

**CÔNG TY CỔ PHẦN ĐÔNG HẢI BẾN TRE**

Thông tin cổ phiếu		Ngày 22/07/2015
Mã chứng khoán		DHC
Ngành		Sản xuất giấy công nghiệp, bao bì carton
Sàn giao dịch		HOSE
Thị giá ngày 21/07/2015 (VND)		24.600
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)		407,4
KLCP đang lưu hành		15.689.999
P/B trailing (thị trường)		1,4

- Dohaco là doanh nghiệp có hoạt động trong lĩnh vực sản xuất giấy công nghiệp và bao bì có cơ bản tốt dựa trên yếu tố minh bạch trong hoạt động kinh doanh, cơ cấu tài chính lành mạnh và kinh nghiệm lâu năm của Ban lãnh đạo.
- Lợi thế của công ty là (1) thị trường giấy testliner đang trong tình trạng thiếu hụt nguồn cung (hiện mới đáp ứng được 2/3 tổng nhu cầu) và được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng trung bình 10% trong giai đoạn 2015-2018; (2) các dự án mở rộng nhà máy giấy khác trong nước đều không cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm testliner của DHC và (3) hiệp định TPP sẽ thúc đẩy nhu cầu bao bì và giấy công nghiệp sản xuất bao bì lên cao.
- Tuy nhiên, hạn chế của DHC là (1) nhà máy hiện tại đang hoạt động ở công suất cận ngưỡng tối đa nên công ty sẽ phải đầu tư cải tiến máy móc nhằm tăng năng suất khiến giá thành sản xuất tăng và (2) vị trí nhà máy bao bì ở khu vực Tây Nam Bộ không thực sự thuận lợi, chủ yếu phục vụ các khách hàng thủy sản và dược phẩm.
- Dự án nhà máy Giao Long II có triển vọng rất tốt, được tài trợ một phần bởi nguồn vốn thu được từ 6 triệu cp phát hành thêm trong T8.2015 (giá khởi điểm 22.800 đồng/cp). Các chỉ tiêu hiệu quả kinh tế bao gồm IRR khoảng 30% và thời gian hoàn vốn 3 năm.
- Lũy kế 6T.2015, DTT đạt 345 tỷ đồng (+24,7% yoy, 54,6% KH) và LNST đạt 33,6 tỷ đồng (+56,4% yoy, 73% KH) nhờ vào chi phí lãi vay giảm mạnh (-49,4% yoy) và hoàn nhập chi phí quỹ lương trích cuối năm 2014 (3,6 tỷ đồng).
- Dự phóng cho năm 2015, DTT ước đạt **626,7 tỷ đồng** (+15,1% yoy, 110% KH) và LNST đạt **56,6 tỷ đồng** (+31,1% yoy, 123% KH), tương ứng với EPS forward đạt 3.282 đồng (EPS pha loãng sau khi chia cổ phiếu thưởng 10%). Các phương pháp định giá chỉ ra giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu DHC đạt **27.591 đồng** (pha loãng), tương đương mức **30.350 đồng** (trước pha loãng) vào cuối năm 2015.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	6T.2015
DTT (tỷ đồng)	340,8	454,4	544,5	310,4
LNST (tỷ đồng)	-2,5	27,04	43,1	33,5
TTS (tỷ đồng)	435,5	399,2	421,1	411,6
VCSH (tỷ đồng)	198,6	225,6	258,7	273,9
Nợ/TTS (%)	54,4	43,47	38,6	36,9
TS LN gộp (%)	12,49	18,6	16,7	15,5
TS LN ròng(%)	N/A	5,95	7,9	8,4
EPS -TTM (đồng)	N/A	1.084	2.853	3.140
ROA (%)	N/A	6,77	10,2	10,8
ROE (%)	N/A	12	16,7	17,1

**NỘI DUNG:**

- Vài nét về doanh nghiệp – Trang 2
- KQKD - Trang 4 – 5
- Triển vọng DHC – Trang 6
- Định giá – Trang 8

**Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 7**

**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

[www.vCBS.com.vn/Research/Report.asp](http://www.vCBS.com.vn/Research/Report.asp)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại [www.vCBS.com.vn](http://www.vCBS.com.vn)

