

COMPANY: CÔNG TY CỔ PHẦN ĐÔNG HẢI BẾN TRE (DHC)

<NHÀ MÁY GIAO LONG 2 ĐI VÀO HOẠT ĐỘNG>

DONG HAI BEN TRE JSC

Ngành: Sản xuất giấy

Ngày báo cáo: 30 tháng 10 2020

Đề xuất: Tích lũy

Giá mục tiêu: 50,605 VND

Upside/Downside (%): 13%

Giá hiện tại: VND 45,300

Hồ sơ công ty

Thành lập năm 1994, Đông Hải Bến Tre chuyên sản xuất giấy Kraft ở tỉnh Bến Tre.

Các chỉ số chính

Vốn hóa (tỷ VND)	2,568
Cổ phiếu lưu hành (triệu)	56,6
Trung bình giao dịch 1 tháng (cổ phiếu)	637,231
Sở hữu nước ngoài	28.57%
P/E trailing 4Q	6.54x
Cổ tức	6.24%

Stock performance


CVPT: Phí Công Linh
 Tel: (+84)24 3573 0073
 Email: linhpc@ivs.con.vn

Tóm tắt tình hình tài chính	2017A	2018A	2019A
Tổng doanh thu (tỷ)	810	926	1,430
Tăng trưởng doanh thu	21%	14%	54%
Lợi nhuận thuần (tỷ)	131	204	303
Biên lợi nhuận gộp	16%	22%	21%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	80	134	181
Tăng trưởng LNST	-6%	67%	35%
EPS (VND)	2,706	3,178	3,383
EPS tăng trưởng	-21%	17.5%	6.5%
ROE	11%	16%	16%
P/E (x)	17.3	9.4	11.2

Nguồn: Công ty

Tổng quan về hoạt động kinh doanh

DHC là nhà sản xuất giấy lớn ở trong nước. Sản phẩm chính là giấy Kraft, bao gồm giấy Testliner và giấy Medium. DHC có 2 nhà máy giấy và 1 nhà máy bao bì.

Nhà máy	Tấn/năm	Công suất	Năm sản xuất	Doanh thu 2019
Giao Long 1	60,000	100%	Trước 2018	528 tỷ VND
Giao Long 2	220,000	70%	7/2019	556 tỷ VND
Bao bì 1	25,000,000 m ² /year	85%	2010	350 tỷ VND
Bao bì 2	42,000,000 m ² /year	-	2021	-

Nguồn: DHC, IVS tổng hợp

Điểm nhấn đầu tư:

- Giá bán phục hồi và nhu cầu cao hơn ở thị trường Trung Quốc và trong nước;
- Nhà máy Giao Long 2 đưa vào hoạt động từ Q4/2019, tăng hơn 3 lần công suất vào doanh thu;
- Nhu cầu thị trường nội địa bắt đầu phục hồi sau khi sụt giảm từ tháng 4.

