khả năng thanh toán tốt.

Hàng tồn kho tăng gấp 2 lần so với cuối năm 2013. Chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu hàng tồn kho là nguyên vật liệu dự trữ cho sản xuất (chiếm 75% giá trị hàng tồn kho).

ROE	16%	0%	-1%	13%	19%
ROA	6%	0%	0%	6%	10%

Nguồn: DHC, BSC tổng hợp

Từ năm 2014, DHC rút ngắn thời gian khấu hao của tài sản cố định hữu hình làm tăng chi phí khấu hao của công ty. Nếu loại trừ phần tăng lên trong chi phí khấu hao này, LNST 9T2014 ước đạt 38 tỷ (thay vì 33,6 tỷ đồng hiện tại), tăng 113% yoy.

Chúng tôi đánh giá, việc thay đổi chính sách khấu hao này sẽ phản ánh chính xác hơn chất lượng tài sản của DHC cũng như tạo ra dòng tiền tốt hơn, làm tiền đề cho việc đầu tư và đi vào hoạt động của nhà máy Giao Long giai đoạn 2.

Nguồn vốn:

Nợ vay giảm: Tính đến hết Q1 2014, công ty đã thanh toán trước hạn toàn bộ khoản vay dài hạn. Đòn bẩy tài chính giảm mạnh từ 2,19 lần cuối năm 2012 xuống còn 1,67 lần vào Q3 2014.

Vốn chủ sở hữu tăng nhẹ (+7%) chủ yếu do tăng lợi nhuận giữ lại nhờ KQKD khả quan.

Tăng trưởng doanh thu: Tốc độ tăng trưởng doanh thu giấy và bao bì đạt bình quân hàng năm (CAGR) là 40% từ 2009-2013. 9T2014, doanh thu tăng trưởng 22% so với cùng kỳ, đạt 390 tỷ đồng.

Khả năng sinh lời được cải thiện:

Lợi nhuận sau thuế 9T2014 tăng mạnh, đạt 33,6 tỷ đồng (+90% yoy). Công ty đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất trong năm 2011 và 2012 do nhà máy mới vận hành không hiệu quả. KQKD có nhiều cải thiện kể từ Q3 2013 nhờ tái cơ cấu hiệu quả, tăng trưởng doanh thu và tiết giảm mạnh chi phí lãi vay.

Biên lợi nhuận gộp giảm từ 19% năm 2013 xuống còn 17% trong 9T2014 do doanh thu hàng kinh doanh tăng, chiếm 5% trong cơ cấu doanh thu 9T2014 (năm 2013 là 1%). Biên lợi nhuận hàng kinh doanh thấp (5%) đã kéo biên lợi nhuận gộp của công ty thấp hơn cùng kỳ năm trước.

Công ty thực hiện nhiều chính sách tiết giảm chi phí, đặc biệt là giảm chi phí nhiên liệu đốt, chi phí điện và chi phí nguyên liệu. Tuy nhiên, do tăng chi phí khấu hao nên chỉ tiêu biên lợi nhuận gộp của công ty không có sự cải thiện.

Chi phí lãi vay giảm mạnh: còn 6 tỷ đồng (- 59% yoy) trong 9T 2014 do DHC thanh toán trước hạn nợ vay dài hạn (14 tỷ đồng) và do lãi suất giảm.

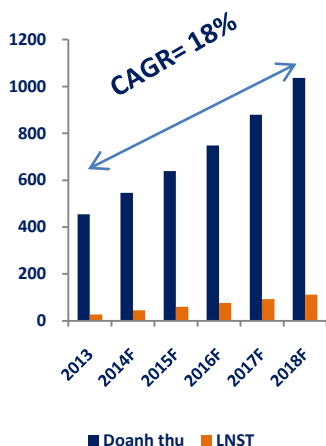
KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Dự báo KQKD 2014-2018: Doanh thu thuần năm 2014 được dự báo đạt 547 tỷ đồng (+20%yoy) và đạt 788 tỷ đồng vào năm 2018, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) giai đoạn 2013-2018 là 12%/năm. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế đạt 45 tỷ đồng vào năm 2014 (+67% yoy) và đạt 79 tỷ đồng vào năm 2018, CAGR đạt 24% từ 2013-2018. EPS FW 2014 là 3.004 đồng/cổ phiếu và EPS FW pha loãng là 2.872 đồng/ cổ phiếu (DHC dự kiến phát hành 690.091 cổ phiếu ESOP cho người lao động trong Q4 2014).

Doanh thu thuần:

Tiêu thụ giấy Testliner, Medium và bao bì Carton lần lượt đạt 7 triệu tấn, 20 triệu tấn và 12 triệu sản phẩm trong 9T2014. Chúng tôi dự báo năm 2014, công ty sẽ tiêu thụ được 12 triệu tấn Testliner, 26 triệu tấn Medium và 17 triệu bao bì Carton. Doanh thu thuần năm 2014 ước đạt 547 tỷ đồng trong đó, doanh thu hàng kinh doanh là 25 tỷ đồng, chiếm 5% tổng doanh thu.

Hình 9: Dự báo doanh thu, lợi nhuận sau thuế 2013-2018 của DHC



Nguồn: BSC dự báo

Chúng tôi lưu ý, kết quả dự báo của chúng tôi chưa tính đến kế hoạch mở rộng sản xuất, đầu tư giai đoạn 2 nhà máy Giao Long của DHC.