**VCBS Bloomberg Page:**  
<VCBS><go>

**25.07.2015**  
**Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích**  
**VCBS**

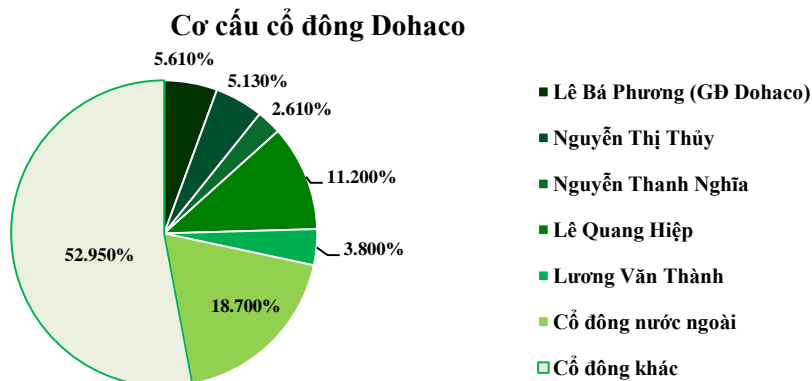
## VÀI NÉT VỀ DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành

Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, được thành lập theo quyết định của UBND tỉnh Bến Tre, hoạt động chính trong lĩnh vực nuôi trồng thủy sản và sản xuất giấy kraft công nghiệp cùng với bao bì carton.

Năm 2009, mã DHC chính thức được niêm yết trên sàn HOSE với vốn điều lệ ban đầu là 80 tỷ đồng.

### Cơ cấu cổ đông



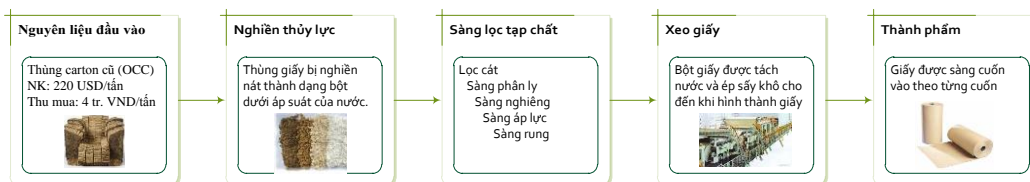
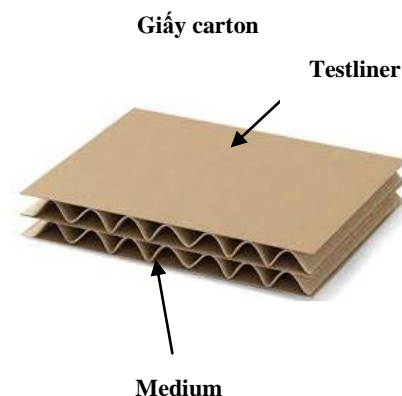
Theo báo cáo quản trị 6T.2015, cổ đông nội bộ của DHC hiện nắm giữ 28,3% tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Phó Chủ tịch HĐQT Nguyễn Thanh Nghĩa đã đăng kí mua vào 2 triệu cổ phiếu từ ngày 26.06.2015 đến 25.07.2015 qua phương thức giao dịch thỏa thuận hoặc khớp lệnh. Nếu thành công, tỷ lệ sở hữu chính thức của cổ đông nội bộ sẽ tăng mạnh lên 41%.

Tương tự, nhà đầu tư nước ngoài cũng liên tục mua ròng từ đầu tháng 6.2015, qua đó nâng tỷ lệ nắm giữ từ 14,6% lên mức 18,7% (2,94 triệu cổ phiếu)

Ngày 09.07.2015, HĐQT thông qua nghị quyết chốt tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài 23,2% để thực hiện chào bán riêng lẻ. Số lượng cổ phiếu sau khi chào bán và cổ phiếu thưởng 10% là 23,25 triệu cổ phiếu, tương đương với tối đa 5,4 triệu cổ phiếu nhà đầu tư nước ngoài có thể nắm giữ.

### Các sản phẩm chính của DHC

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của Dohaco là sản xuất giấy công nghiệp bao gồm giấy Testliner và giấy Medium cùng với bao bì carton.



*Quy trình sản xuất giấy công nghiệp (VCBS)*

**Giấy Testliner:** Có định lượng 150-200g/m<sup>2</sup> và được dùng làm lớp ngoài của bao bì carton. Hiện nay, Dohaco bán Testliner tại mức giá 10.500 VND/kg với biên lợi nhuận gộp khoảng 20%. Nguồn nguyên liệu để sản xuất giấy Testliner là các thùng carton cũ (OCC) được nhập trực tiếp chủ yếu từ Nhật Bản (80%) và Singapore vì có chất lượng tốt hơn so với thùng carton thu mua trong nước. Giá thu mua OCC từ nước ngoài cao hơn trong nước từ 7%-10% nhưng lại có hiệu suất thu hồi giấy cao (87% so với 85%).

