Báo cáo cập nhật KQKD Q3/2026 – DHC

HOSE · DHC · Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre

LNST · Q3	DOANH THU THUẦN · Q3	BIÊN LỢI NHUẬN GỘP · Q3	ROE · TRƯỢT 4 QUÝ
149,1	1.093,4	20,8%	25,3%
tỷ đồng · +49,7%	tỷ đồng · +17,3%	từ 15,7% Q3/25 · +5,1 điểm %	P/E 6,5x · P/B 1,5x

ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

TCBS Research đánh giá DHC là **cơ hội đầu tư hấp dẫn trong trung – dài hạn** nhờ hoạt động cốt lõi tăng trưởng, dòng tiền lành mạnh và chính sách cổ tức gia tăng theo kết quả kinh doanh khả quan; dù định giá rẻ, NĐT **chưa nên giải ngân ngay** khi biên lợi nhuận còn chịu áp lực chi phí, mà nên chờ các nhịp điều chỉnh để tích lũy dần. **(1) KQKD Q3 duy trì đà tăng trưởng so với cùng kỳ:** Doanh thu thuần đạt 1.093,4 tỷ đồng (+17,3% YoY) và LNST đạt 149,1 tỷ đồng (+49,7% YoY) nhờ mặt bằng giá bán cao hơn bù đắp sản lượng giảm nhẹ, qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp lên 20,8% (so với 15,7% trong Q3/2025). **(2) Biên lợi nhuận chịu áp lực điều chỉnh theo quý:** So với Q2, biên gộp giảm 4,4 điểm % và LNST giảm 16,2% khi chi phí giấy phế liệu nhập khẩu (OCC) tăng; áp lực từ chi phí nguyên liệu đầu vào này có thể tiếp tục kéo dài sang Q4. **(3) Chất lượng lợi nhuận tốt và dòng tiền đảm bảo cổ tức:** Lợi nhuận gần như toàn bộ đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi, trong khi dòng tiền kinh doanh 9 tháng vượt LNST hỗ trợ kế hoạch cổ tức năm 2026 ở mức 38% (trong đó 20% đã chi trả bằng tiền mặt).

LNST theo quý · *tỷ đồng · điểm Q3/26 đậm*



% HOÀN THÀNH KẾ HOẠCH 2026

Doanh thu thuần · 3.107 / 3.990 tỷ	77,9%
LNST · 464 / 500 tỷ	92,8%

TIỀN VÀ ĐẦU TƯ NGẮN HẠN
1.249 → 1.474 tỷ đồng
+18,0% từ đầu năm · chiếm 36,2% tổng tài sản

VỐN CHỦ SỞ HỮU
2.211 → 2.567 tỷ đồng
+16,1% từ đầu năm · nợ vay 1.075 tỷ

ĐIỂM NHẤN

6,5x	P/E TRƯỢT 4Q	**Thấp hơn 35% bình quân 5 năm** bình quân 10,0x · 9,6x nếu biên gộp như 2025
101%	KH LNST MỚI	**Hoàn thành kế hoạch sau 10 tháng** 506,5 tỷ so với kế hoạch 500 tỷ đồng
2,1x	CFO 9 THÁNG	**Dòng tiền đủ chi trả cổ tức và đầu tư** 578,4 tỷ so với 276,3 tỷ đồng 9T/2025

CẦN THEO DÕI

−4,4	ĐIỂM % QOQ	**Biên gộp giảm khi chi phí nguyên liệu tăng** 20,8% so với 25,2% Q2/26 · LNST −16,2% QoQ
19,4%	THUẾ SUẤT	**Ưu đãi thuế thu hẹp** Thuế miễn giảm Q3 còn 1,3 tỷ (Q3/25: 6,9 tỷ)
1.350	TỶ VỐN VAY	**Vay vốn cho Giao Long 3 từ tháng 11** 650 tỷ cuối 2026 · 700 tỷ trong năm 2027

TRIỂN VỌNG QUÝ 4/2026

TCBS Research dự báo **KQKD Q4 duy trì khả quan** nhờ mùa cao điểm cuối năm hỗ trợ sản lượng, giúp DHC giữ vững doanh thu và hoàn thành kế hoạch điều chỉnh, song áp lực chi phí giấy phế liệu nhập khẩu (OCC) khiến biên lợi nhuận gộp khó mở rộng. **(1) Mùa cao điểm cuối năm thúc đẩy sản lượng:** TCBS cho rằng nhu cầu bao bì carton gia tăng theo mùa lễ hội, cùng sức mua nội địa cải thiện — tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 10 tháng 2026 tăng 13,5% (theo Cục Thống kê) — sẽ hỗ trợ DHC duy trì doanh thu. **(2) Khả thi hoàn thành kế hoạch sau ĐHĐCĐ bất thường:** Mục tiêu cả năm nâng lên 3.990 tỷ đồng doanh thu và 500 tỷ đồng LNST; lũy kế 10 tháng, DHC ghi nhận 3.475 tỷ đồng doanh thu (87,1%) và 506,5 tỷ đồng LNST (101,3%), nên chỉ cần khoảng 515 tỷ đồng doanh thu trong hai tháng cuối năm. **(3) Biên gộp chịu áp lực từ chi phí đầu vào:** Theo ban lãnh đạo, giá OCC tiếp tục xu hướng tăng trong Q4, trong khi giá bán tháng 10 mới tăng khoảng 3%.

