

Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DHC: HOSE)

Ngày báo cáo: 01/08/2025
 Ngành: BAO BÌ GIẤY
 CVPTCC: Ngô Thị Kim Thanh
 Email: thanhtk@ssi.com.vn
 SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6735

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
 Giá mục tiêu 1Y: **35.600 Đồng**
 Giá CP ngày 01/08/2025: 30.900 Đồng
 % Tăng giá: **+15,2%**

Giá trị vốn hóa (triệu USD): 115
 Giá trị vốn hóa (tỷ đồng): 2.994
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 97
 KLGD trung bình 3 tháng (cp): 367.705
 Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ): 31,4/20,7
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 10,4
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 35,6
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất giấy lượn sóng và bao bì, có tiền thân là Nhà máy Bao bì được thành lập thành lập năm 1994. Công ty chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2003 và niêm yết trên sàn HOSE từ tháng 7/2009. DHC có 2 nhà máy: (1) nhà máy giấy sản xuất giấy testliner và medium với công suất 280.000 tấn/năm; ii) Nhà máy bao bì giấy công suất 60 triệu sản phẩm/năm.

Lợi nhuận gộp đạt mức kỷ lục trong 2 năm qua nhờ kiểm soát tồn kho và chi phí tốt

Cập nhật KQKD: DHC ghi nhận lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) trong Q2/2025 tăng trưởng svck, phục hồi từ mức nền thấp trong năm 2024. Doanh thu thuần đạt 880 tỷ đồng, giảm 13,4% svck, nhưng tăng 3,5% nếu không tính đến khoản doanh thu bất thường 165 tỷ đồng trong Q2/2024. Sự phục hồi đến từ hoạt động sản xuất cải thiện, ít bị ảnh hưởng bởi thông tin về thuế đối ứng từ Mỹ và các chính sách trì hoãn tạm thời ảnh hưởng đến sản xuất xuất khẩu của Việt Nam.

Kiểm soát chi phí và tăng biên lợi nhuận: Dù giá nguyên liệu OCC (giấy phế liệu) tăng 8,8% svck, DHC vẫn duy trì mức tồn kho thấp trong nửa đầu năm 2025 và kiểm soát chặt chẽ việc mua hàng thông qua quản lý mua bán giấy chủ động. Những nỗ lực này đã giúp biên lợi nhuận gộp của DHC tăng lên mức cao nhất trong 2 năm qua, đạt 15,2% trong Q2/2025 - tăng 4,4 điểm phần trăm svck. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện trong Q3/2025, nhờ chi phí tồn kho thấp, triển vọng xuất khẩu ổn định hơn và giá bán bình quân cải thiện. Đáng chú ý, việc đóng cửa các nhà máy giấy cũ ở miền Bắc - chiếm khoảng 20% công suất toàn quốc - có thể làm nguồn cung thắt chặt và hỗ trợ giá bán trong ngắn hạn.

Triển vọng và dự báo: Trong năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (-0,4% svck) và lợi nhuận ròng đạt 276 tỷ đồng (+13,9% svck). Sang năm 2026, doanh thu dự kiến đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (+3,3% svck) và lợi nhuận ròng đạt 299 tỷ đồng (+8,2% svck). Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì (testliner và medium) dự kiến đạt 307 nghìn tấn trong năm 2025 và 311 nghìn tấn trong năm 2026.

Định giá và luận điểm đầu tư: DHC hiện đang giao dịch với hệ số P/E trailing là 10,7x - cao hơn mức trung bình 5 năm là 10,3x. Tuy nhiên, nếu nhìn vào hệ số P/E dự phóng là cho năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 9,5x và 8,1x thì mức giá hiện tại là tương đối hấp dẫn. Hệ số P/B hiện tại là 1,35x, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 2,29x. Dù chỉ chiếm khoảng 3% thị phần giấy carton tại Việt Nam, DHC có vị thế tốt để mở rộng biên lợi nhuận và công suất trong dài hạn.

Động lực tăng trưởng: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng trong trung và dài hạn (2025-2028) của DHC, dựa trên:

1. Việc khai thác tối đa công suất nhà máy Giao Long 1 và 2;
2. Xây dựng nhà máy Giao Long 3, bổ sung công suất sản xuất Kraftliner và mở rộng danh mục sản phẩm;
3. Chiến lược quản lý hàng tồn kho hiệu quả giúp tối ưu chi phí và duy trì biên lợi nhuận, đặc biệt trong chu kỳ phục hồi doanh thu và giá bán.