**Giấy Medium:** Giấy Medium có quy trình sản xuất giống giấy Testliner nhưng chỉ sử dụng

OCC trong nước (3.900 - 4.100 VND/kg) làm nguyên liệu đầu vào. Dohaco hiện bán giấy Medium tại giá 9.000-9.500 VND/kg, biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với giấy Testliner khoảng 5-7%.

**Bao bì carton:** Khoảng 20-30% lượng giấy Testliner và Medium thành phẩm được DHC sử dụng để sản xuất thành bao bì carton cho khách hàng. Khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm và thủy sản tại khu vực Tây Nam Bộ. Công ty cho biết hiện các đơn hàng đang có xu hướng tăng, công suất sản xuất đạt khoảng 1,8 triệu sp/tháng và bắt đầu có đóng góp đáng kể vào lợi nhuận gộp (điểm hòa vốn của nhà máy bao bì là 1,2 triệu sp/tháng)

Dohaco sẽ đưa một máy in (700.000 USD) vào hoạt động từ tháng 10.2015, nâng tổng công suất của nhà máy bao bì lên 3 triệu sp/tháng

**Năng lực sản xuất và vị thế**



Nhà máy sản xuất giấy công nghiệp		
Công ty	Khu vực	Công suất (nghìn tấn)
<b>Đông Hải Bến Tre</b>	KCN Giao Long (Bến Tre)	- Hiện tại: 60 - Mục tiêu: 180
<b>Vinakraft</b>	KCN Mỹ Phước (Bình Dương)	- Hiện tại: 250
<b>Giấy Sài Gòn</b>	KCN Mỹ Xuân A (Vũng Tàu)	- Hiện tại: 230
<b>Chen yang (Nine dragons)</b>	KCN Mỹ Phước (Bình Dương)	- Hiện tại: 100 - Mục tiêu: 450 (giấy medium)
<b>An Bình</b>	Bình Dương (chuyển địa điểm)	- Hiện tại: 75 - Mục tiêu: 500-600
<b>Lee &amp; Man</b>	Hậu Giang	- Mục tiêu: 400 (giấy whitetop)
<b>Cheng Loong</b>	Bà Rịa – Vũng Tàu	- Mục tiêu: 1000 (bao gồm giấy kraft và tissue)
Nhà máy sản xuất bao bì lớn tại Việt Nam		
Công ty	Khu Vực	Cơ cấu sở hữu
<b>Dynapac</b>	KCN Hanel (Hà Nội) KCN Vsip (Hải Phòng)	Dynapac: 100%
<b>AP Packing</b>	KCN Nam Sách (Hải Dương)	Thai Containers Froup 100%
<b>Ojitex</b>	KCN Nomura (Hải Phòng) Biên Hòa Đồng Nai	Ojitex 100%
<b>Tomoku Vietnam</b>	KCN Mỹ Phước (Bình Dương)	Tomoku 100%
<b>Vina Kraft</b>	KCN Mỹ Phước (Bình Dương)	Rengo 30% Thai Kraft Paper Industry 70%
<b>Settsu Carton Vietnam</b>	KCN Long Đức (Đồng Nai)	Settsu Carton: 80% Nissho Iwai P&P: 20%
<b>New Asia Industries</b>	KCN Bình Chiểu (HCM)	Thai Containers Froup 100%

*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Nhà máy giấy Giao Long dự kiến sẽ sản xuất khoảng 48-50 nghìn tấn giấy kraft (+8,6% yoy) trong năm 2015. DHC đang trong quá trình cải tiến dây chuyền sản xuất để nâng công suất lên mức tối đa 190-200 tấn/ngày so với mức 160 tấn/ngày hiện nay. Ngoài ra, công ty chia sẻ thêm rằng cứ 100 tấn giấy sản xuất thêm sẽ đóng góp thêm 300 triệu đồng lợi nhuận mỗi ngày.

Hiện tại, hai đối thủ cạnh tranh trực tiếp của Dohaco là Vinakraft và Chánh Dương (Chen Yang). Chen Yang đang lên kế hoạch mở rộng công suất nhà máy lên 450.000 tấn/năm (tpa)

nhưng tập trung vào giấy Medium còn Lee & Man triển khai dự án nhà máy giấy 400.000 tpa tại Hậu Giang nhưng cũng là giấy white top nên không cạnh tranh với sản phẩm chủ lực testliner của DHC. Ngoài ra, nhà máy giấy An Bình cũng có dự định nâng cấp, mở rộng công suất nhà máy lên 6-7 lần nhưng sử dụng công nghệ cũ.

