

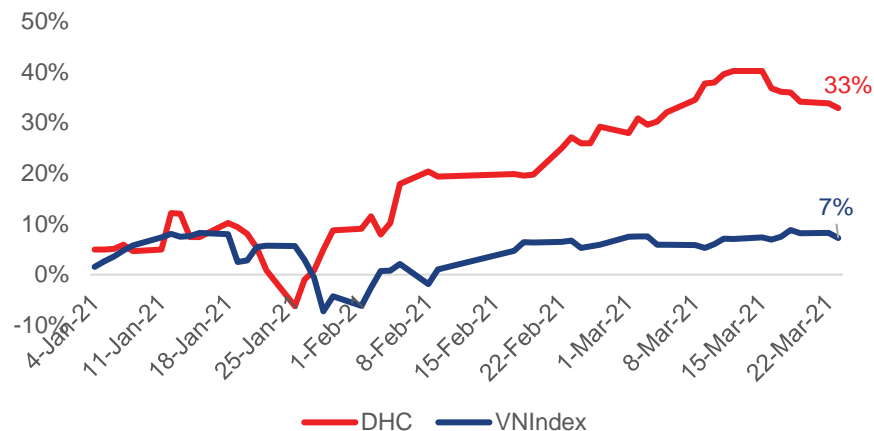
BÁO CÁO PHÂN TÍCH DHC

26/03/2021



Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	103,000
Thị giá hiện tại	81,000
Vùng giá mua an toàn	76,000 – 79,000
Upside	+ 27%
Giá thấp nhất 52 tuần	29,000
Giá cao nhất 52 tuần	85,500
GTGD trung bình (tỷ VNĐ)	35-40
Free float	N/A
Giới hạn sở hữu NĐT nước ngoài	49%
Room nước ngoài	19%

Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



Tổng quan về cơ hội đầu tư:

1. Về HĐKD:

- I. Nếu không tính các doanh nghiệp FDI, DHC là doanh nghiệp nội địa đứng đầu về năng lực sản xuất giấy bao bì carton ở VN, với tổng công suất khoảng gần 290,000 tấn (cuối 2020).
- II. Trong tương lai (dự kiến 2024), DHC sẽ mở thêm nhà máy thứ 3 với công suất dự kiến là 350,000 tấn. Tổng công suất sau khi nhà máy thứ 3 đi vào vận hành sẽ là khoảng 640,000 tấn (tăng khoảng 120% công suất hiện tại)

2. Rủi ro:

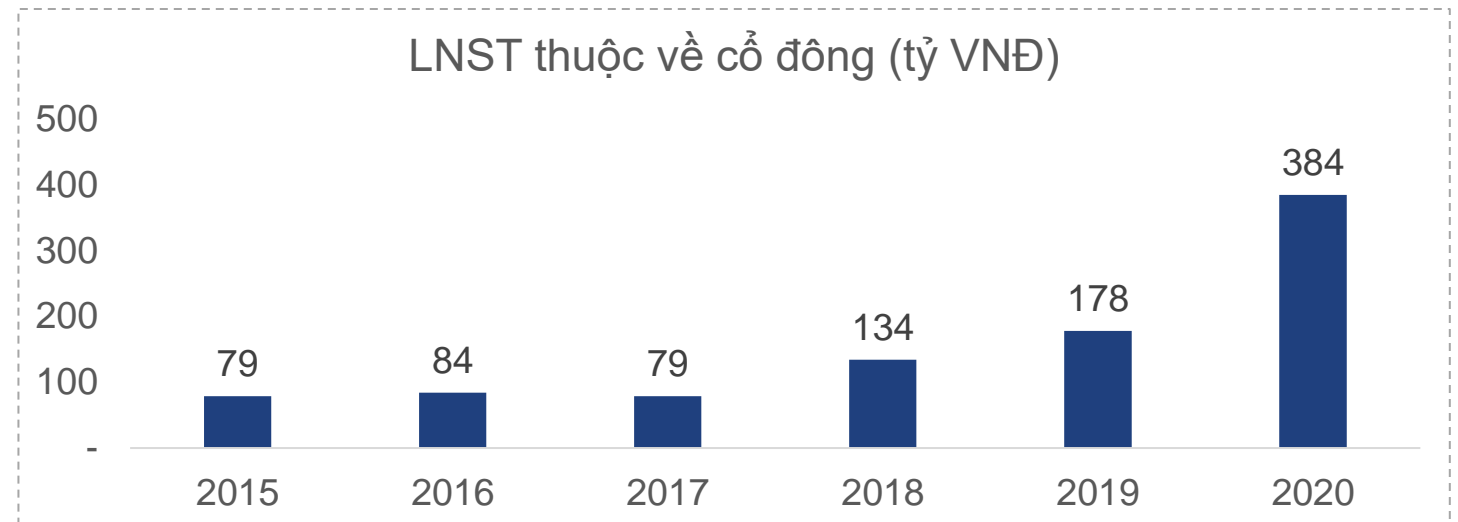
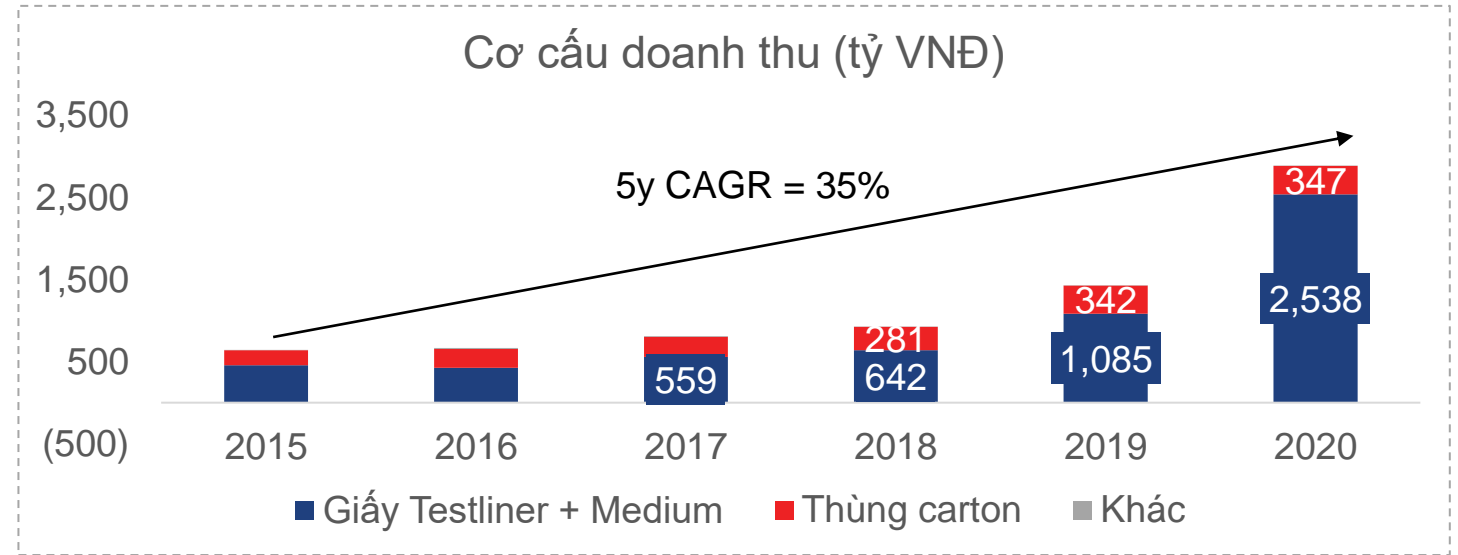
- I. Giá nguyên vật liệu OCC tăng mạnh từ \$200/tấn (tháng 12/2020) lên \$250/tấn (đầu tháng 3/2020).
- II. Dự kiến 2022-2023, DHC sẽ không có tăng trưởng lợi nhuận do nhà máy thứ 3 chưa đưa vào vận hành.