DỰ PHÓNG NĂM 2026 · TCBS RESEARCH

DOANH THU 2026F	LNST 2026F	BIÊN LỢI NHUẬN GỘP	P/E DỰ PHÓNG	TỶ SUẤT CỔ TỨC
4.215	602	22,3%	6,4x	5,5%
tỷ đồng · +16,1% YoY	tỷ đồng · +53,2% YoY	EPS 5.666 đồng	P/B 1,5x · giá 16/11	2.000 đồng đã chi

1. Đánh giá của TCBS

Quan điểm đầu tư, động lực tăng trưởng, chất lượng lợi nhuận và định giá

TCBS Research đánh giá DHC là **cơ hội đầu tư hấp dẫn trong trung – dài hạn** nhờ dư địa mở rộng công suất từ nhà máy Giao Long 3, động lực tăng trưởng chưa được phản ánh vào định giá hiện tại. Giai đoạn 2022–2025, doanh thu dao động 3.259–3.935 tỷ đồng, thấp hơn mức đỉnh 4.164 tỷ đồng năm 2021, do kết quả biến động theo chu kỳ giá giấy trên nền công suất hiện hữu. Giao Long 3 (390.000 tấn/năm) dự kiến vận hành thương mại từ đầu Q4/2027 và đạt hiệu suất 80% năm 2028; mảng bao bì cũng đang xúc tiến mở rộng quỹ đất. Về đầu ra, nhu cầu tiêu thụ được hỗ trợ bởi sức mua nội địa — tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 10 tháng 2026 tăng 13,5% (theo Cục Thống kê) — cùng nhu cầu nhập khẩu giấy Testliner từ Trung Quốc (theo ban lãnh đạo). Ở mức P/E 6,5 lần, thấp hơn bình quân 5 năm (10,0 lần), định giá cổ phiếu đang hấp dẫn với dư địa định giá lại khi Giao Long 3 hoạt động; NĐT có thể tích lũy dần tại các nhịp điều chỉnh.

Động lực tăng trưởng hiện tại chủ yếu đến từ giá bán, khiến kết quả kinh doanh tiếp tục phụ thuộc chu kỳ ngành giấy cho tới khi Giao Long 3 vận hành. Doanh thu thuần Q3 tăng 17,3% YoY lên 1.093,4 tỷ đồng trong khi chi phí nguyên vật liệu giảm 4,7% YoY, xác nhận tăng trưởng được dẫn dắt bởi giá bán bình quân. Lợi nhuận theo đó nhạy cảm với chênh lệch giữa giá giấy thành phẩm và giá giấy phế liệu nhập khẩu (OCC) — biến số mang tính chu kỳ: biên lợi nhuận gộp 9 tháng đạt 23,0%, vượt trội vùng 11,8–16,2% giai đoạn 2021–2025, do đó khả năng duy trì vùng biên cao cần được nhìn nhận thận trọng.

Chất lượng lợi nhuận Q3 duy trì ở mức cao, song đà tăng trưởng theo quý đã chững lại trước áp lực chi phí đầu vào. LNTT gần như toàn bộ đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (lợi nhuận khác chỉ 0,8 tỷ đồng) và dòng tiền hoạt động kinh doanh 9 tháng vượt LNST. Tuy nhiên, giá vốn tăng 10,7% QoQ đã thu hẹp biên lợi nhuận gộp từ 25,2% xuống 20,8%, kéo LNST giảm 16,2% QoQ. Áp lực xuất phát từ chi phí thay vì yếu tố cầu: theo ban lãnh đạo, giá OCC tiếp tục tăng trong Q4 trong khi giá bán tháng 10 mới điều chỉnh tăng khoảng 3%; theo đó, biên lợi nhuận gộp được dự báo khó mở rộng trong Q4.

Bảng cân đối kế toán lành mạnh cho phép DHC đồng thời nâng cổ tức và thu xếp vốn vay cho Giao Long 3. Tại cuối Q3, tiền và đầu tư ngắn hạn (1.474,0 tỷ đồng) cao hơn tổng nợ vay (1.075,3 tỷ đồng); dòng tiền kinh doanh 9 tháng (578,4 tỷ đồng) đủ đáp ứng toàn bộ cổ tức 38% năm 2026 ngay cả khi chi bằng tiền mặt (khoảng 394–413 tỷ đồng, tùy thời điểm chốt quyền). Giả định giải ngân khoảng 650 tỷ đồng vốn vay dự án cuối năm 2026 với lượng tiền không đổi, vị thế nợ ròng chỉ ở mức khoảng 250 tỷ đồng, tương đương khoảng 0,3 lần EBITDA dự phóng năm 2026.

Đáng chú ý, **thị giá hiện tại đã chiết khấu kịch bản biên lợi nhuận quay về vùng bình thường** — cơ sở chính củng cố luận điểm đầu tư hấp dẫn. Trong kịch bản biên gộp điều chỉnh về mức 16,2% của năm 2025, LNST trượt 4 quý ước đạt khoảng 405 tỷ đồng; vốn hóa hiện tại tương ứng 9,6 lần mức lợi nhuận giả định này, vẫn thấp hơn P/E trung bình 5 năm. Như vậy, thị giá đã phản ánh trước kịch bản lợi nhuận sụt giảm khoảng một phần ba so với mức 599 tỷ đồng của 4 quý gần nhất.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ CỦA TCBS RESEARCH

01 **Định giá hấp dẫn kể cả khi lợi nhuận về mức bình thường** — P/E dự phóng 2026 chỉ 6,4 lần, thấp hơn bình quân 5 năm 10,0 lần.