#### **Dự án nhà máy mới**

Nhà máy giấy Giao Long giai đoạn II có công suất thiết kế 600 tấn/ngày (gấp 3 lần hiện tại) với tổng mức đầu tư 660 tỷ đồng. Đề tài trợ vốn cho dự án, DHC sẽ phát hành 6 triệu cổ phiếu cho các cổ đông chiến lược tại giá khởi điểm 22.800 đồng, phần còn lại sẽ đến từ vốn vay. Công ty đã trình hồ sơ lên Ủy ban Chứng Khoán nhà nước và sẽ có giấy phép trong tháng 7.2015, dự kiến sẽ hoàn tất việc phát hành trong tháng 8.2015.

*Nhà máy mới sẽ được xây dựng tại KCN Giao Long, cùng địa điểm với nhà máy giấy và bao bì hiện tại*

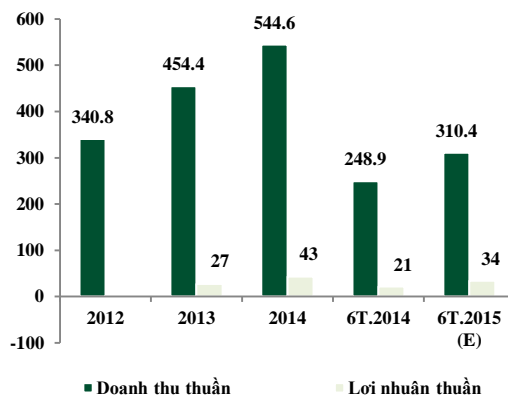
Đối với khoản vay tài trợ dự án, ước tính số tiền cần vay khoảng 420 tỷ đồng, thời gian vay 6 năm tại lãi suất khoảng 7,5-8%/năm.

DHC đã hoàn tất giai đoạn đầu của dự án bao gồm nhà kho và hệ thống nước thải. Công ty sẽ đến giai đoạn lắp đặt máy và chạy thử (khoảng 1,5-2 năm) ngay sau khi phát hành thành công cổ phiếu riêng lẻ. Vì thế, nhà máy mới sẽ có đóng góp doanh thu từ Q3.2017.

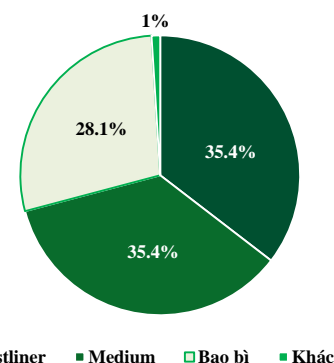
Giá định giá thành phẩm giảm 5% và nhà máy mới chạy khoảng 65% công suất, DHC dự phóng doanh thu tăng thêm trong năm đầu tiên đạt 1.100 tỷ đồng và LNTT đạt 101 tỷ đồng. Dự án sẽ được ưu đãi thuế TNDN 10% trong 5 năm đầu tính từ lúc đem lại doanh thu. Các chỉ tiêu hiệu quả dự án khác gồm IRR và thời gian thu hồi vốn lần lượt được dự báo đạt 32% và 3 năm

