

BSC RESEARCH

Chuyên viên thực hiện

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** cổ phiếu DHC với giá kỳ vọng là 46.500 đồng/cp trong 12 tháng tới (upside 18%). Ngày 7/10/2016, cổ phiếu DHC được giao dịch tại mức giá 39.500 đồng/cp, tương đương P/E FW là 11,21x và P/B là 2,03x.

Kết quả kinh doanh 9T2016 khả quan. Do ảnh hưởng của tình trạng xâm nhập mặn làm ảnh hưởng đến chất lượng giấy nguyên liệu, sản lượng tiêu thụ giấy giảm 16% yoy trong 6T2016. Bước sang quý 3/2016, sản lượng sản xuất và tiêu thụ đã tăng trở lại. Sản lượng giấy sản xuất và tiêu thụ tăng lần lượt là 6,8%yoy (đạt 14.533 tấn) và 16% yoy (đạt 12.905 tấn). Lũy kế 9T2016, sản lượng tiêu thụ giấy Kraft và thùng Carton đạt lần lượt là 30.652 tấn (-5% yoy) và 20 triệu chiếc (+33% yoy). DTT và LNST 9T ước đạt lần lượt là 473 tỷ đồng (+1,3% yoy) và 61 tỷ đồng (+23% yoy).

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2016. Chúng tôi dự báo, DTT và LNST năm 2016 đạt lần lượt là 694 tỷ đồng (+8% yoy) và 94 tỷ đồng (+17% yoy), tương đương EPS 2016 là 3.525 đồng/cp (tính trên số lượng cổ phiếu lưu hành là 25,6 triệu cổ phiếu). Dự báo của chúng tôi dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ giấy tăng 7% yoy đạt 54.728 tấn, sản lượng tiêu thụ thùng Carton tăng 30% đạt 29 triệu cái. Năm 2017, sản lượng sản xuất và tiêu thụ nhà máy giấy Giao Long 1 được kỳ vọng ổn định do nhà máy hiện đã lấp đầy công suất, sản xuất và tiêu thụ tại nhà máy bao bì được kỳ vọng tăng 15-20% nhờ bổ sung thêm 1 máy in, tăng ca sản xuất và nhu cầu cao.

Biên lợi nhuận tăng. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 18,35% năm 2015 lên tới 20% trong 6T2016. (1) Tỷ trọng sản xuất và tiêu thụ giấy Testiliner tăng từ 47% năm 2015 lên tới 61% trong năm 2016. Giấy Testiliner có giá bán và biên lợi nhuận gộp cao hơn lần lượt khoảng 7% và 1-4% so với giấy Medium. (2) Dự trữ được nguồn nguyên liệu giá rẻ, mua từ thời điểm cuối năm 2015 và đầu năm 2016. Biên lợi nhuận gộp mảng giấy tăng từ 18% trong 6T2015 lên 21% trong 6T2016. (3) Dừng kinh doanh nguyên liệu giấy đầu vào, đây là hoạt động đã được DHC thực hiện trong năm 2015 (chiếm 3,6% tổng doanh thu), biên lợi nhuận thấp (6%). Lưu ý, việc giá giấy nguyên liệu đầu vào tăng trở lại trong 2 quý cuối năm có thể làm giảm biên lợi nhuận gộp của công ty so với nửa đầu năm. (4) Ưu đãi thuế TNDN. Theo đó, nhà máy bao bì 2 được miễn thuế 2 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% thuế TNDN trong 4 năm tiếp theo, nhà máy Giao

Long 1 được miễn thuế 3 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và được giảm 50% thuế TNDN trong 5 năm tiếp theo. Năm 2016, Nhà máy Giao Long 1 và nhà máy bao bì 2 được giảm 50% thuế TNDN, thuế suất giảm còn 10%.

Chi phí sản xuất thấp, chất lượng giấy đảm bảo tạo ra lợi thế cạnh tranh cho DHC (tham khảo báo cáo phân tích DHC). Việc sử dụng trấu thay cho than và tiết giảm chi phí điện, nước đã tiết giảm đáng kể chi phí sản xuất cho DHC so với trước năm 2013 và so với đối thủ. Thêm vào đó, suất đầu tư của DHC thấp hơn các nhà máy giấy của VinaKraft, Lee&Man và Cheng Long. Đây điều kiện để công ty chào bán giấy Kraft với mức giá cạnh tranh so với đối thủ. Suất đầu tư/tấn sản phẩm của nhà máy Giao Long 2 là 3,6 triệu đồng/tấn, trong khi đó cho 1 tấn sản phẩm tăng thêm của Vinakraft là 11 triệu đồng/tấn, của Lee&Man là 23,5 triệu đồng/tấn và của Cheng Long là 22 triệu đồng/tấn. Với chất lượng đảm bảo và giá bán hợp lý, bên cạnh các khách hàng truyền thống là Ojtex, Box Park, Nam An, giấy Phú Cát,... hiện DHC đã có thêm nhiều khách hàng mới như bao bì Biên Hòa, CTCP bao bì dầu thực vật,...