02 **Cổ tức 38%, ưu tiên chi bằng tiền mặt** — Đã chi 2.000 đồng/cổ phiếu, có thể chi thêm tối đa 1.800 đồng.

03 **Giao Long 3 có thể đưa lợi nhuận tăng gấp đôi vào năm 2030** — LNST năm 2030 dự phóng đạt 1.195 tỷ đồng, gấp 2 lần năm 2026; P/E dự phóng 2028 chỉ 4,5 lần.

04 **Rủi ro cần theo dõi** — Biên gộp thu hẹp nếu giá OCC tiếp tục tăng; khấu hao, lãi vay Giao Long 3 từ cuối 2027; tiến độ vận hành nhà máy.

2. Phân tích các chỉ số tài chính

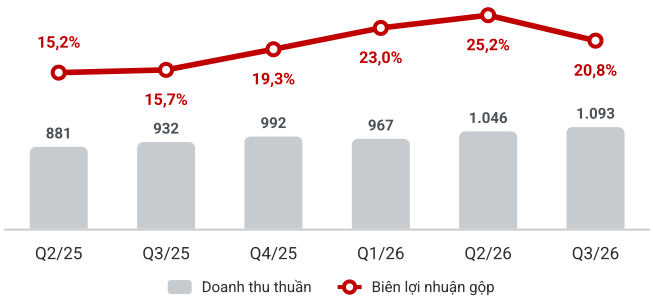
Doanh thu, biên lợi nhuận, cơ cấu tài chính, định giá và dự án Giao Long 3

2.1. Doanh thu và lợi nhuận: tăng trưởng nhờ giá bán, LNST +49,7% YoY nhưng −16,2% QoQ

- **Doanh thu tăng nhờ giá bán, không nhờ sản lượng** — Doanh thu thuần Q3 đạt 1.093,4 tỷ đồng (+17,3% YoY, +4,5% QoQ), cao nhất 6 quý gần nhất, trong khi chi phí nguyên vật liệu theo yếu tố giảm 4,7% YoY xuống 623,4 tỷ đồng, cho thấy tăng trưởng đến từ giá bán. Tăng trưởng doanh thu giai đoạn tới phụ thuộc chủ yếu vào diễn biến giá giấy và tiến độ Giao Long 3.
- **Chênh lệch giá bán – giá vốn thu hẹp so với Q2** — Giá vốn hàng bán đạt 866,0 tỷ đồng (+10,2% YoY, +10,7% QoQ) do chi phí nguyên liệu tăng. Lợi nhuận gộp đạt 227,5 tỷ đồng, tăng 55,4% YoY nhờ giá bán cải thiện so với cùng kỳ, nhưng giảm 13,9% QoQ. TCBS cho rằng đây là dấu hiệu chi phí nguyên liệu đang chuyển sang mặt bằng giá cao hơn.
- **Thuế TNDN tăng thu hẹp mức tăng LNST** — LNTT đạt 185,0 tỷ đồng (+59,7% YoY), LNST 149,1 tỷ đồng (+49,7% YoY); chênh lệch 10 điểm % đến từ chi phí thuế TNDN tăng 121,0%. Toàn bộ LNST thuộc cổ đông công ty mẹ; EPS cơ bản Q3 đạt 1.375 đồng.
- **Nền lợi nhuận 2026 cao, tốc độ tăng khó lặp lại** — Lũy kế 9 tháng, doanh thu thuần đạt 3.106,9 tỷ đồng (+17,7%), lợi nhuận gộp 714,2 tỷ đồng (+80,4%), LNTT 576,3 tỷ đồng (+91,8%) và LNST 464,2 tỷ đồng (+79,7%); EPS cơ bản 4.282 đồng. TCBS cho rằng mức nền này khiến tốc độ tăng trưởng khó lặp lại trong năm tới khi chưa có sản lượng mới.
- **Vượt kế hoạch LNST điều chỉnh sau 10 tháng** — ĐHĐCĐ bất thường ngày 06/11/2026 nâng kế hoạch doanh thu thuần từ 3.800 lên 3.990 tỷ đồng và LNST từ 350 lên 500 tỷ đồng (tỷ lệ tán thành 100%). Lũy kế 10 tháng, DHC ghi nhận 3.475 tỷ đồng doanh thu (87,1%) và 506,5 tỷ đồng LNST (101,3%); để hoàn thành kế hoạch doanh thu, DHC chỉ cần khoảng 515 tỷ đồng trong hai tháng cuối năm. Ban lãnh đạo dự kiến LNST duy trì trên 40 tỷ đồng mỗi tháng.

Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp

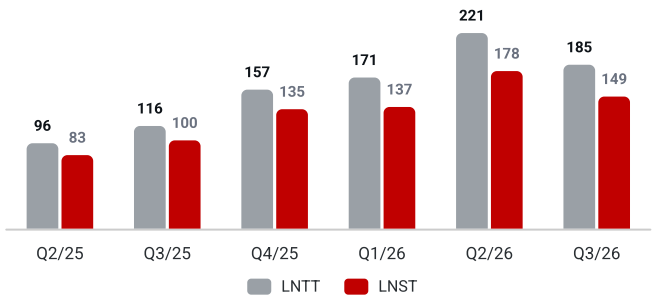
Tỷ đồng · % · 6 quý gần nhất



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC, TCBS tổng hợp

LNTT và LNST theo quý

Tỷ đồng · 6 quý gần nhất



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC, TCBS tổng hợp

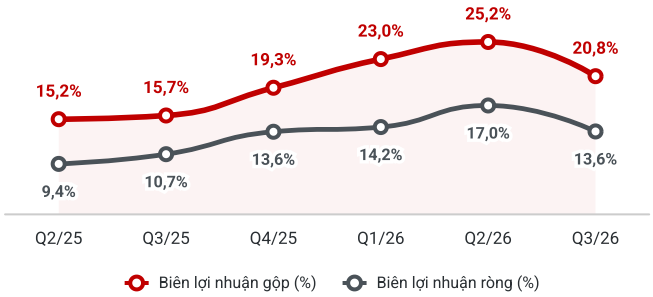
2.2. Biên lợi nhuận: biên gộp giảm về 20,8% so với Q2, ưu đãi thuế thu hẹp

- **Biên gộp vẫn cao hơn đáng kể so với các năm trước** — Biên lợi nhuận gộp Q3 đạt 20,8%, cao hơn 5,1 điểm % so với cùng kỳ nhưng thấp hơn mức 25,2% của Q2 và 23,0% của Q1. Biên gộp 9 tháng đạt 23,0%, vượt xa dải 11,8–16,2% giai đoạn 2021–2025; TCBS cho rằng mức chênh lệch đến từ nguyên liệu tồn kho giá thấp và giá giấy tăng, nên có thể thu hẹp khi chi phí nguyên liệu về mặt bằng thị trường.
- **Chi phí vận hành ổn định hạn chế mức giảm biên ròng** — Biên lợi nhuận ròng đạt 13,6% (Q2: 17,0%; Q3/2025: 10,7%). Chi phí bán hàng và quản lý gần như đi ngang so với Q2 (48,6 tỷ đồng so với 47,5 tỷ đồng), qua đó biên ròng chỉ giảm 3,4 điểm %, thấp hơn mức giảm 4,4 điểm % của biên gộp.

- **Ưu đãi thuế thu hẹp, thuế suất hiệu dụng tăng lên 19,4%** — Thuế TNDN Q3 đạt 35,9 tỷ đồng (+121,0% YoY); thuế suất hiệu dụng 9 tháng tăng lên 19,4% từ 14,0% cùng kỳ, khi thuế được miễn giảm Q3 chỉ còn 1,3 tỷ đồng (Q3/2025: 6,9 tỷ đồng). TCBS cho rằng ưu đãi giảm 50% thuế tại Giấy Giao Long đã kết thúc, nên mặt bằng thuế này sẽ duy trì với hai nhà máy hiện hữu.
- **Chi phí bán hàng và quản lý ổn định ở mức 4,4% doanh thu** — Chi phí bán hàng 36,0 tỷ đồng (+15,6% YoY), chi phí quản lý 12,5 tỷ đồng (+28,4% YoY); tỷ lệ trên doanh thu không đổi so với cùng kỳ, cho thấy tăng trưởng doanh thu không đi kèm chi phí bán hàng cao hơn tương ứng.
- **Thu nhập tài chính bù đắp toàn bộ chi phí lãi vay** — Doanh thu tài chính đạt 24,6 tỷ đồng (+40,9% YoY), trong đó lãi tiền gửi, trái phiếu và cho vay 22,5 tỷ đồng, vượt chi phí lãi vay 19,0 tỷ đồng. Danh mục cuối Q3 gồm 693,2 tỷ đồng tiền gửi có kỳ hạn, 274,3 tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp kỳ hạn một năm (8,0–9,8%/năm) và 53,5 tỷ đồng cho vay.

Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng

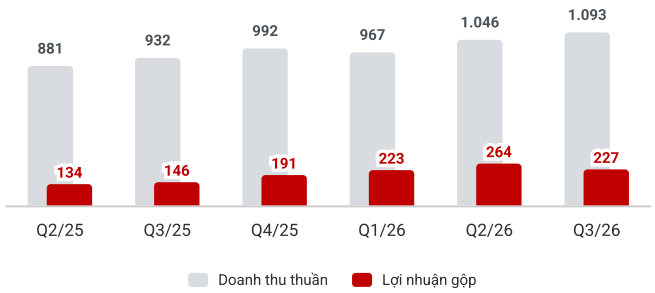
% · 6 quý gần nhất



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC, TCBS tổng hợp

Doanh thu và lợi nhuận gộp theo quý

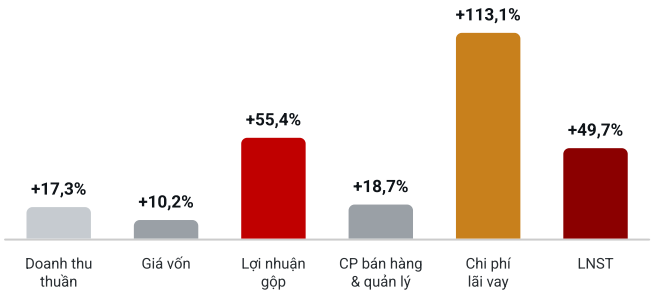
Tỷ đồng · 6 quý gần nhất



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC, TCBS tổng hợp

Lợi nhuận gộp tăng 55% YoY nhờ giá bán

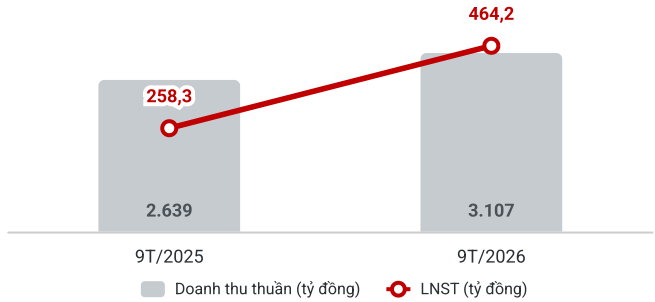
% YoY · Q3/2026 so với Q3/2025



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC Q3/2026, TCBS tổng hợp

Doanh thu và LNST lũy kế 9 tháng

Tỷ đồng · 9T/2025 so với 9T/2026



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC Q3/2026, TCBS tổng hợp

2.3. Cơ cấu tài chính: tiền ròng 398,7 tỷ đồng, dòng tiền kinh doanh gấp 2,1 lần cùng kỳ

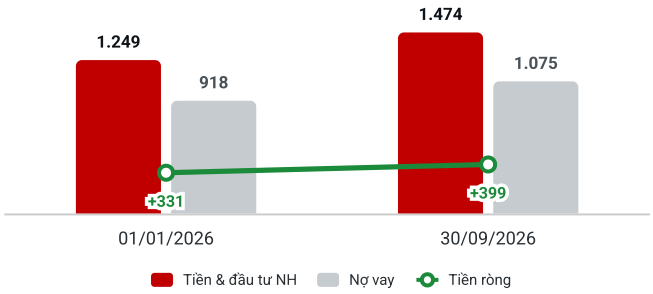
- **Tiền và đầu tư ngắn hạn vượt toàn bộ nợ vay** — Tiền và tương đương tiền đạt 453,0 tỷ đồng, đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn đạt 1.021,0 tỷ đồng (+21,4% so với số đầu năm trình bày lại 841,0 tỷ đồng); tổng cộng 1.474,0 tỷ đồng, tăng 18,0% so với đầu năm và chiếm 36,2% tổng tài sản. Tiền ròng đạt 398,7 tỷ đồng, tương đương khoảng 10,3% vốn hóa, và sẽ thu hẹp khi vốn vay dự án được giải ngân từ tháng 11/2026.
- **Chênh lệch lãi vay – lãi tiền gửi gần như trung hòa** — Nợ vay ngắn hạn 1.075,3 tỷ đồng (+17,2% từ đầu năm), nợ vay/vốn chủ sở hữu 0,42 lần, chưa có vay dài hạn. TCBS ước tính chi phí vay bình quân Q3 khoảng 7,0%/năm, tương đương lợi suất khoảng 6,8%/năm của tiền và đầu tư ngắn hạn, nên lãi vay tăng chưa tác động đáng kể đến lợi nhuận. Vốn chủ sở hữu tăng 16,1% từ đầu năm lên 2.566,7 tỷ đồng sau khi chi 96,6 tỷ đồng cổ tức tiền mặt trong Q3.

- **Dòng tiền kinh doanh tài trợ phần vốn tự có của dự án** — Dòng tiền kinh doanh 9 tháng đạt 578,4 tỷ đồng, gấp 2,1 lần cùng kỳ; chi mua sắm tài sản cố định và xây dựng cơ bản 475,4 tỷ đồng (cùng kỳ 20,0 tỷ đồng), tiền gửi và cho vay ròng 174,1 tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo, DHC đã góp 880 tỷ đồng vốn cho Giao Long 3 và sẽ góp thêm 50–60 tỷ đồng; phần còn lại dùng vốn vay ngân hàng, khoảng 650 tỷ đồng trong tháng 11–12/2026 và 700 tỷ đồng năm 2027.
- **Tồn kho giảm do chủ động hạn chế mua khi giá nguyên liệu cao** — Hàng tồn kho cuối Q3 còn 372,1 tỷ đồng (−30,9% QoQ); hàng mua đang đi đường giảm từ 213,0 xuống 73,6 tỷ đồng so với đầu năm. Theo ban lãnh đạo, DHC hạn chế mua khi giá giấy phế liệu tăng cao trong mùa mưa; tồn kho hiện khoảng 20.000 tấn, đủ sản xuất đến tháng 1/2027. Trả trước cho người bán tăng lên 266,8 tỷ đồng, trong đó 113,2 tỷ đồng cho ba nhà cung cấp thiết bị ngành giấy (Jiangsu Huadong, Kadant, Bellmer).

TIỀN VÀ ĐẦU TƯ NH	NỢ VAY	TIỀN RÒNG	DÒNG TIỀN KINH DOANH 9T
1.474 tỷ	**1.075 tỷ**	**+399 tỷ**	**578,4 tỷ**
+225 tỷ so với đầu năm	+17,2% từ đầu năm	Nợ vay/vốn chủ sở hữu 0,42x	gấp 2,1 lần cùng kỳ