## **KẾT QUẢ KINH DOANH**

#### **Chỉ tiêu lợi nhuận**



**Cơ cấu doanh thu 6T.2015**



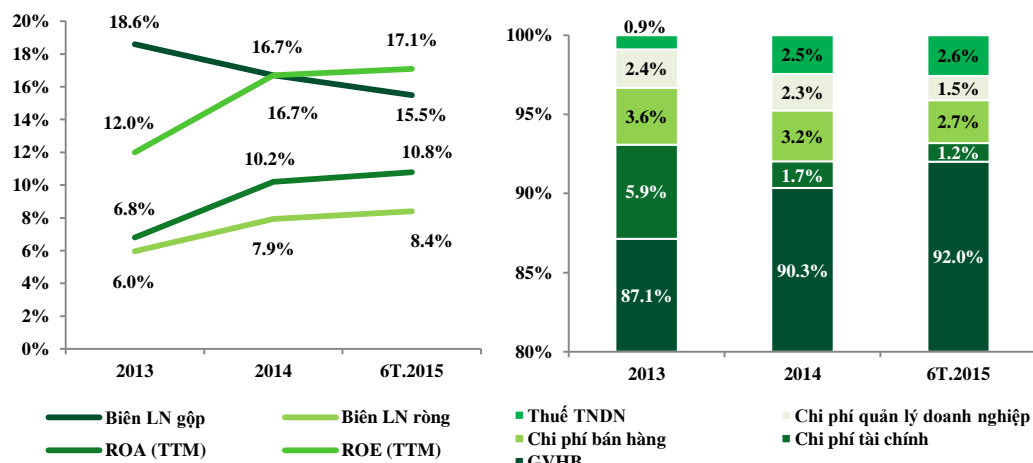
*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Công ty đã tái cấu trúc hoạt động từ giữa năm 2013, bao gồm (1) ngừng tham gia vào lĩnh vực nuôi trồng thủy sản và (2) cơ cấu lại nguồn vốn, trong đó tất toán toàn bộ 42,6 tỷ đồng nợ dài hạn và 70,6 tỷ đồng nợ ngắn hạn đồng thời hạ lãi suất vay ngắn hạn từ 14% xuống còn 10%/năm. Vì vậy, KQKD của công ty dần được cải thiện. Cụ thể, LNST sau khi ghi nhận âm 2,5 tỷ đồng trong năm 2012, đã thể hiện xu hướng tăng trở lại bắt đầu từ Q2.2013 trong giai đoạn 2013-2015, đạt 12,5 tỷ đồng trong Q1.2015 (+35,8% yoy)

Động lực tăng trưởng chính của DHC đến từ mảng kinh doanh giấy công nghiệp. Năm 2014, giấy medium chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu doanh thu giấy kraft, đạt khoảng 70% (256 tỷ đồng). Tuy nhiên, từ đầu năm 2015, công ty đã tích cực chuyển dịch cơ cấu sang dòng sản phẩm testliner có biên lợi nhuận gộp cao (20%) bằng cách từ chối nhận những đơn hàng medium và khuyến khích khách hàng chuyển sang sử dụng sản phẩm Testliner có chất lượng

cao. Đóng góp doanh thu của giấy Testliner và Medium hiện đang ngang bằng nhau và công ty đặt mục tiêu nâng lên tỷ lệ 70:30 nhằm cải thiện KQKD.

Mảng bao bì có doanh số và lợi nhuận phụ thuộc vào từng đơn hàng, được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn vào cuối năm, vốn là thời gian cao điểm sản xuất của các mặt hàng tiêu dùng.

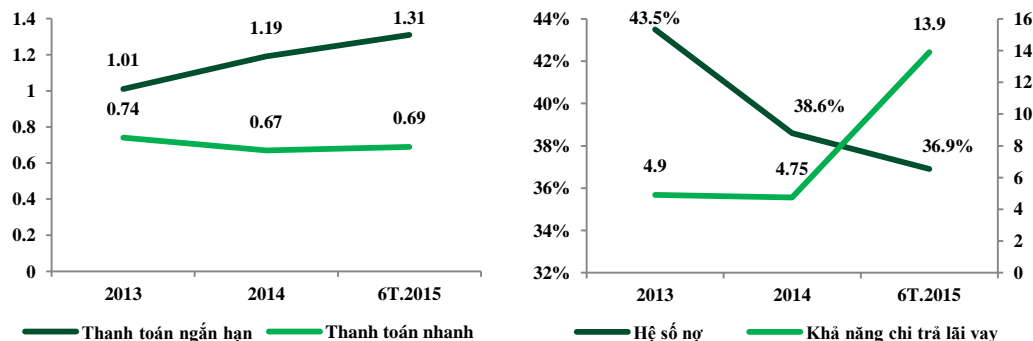


*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ trong Q1.2015 do chi phí OCC (có tỷ trọng 60-65% giá thành) và các chi phí sản xuất tăng, gồm tiền điện và phí vận chuyển (chiếm khoảng 7% giá thành) tăng khoảng 1% trong khi giá bán giảm nhẹ 1%. Ngoài ra, do hệ thống xử lý lớp bột mới được đưa vào sử dụng trong tháng 8.2014 cũng sẽ làm tăng chi phí khấu hao của nhà máy nên sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp. Chi phí nhiên liệu giảm 5-7% theo xu hướng của giá dầu nhưng đang bắt đầu tăng trở lại.

