



ベンチャー・ドンハイ株式会社- HSX: DHC 新時代に入る

紙製包装業 | BSC Research

評価

BSC は DHC 株の 2025 年理論価格を 2025 年 1 月 15 日の終値比 19%増の 42,500VND/株と評価し、DHC の投資評価を「買い」としております。

2025 年見通し- 利益が底値から回復すると期待されております。

1. 紙製業の見通し:紙製業界の供給過剰状況は緩和されている。
 - a. 輸出活動による紙製需要が回復している。
 - b. 小規模製造工場の閉鎖により紙の供給が減少している
2. 企業見通し:BSC は DHC が紙製業の改善から恩恵を受けると期待しております。
 - a. 紙製包装工場の効率は前年比+15%ポイント増の 90%になり、紙製工場の効率は前年比+3%ポイント増の 104%になっている。
 - b. 売上総利益率は 2024 年第 3 四半期から底値を作成し、13.5%に増加した。この増加は販売価格が投入価格より高くなっている。

長期的な見通しは第 3Giao Long 工場が 2027 年下半期から稼働を開始することから由来するだろう。

業績予測

2025 年業績予測:BSC は DHC の収入を前年比+6%増の 3 兆 9,100 億ドン、そのうち、ロール紙事業の収入を前年比+9%増、紙製包装事業の収入を前年比+23%増、ロール紙事業の生産量を前年比+3%増、紙製包装事業の生産量を 20%増と予測しております。

売上総利益率は前年比 0.8%ポイント増の 13.5%である。

純利益は前年比+14%増の 3,110 億ドンである。

2024 年第 3 四半期業績のアップデート

収入と純利益はそれぞれ、前年同期比+13%増の 8,960 億ドン、同+38%増の 770 億ドンだった。2024 年 9 ヶ月には、収入と純利益はそ

企業アップデート

2025 年 1 月 15 日 - HSX: DHC

推奨: 買い

目標価格: 42,500

Upside: +19%

BSC 研究分析センター

Nguyễn Dân Trường

(分析者)

truongnd@bsc.com.vn

企業情報

現値(VND/株):	36,700
流通中株数(100 万株):	80.5
時価総額(10 億 VND):	2,954
30 日間平均売買代金(100 万株):	0.638
外国人投資家保有率:	40.5%

それぞれ、前年同期比+11%増の 2 兆 7,230 億ドンで年間計画の 83% を達成し、同-17%減の 1,940 億ドンで年間計画の 64%を達成した。

リスク: 1) 輸出活動は予想よりも緩やかに減速する、2) 運賃の上昇が OCC の投入価格に圧力をかけている。

業績	2023	2024E	2025F	2026F
売上高	3,261	3,687	3,910	4,158
売上総利益	506	457	528	582
親会社株主利益	309	273	311	346
EPS	3,839	3,391	3,860	4,293

I. 2024年第3四半期業績のアップデート

(10 億 VND)	2024 年 第 3 四 半期	%YoY	2024 年 9 ヶ月	%YoY	実施/予測
消費量					
-ロール紙(t)	76,500	-2%	228,521	-3%	75%
-紙製包装(製品)	19,872	25%	56,678	30%	75%
平均販売価格					
-ロール紙(vnd/kg)	9,400	12%	9,013	1%	93%
-紙製包装(vnd/製 品)	8,600	3%	8,545	1%	96%
売上高	896	13%	2,723	11%	76%
-ロール紙	719	10%	2,060	-1%	70%
-紙製包装	171	29%	484	32%	72%
-その他	5	0%	176	N/A	100%
売上総利益	114	7%	328	-16%	64%
販売費用	28	8%	85	6%	79%
管理費用	9	0%	28	-26%	78%
EBIT	77	7%	215	-21%	58%
金融活動による収入	16	433%	25	56%	129%
財務費用	6	-50%	25	-19%	57%
-借入コスト	6	-25%	16	-41%	41%
連結会社からの損 益	-		2	0%	
税引前利益	91	40%	225	-17%	63%
少数株主等控除利 益	77	38%	194	-17%	64%