Doanh thu thuần được dự tăng trưởng bình quân hàng năm là 12% từ 2013-2018. Do:

- Nhu cầu tiêu thụ giấy Kraft và bao bì Carton cao. Năm 2014, chúng tôi dự báo doanh thu thuần sẽ tăng trưởng lần lượt là 20% và 13% trong năm 2014. Từ năm 2016-2018, doanh thu thuần được dự báo tăng trưởng 8%/năm do nhà máy Giao Long giai đoạn 1 lắp đầy công suất.
- Tình hình sản xuất của các khách hàng của DHC là các công ty được, thủy sản, may mặc và các công ty sản xuất các sản phẩm từ dừa đang được cải thiện và có mức tăng trưởng cao.
- Nhiều dự án đầu tư trong lĩnh vực sản xuất đã và đang được triển khai tại các khu công nghiệp Bến Tre cũng như khu vực miền Tây Nam Bộ sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ giấy Kraft và bao bì Carton của DHC.

Biên lợi nhuận gộp: được dự báo đạt 17%, giảm so với biên lợi nhuận gộp năm 2013 là 19% do DHC tăng tỉ trọng hàng kinh doanh từ 1% năm 2013 lên 5% 9T2014 (biên lợi nhuận hàng kinh doanh thấp, 5%). Biên lợi nhuận giấy Testliner, giấy Medium và bao bì Carton được dự báo ổn định so với 9T2014 do công ty chủ động mua nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn giá thấp. Chúng tôi ước tính, biên lợi nhuận gộp đạt 17,5% đối với giấy Testliner, 17% đối với giấy Medium, và 18,50% đối với bao bì Carton.

Chi phí nguyên, nhiên liệu đầu vào được dự báo giảm mạnh so với trước năm 2013 nhờ một loạt chính sách tiết giảm chi phí của công ty.

Ở chiều ngược lại, chi phí khấu hao được dự báo tăng do công ty rút ngắn thời gian khấu hao tài sản cố định hữu hình.

Chi phí lãi vay: được dự báo giảm mạnh (-56% yoy), còn 8 tỷ đồng. Do (1) công ty đã giảm mạnh nợ vay, thanh toán trước hạn nợ vay dài hạn (14 tỷ đồng trong năm 2014). (2) Chi phí lãi vay giảm mạnh, tính đến hết Q3 2014, lãnh đạo công ty cho biết chi phí tài trợ các khoản nợ vay ngắn hạn của công ty chỉ còn 6,5%.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp: được dự báo tăng nhẹ, chủ yếu do tăng lương cho nhân viên. Năm 2014, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục phải trích lập dự phòng đối với các khoản phải thu khó đòi làm tăng chi phí quản lý doanh nghiệp của DHC. Ở mức độ thận trọng chúng tôi cho rằng DHC sẽ trích lập hết dự phòng phải thu khó đòi trong năm nay (2,5 tỷ đồng).

Lợi nhuận sau thuế: được dự báo đạt 45 tỷ đồng trong năm 2014 và đạt 79 tỷ đồng vào năm 2018, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân năm là 24%. EPS FW là 3.004 đồng/cổ phiếu và EPS FW pha loãng là 2.872 đồng/ cổ phiếu.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE để định giá cổ phiếu DHC.

Phương pháp FCFE 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1 từ 2014-2018:

Dòng tiền FCFE dự báo năm 2014 đạt 10 tỷ đồng vào năm 2014 và đạt 43 tỷ đồng vào năm 2018, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân năm là 44%/năm từ 2014-2018.

Giai đoạn 2 – tăng trưởng dài hạn: Chúng tôi cho rằng trong dài hạn, dòng tiền

sẽ tăng trưởng ở mức 2%/năm.

Chi phí VCSH	
beta	0,81
Lợi suất phi rủi ro	7,60%
Lợi suất thị trường	11,75%
Chi phí VCSH	10,96%

Nguồn: BSC tổng hợp

Chi phí vốn chủ sở hữu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trong 5 năm là 0,81; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 7 năm (7,6%); Lợi suất thị trường 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10.96%.

Theo phương pháp FCFE, với số lượng cổ phiếu pha loãng tại thời điểm hiện tại là 15,689,999 cổ phiếu, giá trị hợp lý trên một cổ phần là **29.851 đồng**.

Chúng tôi khuyến nghị MUA MẠNH cổ phiếu DHC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 29.900 đồng/cp (upside 44%) theo phương pháp FCFE. DHC hiện được giao dịch tại P/E là 7,3x, khá hấp dẫn so với P/E của VNindex. DHC đã vượt qua giai đoạn khó khăn năm 2011, 2012 do nhà máy mới vận hành không hiệu quả. Kết quả kinh doanh được cải thiện ấn tượng từ Q3 2013 sau khi có những thay đổi về nhân sự cấp cao, nhiều chính sách tiết giảm chi phí phát huy hiệu quả.

Bảng 3: Phân tích độ nhạy của cổ phiếu

		ke						
g		9,46%	9,96%	10,46%	10,96%	11,46%	11,96%	12,46%
Phân tích độ nhạy	0,0%	28.425	27.495	26.653	25.889	25.191	24.551	23.963
	1,0%	30.823	29.655	28.611	27.671	26.821	26.049	25.344
	1,5%	32.248	30.927	29.753	28.703	27.759	26.905	26.129
	2,0%	33.864	32.358	31.030	29.851	28.796	27.847	26.989
	2,5%	35.712	33.981	32.468	31.134	29.949	28.889	27.935
	3,0%	37.845	35.837	34.099	32.578	31.238	30.047	28.981
	3,5%	40.337	37.981	35.963	34.216	32.688	31.341	30.144
	4,0%	43.285	40.484	38.117	36.089	34.334	32.799	31.445

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: hoant@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