Các chỉ tiêu ROE và ROA cải thiện qua các năm chủ yếu nhờ chi phí lãi vay giảm mạnh sau khi các khoản nợ dài và ngắn hạn được tất toán

#### Sức khỏe tài chính



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Sức khỏe tài chính của DHC khá lành mạnh với dự nợ thấp và khả năng thanh toán cao dần theo thời gian.

#### KQKD 6T.2015

Lũy kế 6T.2015, DHC ghi nhận DTT đạt 310,4 tỷ đồng (+24,7% yoy, 54,6% KH) và LNST đạt 33,6 tỷ đồng (+56,4% yoy, 73% KH). KQKD tăng trưởng ấn tượng nhờ (1) công ty tích cực chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang giấy tesliner có giá bán và biên lợi nhuận cao hơn so với giấy medium truyền thống (2) chi phí lãi vay giảm còn 2,3 tỷ đồng (-49,4% yoy) sau khi công

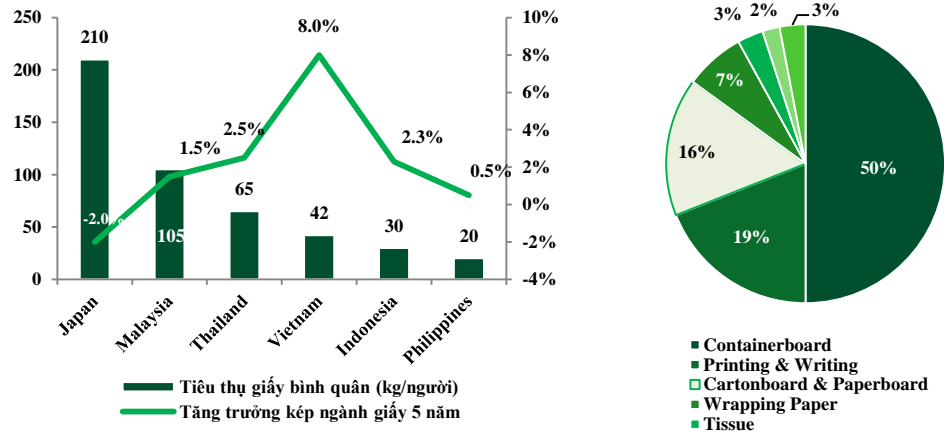


ty đã trả bớt một phần các khoản vay ngắn hạn (15,2 tỷ đồng trên tổng dư nợ 92,6 tỷ đồng) và lãi suất cho vay được các ngân hàng giảm 1-2%/năm và (3) DHC hoàn nhập 3,9 tỷ đồng chi phí quỹ lương được trích lập cuối năm 2014 do theo quy định mới của thông tư 78/2014/TT-BTC yêu cầu doanh nghiệp phải kết toán quỹ dự phòng tiền lương tại thời điểm 6 tháng kể từ khi trích lập cuối kỳ kế toán niên độ tài chính năm trước thay vì 12 tháng như thông tư 123/2012/TT-BTC. Điều này giải thích tại sao LNST quý 4.2014 của công ty thấp bất thường so với các quý khác do phải trích lập chi phí dự phòng quỹ tiền lương mà không được hoàn nhập.

DHC đã nộp hồ sơ đăng ký trả cổ tức 2014 bằng cổ phiếu 10% lên Ủy ban Chứng khoán trong đầu tháng 7.2015 nên nhiều khả năng việc chi trả sẽ được thực hiện đầu tháng 8.2015 trước khi tiến hành phát hành thêm 6 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược.