Kết luận: MUA

- I. Trong ngắn hạn, tăng trưởng lợi nhuận 2021 so với 2020 là 50%, nhờ nhu cầu giấy tốt & nhà máy thứ 2 chạy vượt công suất. Quý 3/ 2021 sẽ là thời điểm exit tốt.
- II. Xét về dài hạn, ngành giấy bao bì carton vẫn trong giai đoạn tăng trưởng. Tuy vậy, cần timing – lựa chọn thời điểm mua khi nhà máy 3 được đưa vào vận hành (khả năng cao là giữa 2023-2024).

Tổng quan doanh nghiệp		HSX: DHC
Ngành nghề kinh doanh	Tái chế giấy carton	
Vốn điều lệ (tỷ VND)	560	
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	4,570	
ROE (2020)	31%	
Cổ tức tiền mặt (VND/cp)	2,000 – 2,500	
Trailing P/E	11.7x	

Cơ cấu cổ đông	
Nước ngoài (KWE, ...)	30%
BLĐ & liên quan	40 - 50%
Khác	20 - 30%

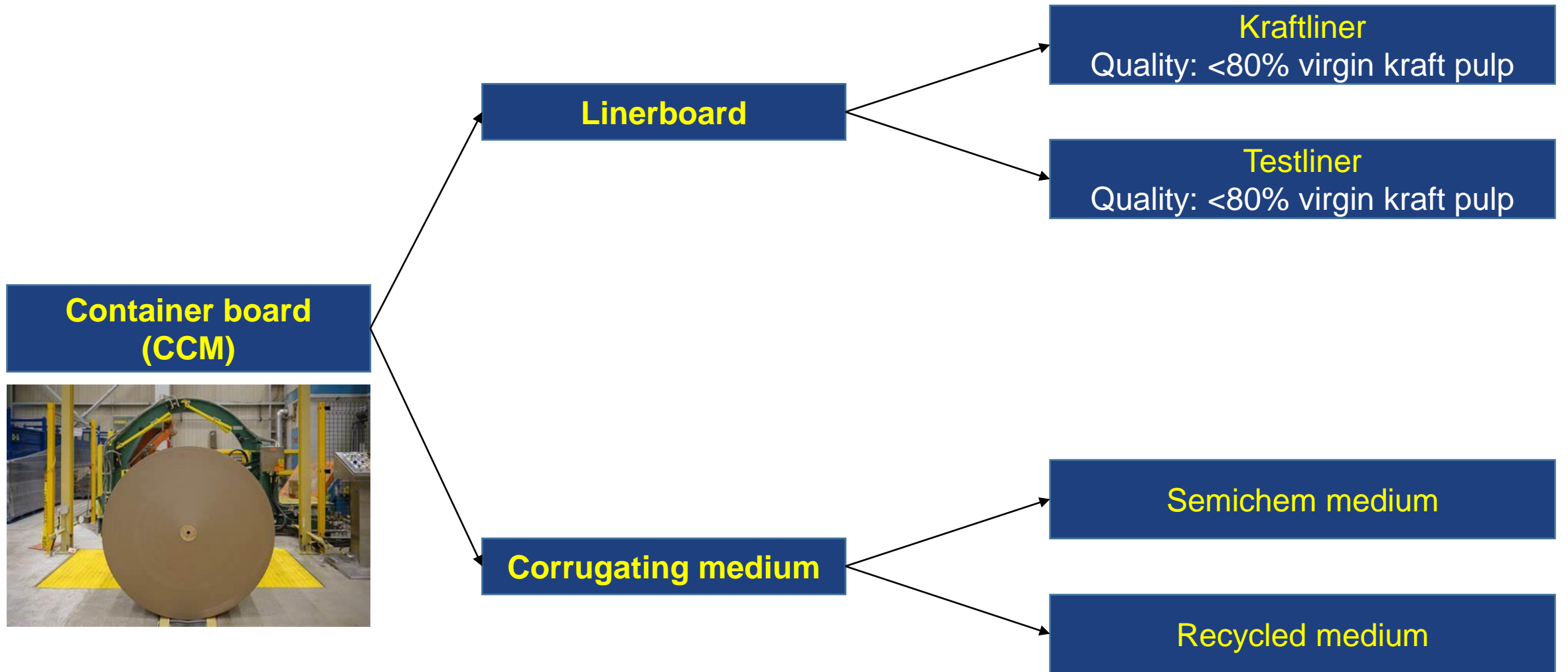


1. NGÀNH GIẤY BAO BÌ CARTON Ở VN VẪN ĐANG TRONG GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG

2. NHU CẦU GIẤY BAO BÌ CARTON TĂNG MẠNH

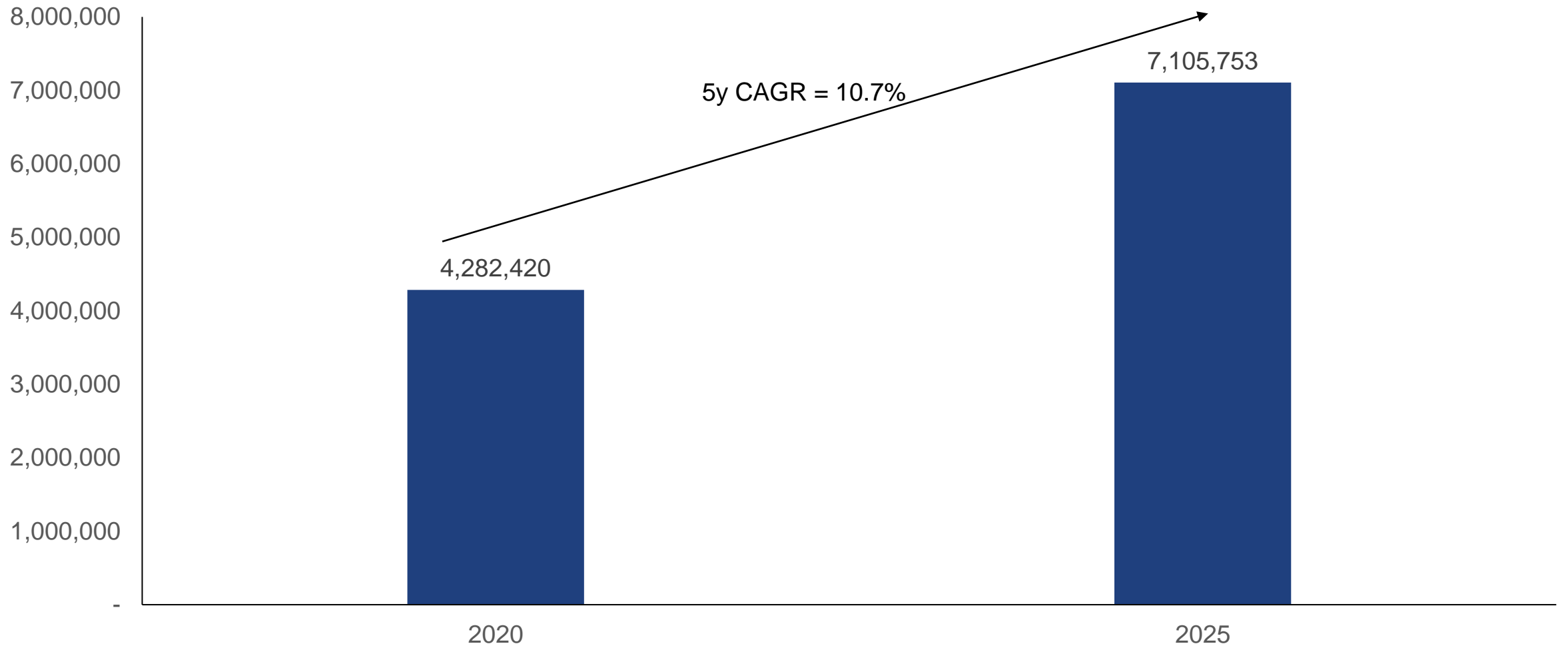
3. DHC SẼ ĐẠT ĐỈNH LỢI NHUẬN 2021, HẾT NỢ DÀI HẠN & TÍCH LŨY VỐN ĐẦU TƯ CHO NHÀ MÁY 3

TỔNG QUAN CÁC PHẦN KHÚC GIẤY BAO BÌ CARTON (CCM)



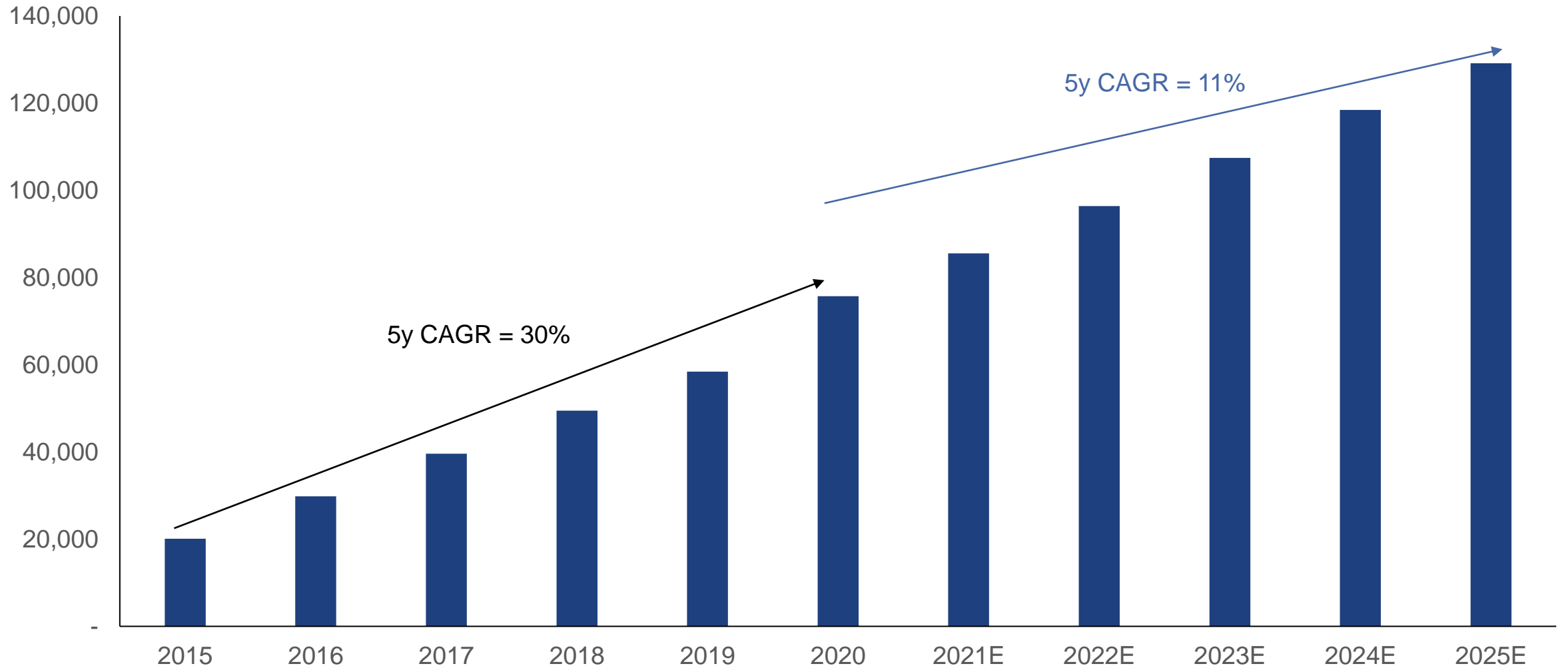
TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG NGÀNH GIẤY BAO BÌ CARTON