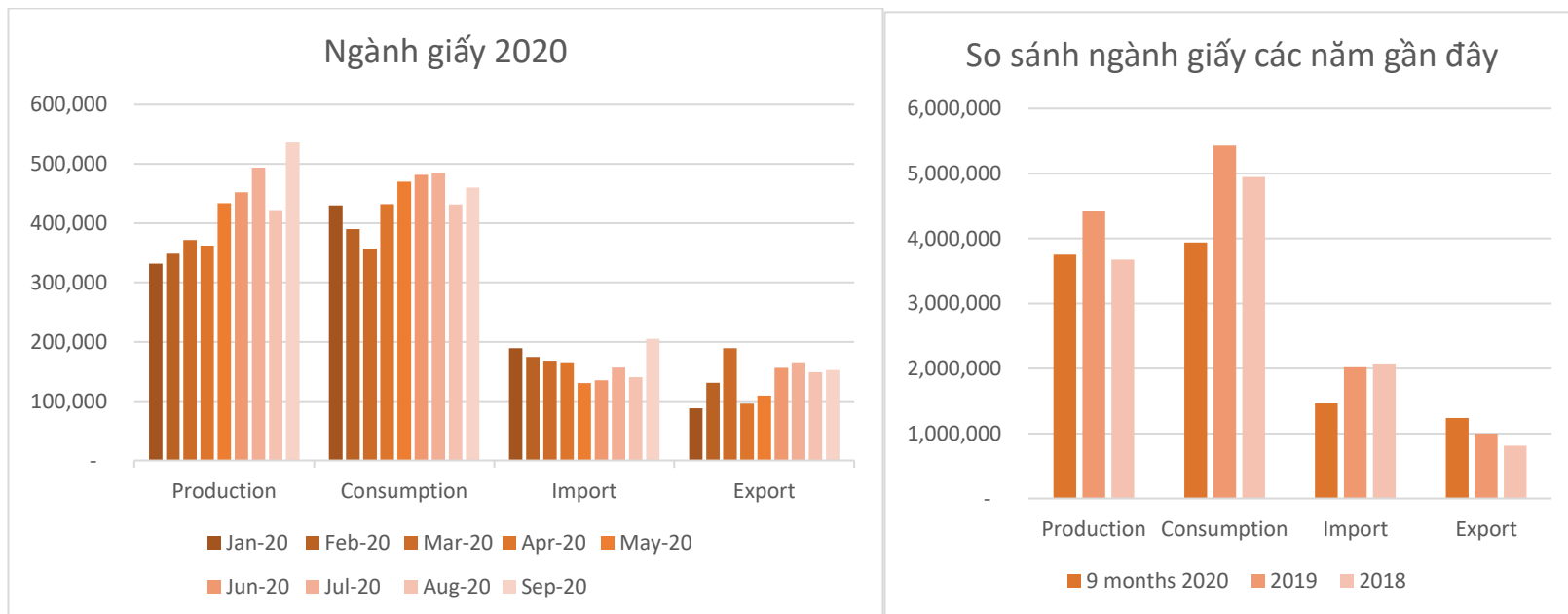
Rủi ro:

- Nguồn cung sẽ tăng mạnh trong vài năm tới, gây áp lực lên giá bán và gây thừa công suất cho toàn ngành.

Trong Q3 2020, doanh thu của DHC đạt 702 tỷ VND, (+112% y-o-y), lợi nhuận sau thuế khoảng 68 tỷ VND (+129% y-o-y). Lũy kế 9 tháng, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 2,021 tỷ VND và 237 tỷ VND, tăng trưởng 164% và 211% cùng kỳ. Nhờ nhà máy Giao Long 2 đưa vào hoạt động từ Q4/2019, tổng công suất của DHC tăng lên 280,000 tấn/năm từ 60,000 tấn/năm.

Nhu cầu từ thị trường nội địa và xuất khẩu đang phục hồi sau khi dịch bệnh được kiểm soát.

Sau khi nhu cầu tiêu thụ giấy sụt giảm 2.45% so với cùng kỳ trong 7 tháng 2020, chúng tôi nhận thấy nhu cầu đã phục hồi nhanh chóng từ đáy của tháng 4. Sản lượng giấy sản xuất và xuất khẩu nối tiếp đà tăng trưởng của năm ngoái, tăng 12.2% và 100,6% so với cùng kỳ. Dịch bệnh được kiểm soát ở Trung Quốc đẩy mạnh nhu cầu cho xuất khẩu giấy (thị trường Trung Quốc chiếm 72.8% xuất khẩu giấy, tăng 203% so với cùng kỳ). Công suất tăng thêm của nhà máy Giao Long 2 giúp DHC lấp đầy thiếu hụt nguồn cung ở thị trường nội địa trước khi các đối thủ cạnh tranh có thể gia tăng công suất.