## TRIỂN VỌNG DHC TRONG THỜI GIAN TỚI

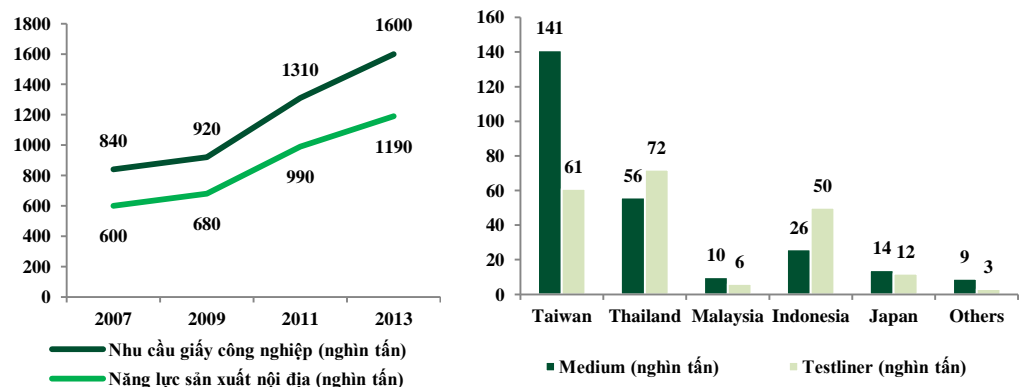
### Triển vọng ngành giấy



Nguồn: VCBS tổng hợp

Giai đoạn 2010-2014, ngành giấy Việt Nam chứng kiến mức tăng trưởng tại CAGR 8%, cao nhất so với các nước trong khu vực, trong đó giấy công nghiệp đóng vai trò quan trọng nhất, thể hiện qua tỷ trọng chiếm 1/2 tổng tiêu thụ giấy. Trong những năm tiếp theo, giấy công nghiệp được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh (trên 10%) theo đà phục hồi của kinh tế Việt Nam.

Tiêu thụ giấy bình quân trên đầu người của Việt Nam ở mức trung bình trong khu vực, chỉ bằng 2/3 Thái Lan và chưa đến một nửa mức tiêu thụ giấy của Malaysia.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Mặt khác, năng lực sản xuất giấy công nghiệp trong nước hiện mới chỉ có thể đáp ứng khoảng 2/3 nhu cầu khiến phần thiếu hụt buộc phải nhập khẩu, chủ yếu từ Đài Loan (khoảng 200.000 tấn), Thái Lan (128.000 tấn) và Indonesia (76.000 tấn).

Theo Mizuho, thị trường giấy công nghiệp có sự phân hóa theo địa lí. Phía Bắc không có nhà máy giấy công nghiệp lớn nên đa phần phải nhập khẩu từ Trung Quốc và Đài Loan. Ngược lại, các nhà máy sản xuất giấy kraft có quy mô lớn đa phần tập trung ở khu vực Đông và Tây Nam Bộ.

#### *Triển vọng doanh nghiệp*

Như đã đề cập, các nhà máy sản xuất giấy tại Việt Nam đều đang có kế hoạch mở rộng sản xuất tuy nhiên đa phần đều không cạnh tranh trực tiếp với giấy testliner của DHC. Dự án giấy có quy mô lớn nhất (1 triệu tấn giấy công nghiệp và tissue) thuộc Cheng Loong vẫn trong giai đoạn thiết kế.

HS code	Mô tả hàng hóa	MFN	ATIGA	ACFTA	VJEP
48041100	Giấy và bìa kraft không trắng, loại chưa tẩy trắng	15%	0%	0%	2%
48041900	Giấy và bìa kraft không trắng, loại khác	18%	5%	5%	7%
48052400	Giấy và bìa không trắng khác, định lượng nhỏ hơn 150g/m <sup>2</sup>	10%	0%	0%	1%
480525 (10.9)	Giấy và bìa không trắng khác, có định lượng trên 150 g/m <sup>2</sup> , nhỏ hơn 225 g/m <sup>2</sup>	10%	0%	0%	1%
48051100	Giấy Medium từ bột bán hòa	10%	0%	0%	1%
480512 (10.9)	Giấy Medium từ giấy rom rạ định lượng trên 150 g/m <sup>2</sup> , nhỏ hơn 225 g/m <sup>2</sup>	10%	0%	0%	1%
480519 (10.9)	Giấy Medium từ giấy rom rạ, loại khác	10%	0%	0%	1%

Tỷ suất thuế nhập khẩu ưu đãi đặc biệt cho giấy kraft ATIGA và ACFTA hiện đã ở mức rất thấp và gần như không ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của DHC.

Hiệp định TPP sẽ gián tiếp gia tăng nhu cầu bao bì đóng gói, đặc biệt ngành thủy sản và may mặc tại khu vực Nam Bộ, qua đó sẽ mang lại ảnh hưởng tích cực cho ngành giấy công nghiệp.