Rủi ro: Tăng trưởng doanh thu trong ngắn hạn dự kiến ở mức khiêm tốn do ngành hàng của các khách hàng chính - như nông nghiệp, thủy sản, dệt may và giày dép - đang đối mặt với tình hình xuất khẩu nhiều biến động. Tuy nhiên, sản lượng bao bì tăng mạnh trong Q2/2025 (+26,1% svck), phần lớn do hoạt động đẩy mạnh sản xuất (frontloading) trong bối cảnh bất ổn thương mại. Dù xu hướng này có thể giảm trong nửa cuối năm 2025, chúng tôi cho rằng nhu cầu giấy Kraft sẽ ít bị ảnh hưởng nhờ tỷ trọng doanh thu lớn và tương đối ổn định.

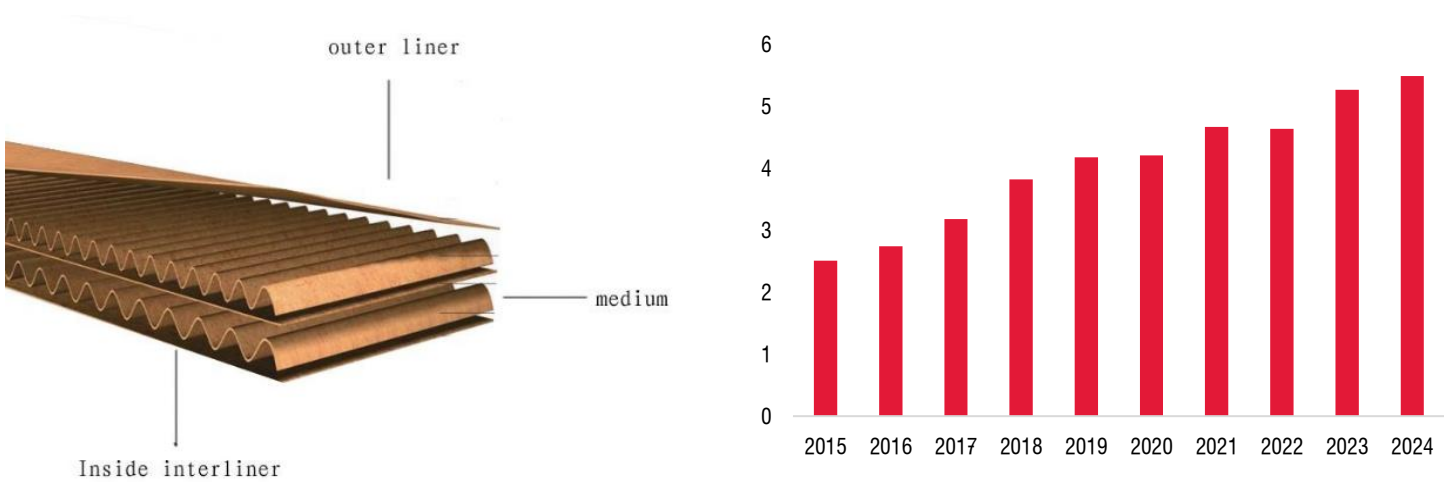
Khuyến nghị: Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 35.600 đồng/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng giá là 15,2%. Việc mở rộng công suất chiến lược, kiểm soát chi phí hợp lý và yếu tố thị trường cải thiện sẽ đóng góp cho triển vọng tích cực về lợi nhuận và biên lợi nhuận của DHC trong trung hạn.

	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	Q4/2024	Q1/2025	Q2/2025
Doanh thu thuần	811	1,016	896	873	826	881
Tăng trưởng doanh thu thuần	-4,3%	26,9%	12,8%	7,0%	1,9%	-13,3%
Lợi nhuận gộp	104	110	114	98	116	134
Biên lợi nhuận gộp	12,8%	10,8%	12,7%	11,2%	14,0%	15,2%
Thu nhập tài chính	4,4	4,5	15,8	9,7	15,9	14,0
Chi phí tài chính	-8,9	-10,3	-6,3	-13,1	-8,7	-11,8
SG&A	-38	-38	-38	-39	-38	-41
Thu nhập ròng khác	1	3	4	1	3	2
Lợi nhuận trước thuế	63	70	90	56	88	96
Lợi nhuận ròng	56	61	77	49	76	83
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-35,4%	-30,9%	37,8%	-34,6%	36,2%	37,1%
Biên lợi nhuận ròng	6,9%	6,0%	8,6%	5,6%	9,2%	9,4%
EPS (VND)	691	752	957	609	941	1,031