Năng lực sản xuất giấy bao bì của VN (tấn)



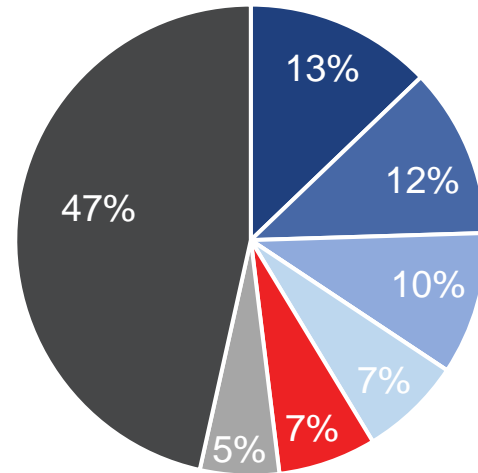
Thông tin các doanh nghiệp, VPPA, TCSC ước tính

Doanh số Ecommerce (tỷ VNĐ)



Nguồn: Euromonitor

Thị phần các hãng sản xuất giấy bao bì carton 2020, theo năng lực sản xuất



■ Nine Dragons ■ Vina Kraft ■ Lee & Man ■ Marubeni ■ Chen Loong ■ DHC ■ Saigon Paper ■ Others

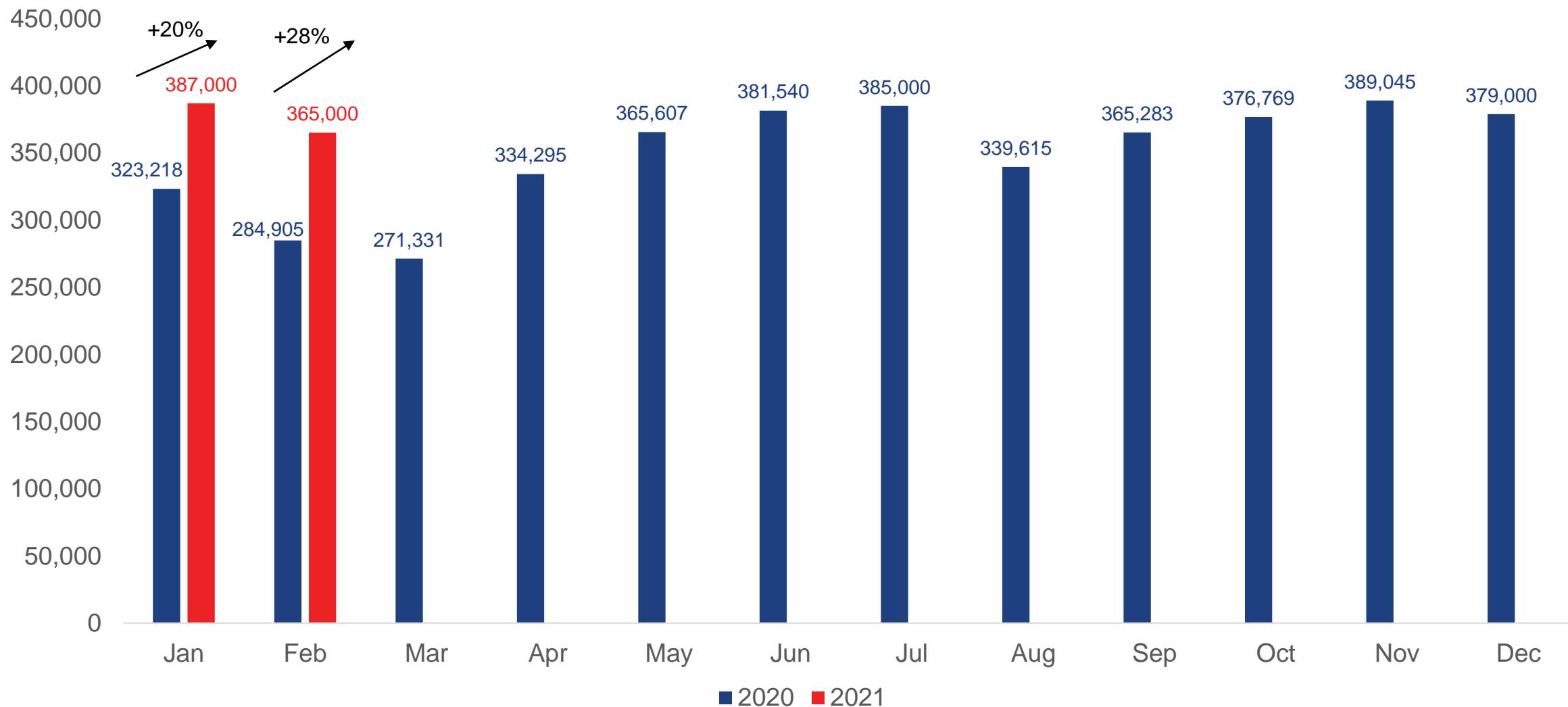
- Các doanh nghiệp FDI là các nhà sản xuất lớn nhất thị trường giấy bao bì carton. Tuy vậy, thị trường chủ yếu của các doanh nghiệp này là Trung Quốc. Trong khi đó, thị trường chính là DHC là nội địa (80% doanh số).
- TCSC cho rằng khi nhu cầu tiêu thụ bao bì carton ở Trung Quốc vẫn đang trong giai đoạn tăng trưởng & chu kỳ thuận lợi, yếu tố cạnh tranh giữa các nhà sản xuất sẽ không quá gay gắt.
- Theo ban lãnh đạo DHC, nhà máy thứ 3 khi đưa vào hoạt động sẽ có công suất gấp 1.5 lần nhà máy Giao Long 2, nâng tổng công suất của DHC lên gần 640,000 tấn.