Tiền, đầu tư ngắn hạn và nợ vay

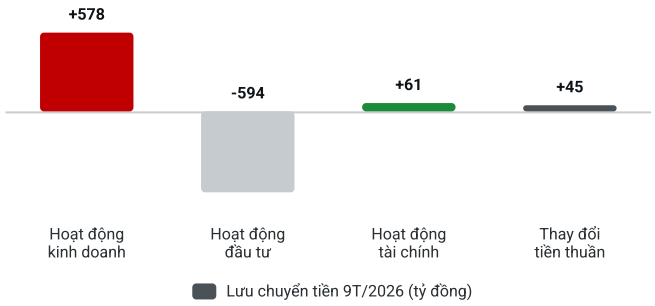
Tỷ đồng · đầu năm so với 30/09/2026



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC, TCBS tổng hợp

Lưu chuyển tiền tệ 9T/2026

Tỷ đồng



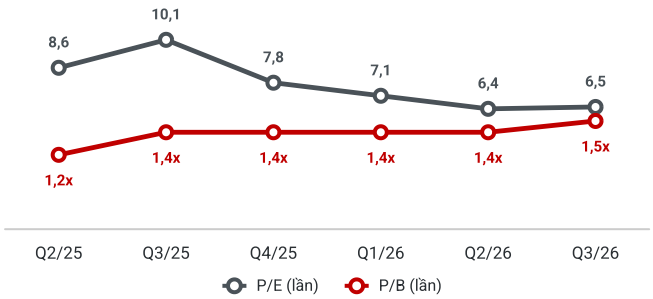
Nguồn: BCTC hợp nhất DHC Q3/2026, TCBS tổng hợp

2.4. Định giá hấp dẫn: P/E 6,5 lần, thấp hơn 35% bình quân 5 năm dù ROE đạt 25,3%

- **P/E thấp hơn đáng kể bình quân 5 năm** — Tại thị giá 36.500 đồng (16/11/2026), vốn hóa đạt khoảng 3.878 tỷ đồng; P/E trượt 4 quý ở mức 6,5 lần so với bình quân 10,0 lần giai đoạn 11/2021–11/2026, P/B 1,5 lần so với trung vị 1,7 lần. P/E giảm từ 10,1 lần cuối Q3/2025 nhờ EPS trượt 4 quý tăng lên 5.638 đồng; từ đầu năm, thị giá tăng 26,9% nhưng giảm 1,4% trong một tháng gần nhất.
- **Mức giá đã phản ánh kịch bản biên gộp về mức bình thường** — Nếu biên lợi nhuận gộp 4 quý gần nhất ở mức 16,2% như năm 2025 thay vì 22,1%, TCBS ước tính LNST đạt khoảng 405 tỷ đồng và P/E tương ứng khoảng 9,6 lần, vẫn thấp hơn bình quân 5 năm. P/E dự phóng 2026 ở mức 6,4 lần cũng thấp so với mức tăng EPS 53,2% dự phóng cho năm 2026.
- **ROE vượt trội so với nhóm doanh nghiệp giấy niêm yết** — ROE trượt 4 quý của DHC đạt 25,3%, so với 5,4% của HHP, 7,3% của BBS và −4,7% của HAP; trong khi đó, P/B của DHC (1,5 lần) chỉ cao hơn nhẹ so với HHP (1,3 lần), và P/E trượt 4 quý của HHP ở mức 24,6 lần. TCBS cho rằng mức chênh lệch ROE này chưa được phản ánh tương xứng trong định giá của DHC.
- **Người nội bộ tiếp tục mua vào trong Q3** — Thành viên HĐQT Marco Martinelli đã mua 100.000 cổ phiếu (28/07–21/08/2026); bà Lê Thủy Tiên, con gái Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc Lê Bá Phương, đã mua 200.000 trên 300.000 cổ phiếu đăng ký (07/08–03/09/2026).
- **Tỷ suất cổ tức tiền mặt 5,5%, tối đa 10,4%** — DHC đã chi hai đợt cổ tức tiền mặt năm 2026, mỗi đợt 1.000 đồng/cổ phiếu (22/07 và 28/10/2026), tổng 2.000 đồng, tương ứng tỷ suất 5,5% tại thị giá 36.500 đồng. ĐHĐCĐ bất thường nâng cổ tức 2026 lên 38% mệnh giá bằng tiền và/hoặc cổ phiếu; nếu 18% còn lại được chi bằng tiền theo định hướng ưu tiên của HĐQT, tổng cổ tức tiền mặt đạt 3.800 đồng/cổ phiếu, tương ứng 10,4%.

P/E và P/B theo quý

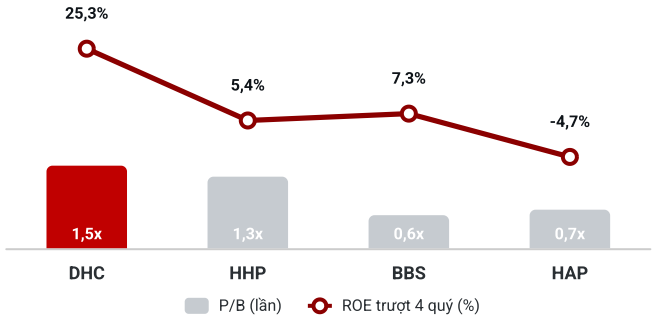
Lần · 6 quý gần nhất



Nguồn: BCTC hợp nhất DHC và giá đóng cửa cuối kỳ; điểm Q3/26 theo giá 16/11/2026

So sánh doanh nghiệp giấy niêm yết

DHC so với HHP, BBS, HAP · P/B (lần) và ROE trượt 4 quý (%)



Nguồn: BCTC gần nhất và giá đóng cửa 16/11/2026, TCBS tổng hợp

2.5. Triển vọng dài hạn: Giao Long 3, tăng vốn và cổ tức 38%

TCBS Research đánh giá **Giao Long 3 là động lực tăng trưởng sản lượng chính của DHC trong trung hạn**. Dự án do công ty con Giấy Giao Long triển khai, công suất thiết kế 390.000 tấn/năm, tổng dự toán 2.250 tỷ đồng, trong đó hợp đồng đã ký đạt 2.027 tỷ đồng. Theo ban lãnh đạo tại ĐHĐCĐ bất thường, móng máy xeo và xưởng chuẩn bị bột đã hoàn thành trong tháng 10/2026; nhà máy dự kiến lắp đặt xong cuối Q2 – đầu Q3/2027, vận hành thương mại đầu Q4/2027, đạt 80% công suất năm 2028, 90% năm 2029 và 100% từ năm 2030.