Nguồn: DHC, SSI Research

DHC là doanh nghiệp sản xuất quy mô trung bình tại Việt Nam chuyên về giấy carton (testliner và medium) và bao bì giấy. Công suất sản xuất giấy carton đạt 280.000 tấn/năm tại hai nhà máy (Giao Long 1 và Giao Long 2), và công suất nhà máy bao bì đạt 47 triệu sản phẩm/năm. Hiện nay, sản lượng sản xuất giấy carton đã vượt quá công suất thiết kế. Thị trường tiêu thụ chính của giấy carton bao gồm: (i) thị trường nội địa - khách hàng chính là các doanh nghiệp xuất khẩu, chiếm 77% sản lượng tiêu thụ; (ii) xuất khẩu sang Trung Quốc - chiếm 15% sản lượng tiêu thụ; và (iii) các công ty bao bì trong nước - chiếm 8% sản lượng tiêu thụ.

Sản lượng tiêu thụ bao bì giấy tại Việt Nam (triệu tấn)



Nguồn: VPPA

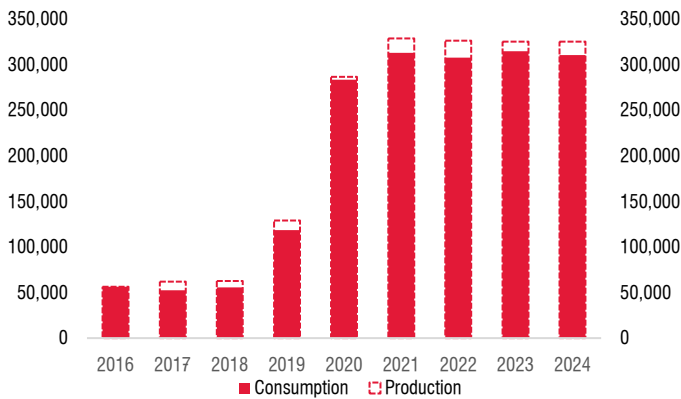
Doanh thu thuần duy trì đà phục hồi ổn định ở mức 880 tỷ đồng (-13,4% svck; hoặc +3,5% svck nếu không tính đến khoản doanh thu bất thường 165 tỷ đồng trong Q2/2024) nhờ sự phục hồi liên tục của hoạt động sản xuất. Thông tin về thuế đối ứng từ Mỹ, việc tạm hoãn áp thuế và các diễn biến sau đó đã ảnh hưởng tới sản xuất tại Việt Nam nhưng không tác động đáng kể đến doanh thu của DHC.

- Sản lượng tiêu thụ giấy carton (testliner và medium) của DHC trong Q2/2025 tăng 1,5% svck, đạt 78,5 nghìn tấn. Lượng tiêu thụ giấy trong nửa đầu năm 2025 ổn định, vượt kế hoạch nửa năm khoảng 8% và tăng 1,5% svck. Sản phẩm bao bì ghi nhận mức tăng đáng kể 26,1% svck về số lượng bán ra, đạt 24,8 triệu sản phẩm. Việc đẩy mạnh đơn hàng từ các doanh nghiệp xuất khẩu không gây áp lực lớn lên khả năng

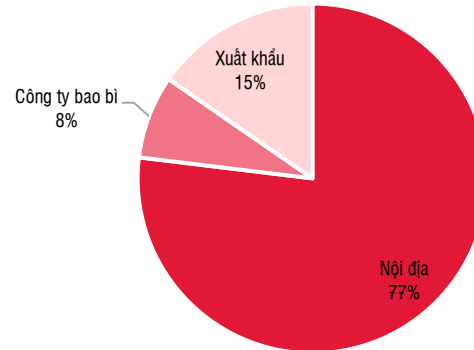
thương mại của DHC. Điều này được thể hiện qua việc giá bán bình quân của sản phẩm bao bì giảm khoảng 2%.

- Sản lượng tiêu thụ sản phẩm bao bì giấy của DHC trong nửa đầu năm 2025 đạt 44 triệu sản phẩm, tăng khoảng 14,6% svck - với sản xuất chủ yếu phục vụ nhu cầu của các công ty thủy sản tại khu vực Tây Nam Bộ. Doanh thu từ mảng bao bì giấy đạt 359 tỷ đồng. Các số liệu về tiêu thụ và doanh thu thấp hơn một chút so với kế hoạch nửa năm, chủ yếu do KQKD Q1/2025 từ lĩnh vực xuất khẩu yếu hơn.