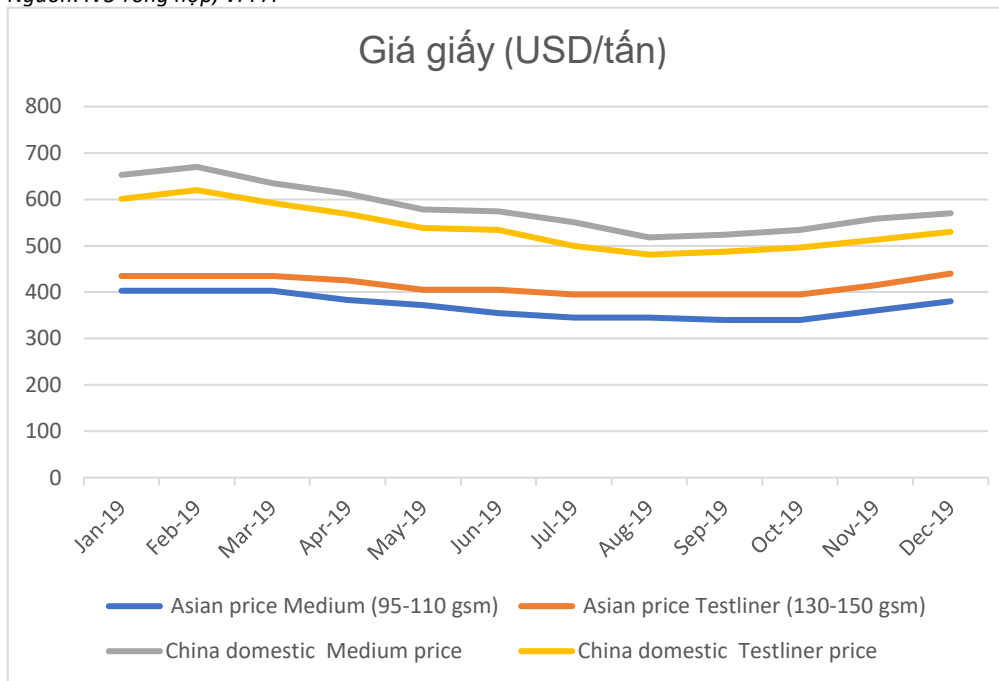


Nguồn: VPPA, IVS tổng hợp

Nhập khẩu OCC Trung Quốc (tấn)	2017	2018	2019	10/2020
RCP	23,350,600	17,030,000	10,360,000	6,750,000
Tăng trưởng		-27%	-39%	-35%

Tiêu thụ ở Trung Quốc	2018	2019
Testliner (tấn)	23,450,766	24,030,000
Medium (tấn)	22,129,008	23,740,000
Sản xuất ở Trung Quốc	2018	2019
Testliner(tấn)	21,449,559	21,900,000
Medium(tấn)	21,050,635	22,200,000

Nguồn: IVS Tổng hợp, VPPA



Đến năm 2021, Trung Quốc sẽ tiến đến cấm nhập khẩu chất thải rắn tái chế, là nguồn nguyên liệu chính để sản xuất giấy

