

# Đông Hải Bến Tre (DHC)

## Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng phục hồi

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận  
thuannd@kbsec.com.vn

### Mua

Giá mục tiêu	42,000 VND
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	34,600-35,000
Lợi nhuận kỳ vọng 1	~20%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	31,000-33,000
Lợi nhuận kỳ vọng 2	~31%

#### Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng vùng giá cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

### Hoạt động kinh doanh

Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DHC) tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, được cổ phần hoá vào năm 2003. Hoạt động kinh doanh chính của Công ty là sản xuất các loại giấy cuộn công nghiệp (Kraft, Texliner, Medeum), sản xuất bao bì carton. Doanh nghiệp thuộc nhóm các doanh nghiệp sản xuất giấy hàng đầu nội địa và sản phẩm được tiêu thụ chủ yếu tại khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, một số tỉnh miền Đông Nam Bộ và Hồ Chí Minh.

### Tương quan mặt bằng giá

Cổ phiếu DHC hiện đang giao dịch dưới mức P/B trung bình 5 năm của cổ phiếu. Với những kỳ vọng về việc phục hồi biên lợi nhuận và nhà máy mới đi vào hoạt động trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng DHC có thể được giao dịch ở mức P/B cao hơn là 1.7 do ROE kỳ vọng phục hồi nhưng chưa thể quay trở lại mức tích cực trước đó.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Biên lợi nhuận gộp phục hồi khi chênh lệch giữa giá OCC và giá bán đầu ra cải thiện

Giá bán ra có dấu đã bắt đầu phục hồi từ tháng 9 và được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng chậm đà phục hồi trong hoạt động thương mại và tiêu dùng trong nước.

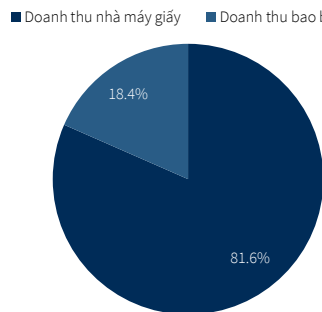
**Nhà máy Giao Long 3 tạo dư địa tăng trưởng trong dài hạn**

DHC đã nhận được giấy chứng nhận đầu tư cho nhà máy sản xuất bao bì thứ 3 của công ty (NM Giao Long 3). Khi nhà máy mới đi vào hoạt động, công suất dự kiến tăng hơn 110%.

**Nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì kỳ vọng dần phục hồi trong 2025F và duy trì triển vọng khả quan trong dài hạn**

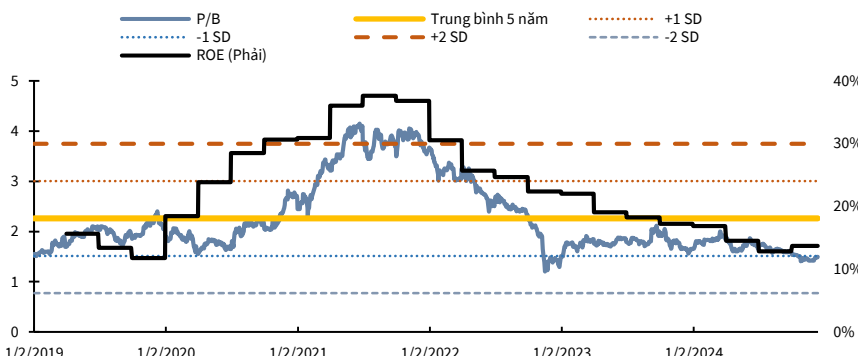
Thị trường giấy bao bì còn nhiều dư địa phát triển nhờ (1) Nhu cầu dự báo tăng nhanh. (2) Hoạt động thương mại điện tử gia tăng, mô hình mua sắm trực tuyến ngày càng trở nên phổ biến. (3) Xu hướng tiến tới phát triển bền vững.

### Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

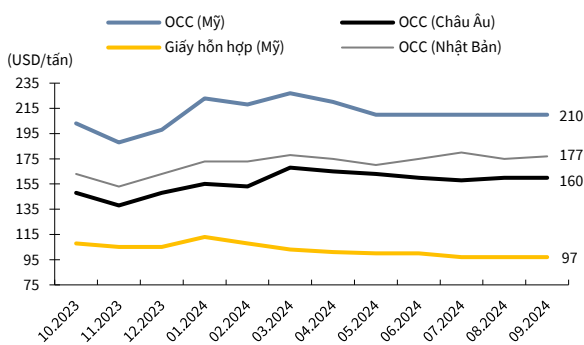
**Giá giấy đầu vào ổn định trong khi giá bán đầu ra tăng giúp cải thiện biên lợi nhuận**

**1. Biên lợi nhuận gộp phục hồi khi chênh lệch giữa giá OCC và giá bán đầu ra kỳ vọng cải thiện**

DHC có thể kiểm soát giá vốn tốt hơn nhờ chi phí nguyên vật liệu đầu vào ổn định. Giá giấy thu hồi (OCC) trung bình nhập khẩu khu vực Đông Nam Á đi ngang trong Quý 3/2024 (Biểu đồ 1). DHC hiện ghi nhận 195.3 tỷ tồn kho nguyên vật liệu và 72 tỷ tồn kho thành phẩm trong BCTC Quý 3. Tỷ trọng giấy tái chế DHC nhập từ thị trường Mỹ & châu Âu chiếm gần 60% tổng giá trị nguyên vật liệu nên cước phí vận tải tác động đáng kể tới chi phí của DHC. Chúng tôi cho rằng giá cước vận tải biển đã hạ nhiệt đáng kể sau khi tạo đỉnh vào tháng 7/2024 cũng là yếu tố tác động giúp giảm chi phí của DHC.

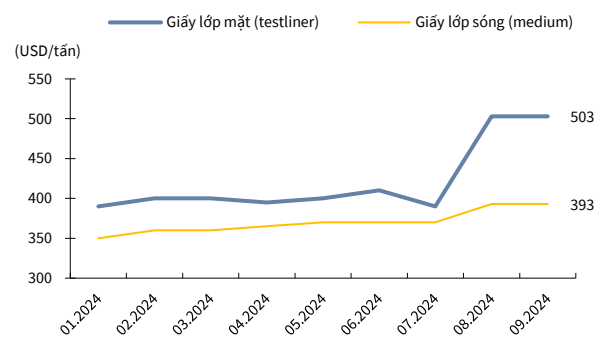
Giá bán ra có dấu hiệu phục hồi, hỗ trợ cải thiện chênh lệch giữa giá giấy và giá OCC (đầu vào). Cụ thể, giá bán Testliner xuất khẩu (lấy làm tham chiếu gần cho giá bán thành phẩm Testliner của DHC) đã cho thấy sự phục hồi đáng kể trong tháng 9 (Biểu đồ 2). KBSV kỳ vọng giá giấy bán ra sẽ phục hồi chậm nhờ đà phục hồi trong hoạt động thương mại và tiêu dùng trong nước, đặc biệt là thời điểm cuối năm cận Tết Nguyên đán. Ngoài ra, giá bán còn được hỗ trợ bởi sự phục hồi của tiêu dùng và nhu cầu tiêu thụ giấy. Theo VPPA, nhu cầu tiêu thụ Giấy bao bì cho thấy tăng trưởng. Tổng lượng tiêu dùng đạt hơn 3.86 triệu tấn và tăng trưởng 10,6% so với cùng kỳ 9 tháng đầu năm 2024. Trong đó, giấy bao bì chủ yếu là giấy lớp mặt và lớp sóng tăng trưởng hơn 13% YoY, giấy bao bì có tráng tăng trưởng khoảng 23% YoY. Tăng trưởng tiêu thụ giấy bao bì chủ yếu là nhờ các mặt hàng có nhu cầu sử dụng bao bì giấy nhiều lại chính là các mặt hàng xuất khẩu trọng điểm như: máy tính và linh kiện, điện thoại và linh kiện, hàng dệt may, giày dép, gỗ và sản phẩm từ gỗ...