Sản xuất và tiêu thụ bao bì giấy (tấn/năm)



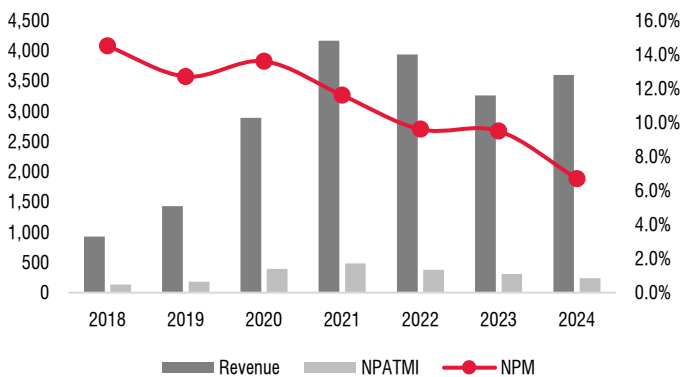
Cơ cấu doanh thu theo thị trường (2024)



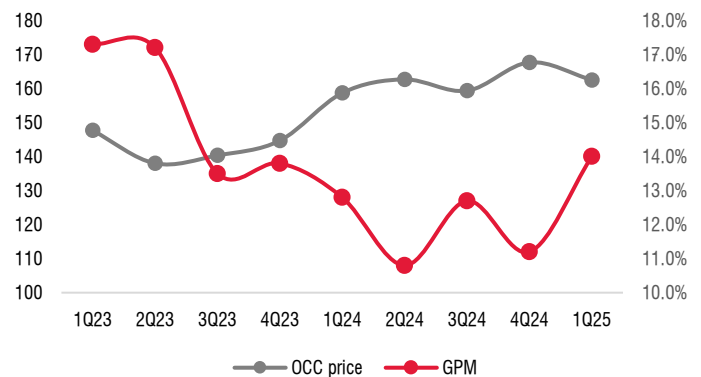
Nguồn: DHC và SSIRS

Biên lợi nhuận gộp trong Q2/2025 đạt 15,2%, mức cao nhất trong hai năm qua (+440 điểm cơ bản svck). Biên lợi nhuận cải thiện từ mức nền thấp năm 2024, nhờ 2 yếu tố sau: (i) chi phí nhập khẩu giấy OCC làm nguyên liệu đầu vào cho sản xuất giấy carton - chiếm 70% giá thành sản xuất (giấy OCC nhập từ châu Âu và Nhật Bản) đã ổn định và giảm khoảng 6-8% từ đầu năm đến nay; và (ii) chi phí nhiên liệu LPG - chiếm 10% giá vốn hàng bán, đã giảm 24% so với mức đỉnh vào tháng 2/2024 và tháng 2/2025.

Lợi nhuận ròng, NPATMI (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp (%)



Mối tương quan giữa giá CIF giấy OCC (USD/tấn) và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: VPPA, DHC

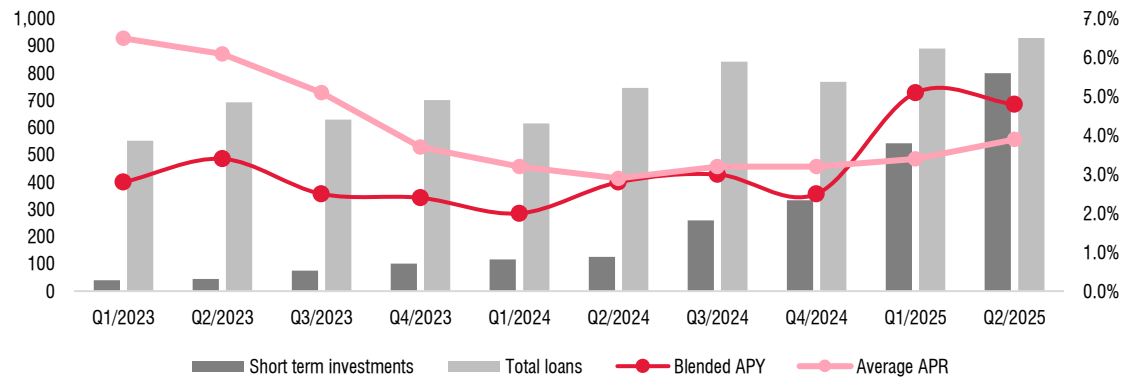
Lợi nhuận phục hồi bất chấp chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng cao. Trong Q2/2025, lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (NPATMI) của DHC tăng trưởng từ mức nền thấp của năm 2024, đạt khoảng 83 tỷ đồng trong quý và 160 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025 - tăng 36,1% svck. Mặc dù chi phí bán hàng và

quản lý doanh nghiệp có phần tăng cao, chiếm 4,6% doanh thu (tăng 40 điểm cơ bản svck), mức tăng này vẫn trong tầm kiểm soát và không gây lo ngại đáng kể.