## ĐỊNH GIÁ

### Các phương pháp định giá

#### Phương pháp hệ số

Company name	P/E trailing	P/B trailing	Market Cap. (bil. VND)	Weight
Cheng Loong (Taiwan)	7.6	0.6	8,763.0	4.9%
Long Chen Paper (Taiwan)	9.1	0.7	6,971.0	3.9%
Indah Kiat Pulp & Paper (Indonesia)	2.2	0.2	7,834.4	4.4%
Lee & Man Paper (Hongkong)	13.2	1.43	68,890.0	38.4%
Nine Dragons (Hongkong)	16.9	1.01	86,643.6	48.3%
<b>Median</b>	<b>9.1</b>	<b>0.7</b>		
<b>Weighted Average</b>	<b>14.04</b>	<b>1.10</b>		
<b>DHC</b>	<b>9.1</b>	<b>1.4</b>	<b>406.3</b>	<b>0.2%</b>
EPS & BV 2015 (VND)	3,282	17,460		
<b>Fair value (VND)</b>	<b>29,867</b>	<b>24,444</b>		

#### Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE)

FCFE & FCFF	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Net Income	56.6	59.3	65.2	109.8	112.3	116.2
Noncash Charges	31.0	27.8	30.0	54.9	54.4	54.8
Interest exp * (1 - t)	4.8	3.2	3.4	33.6	39.1	34.0
Change in Net Working Capital (WCInv)	-29.9	1.8	-15.6	-160.4	-9.0	-8.4
Capital expenditures (FCInv)	-150.4	-379.9	-126.2	-8.4	-8.6	-8.3
<b>FCFF = NI + NCC + Int (1-t) - FCInv - WCInv</b>	<b>-87.84</b>	<b>-287.95</b>	<b>-43.11</b>	<b>29.37</b>	<b>188.26</b>	<b>188.22</b>
Net borrowing	-15.2	404.8	-15.2	-21.0	-21.0	-21.0
<b>FCFE = FCFF - Int (1-t) + Net borrowing</b>	<b>-107.78</b>	<b>113.66</b>	<b>-61.74</b>	<b>-25.19</b>	<b>128.15</b>	<b>133.26</b>
<b>Fair value per share FCFF (VND)</b>	<b>32.179</b>					
<b>Fair value per share FCFE (VND)</b>	<b>24.149</b>					

### Tổng hợp các phương pháp

Chúng tôi để tỷ trọng 30% cho phương pháp chiết khấu dòng tiền vì sử dụng nhiều giả định cho dự án nhà máy giấy công nghiệp Giao Long II và các đơn hàng trong giai đoạn 2016-2020.

Mặt khác, phương pháp P/E có tỷ trọng 60% vì phương pháp này bám sát tình hình hoạt động của công ty đến hết năm 2015, còn phương pháp P/B chỉ chiếm 10% vì công ty vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng nóng, khác với các thị trường đã bão hòa trong khu vực nên giá trị tài sản chưa phản ánh hết giá trị của DHC.



Model	Fair value	Weight
<b>FCFE</b>	24,149	15%
<b>FCFF</b>	32,179	15%
<b>P/E</b>	29,867	60%
<b>P/B</b>	24,444	10%
<b>Fair value (VND)</b>	<b>27,591</b>	

Nhìn chung, giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu DHC sẽ rơi vào khoảng **27.591 đồng** sau pha loãng từ việc chia cổ phiếu thưởng 10% và phát hành thành công 6 triệu cổ phiếu riêng lẻ.

#### **Đánh giá chung**

Dohaco là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất giấy công nghiệp, đứng thứ 3 về năng lực sản xuất và chất lượng chỉ đứng sau Vina Kraft. Hơn nữa, ngành giấy Việt Nam hiện vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu trong nước nên dự kiến tăng trưởng rất lớn.

Các dự án mở rộng nhà máy giấy trong tương lai không ảnh hưởng nhiều đến khả năng cạnh tranh của công ty do không trùng lặp sản phẩm chiến lược. Hiệp định TPP được kỳ vọng sẽ là động lực phát triển cho ngành Bao bì và giấy công nghiệp

Điểm hạn chế của công ty là công suất nhà máy đang hoạt động ở sát ngưỡng công suất tối đa nên công ty không thể mở rộng thị phần trong bối cảnh thuận lợi như hiện tại..

Năm 2015, DTT ước đạt 626,7 tỷ đồng (+15,1% yoy, 110% KH) và LNST đạt 56,6 tỷ đồng (+31,1% yoy, 123% KH), tương ứng với EPS forward đạt 3.282 đồng (EPS pha loãng sau khi chia cổ phiếu thưởng 10%, chưa bao gồm 6 triệu cổ phiếu phát hành thêm). VCBS cho rằng giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu DHC rơi vào khoảng **27.591 đồng** vào cuối năm 2015, tương ứng với mức **30.350 đồng** trước pha loãng.

## CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cần trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12&17 tòa nhà Vietcombank**

**198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 366990**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104 -106
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, TP. Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812