**Biểu đồ 1. Giá giấy OCC trung bình nhập khẩu khu vực Đông Nam Á (CIF, đến các cảng chính)**



Nguồn: VPPA, KBSV

**Biểu đồ 2. Giá giấy xuất khẩu tại thị trường Việt Nam**



Nguồn: VPPA, KBSV

## 2. Nhà máy Giao Long 3 sẽ tạo dư địa tăng trưởng trong dài hạn

**Nhà máy Giao Long 3 dự kiến sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng công suất của DHC**

DHC đã nhận được giấy chứng nhận đầu tư cho nhà máy sản xuất bao bì thứ 3 của công ty (NM Giao Long 3) tại Hội nghị xúc tiến đầu tư tỉnh Bến Tre năm 2024. Sau khi nhận được giấy chứng nhận đầu tư, DHC tiến hành nộp hồ sơ xin phê duyệt báo cáo đánh giá tác động môi trường và công tác phòng cháy chữa cháy, dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối Q1/2025. Khi nhà máy mới đi vào hoạt động, công suất dự kiến tăng hơn 110% và giúp doanh nghiệp sản xuất ra các sản phẩm có chất lượng cao, biên lợi nhuận tốt hơn.

**Nhà máy Giao Long 3 sẽ sản xuất sản phẩm mới là giấy Kraftliner**

Nhà máy Giao Long 3 sẽ sản xuất dòng sản phẩm mới là Kraftliner. Với dòng sản phẩm mới này, NM Giao Long 3 sẽ cần bổ sung dây chuyền máy móc hiện đại, nhiều thiết bị hơn để xuất giấy từ bột giấy nguyên sinh. Vì vậy, suất đầu tư dự kiến của NM Giao Long 3 cũng cao hơn so với NM Giao Long 2. Tuy nhiên, giấy Kraftliner cũng là sản phẩm giấy bao bì cũng có giá bán với tỷ suất lợi nhuận cao hơn (ước tính hơn khoảng 30% các dòng sản phẩm hiện tại của DHC). Kraftliner có độ bền cao, chống rách, chịu lực tốt, khả năng chống ẩm và bề mặt mịn hơn giúp cải thiện chất lượng in, được ứng dụng làm lớp ngoài cùng của thùng carton và hộp giấy. Sản phẩm này nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường đối với các mặt hàng xuất khẩu có giá trị cao, đòi hỏi bao bì cao cấp như thiết bị điện tử, dược phẩm, linh kiện ô tô...

Nhà máy Giao Long 3:  
Tổng vốn đầu tư: 1.8 nghìn tỷ, trong đó 360 tỷ vốn chủ sở hữu, 201 tỷ đồng dự kiến thu được từ hoạt động phát hành quyền mua cổ phiếu trong Q1/2025 (25,000đ/cp với tỷ lệ 1:10), còn lại 1,239 tỷ đồng sẽ tài trợ bằng nợ dài hạn.

Công suất sản xuất: 343,000 tấn mỗi năm (tương đương 1,000 tấn/ngày).

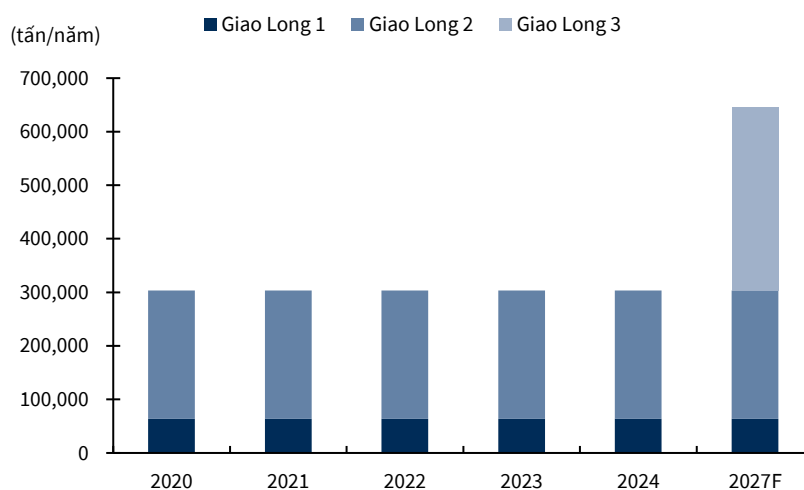
Sản phẩm chủ yếu: giấy Kraftliner và Testliner.

Thời gian xây dựng: Từ Q2/2025 đến Q4/2026

Vận hành thử nghiệm: từ nửa đầu năm 2027.

Vận hành chính thức: từ Q3/2027.