Kiểm soát chi phí và nguyên liệu đầu vào hỗ trợ biên lợi nhuận. Dù giá giấy OCC giảm khoảng 6-8% từ đầu năm đến nay, xu hướng giá vẫn đang trên đà tăng, với mức tăng 8,8% svck. Để ứng phó, DHC đã siết chặt việc mua nguyên liệu và tiếp tục duy trì tồn kho thấp trong suốt nửa đầu năm 2025. Sự thay đổi trong cách quản lý này góp phần giúp công ty chốt được mức giá OCC thuận lợi và giảm thiểu rủi ro biến động tỷ giá.

Rủi ro tỷ giá phần lớn được giảm thiểu. Bất chấp việc các đồng tiền chủ chốt tăng mạnh từ đầu năm - EUR/VND (+16,4%) và JPY/VND (+9,5%) - cùng với mức tăng nhẹ của USD/VND (+2,6%), DHC đã giảm lỗ tỷ giá ròng xuống 87% svck. Điều này cho thấy khả năng quản lý rủi ro tỷ giá của công ty đã được cải thiện rõ rệt trong kỳ.

Thu nhập từ đầu tư bù đắp chi phí lãi vay tăng cao. Để ứng phó với lãi suất tăng, DHC đã phân bổ nhiều tiền mặt hơn vào trái phiếu ngắn hạn của VDSC và VIC (với lãi suất trung bình năm từ 8-9%) và các chứng chỉ tiền gửi. Trong Q1 và Q2/2025, công ty đã đầu tư thêm lần lượt 210 tỷ đồng và 260 tỷ đồng, nâng tổng giá trị đầu tư tài chính ngắn hạn lên 800 tỷ đồng. Các công cụ này mang lại lãi suất trung bình năm là 5,1% trong quý 1 và 4,8% trong quý 2 - cao hơn nhiều so với lãi suất vay trung bình của công ty là 3,4% và 3,9%. Khi được quản lý tốt, các khoản đầu tư này không chỉ giúp bù đắp chi phí lãi vay mà còn tạo ra nguồn thu nhập bổ sung.



Nguồn: DHC

Triển vọng

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế sẽ lần lượt đạt 3,6 nghìn tỷ đồng (giảm 0,4% svck) và 276 tỷ đồng (tăng 14,1% svck).

- Sản lượng tiêu thụ giấy carton nội địa (testliner và medium)** - nguyên liệu đầu vào cho sản xuất bao bì giấy - dự kiến sẽ phục hồi sau khi có thông tin rõ ràng hơn về thuế, khi các doanh nghiệp xuất khẩu (dệt may, giày dép, thủy sản...) hoàn tất các điều chỉnh. Theo Hiệp hội Giấy và Bao bì Việt Nam (VPPA), (1) ngành giấy đang dư cung, với một số nhà máy chỉ hoạt động ở mức 60-70% công suất thiết kế, tuy nhiên khi các doanh nghiệp công nghiệp Trung Quốc phục hồi, nhu cầu có thể tăng trở lại; (2) tiêu thụ bao bì giấy dự kiến sẽ tăng nhẹ khoảng 2-3% svck.

Giá thị trường nội địa dự kiến sẽ tăng trong nửa cuối năm 2025 nhờ nhu cầu quay trở lại và áp lực dư cung từ các nhà máy thuộc sở hữu Trung Quốc giảm bớt.