CÔNG SUẤT GIAO LONG 3	TỔNG DỰ TOÁN	HỢP ĐỒNG ĐÃ KÝ	CỔ PHIẾU SAU PHÁT HÀNH
390.000 tấn	**2.250 tỷ**	**2.027 tỷ**	**116,9 triệu**
30% Kraftliner · 70% Testliner	Vận hành thương mại đầu Q4/2027	90,08% tổng dự toán	sau phát hành thêm 10% đã thông qua

- **Phát hành 10% cổ phiếu không làm thay đổi giá trị doanh nghiệp** — ĐHĐCĐ bất thường thông qua (66,18% tán thành) phương án phát hành 10.624.962 cổ phiếu tỷ lệ 100:10 từ thặng dư vốn cổ phần, nâng vốn điều lệ từ 1.062,5 lên 1.168,7 tỷ đồng; HĐQT được ủy quyền chọn ngày chốt danh sách. Phương án không làm thay đổi vốn chủ sở hữu nhưng làm EPS giảm tương ứng; đây là đợt tăng vốn thứ hai trong năm, sau đợt cổ tức bằng cổ phiếu 10% hoàn tất tháng 7/2026.
- **Cổ tức 38% thể hiện cam kết chia sẻ lợi nhuận** — Kế hoạch cổ tức 2026 được nâng từ 20% bằng tiền lên 38% bằng tiền và/hoặc cổ phiếu (69,52% tán thành); hình thức chi 18% còn lại do HĐQT quyết định theo kết quả cuối năm, ưu tiên tiền mặt. TCBS cho rằng việc nâng cổ tức trong giai đoạn đầu tư lớn thể hiện sự tự tin vào dòng tiền hiện hữu; tổng cổ tức 38% khoảng 394–413 tỷ đồng tùy thời điểm chốt quyền, tương đương 79–83% kế hoạch LNST.
- **Vốn vay dự án bắt đầu giải ngân, chi phí cố định tăng từ cuối 2027** — Vốn vay dự án dự kiến giải ngân khoảng 650 tỷ đồng trong tháng 11–12/2026 và 700 tỷ đồng năm 2027 (tổng khoảng 1.350 tỷ đồng, 60% tổng dự toán). Nhà máy khấu hao nhà xưởng 25 năm, máy móc 15 năm; TCBS ước tính khấu hao khoảng 90–150 tỷ đồng/năm, tác động đến lợi nhuận từ Q4/2027, trước khi đạt 80% công suất năm 2028.
- **Rủi ro đối với luận điểm** — Tiến độ lắp đặt, chạy thử có thể khác kế hoạch; khả năng tiêu thụ phần công suất tăng thêm phụ thuộc cung – cầu giấy bao bì khi các đối thủ cũng mở rộng. Yếu tố hỗ trợ: Giao Long 3 sản xuất 30% Kraftliner và 70% Testliner nên không cạnh tranh trực tiếp với Giao Long 1–2; DHC đã có thêm 5 khách hàng giấy cuộn và 7 khách hàng bao bì.

3. Phụ lục — Số liệu BCTC Q3/2026

Bảng cân đối kế toán và kết quả kinh doanh 6 quý gần nhất

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Tiền và tương đương tiền	313	453	408	426	476	453
Đầu tư tài chính ngắn hạn	800	737	841	934	948	1.021
Phải thu ngắn hạn	764	853	794	910	953	933
Hàng tồn kho	447	470	492	501	539	372
Tài sản ngắn hạn khác	7	12	17	21	34	33
Tài sản cố định	960	937	942	918	893	866
Tài sản dài hạn khác	43	51	85	118	221	389
TỔNG TÀI SẢN	**3.334**	**3.513**	**3.579**	**3.828**	**4.064**	**4.067**
Nợ phải trả	1.261	1.340	1.368	1.481	1.550	1.500
— trong đó nợ vay	929	885	918	1.064	1.085	1.075
Tổng vốn chủ sở hữu	**2.073**	**2.173**	**2.211**	**2.347**	**2.514**	**2.567**

Báo cáo kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

Chỉ tiêu	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Doanh thu thuần	**881**	**932**	**992**	**967**	**1.046**	**1.093**
Giá vốn hàng bán	747	786	801	744	782	866
Lợi nhuận gộp	**134**	**146**	**191**	**223**	**264**	**227**
• Biên lợi nhuận gộp (%)	15,2	15,7	19,3	23,0	25,2	20,8
Chi phí bán hàng và quản lý	41	41	43	62	47	49
Chi phí lãi vay	9	9	9	12	17	19
Lợi nhuận trước thuế	**96**	**116**	**157**	**171**	**221**	**185**
Lợi nhuận sau thuế	**83**	**100**	**135**	**137**	**178**	**149**
LNST cổ đông công ty mẹ	83	100	135	137	178	149
• ROE trượt 4 quý (%)	14,4	14,9	18,7	20,6	24,0	25,3

Nguồn: BCTC hợp nhất DHC, TCBS Research.