Ngành có tính cạnh tranh cao hơn. Giấy Chánh Dương dự kiến tăng thêm 442.800 tấn vào cuối năm 2016. Vinakraft dự kiến tăng gấp đôi công suất nhà máy giấy, lên 500.000 tấn/năm, dự kiến hoàn thành vào quý 1/2017. Lee&Man đã triển khai nhà máy giấy tại Hậu Giang với công suất giấy công nghiệp là 330.000 tấn, dự kiến hoàn thành vào năm 2017. Cheng Long đang đầu tư nhà máy giấy bao bì với tổng công suất lên tới 1 triệu tấn/năm, trong đó, giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành vào năm 2018 với công suất 350.000 tấn/năm. Tính đến năm 2018, tổng công suất dự kiến tăng lên (bao gồm cả công suất DHC) là 1,6 triệu tấn/năm. Dưới áp lực cạnh tranh cao, giá bán giấy công nghiệp đang có xu hướng giảm trong thời gian gần đây. Năm 2016, giá giấy thành phẩm của DHC đã giảm trung bình 2-4% so với năm 2015.

Kỳ vọng tăng trưởng nhanh nhờ đưa vào hoạt động hiệu quả nhà máy Giao Long 2.

- **Kế hoạch.** DHC hiện đang triển khai xây dựng nhà máy Giao Long giai đoạn 2 với tổng công suất 660 tấn/ngày tương đương 198.000 tấn/năm, vốn đầu tư dự kiến là 720 tỷ đồng. Nhà máy dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2017 và thương mại hóa sản phẩm vào đầu năm 2018. Bên cạnh 2 dòng sản phẩm là Testiliner và Medium, DHC dự kiến sản xuất thêm sản phẩm Kraft liner. DHC dự kiến, doanh thu từ nhà máy Giao Long đạt lần lượt là 2.000 tỷ đồng, 2.500 tỷ đồng và 3.000 tỷ đồng vào các năm 2018, 2019 và 2020.
- **Thị trường tiêu thụ.** Như phân tích ở trên, cạnh tranh cao trong ngành có thể làm ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của nhà máy Giao Long 2. Chúng tôi tin tưởng, DHC sẽ tiếp tục thương mại hóa sản phẩm và vận hành hiệu quả nhà máy Giao Long 2. (1) Sản phẩm của nhà máy được dự kiến thay thế hàng nhập khẩu. Năm 2015, Việt Nam tiêu thụ khoảng 2,5 triệu tấn giấy bao bì, trong đó, khoảng 30% phải nhập khẩu (tương đương 0,75 triệu tấn). Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ giấy bao bì đạt trung bình 12-15% trong các năm trước, tăng 15% từ 2010-2013 và được giả định tăng trưởng 12% trong 5 năm tới nhờ tăng trưởng ngành công nghiệp chế biến, xuất khẩu và các FTAs đã và đang ký kết. Khi đó, theo phân tích của chúng tôi nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì của Việt Nam sẽ tăng lên khoảng 3,1 triệu tấn vào năm 2018, trong khi nguồn cung trong nước ước tính khoảng

2,9 triệu tấn (bao gồm cả Giao Long 2). (2) Chất lượng giấy đảm bảo với giá bán cạnh tranh, tương đương giá bán giấy tại thị trường Trung Quốc. (3) Mặc dù chưa chính thức vận hành, DHC đã và đang tích cực tìm thị trường và khách hàng đầu ra cho các sản phẩm của nhà máy Giao Long 2.

- **Dự báo kết quả kinh doanh.** Với giả định sản lượng tiêu thụ tại nhà máy Giao Long 2 đạt lần lượt là 40%, 45% và 50% lần lượt trong 3 năm 2018, 2019 và 2020, chúng tôi ước tính, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của nhà máy Giao Long 2 đạt lần lượt là 837 tỷ đồng và 21 tỷ đồng trong năm 2018, 923 tỷ đồng và 27 tỷ đồng trong 2019, 1.026 tỷ đồng và 66 tỷ đồng trong 2020.

Khác. Cuối năm 2015, Cục thuế tỉnh Bến Tre phạt DHC về kế sai phạm kê khai và nộp thuế, tuy nhiên, theo quyết định mới nhất số 2141/QĐ-CT, các kết quả thanh tra năm 2015 đã được xác minh lại, công ty được hoàn số tiền thuế đã nộp, trị giá 2,4 tỷ đồng, dự kiến thu về trong quý 4/2016.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá 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: duonglh@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

Facebook: 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 chụp 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.