- Chúng tôi ước tính lượng tồn kho hiện tại, vốn ở mức thấp và có chi phí tương đối thấp, sẽ giúp DHC cải thiện biên lợi nhuận gộp trong Q3/2025. Biên lợi nhuận gộp dự kiến tăng 0,6% svck, đạt 16% trong Q3/2025, nhờ tồn kho nguyên liệu giấy OCC giá thấp và kỳ vọng giá bán bình quân sẽ tăng trong nửa cuối năm 2025,

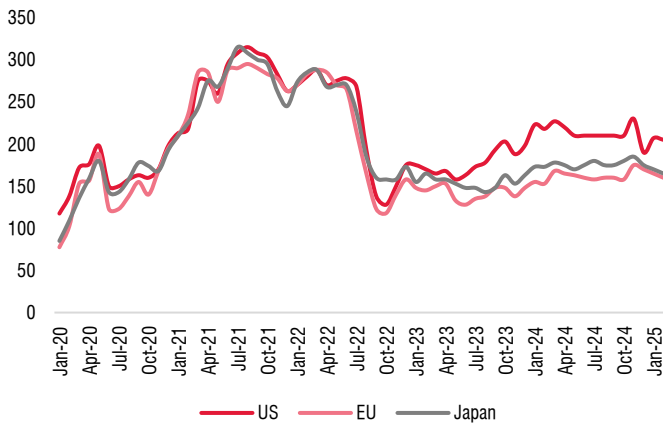
khi nhu cầu phục hồi cùng với việc đóng cửa các nhà máy giấy cũ ở miền Bắc - có tổng công suất ước tính khoảng 20% công suất toàn quốc.

Sang năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế sẽ lần lượt đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng 3,3% svck) và 299 tỷ đồng (tăng 8,2% svck). Nguyên nhân chủ yếu là nhờ giá giấy OCC đầu vào ổn định, do (1) nhu cầu giảm tại các nhà máy giấy ở Trung Quốc và các nhà máy giấy có vốn Trung Quốc ở nước ngoài có thể khiến giá OCC chững lại. Sự kết hợp giữa giá FOB OCC chững lại hoặc giảm và chi phí vận chuyển thấp hơn sẽ giúp các công ty khác như DHC nhập khẩu với giá tốt hơn, từ đó cải thiện biên lợi nhuận từ năm 2025; (2) theo BIMCO, **chi phí vận chuyển hàng hóa dự kiến sẽ giảm mạnh**, với nguyên nhân chính dự kiến đến từ dư cung do thương mại chậm lại vì ảnh hưởng từ thuế.

	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3.935	3.259	3.597	3.583	3.702
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>	-5,5%	-17,2%	10,4%	-0,4%	3,3%
Lợi nhuận gộp	611	504	426	525	552
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	15,5%	15,5%	11,8%	14,7%	14,9%
Thu nhập tài chính	20,6	29,1	34,5	27,8	30,8
Chi phí tài chính	-42,0	-38,1	-38,6	-51,0	-48,7
SG&A	-157	-146	-152	-163	-167
Thu nhập ròng khác	5	8	8	5	7
Lợi nhuận trước thuế	437	358	279	345	374
Lợi nhuận ròng	379	309	242	276	299
<i>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</i>	-21,2%	-18,5%	-21,7%	14,1%	8,2%
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	9,6%	9,5%	6,7%	7,7%	8,1%
EPS (VND)	5.421	3.843	3.009	2.861	3.642

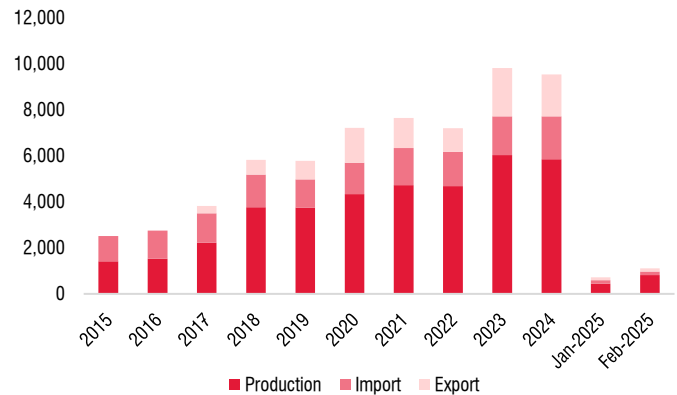
Nguồn: DHC, SSIRS

Giá OCC (USD/tấn)



Nguồn: VPPA

Sản lượng sản xuất, xuất khẩu, nhập khẩu bao bì giấy tại Việt Nam (nghìn tấn)



Luận điểm đầu tư

DHC hiện đang giao dịch với hệ số P/E là 10,7x, cao hơn một chút so với mức trung bình lịch sử 5 năm là 10,32x. Hệ số P/E dự phóng cho năm 2025 và 2026 lần lượt là 9,5x và 8,1x, cho thấy tiềm năng tăng giá trị định giá. Trong khi đó, hệ số P/B hiện tại của cổ phiếu là 1,35x, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 2,29x, cho thấy đây là điểm vào hấp dẫn xét theo giá trị sổ sách.