1. NGÀNH GIẤY BAO BÌ CARTON Ở VN VẪN ĐANG TRONG GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG

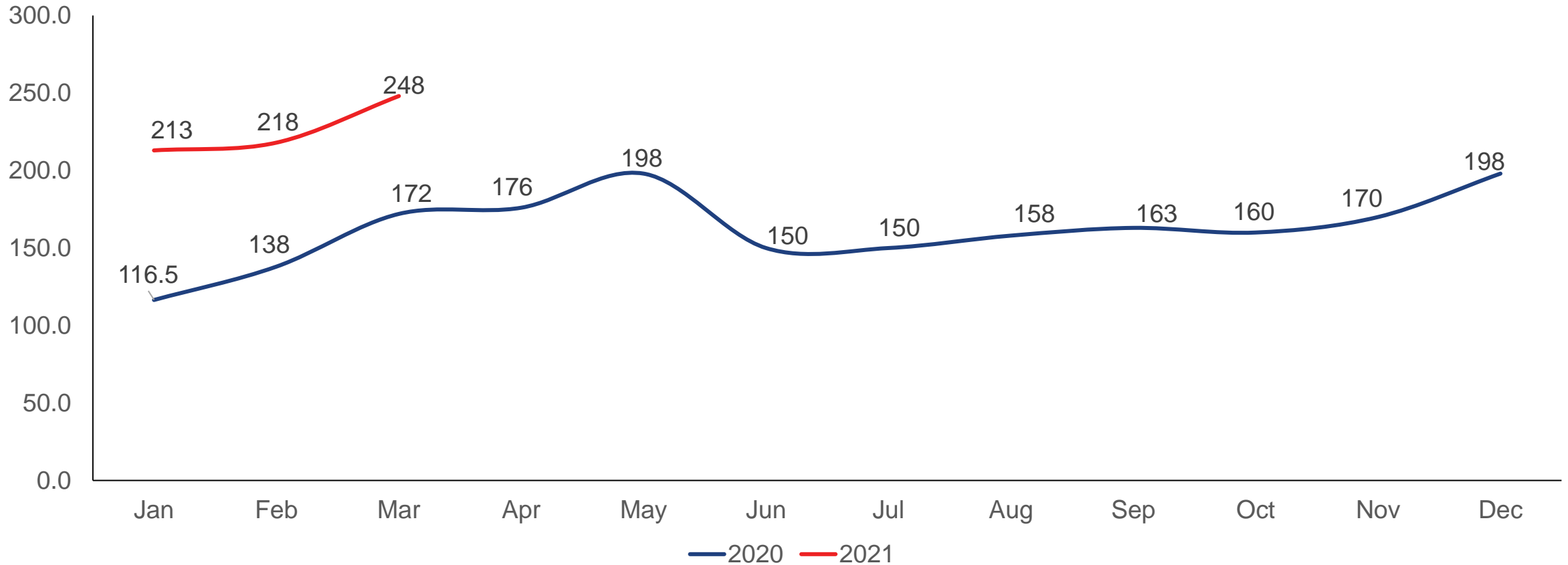
2. NHU CẦU GIẤY BAO BÌ CARTON TĂNG MẠNH

3. DHC SẼ ĐẠT ĐỈNH LỢI NHUẬN 2021, HẾT NỢ DÀI HẠN & TÍCH LŨY VỐN ĐẦU TƯ CHO NHÀ MÁY 3

Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì nội địa (tấn)