Phụ lục — Mô hình tài chính & dự phóng theo năm · 2021–2030

Đơn vị: tỷ đồng (trừ các dòng tỷ lệ, lần, %, đồng/cp) · Cột 2021–2025 theo báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán (tiền và đầu tư ngắn hạn 2025 theo số trình bày lại trong BCTC Q3/2026) · Cột 2026–2030 là dự phóng của TCBS Research · P/E, P/B dự phóng tính theo thị giá 36.500 đồng ngày 16/11/2026 · số liệu trên mỗi cổ phiếu tính trên 106,2 triệu cổ phiếu

	THỰC HIỆN					DỰ PHÓNG · TCBS RESEARCH				
Chỉ tiêu	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
Số lượng cổ phiếu (triệu)	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2	106,2
P/E (lần)	**9,7**	**5,7**	**8,7**	**11,2**	**7,8**	**6,4**	**5,3**	**4,5**	**3,8**	**3,2**
EPS (đồng/cp)	4.530	3.571	2.911	2.278	3.699	5.666	6.948	8.135	9.481	11.244
P/B (lần)	**2,8**	**1,2**	**1,4**	**1,4**	**1,4**	**1,5**	**1,2**	**1,0**	**0,8**	**0,7**
BVPS (đồng/cp)	15.972	16.455	17.401	18.832	20.811	25.086	30.327	36.463	43.614	52.095
EV/EBITDA (lần)	9,2	6,2	7,6	7,0	7,2	5,4	4,7	4,0	3,5	3,0
ROE	**31,1%**	**22,0%**	**17,2%**	**12,6%**	**18,7%**	**24,7%**	**25,1%**	**24,4%**	**23,7%**	**23,5%**
ROA	20,5%	14,4%	10,7%	7,9%	11,5%	15,7%	16,8%	17,0%	17,1%	17,4%
Biên lợi nhuận gộp	16,2%	15,5%	15,5%	11,8%	16,2%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%
Biên lợi nhuận hoạt động	12,3%	11,5%	11,0%	7,6%	11,7%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%
Biên lợi nhuận ròng	**11,6%**	**9,6%**	**9,5%**	**6,7%**	**10,8%**	**14,3%**	**15,1%**	**15,2%**	**15,3%**	**15,6%**
Doanh thu / Tài sản (lần)	1,73	1,37	1,12	1,11	1,01	1,03	1,04	1,04	1,04	1,04
(Nợ vay − Tiền) / Vốn CSH	0,13	0,18	0,19	-0,07	-0,15	-0,21	-0,28	-0,33	-0,37	-0,41
Vay ngắn hạn / Vay dài hạn	—	—	—	127,2	—	—	—	—	—	—
EBIT / Lãi vay (lần)	32,4	23,7	10,8	12,0	12,6	10,5	12,2	14,1	16,4	19,0
Nợ vay / EBITDA (lần)	0,6	0,9	1,5	2,0	1,7	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
Số ngày tồn kho	33	69	67	60	59	59	59	59	59	59
Doanh thu thuần	**4.164**	**3.935**	**3.259**	**3.597**	**3.631**	**4.215**	**4.893**	**5.680**	**6.594**	**7.655**
Tăng trưởng doanh thu	—	*-5%*	*-17%*	*+10%*	*+1%*	*+16%*	*+16%*	*+16%*	*+16%*	*+16%*
Lợi nhuận gộp	673	611	504	426	587	938	1.089	1.264	1.468	1.704
EBITDA	613	554	460	379	535	848	975	1.123	1.296	1.496
Lợi nhuận trước thuế	512	437	358	279	457	748	875	1.034	1.216	1.429
Lợi nhuận sau thuế	481	379	309	242	393	602	738	864	1.007	1.195
LNST cổ đông công ty mẹ	**481**	**379**	**309**	**242**	**393**	**602**	**738**	**864**	**1.007**	**1.195**
Tăng trưởng LNST công ty mẹ	—	*-21%*	*-18%*	*-22%*	*+62%*	*+53%*	*+23%*	*+17%*	*+17%*	*+19%*
Tiền & đầu tư ngắn hạn	142	208	348	905	1.249	1.475	1.826	2.198	2.650	3.178
Hàng tồn kho	320	629	504	524	492	529	615	713	828	961
Tổng tài sản	**2.401**	**2.882**	**2.915**	**3.245**	**3.579**	**4.083**	**4.725**	**5.471**	**6.341**	**7.369**
Vay ngắn hạn	371	518	702	763	918	918	918	918	918	918
Vay dài hạn	0	0	0	6	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ vay	**371**	**518**	**702**	**769**	**918**	**918**	**918**	**918**	**918**	**918**
Tổng nợ phải trả	704	1.131	1.063	1.242	1.368	1.417	1.503	1.597	1.707	1.834
Vốn chủ sở hữu	**1.697**	**1.751**	**1.852**	**2.003**	**2.211**	**2.665**	**3.222**	**3.874**	**4.634**	**5.535**
Dòng tiền kinh doanh	317	304	241	656	465	588	699	806	931	1.097
Chi đầu tư tài sản cố định	(156)	(77)	(88)	(71)	(183)	(136)	(167)	(221)	(231)	(276)

Nguồn: BCTC hợp nhất DHC, TCBS Research.

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

*Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.*

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.