**Biểu đồ 3. Công suất sản xuất các nhà máy của DHC**



Nguồn: DHC, KBSV

### 3. Nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì kỳ vọng dần phục hồi trong 2025F và duy trì triển vọng khả quan trong dài hạn

**Tiêu thụ giấy bao bì được thúc đẩy nhờ tiêu dùng và hoạt động xuất khẩu hồi phục**

Trong ngắn hạn, KBSV cho rằng tiêu thụ giấy sẽ tiếp tục phục hồi trong 2025 nhờ:

(1) Tiêu dùng nội địa tăng tốc trở lại. Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, trong tháng 11/2024, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 8.3% YoY, đánh dấu sự cải thiện rõ rệt sau các tháng tăng trưởng thấp trong quý III và đầu quý IV. Đối với cả 11 tháng năm 2024, doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 4,487.3 nghìn tỷ đồng, tăng 8.1%. Các nhóm hàng hóa thiết yếu như thực phẩm, đồ uống và sản phẩm gia dụng tiếp tục dẫn đầu xu hướng tăng trưởng.

(2) Hoạt động xuất khẩu khả quan, đặc biệt là sang thị trường lớn như Trung Quốc. Nền kinh tế Trung Quốc kỳ vọng bớt tiêu cực sẽ hỗ trợ cho hoạt động xuất khẩu. Ngoài ra, các hiệp định thương mại được ký kết cũng là yếu tố hỗ trợ thúc đẩy hoạt động xuất khẩu tại Việt Nam và gián tiếp làm tăng lên nhu cầu đối với bao bì giấy.

**Thị trường bao bì giấy còn nhiều dư địa phát triển trong dài hạn**

Trong dài hạn, thị trường giấy bao bì cho thấy còn nhiều dư địa phát triển nhờ (1) Nhu cầu dự báo tăng nhanh. Theo báo cáo từ tổ chức Nghiên cứu Thị trường Mordor Intelligence Inc., quy mô của thị trường bao bì giấy tại Việt Nam sẽ đạt 4.14 tỷ USD vào năm 2029 với mức tăng trưởng trung bình hàng năm khoảng 9.73% trong giai đoạn 2024-2029.

(2) Hoạt động thương mại điện tử gia tăng, mô hình mua sắm trực tuyến ngày càng trở nên phổ biến. Theo dự báo của Chính phủ, năm 2025 sẽ có hơn một nửa trong số 100 triệu người Việt Nam sẽ tham gia mua sắm trực tuyến (online). Bao bì sẽ đóng vai trò quan trọng trong khâu đóng gói và thu hút khách hàng.

(3) Xu hướng tiến tới phát triển bền vững. Chiến dịch “Race to Net Zero” – giảm phát thải ròng bằng 0 xuyên suốt đến năm 2050 được Chính phủ Việt Nam phê duyệt. Lĩnh vực sản xuất bao bì thân thiện với môi trường đang dần trở nên quan trọng trong quy trình đóng gói, đặc biệt là ngành thực phẩm và đồ uống. Vì vậy nhu cầu với việc chuyển đổi sang sử dụng bao bì giấy kỳ vọng sẽ cải thiện.

#### Yếu tố rủi ro

**Chi phí NVL đầu vào biến động ảnh hưởng đến KQKD của doanh nghiệp**

Giấy OCC là nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu của DHC, chiếm hơn 70% chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Trong đó, nguồn cung chủ yếu được nhập khẩu từ Mỹ, EU, Nhật Bản. Tình trạng thiếu hụt giấy OCC và ảnh hưởng của giá cước tăng mạnh có thể tác động đến chi phí đầu vào của doanh nghiệp, làm giảm biên lợi nhuận.

**Nhu cầu phục hồi chậm hơn dự kiến**

Nhu cầu tiêu dùng nội địa phục hồi chậm và thị trường xuất khẩu lớn như Trung Quốc yếu hơn kỳ vọng có thể ảnh hưởng đến giá bán ra và tăng trưởng doanh thu của DHC trong tương lai.

**Cạnh tranh trong ngành gia tăng**

Ngành giấy và bao bì carton có sự cạnh tranh cao từ cả các doanh nghiệp trong ngành. Điều này gây áp lực lên giá bán để duy trì thị phần và yêu cầu liên tục thay đổi, cải tiến sản phẩm tốt hơn để cạnh tranh.

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành**

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.