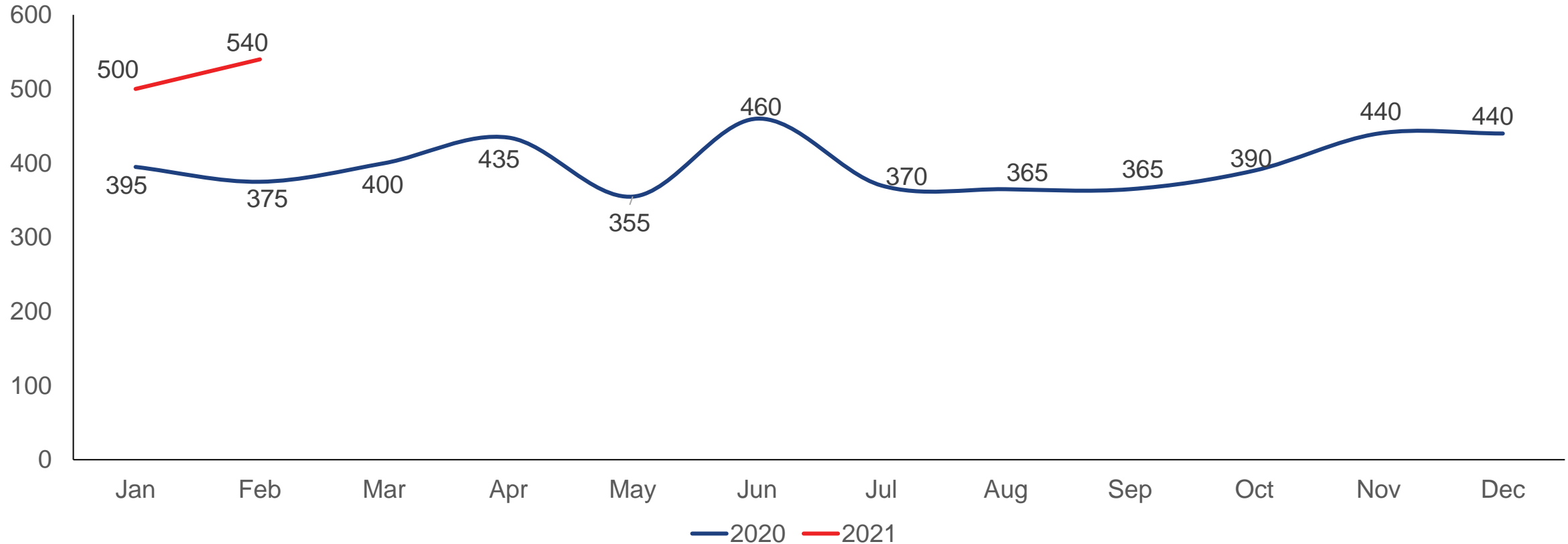


Giá OCC nhập khẩu từ US vào SEA (USD/ton)



- Do Covid-19 làm gián đoạn công tác thu gom giấy & chi phí cước container tăng, nên giá thành OCC cũng tăng theo, bất chấp việc TQ đã ngừng nhập khẩu OCC từ 2021.

Giá testliner xuất khẩu CIF (USD/tấn)



- Hiện nhu cầu tiêu thụ nội địa diễn ra tích cực nên các nhà sản xuất cũng chưa bị áp lực giảm chi phí đầu ra. Do đó, 1 phần tăng chi phí NVL đầu vào được đẩy qua khách hàng.

1. NGÀNH GIẤY BAO BÌ CARTON Ở VN VẪN ĐANG TRONG GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG

2. NHU CẦU GIẤY BAO BÌ CARTON TĂNG MẠNH

3. DHC SẼ ĐẠT ĐỈNH LỢI NHUẬN 2021, HẾT NỢ DÀI HẠN & TÍCH LŨY VỐN ĐẦU TƯ CHO NHÀ MÁY 3

Giấy bao bì



Bao bì carton

Xuất khẩu thủy sản



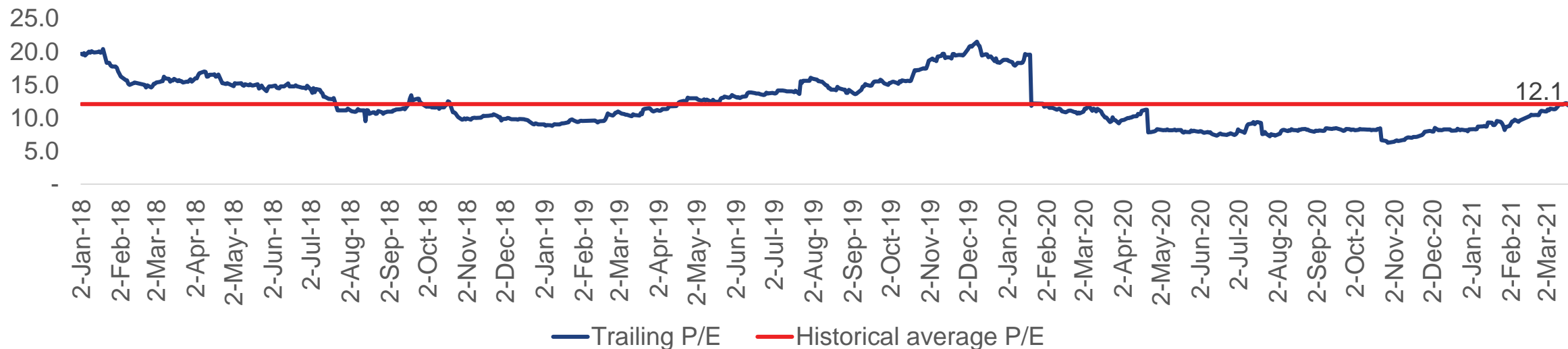
Chế biến thực phẩm



Income Statement (bn VND)	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	yoy	Note
NET REVENUE	1,430	2,888	4,189	1,017	1,070	+52%	
Testliner + medium	595	570	606	764	925	+55%	Vol +17% & ASP +31%
Carton box	74	76	96	102	91	+23%	Vol +30% & ASP -6%
Others	2	3	0	-	1		
GROSS PROFIT	162	96	106	184	235	+45%	
<i>GPM %</i>	<i>24%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>		
OPERATING INCOME	123	70	78	165	187	+52%	
<i>OPM %</i>	<i>18%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>19%</i>	<i>18%</i>		
Financial Income	1	6	2	2	3		
Financial Expense	(14)	(10)	(9)	(7)	(7)		
Net other income	(0)	1	1	2	0		
EBT	110	67	72	162	183		
Net income	89	80	68	154	173	+94%	

Income Statement (bn VND)	2019	2020	2021F	Note
NET REVENUE	1,430	2,888	4,189	
<i>Sales growth %</i>	<i>54.3%</i>	<i>101.9%</i>	<i>45%</i>	<i>12% volume + 31% ASP</i>
COGS	(1,127)	(2,339)	(3,402)	
GROSS PROFIT	303	548	787	
<i>GPM %</i>	<i>21%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	
SG&A expenses	(69)	(112)	(156)	
OPERATING INCOME	235	436	632	
<i>OPM %</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	
Financial Income	2	2	12	
Financial Expense	(30)	(41)	(20)	
Net other income	12	3	-	
EBIT	250	449	643	
EBITDA	303	552	746	
EBT	220	410	623	
Net Income	182	392	592	
NI to shareholders	178	384	580	
EPS	3,178	6,858	10,364	
<i>NPM</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	
<i>Earnings growth</i>	<i>33%</i>	<i>116%</i>	<i>51%</i>	

Lịch sử P/E



	Worst	Base	Best
P/E	10x	10x	10x
EPS (VNĐ)	9,494	10,364	11,318
Fair price (VNĐ)	94,944	103,639	113,180
Upside	16.3%	27%	39%
Forward P/E	8.6x	7.9x	7.2x

- Chúng tôi cho rằng P/E là phương pháp hợp lý để định giá DHC. Giá mục tiêu hơn 100,000 – tương ứng mức upside 27%.
- Về “timing”, TCSC cho rằng khoảng thời gian exit tốt nhất sẽ là sau Q2 – Q3 năm nay, vì growth sẽ bị delay tới giữa 2023 – 2024.