Là một doanh nghiệp quy mô trung bình với thị phần đạt khoảng 3% trong phân khúc giấy carton, DHC có vị thế tốt để tăng trưởng trong trung và dài hạn (2025-2028), được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

1. **Khai thác toàn bộ công suất** tại các nhà máy Giao Long 1 và Giao Long 2.
2. **Mở rộng công suất với nhà máy Giao Long 3**, bao gồm việc ra mắt sản phẩm Kraftliner.
3. **Quản lý tồn kho cải thiện**, giúp giảm chi phí đầu vào và nâng cao biên lợi nhuận trong bối cảnh nhu cầu và giá bán phục hồi.

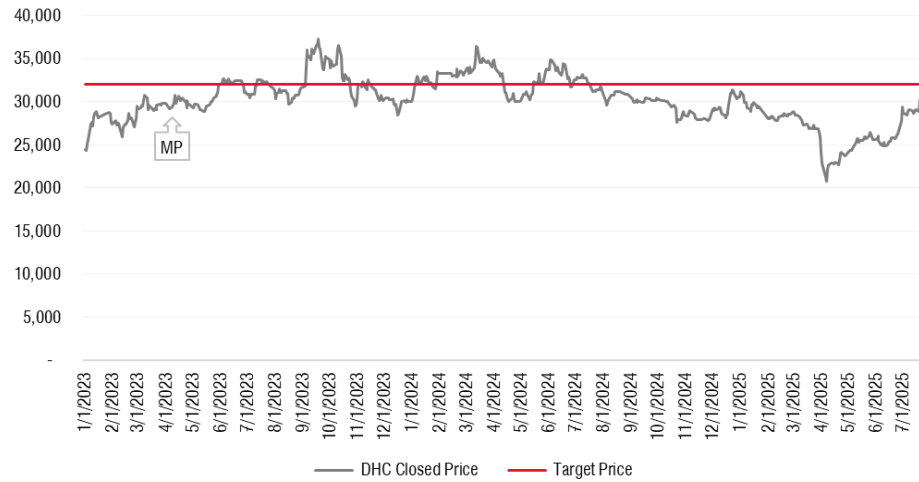
Trong ngắn hạn, doanh thu dự kiến sẽ dần phục hồi nhờ việc tái cấu trúc đơn hàng xuất khẩu của các khách hàng chính và áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp FDI đang xả công suất dư thừa. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp trong Q3/2025 dự kiến sẽ được hưởng lợi từ lượng tồn kho giá thấp tích lũy trong nửa đầu năm 2025.

Trong thời gian tới, nhà máy Giao Long 3 dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2028. Việc chuyển hướng chiến lược sang sản xuất Kraftliner được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho giai đoạn 2026-2030. Dựa trên phương pháp định giá DCF với WACC là 12,0% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho DHC, với giá mục tiêu là **35.600 đồng/cổ phiếu**, tương ứng **tiềm năng tăng giá là 15,2%**.

Rủi ro

- **Cạnh tranh ngành:** Thị trường giấy công nghiệp bị chi phối bởi các doanh nghiệp có vốn FDI như Vinakraft (Thái Lan), Cheng Loong (Đài Loan), An Bình, Đông Hải, Xuân Mai và Giấy Sài Gòn. Theo VPPA, việc bổ sung công suất mới có thể làm tăng sản lượng nội địa thêm 2,1 triệu tấn đến năm 2025. Ngoài ra, việc xuất khẩu từ Trung Quốc chậm lại do thuế có thể khiến công suất dư thừa được chuyển hướng sang Việt Nam, làm gia tăng áp lực cạnh tranh.
- **Biến động chi phí đầu vào:** Giấy OCC chiếm khoảng 70% giá vốn hàng bán của các nhà sản xuất giấy carton. Giá hàng hóa và chi phí logistics tăng dự kiến sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của DHC.
- **Chi phí tuân thủ môi trường:** Việc sản xuất giấy có thể gây ra lượng khí thải carbon cao. Các yêu cầu pháp lý ngày càng tăng và chi phí xử lý môi trường sẽ gây khó khăn cho các nhà sản xuất trong việc duy trì hiệu quả hoạt động đồng thời đáp ứng các tiêu chuẩn phát triển bền vững.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	247	571	477	397
+ Đầu tư ngắn hạn	101	334	834	687
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	894	745	853	926
+ Hàng tồn kho	504	524	583	630
+ Tài sản ngắn hạn khác	39	12	12	12
Tổng tài sản ngắn hạn	1.785	2.186	2.759	2.652
+ Các khoản phải thu dài hạn	5	3	3	3
+ GTCL Tài sản cố định	1.042	994	860	773
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	46	17	216	1.500
+ Đầu tư dài hạn	7	6	6	6
+ Tài sản dài hạn khác	31	39	39	39
Tổng tài sản dài hạn	1.130	1.058	1.123	2.320
Tổng tài sản	2.915	3.245	3.881	4.972
+ Nợ ngắn hạn	1.062	1.236	1.431	1.204
Trong đó: vay ngắn hạn	702	763	863	763
+ Nợ dài hạn	1	6	6	1.256
Trong đó: vay dài hạn	0	6	6	1.256
Tổng nợ phải trả	1.063	1.242	1.437	2.459
+ Vốn góp	805	805	966	966
+ Thặng dư vốn cổ phần	235	235	235	235
+ Lợi nhuận chưa phân phối	707	843	906	955
+ Quỹ khác	105	119	135	154
Vốn chủ sở hữu	1.852	2.003	2.245	2.313
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	2.915	3.245	3.681	4.772
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	241	656	304	147
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-165	-322	-651	-1,140
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-18	-11	-61	957
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	58	324	-408	-37
Tiền đầu kỳ	189	247	571	163
Tiền cuối kỳ	247	571	163	126
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,68	1,77	1,78	1,00
Hệ số thanh toán nhanh	1,17	1,34	1,37	1,50
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,33	0,73	0,78	0,74
Nợ ròng / EBITDA	0,79	0,80	1,23	3,57
Khả năng thanh toán lãi vay	11,78	13,20	10,87	12,38
Ngày phải thu	73,4	66,1	81,4	87,7
Ngày phải trả	55,3	40,9	46,7	46,7
Ngày tồn kho	75,0	59,2	56,4	56,4
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,64	0,62	0,61	0,48
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,57	0,62	0,64	1,06
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,38	0,38	0,39	0,87
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,38	0,38	0,38	0,33

Nguồn: DHC, SSI ước tính

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	3.259	3.597	3.583	3.702
Giá vốn hàng bán	-2.755	-3.170	-3.058	-3.151
Lợi nhuận gộp	504	426	525	552
Doanh thu hoạt động tài chính	29	34	28	31
Chi phí tài chính	-38	-39	-51	-49
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-108	-113	-120	-122
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-38	-40	-43	-45
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	351	271	362	385
Thu nhập khác	8	8	5	7
Lợi nhuận trước thuế	358	279	345	375
Lợi nhuận ròng	309	242	276	300
Lợi nhuận chia cho cổ đông	309	242	276	300
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	3.843	3.007	2.861	3.642
Giá trị sổ sách (VND)	19.173	20.738	23.238	23.955
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	391	302	380	408
EBITDA	494	407	481	510
Tăng trưởng				
Doanh thu	-17,2%	10,4%	86499,2%	9,2%
EBITDA	-11,4%	-38,8%	59,4%	6,0%
EBIT	-14,2%	-22,8%	25,9%	7,4%
Lợi nhuận ròng	-18,5%	-21,7%	14,1%	8,7%
Vốn chủ sở hữu	5,7%	8,2%	12,1%	3,1%
Vốn điều lệ	15,0%	0,0%	20,0%	0,0%
Tổng tài sản	1,1%	11,3%	13,5%	29,7%
Định giá				
P/E	9,9	12,4	12,4	9,8
P/B	2,0	1,8	1,5	1,5
Giá/Doanh thu	1,1	1,0	1,0	0,9
Tỷ suất cổ tức	28,7%	10,0%	20,0%	20,0%
EV/EBITDA	0,7	-0,3	0,6	0,6
EV/Doanh thu	0,1	0,0	0,0	0,0
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,5%	11,8%	14,7%	14,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	11,7%	8,0%	10,1%	10,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,5%	6,7%	7,7%	8,1%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	3,3%	3,1%	3,3%	3,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,2%	1,1%	1,2%	1,2%
ROE	16,7%	12,1%	12,3%	13,0%
ROA	10,6%	7,5%	7,5%	6,3%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 - 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu

Phó giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 - 28) 3824 2897 ext. 6732

Phân tích Ngành Bao bì giấy

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84- 28) 3824 2897 ext. 6735

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 - 24) 3936 6321 ext. 8702