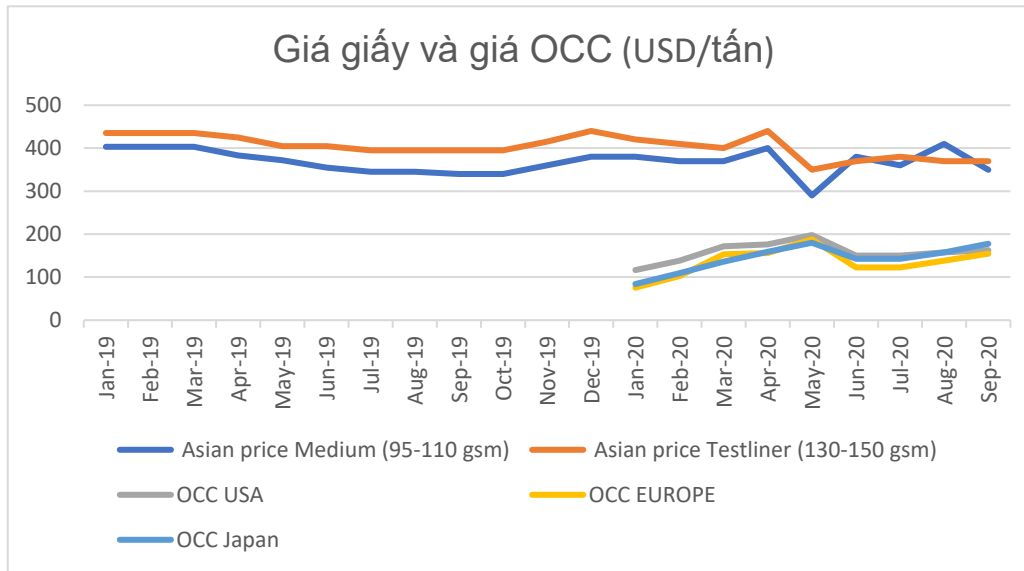
Giấy OCC nhập khẩu giảm mạnh kể từ 2017 khi Chính phủ Trung Quốc ban hành lệnh cấm nhập khẩu chất thải rắn. Điều này ảnh hưởng đến giá OCC và thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu sản phẩm thay thế cho giấy kraft. Giá RCP ở thị trường nội địa Trung Quốc cao hơn các nước khác, thêm vào đó là sự sụt giảm các nhà máy sản xuất giấy từ 2014, gây ra sự thiếu hụt nguồn cung giấy. Giá giấy nội địa Trung Quốc cao hơn giá nhập khẩu.

Vì thế, DHC có thể tận dụng tình huống này trong ngắn hạn để xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc. Thực tế xu hướng giấy trong những năm gần đây tăng rất mạnh.

Giá bán đang phục hồi từ đáy trong thời kỳ dịch bệnh

Giá bán testliner và medium đang tăng trở lại từ đáy của tháng 4. Cùng với giá nguyên liệu OCC tăng, GPM của DHC giảm trong Q2 và Q3 so với Q1 2020. Trong khi Q4 thường là cao điểm của tiêu dùng tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng rằng giá bán sẽ tăng cao và cải thiện GPM trong khi giá OCC chưa phục hồi về mức trước khi dịch bệnh xảy ra. Trung Quốc sẽ dừng nhập khẩu OCC từ năm 2021 và tổng hạn ngạch cho 2020 ở mức 7 triệu tấn, sẽ ảnh hưởng lên giá OCC toàn cầu. Chúng tôi nghĩ rằng điều này sẽ là động lực cho cải thiện biên lợi nhuận của DHC.

Nhà máy Giao Long 2 là động lực tăng trưởng



Nguồn: IVS Tổng hợp, VPPA

Nhà máy Giao Long 2 với công suất 220,000 tấn/năm, gấp 3.6 lần công suất nhà máy Giao Long 1. Theo DHC, mặc dù giá bán trong 9 tháng 2020 giảm, tăng trưởng của DHC đến từ doanh số bán hàng lớn hơn so với kế hoạch. Chúng tôi cho rằng nhà máy Giao Long 2 đang hoạt động lớn hơn 75% công suất, và với sự phục hồi giá bán trong quý 4, DHC có thể sẽ vượt kế hoạch đặt ra trong năm nay. Thêm vào đó, nhà máy Giao Long 2 được đầu tư chi phí thấp so với các nhà máy khác trong ngành.