		変更率		変更率
売上総利益率	12.7%	-0.7%	12.0%	-4.0%
%販管費用/収入	4.1%	-0.3%	4.1%	-0.7%

ソース: BSC Research, DHC, Testliner と Medium

2024年第3四半期業績: 運用パフォーマンスを最適化する戦略を堅持する

収入は前年同期比+13%増の8,960億ドンだった。

売上総利益率は前値同期比0.7%減の12.7%だった。

金融活動事業による収入は160億ドンだった。

少数株主等控除利益は前年同期比+38%増の770億ドンだった。

売上総利益率は2024年第3四半期に底値を形成している兆しがある。

売上総利益率は2024年第3四半期に底値を形成している兆しがあり、前四半期比0.7%増の12.7%だった。

2024年第3四半期には、DHCの紙販売価格は前四半期比2.4%増となった。



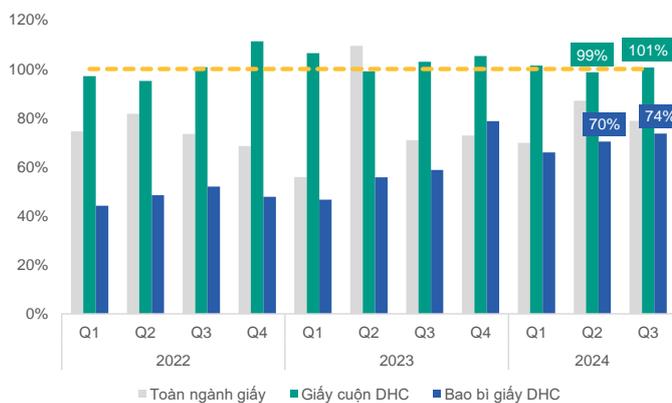
ソース: BSC Research, thitruonggiay

2024年第3四半期の平均 OCC は前四半期比-1.1%減となった。



ソース: BSC Research, VPPA

紙製包装工場の 2024 年 第 3 四半期効率が (推定) は前四半期比+4%ポイント増となるだろう。



ソース: BSC Research, DHC

II. 2024年～2025年の期間における業績の予測

(10億 VND)	9T2024	2024F	%YoY	2025F	%YoY
消費量					
-ロール紙(t)	228,521	305,760	-3%	316,000	3%
-紙製包装(製品)	56,678	81,000	25%	97,200	20%
平均販売価格					
-ロール紙(vnd/kg)	9,013	9,238	5%	9,700	5%
-紙製包装(vnd/製品)	8,545	8,476	-2%	8,688	2.5%
売上高	2,723	3,687	13.1%	3,910	6%
-ロール紙	2,060	2,825	2.1%	3,065	9%
-紙製包装	484	687	23%	844	23%
-その他	176	176	N/A	0	N/A
売上総利益	328	457	-9.6%	528	15%
販売費用	85	111	2.4%	117	6%
管理費用	28	37	-3.0%	39	6%
EBIT	215	310	-21%	371	20%
金融活動による収入	25	35	22%	33	-5%
財務費用	25	37	-2%	41	11%
-借入コスト	16	24	-27%	33	38%
連結会社からの損益	2	0		0	
税引前利益	225	317	-11.3%	366	15%
少数株主等控除利益	194	273	-12%	311	14%
売上高	194	273	-12%	311	14%
			変更率		変更率
%売上総利益率	12.0%	12.4%	-3.1%	13.5%	1.1%
%販管費用/収入	4.1%	4.0%	-0.5%	4.0%	0.0%

ソース: DHC, BSC Research

2025年業績予測

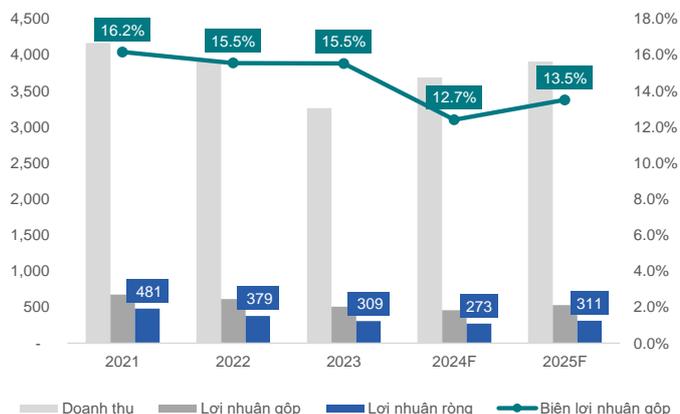
収入は前年比+6%増の3兆9,100億ドンである。

売上総利益率は前年比0.8%増の13.5%である。

少数株主等控除利益は前年比+14%増の3,110億ドンである。

DHC の業績予測

10億 VND



ソース: BSC Research, DHC

III. 評価

BSC は DHC 株の 2025 年理論価格を 2025 年 1 月 15 日の終値比 19% 増の 42,500VND/株と評価し、DHC の投資評価を「買い」としております。

DHC の評価

方法	割合	シナリオ 1	シナリオ 2
DCF	40%	15,900	20,000
P/E	60%	26,600	26,600
目標価格		42,500	46,600
現値		36,700	36,700
Upside		16%	27%
配当率		3%	3%
利益率		19%	30%

ソース: BSC Research

P/E 方法

指標	価値
少数株主等控除利益(10億 VND)	311
目標 P/E	11.5
流行中株数(100万株)	80.5
目標価格(VND/株)	44,400

ソース: BSC Research

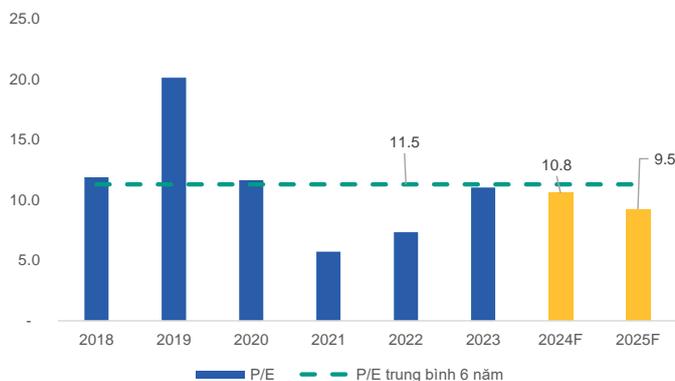
Commented [N1]: Tính TH chưa có GL3, và PE lên 11.

Ở đoạn dưới e có thể bổ sung 1 - 2 dòng kiểu: Trong TH tính GL3 và GL3 đi vào hoạt động, BSC ước tính giá mục tiêu sẽ là xyz

Commented [PB2]: Mà cái này sao PE khác nhau thế, 2025 đã có giao long 3 đầu, khác nhau lệch chỗ DCF thui chứ

Commented [PB3]: Tâm này thì a nghĩ là để luôn nhà máy giao Long 3 vào scenario luôn làm 1 cái duy nhất -> xong sử dụng mức chiết khấu cao hơn chút để làm mềm cái TP là dc, do nó có time hoạt động dài hơn

DHC は魅力的な割引で取引している。



ソース: BSC Research, DHC, Fiinpro

DCF 方法

仮定

非リスク金利	4.5%
Beta	1.03
リスクカバー分	10.5%
株主資本コスト	14.3%
借入コスト	4.0%
株主資本の割合	75%
負債の割合	25%
税率	15.0%
WACC	11.3%
Terminal growth	0.5%

	シナリオ 1	シナリオ 2
企業価値	3,304	4,135
(+) 現金と短期的な金融投資	737	737
(-) 負債	843	843
優先株式	-	-
少数株主持分	3	3
株主資本(10 億 VND)	3,195	4,026
流行中株数(100 万株)	80.5	80.50
目標価格(VND/株)	39,700	50,000

Commented [NDT4]: Beta 2 năm, fiinpro

FCFF(シナリオ 1)

	2024F	2025F	2026F	...	2032F	2033F
EBIT	304	365	409	...	520	525
税額	44	55	76	...	130	108
割引	101	98	95	...	106	107
Capex	6	6	6	...	75	75
流動資本の変更	206	167	(27)	...	(58)	79
フリーキャッシュフロー	149	235	449	...	478	370
キャッシュフローの現価値	149	210	356	...	189	130

ソース: BSC Research

FCFF(シナリオ 2)

	2024F	2025F	2026F	...	2032F	2033F
EBIT	304	365	409	...	951	971
税額	44	55	75	...	157	199
割引	101	98	95	...	216	214
Capex	6	506	506	...	75	75
流動資本の変更	206	167	(27)	...	(182)	146
フリーキャッシュフロー	149	(265)	(51)	...	1,118	765
キャッシュフローの現価値	149	(236)	(40)	...	442	269

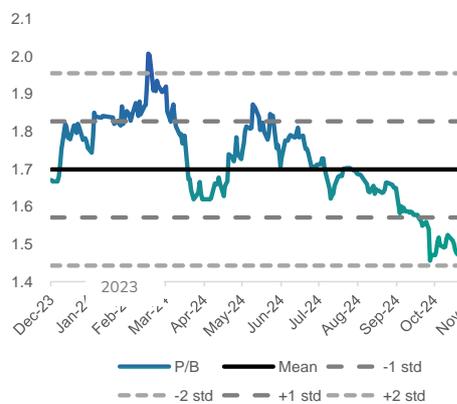
ソース: BSC Research

Stock PE



ソース: BSC Research, Bloomberg

Stock PB



付録

業績(10億 VND)	2021	2022	2023	2024F	2025F
売上高	4,165	3,936	3,261	3,687	3,910
売上原価	3,324	2,755	3,230	3,382	3,576
売上総利益	841	1,181	31	305	334
販売費用	120	119	108	111	117
管理費用	42	38	38	37	39
営業益損	679	1,024	(115)	158	178
金融活動事業による収入	15	21	29	35	33
財務費用	17	42	38	37	41
借入費用	16	19	33	24	33
合併・関連会社関連収益	-	-	2	2	2
他の収益	3	5	8	7	-
税引前利益	512	437	358	317	366
法人税額	31	58	49	44	55
税引後利益	481	379	309	273	311
少数株主持分	-	-	-	-	-
少数株主利益等控除利益	481	379	309	273	311
EBITDA	631	557	492	443	497
EPS	6,871	5,414	3,839	3,391	3,860

キャッシュフロー会計 (10億ドン)	2021	2022	2023	2024F	2025F
税引後利益	481	379	309	273	311
原価償却及び割当て	103	101	101	101	98
流動資本変更	(311)	(240)	(58)	(206)	(167)
他の調整	44	64	-	-	-
営業活動からキャッシュフロー	317	304	352	168	242
固定資産購入額	(156)	(77)	(6)	(6)	(6)
他の投資	2	4	-	-	-
投資活動からキャッシュフロー	(189)	(48)	(6)	(206)	(6)
配当金	(168)	(315)	(201)	(161)	(80)
借入から金額	(64)	148	-	200	100
他の未収金	-	3	-	-	-
投資活動からキャッシュフロー	(232)	(164)	(201)	39	20
初期キャッシュフロー	202	98	189	334	335
中期キャッシュフロー	(104)	91	145	1	256
最終期キャッシュフロー	98	189	334	335	591

バランスシート(10億ドン)	2021	2022F	2023	2024F	2025F
短期資産	1,170	1,663	1,785	2,341	2,843
現金及び現金相当	98	189	247	335	591
短期投資	44	19	101	301	301
短期未収金	667	782	894	1,072	1,171
棚卸資産	320	629	504	593	741
他の短期資産	41	44	39	39	39
長期資産	1,231	1,220	1,130	1,042	950
有形資産	1,052	1,138	1,042	992	900
股中長期資産	156	45	46	-	-
長期資産	5	5	7	7	7
他の長期資産	19	31	36	36	36
総資産	2,401	2,882	2,915	3,383	3,793
短期借入合計	704	1,131	1,063	1,417	1,597
買掛金	305	533	303	405	485
短期借入	371	518	702	902	1,002
他の短期借入	28	80	58	110	110
長期借入総額	-	-	1	-	-
長期借入	-	-	-	-	-
未実施収入	-	-	-	-	-
他の長期借入	-	-	1	-	-
負債総額	704	1,131	1,064	1,417	1,597
出資金	700	700	805	805	805
株式会社化による資本剰余金	235	235	235	235	235
未処分利益	703	730	707	807	1,022
他の株主資本	59	83	102	116	131
少数株主持分	-	3	3	3	3
株主資本総額	1,697	1,751	1,852	1,966	2,197
総資本	2,401	2,882	2,915	3,383	3,793
流行中株数(100万株)	70	70	81	81	81

指数 (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
支払能力					
流動比率	1.7	1.5	1.7	1.7	1.8
当座比率	1.1	0.9	1.2	1.2	1.3
資本構成					
借入/総資産	15%	18%	24%	27%	26%
借入/株主資本	22%	30%	38%	46%	46%
稼働能力					
棚卸資産回転期間	33	52	75	62	72
売掛金回収期間	52	62	73	73	84
買掛金回収期間	37	46	55	40	48
現金回収期間	48	68	93	95	108
利益性					
売上総利益率	16%	16%	16%	12%	14%
純利益率	12%	10%	9%	7%	8%
ROE	31%	22%	17%	14%	15%
ROA	21%	14%	11%	9%	9%
評価					
PE	5.7	7.3	11.1	10.6	9.3
PB	3.6	1.3	1.5	1.5	1.3
成長率					
売上高	44%	-5%	-17%	13%	6%
EBIT	18%	-14%	-14%	-21%	20%
税引前利益	25%	-15%	-18%	-11%	15%
EPS	-2%	-21%	-29%	-12%	14%

利用規約

本レポートはベトナム投資開発銀行証券株式会社 (BSC) の作成によるレポートで、週間内の証券市場状況及びマクロ経済に関する分析、一般情報を提供するものです。本レポートはいかなる法人または個人の要求により作成されたレポートではありません。投資家は参考資料として本レポートの分析、評価、一般情報をご利用下さい。本レポートの情報、評価、予告などは信頼的なデータ源に基づいたものです。しかし、当社は掲載される情報の正確性に対していかなる保証もなされるものではありません。情報の使用に関して、またはその使用の結果に関して、その他の事項に関して、いかなる保証も負担いたしません。本レポートに掲載される評価や観点は現時点の考慮に基づいたものです。しかし、評価や観点は予告なしに変更されることがありますので、あらかじめご了承ください。本レポートの著作権者はベトナム投資開発銀行証券株式会社であるので、当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版は著作権法、プライバシーに関する法律に違反することになります。当社の書面による事前の許可なく、いかなる形式またはいかなる手段によっても、複製、再出版または転送することを禁じます。

BSC 本社

F8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC ホーチミン 支店

F4, F9 President Place

93 Nguyễn Du, Bến Nghé, 1Dist, Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



推奨システム

推奨	説明
強い購入	1年間利益率は30%以上になると期待されております。
購入	1年間利益率は15~30%以上になると期待されております。
ホールド	1年間利益率は10~15%以上になると期待されております。
売却	1年間利益率は10未満と期待されております。

連絡先 - 研究・分析センター

Trần Thăng Long
分析・研究部の部長
Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyễn Khoa
分析・研究部の副部長
マクロ - 市場
Khoabn@bsc.com.vn

Đỗ Thu Phương
分析・研究部の副部長
定量
Phuongdt@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu
分析・研究部の副部長
業界・企業
Buupq@bsc.com.vn

銀行・金融業
Dương Quang Minh
リーダー、分析者
Minhdq@bsc.com.vn
Đoàn Minh Trí
分析者
Tridm@bsc.com.vn

不動産業、建設用材料業
Phạm Quang Minh
リーダー、分析者
Minhpq@bsc.com.vn
Lâm Việt
分析者
Vietl@bsc.com.vn
Nguyễn Công Hoàng Duy
分析者
Duyndch@bsc.com.vn

石油・ガス業、肥料業、化学業
Nguyễn Thị Cẩm Tú
リーダー、分析者
Tuntc@bsc.com.vn
Lưu Thuỳ Linh
分析者
Linhlt2@bsc.com.vn
Nguyễn Dân Trường
分析者
Truongnd@bsc.com.vn

小売り業、輸出業、Logistics 業
Phạm Thị Minh Châu
リーダー、分析者
Chauptm@bsc.com.vn
Trần Lâm Tùng
分析者
Tungtl@bsc.com.vn
Trần Nguyễn Tường Huy
分析者
Huytnt@bsc.com.vn