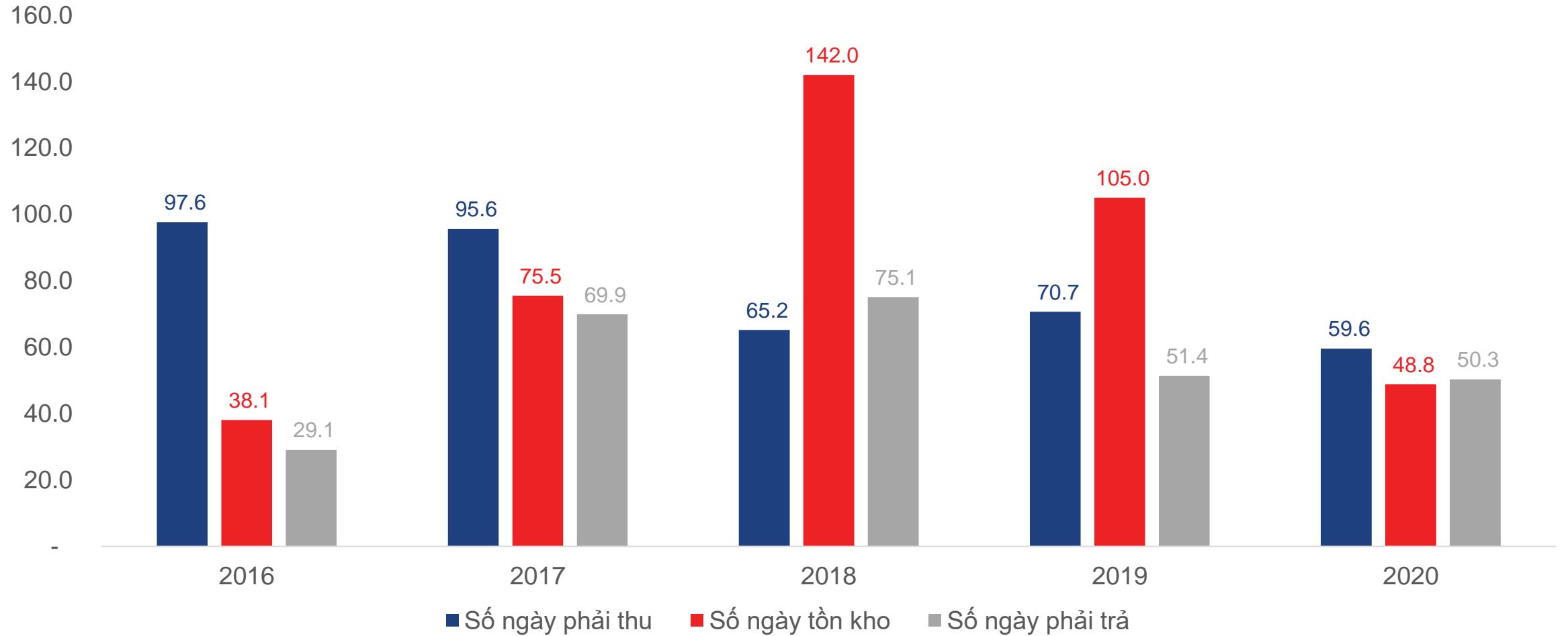
Chiến lược & kế hoạch tương lai



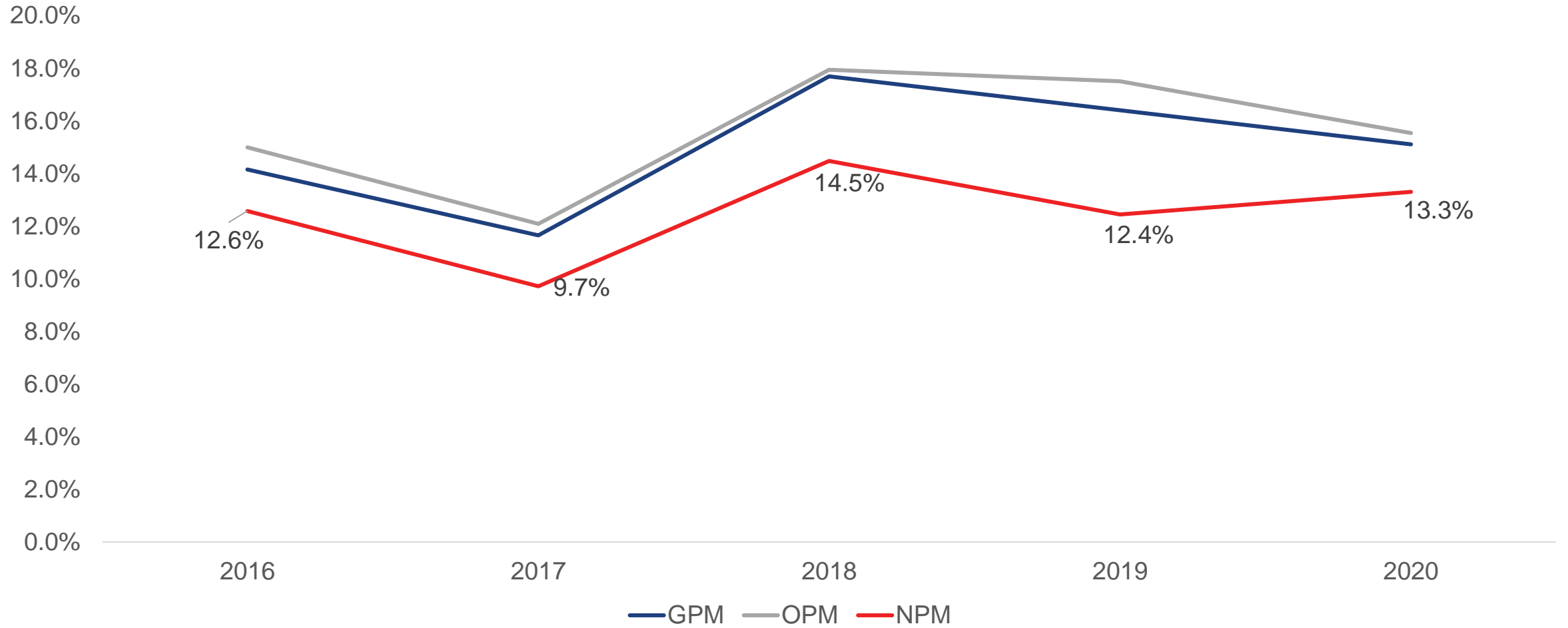
FCFF (tỷ VNĐ)	2021E	2022E	2023E
EBIT	632	632	632
less: tax	(31)	(31)	(78)
D & A	103	103	103
less: capex	(70)	(70)	(70)
Working cap investment	(50)	-	-
FCFF	583	633	587
WACC	12.5%	12.5%	12.5%
PV (FCFF)	519	501	412
PV (TV)	5,018		
Fair value	6,449		