Rủi ro

Chúng tôi cho rằng sự thiếu hụt nguồn cung giấy hiện tại chỉ duy trì trong ngắn hạn. Theo Hiệp hội giấy Việt Nam (VPPA), nguồn cung sẽ tăng rất nhanh từ giờ đến 2025. Chúng tôi ước tính rằng đến 2021, ngành giấy sẽ có thêm công suất khoảng 2,480,000 tấn giấy/năm từ các nhà sản xuất hiện hữu. Trong năm 2019, toàn ngành chỉ chạy khoảng 70% công suất. Chúng tôi lo ngại rằng đây là rủi ro lớn cho DHC khi các đối thủ bắt đầu dây chuyền sản xuất của họ.

	31/12/2018	Công suất tăng thêm	Năm vận hành
Chanh Duong paper	550,000	NI	-
Lee&Man VN	420,000	700,000	Not yet approve
Cheng Loong Paper	300,000	700,000	Q3 2020
VinaKraft	258,000	250,000	2,019

SaiGon paper	232,440	NI	-
AnBinh paper	75,000	NI	-
DHC	60,000	220,000	Q3 2019
Thuan An paper	-	250,000	Q4 2020
Miza	-	120,000	Q4 2020
Hoang van Thu	-	100,000	Q2 2020
Marubeni	-	350,000	Q4 2020
Rang Dong	-	70,000	Q3 2019
Viet Tri Paper	-	150,000	Q1 2021
Khoi Nguyen paper	-	100,000	Q4 2021
Hung Ha	-	100,000	Q4 2020
Phat Dat	-	70,000	Q3 2020

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi dự báo doanh thu cho 2020 vào khoảng 2,642 tỷ VND, cao hơn 13% kế hoạch của DHC. Lợi nhuận sau thuế được dự báo khoảng 317 tỷ VND, cao hơn 58% kế hoạch đặt ra của DHC. Nhưng đến năm 2023, chúng tôi nghĩ rằng nguồn cung tăng mạnh sẽ làm tăng áp lực giảm giá bán và gây dư thừa công suất.

Chúng tôi định giá cổ phiếu DHC ở mức 50,605 VND/cổ phiếu, cao hơn 13% giá đóng cửa tại ngày 16/10/2020 là 45,300 VND/cổ phiếu. Chúng tôi đề xuất **TÍCH LŨY** cho cổ phiếu DHC.

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Xếp loại	Định nghĩa
Khả quan	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém khả quan	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của người viết về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. IVS Securities không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này. Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu tổng thể của công ty, bao gồm doanh thu từ/trong số các đơn vị kinh doanh khác. IVS và cán bộ, giám đốc, nhân viên có thể có mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong tài liệu này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan). Báo cáo này đã được chuẩn bị trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. IVS không tuyên bố hay bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tổ chức và khách hàng cá nhân của IVS tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng cho quốc gia nơi báo cáo này được phân phối không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện ủy quyền của IVS. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

IVS RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY				
Thành viên	Vị trí	Phụ trách	Email	Ext.
Võ Thế Vinh	Trưởng phòng	Phân tích & Chiến lược Đầu tư	vinhvt@ivs.com.vn	704
Đỗ Trung Nguyên	Phó phòng	Chiến lược đầu tư	nguyendt@ivs.com.vn	703
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Ngân hàng	nhungtth@ivs.com.vn	706
Đình Quang Đạt	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Tiêu dùng	datdq@ivs.com.vn	
Phí Công Linh	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Bất Động sản	linhpc@ivs.com.vn	

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN ĐẦU TƯ VIỆT NAM	LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP. HCM
 VIETNAM INVESTMENT SECURITIES COMPANY	Điện thoại tư vấn: (04) 35.730.073 Điện thoại đặt lệnh: (04) 35.779.999 Email: ivs@ivs.com.vn Website: www.ivs.com.vn	P9-10, Tầng 1, Chamvit Tower Điện thoại: (04) 35.730.073 Fax: (04) 35.730.088	Lầu 4, Số 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q. 3, Tp.HCM Điện thoại: (08) 38.239.966 Fax: (08) 38.239.696