- Dự phóng FCFF của TCSC đưa ra mức giá khá cao đối với DHC (khoảng 115,000). Tuy vậy, chúng tôi cho định giá P/E là hợp lý hơn & yếu tố “timing” chu kỳ mở rộng của doanh nghiệp là quan trọng hơn định giá.
- Dự kiến nhà máy 3 sẽ gấp 1.5 lần công suất nhà máy Giao Long 2.
- Nhà máy Giao Long 2 có tổng vốn đầu tư khoảng 1,200 tỷ => Mức đầu tư tương ứng của Nhà máy 3 sẽ rơi vào khoảng 2,000 tỷ.
- Chúng tôi cho rằng khoảng đầu năm 2022- giữa 2023 sẽ là thời điểm DHC có lượng vốn tương đối tốt để đầu tư mở rộng nhà máy thứ 3 với khoảng 1,200 – 1,500 tỷ vốn tự có & phần còn lại là nợ vay.

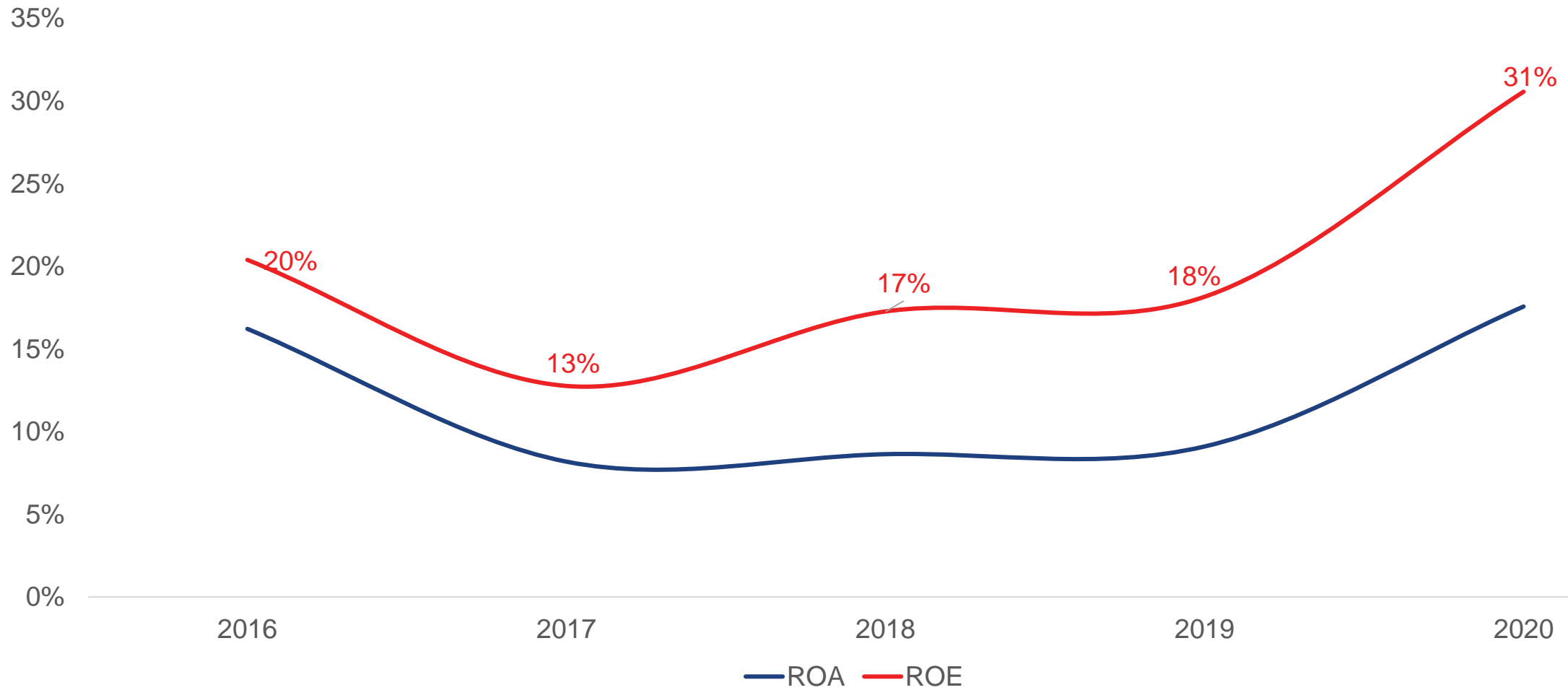
Chỉ số hoạt động



Biên lợi nhuận



Hiệu quả đầu tư



- Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.
- Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.
- TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.
- Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities
THANHCÔNG
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn