

21/05/2026

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	44,700
Giá hiện tại	35,050
Tiềm năng tăng/giảm	28%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	96
Free float (%)	75%
Vốn hóa (tỷ VND)	3,414
KL GDTB 3 tháng (triệu cổ phiếu)	0.16
Sở hữu nước ngoài (%)	35%
Ngày niêm yết đầu tiên	07/2009

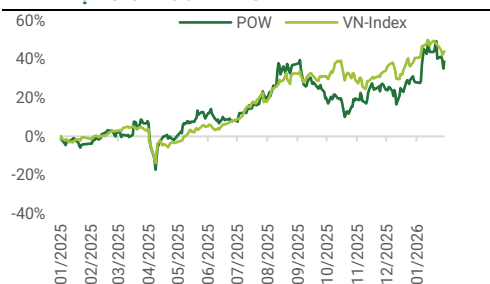
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Ban lãnh đạo	31%
KWE Beteiligungen AG	15%
Khác	54%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	3,988
BVPS (VND)	21,563
Nợ/VCSH (%)	41%
ROA (%)	11%
ROE (%)	18%
P/E	9.2
P/B	1.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất giấy bao bì công nghiệp và bao bì, có tiền thân là Nhà máy Bao bì được thành lập thành lập năm 1994. Công ty chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2003 và niêm yết trên sàn HOSE từ tháng 7/2009.

KHỐI PHÂN TÍCH

Tổ Đình Hiền Viên
viento@phs.vn

TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN NHỜ
CẢI THIỆN BIÊN LỢI NHUẬN GỘP

- Trong Q1/2026, DHC ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 967 tỷ đồng (+17%yoy) và 137 tỷ đồng (+81%yoy) chủ yếu nhờ mặt bằng giá bán cải thiện tích cực so với cùng kỳ. Theo đó, DHC hoàn thành lần lượt khoảng 26% và 46% kế hoạch kinh doanh đề ra.
- Chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với DHC trong 2026 chủ yếu nhờ vào mặt bằng giá bán cải thiện so với cùng kỳ, góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và mở rộng biên lợi nhuận.
- Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/E multiples và DCF với tỷ lệ 70%:30% để ước tính giá trị hợp lý của DHC. Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với DHC với giá mục tiêu 44,700 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá khoảng 28% so với giá đóng cửa tại ngày 21/05/2026.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1.2026

Trong Q1/2026, DHC ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 967 tỷ đồng (+17%yoy) và 137 tỷ đồng (+81%yoy) – hoàn thành lần lượt khoảng 26% và 46% kế hoạch kinh doanh đề ra. Chi tiết như sau:

- Doanh thu thuần trong Q1/2025 ghi nhận mức tăng trưởng khả quan +17%yoy chủ yếu nhờ mặt bằng giá bán bình quân cải thiện với ước tính giá bán đầu ra đạt khoảng 10.7 ngàn đồng (+14%yoy).
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh +9.0 điểm phần trăm so với cùng kỳ, được dẫn dắt bởi mặt bằng giá giấy đầu ra tăng. Nguyên nhân cốt lõi đến từ cú sốc cung phía ngành: 336/338 nhà máy sản xuất giấy tại cụm Phong Khê (Bắc Ninh) buộc phải ngừng hoạt động do vi phạm tiêu chuẩn môi trường, khiến nguồn cung giấy bao bì thu hẹp ước tính khoảng 1.5 triệu tấn – tương đương giảm khoảng 20% tổng công suất thiết kế toàn ngành. Sự thắt chặt cung đột ngột này tạo ra chênh lệch cung – cầu có lợi cho các nhà sản xuất còn lại như DHC, qua đó góp phần tăng giá bán mặt bằng chung và cải thiện biên gộp.
- LNST-CĐTS cải thiện +81%yoy nhờ biên gộp ghi nhận mức tăng tích cực so với cùng kỳ.

Dự báo kết quả kinh doanh 2026F

Trong năm 2026, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 4,064 tỷ đồng (+12%yoy) và 475 tỷ đồng (+21%yoy). Chi tiết:

- Doanh thu thuần 2026F ước đạt 4,064 tỷ đồng (+12%yoy), chủ yếu nhờ mặt bằng giá bán cải thiện trong bối cảnh nguồn cung siết chặt và nhu cầu vẫn vững chắc.
- Biên lợi nhuận gộp 2026F dự kiến cải thiện +2.3 điểm phần trăm nhờ giá bán cải thiện và một phần hàng tồn kho giá rẻ sử dụng đến hết Q2/2026.
- Chi phí lãi vay ước tính đạt 107 tỷ đồng (+219%yoy) do gia tăng nợ vay dài hạn nhằm tài trợ cho dự án Giao Long 3.

Luận điểm đầu tư:

1. Doanh thu ước tính tăng trưởng +12%yoy được hỗ trợ chủ yếu nhờ giá bán: Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng trong năm 2026 sẽ được hỗ trợ bởi giá bán cải thiện +10%yoy đến từ: (i) cầu tiêu dùng vững chắc (ii) nguồn cung mới đi vào hoạt động chưa đủ bù đắp lượng thiếu hụt trước đó (iii) năng lực cải thiện giá bán

2. Biên lợi nhuận gộp ước tính cải thiện +2.3 điểm phần trăm nhờ giá bán cải thiện và một phần hàng tồn kho giá rẻ đến hết Q2/2026: Chúng tôi ước tính chi phí nguyên vật liệu đầu vào cả năm 2026 tăng trưởng khoảng +5%yoy – thấp hơn so với mức tăng của giá bán đồng thời năng lực cải thiện giá bán sẽ góp phần hỗ trợ mặt bằng biên lợi nhuận gộp trong thời gian tới.

3. Định giá hấp dẫn: Với triển vọng LNST-CĐTTS năm 2026 dự kiến tăng trưởng khả quan ở mức +21% YoY, trong khi P/E forward 2026 hiện chỉ ở mức 7.6x, tương đương vùng -2 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm gần nhất, chúng tôi cho rằng đây là vùng định giá hấp dẫn để tích lũy.

Rủi ro

- (1) Giá OCC cao hơn so với dự kiến
- (2) Biến động tỷ giá
- (3) Cầu tiêu dùng thấp hơn so với kỳ vọng
- (4) Tiến độ nhà máy Giao Long 3 chậm hơn so với kế hoạch

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/E multiples và DCF với tỷ lệ 70%:30% để ước tính giá trị hợp lý của DHC. Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với DHC với giá mục tiêu 44,700 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá khoảng 28% so với giá đóng cửa tại ngày 21/05/2026.

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của DHC giai đoạn 2023-2027F

Chỉ tiêu	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,259	3,597	3,631	4,064	4,637
LNST (tỷ VND)	309	242	393	475	498
EPS (VND/ cổ phiếu)	3,729	2,952	3,988	4,823	5,057
Giá trị sổ sách (VND/cp)	21,741	23,427	21,563	24,758	28,109
ROE (%)	10.6%	7.5%	11.0%	9.3%	9.1%
ROA (%)	16.7%	12.1%	17.8%	18.9%	17.5%
P/E (x)	9.8	12.4	9.2	7.6	7.2
P/B (x)	1.6	1.5	1.6	1.4	1.2

Nguồn: DHC, PHS tổng hợp và dự phóng

NỘI DUNG

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.....	4
1. Giới thiệu doanh nghiệp.....	4
2. Cơ cấu cổ đông.....	4
II. TỔNG QUAN & TRIỂN VỌNG NGÀNH.....	5
1. Tổng quan ngành.....	5
2. Triển vọng ngành.....	7
III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH.....	10
1. Cơ cấu doanh thu.....	11
2. Biên lợi nhuận gộp.....	12
IV. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH.....	14
1. Về cơ cấu tài sản & nguồn vốn.....	14
2. Về các hệ số.....	15
V. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH.....	17
VI. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ.....	18
1. Doanh thu ước tính tăng trưởng +12%yoy được hỗ trợ chủ yếu nhờ giá bán.....	18
2. Biên lợi nhuận gộp ước tính cải thiện +2.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ nhờ giá bán cải thiện. 19	
3. Định giá hấp dẫn.....	20
VII. RỦI RO.....	20
VIII. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH.....	21
IX. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ.....	22

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Giới thiệu doanh nghiệp

CTCP Đông Hải Bến Tre (HOSE: DHC) là doanh nghiệp sản xuất giấy công nghiệp và bao bì carton có trụ sở tại KCN Giao Long, Bến Tre, tiền thân được thành lập từ năm 1994, cổ phần hóa năm 2003 và niêm yết trên HOSE từ ngày 23/07/2009.

DHC tập trung vận hành mô hình sản xuất khép kín trong chuỗi giá trị bao bì công nghiệp, tập trung vào hai mảng kinh doanh cốt lõi: (i) sản xuất và bán giấy công nghiệp (Testliner, Medium) và (ii) sản xuất bao bì carton thành phẩm.

Bảng 2: Cơ cấu công ty tập trung chính vào hoạt động sản xuất giấy

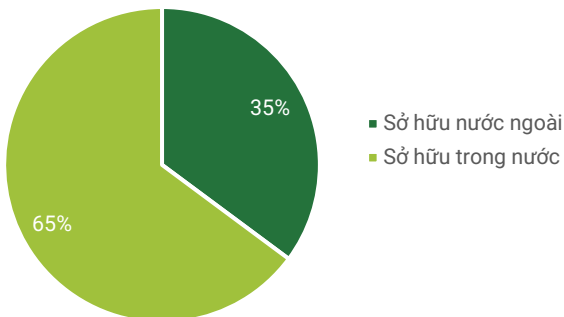
CTCP ĐÔNG HẢI BẾN TRE (DHC) SP chính: Giấy kraft công nghiệp & Bao bì carton	
I. CÔNG TY CON (2 đơn vị)	II. CÔNG TY LIÊN KẾT (1 đơn vị)
CT TNHH MTV BAO BÌ BẾN TRE	CTCP TÂN CẢNG GIAO LONG
Sở hữu: 100%	Sở hữu: 26%
Vốn ĐL: 180 tỷ VND	Vốn ĐL: 10 tỷ VND
Sản xuất & KD bao bì Carton	Khai thác cảng & vận chuyển hàng hóa
CTCP GIẤY GIAO LONG	
Sở hữu: 100%	
Vốn ĐL: 360 tỷ VND	
Sản xuất & KD giấy công nghiệp	

Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

2. Cơ cấu cổ đông

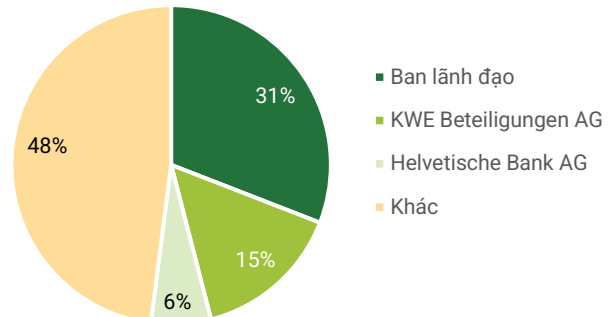
Cơ cấu sở hữu DHC có tính tương đối tập trung với Ban lãnh đạo nội bộ DHC nắm giữ khoảng 31% – chúng tôi cho rằng với mức sở hữu cao sẽ góp phần gắn kết chặt chẽ giữa lợi ích quản lý và lợi ích cổ đông.

Hình 1: Chủ yếu là cổ đông trong nước sở hữu



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 2: Cơ cấu sở hữu tương đối tập trung



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

II. TỔNG QUAN & TRIỂN VỌNG NGÀNH

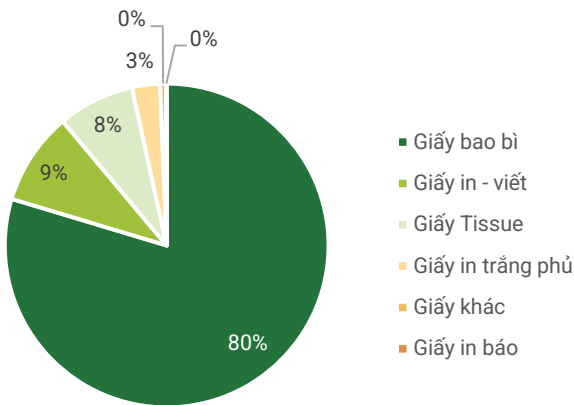
1. Tổng quan ngành

Ngành giấy là một ngành công nghiệp phụ trợ, chịu tác động một phần từ chu kỳ kinh tế. Các sản phẩm từ giấy bao gồm: Giấy bao bì, giấy in – viết, giấy in tráng phủ, giấy tissue, giấy in báo và giấy khác. Trong đó, giấy bao bì là nhóm giấy sản xuất và tiêu thụ chính trong nước chiếm gần khoảng 80% lượng giấy tiêu thụ mỗi năm.

Trước năm 2024, dù tổng nguồn cung sản xuất giấy nhìn chung vượt so nhu cầu tiêu thụ, năng lực sản xuất trong nước vẫn chưa theo kịp nhu cầu thực tế. Theo chúng tôi, nguyên nhân chính nằm ở sự lệch pha trong cơ cấu cung – cầu giấy bao bì khi nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì thông thường ước tính chỉ chiếm khoảng 70% công suất thiết kế, trong khi sự tập trung đầu tư vào ngành giấy bao bì chiếm khoảng 85% công suất thiết kế toàn ngành.

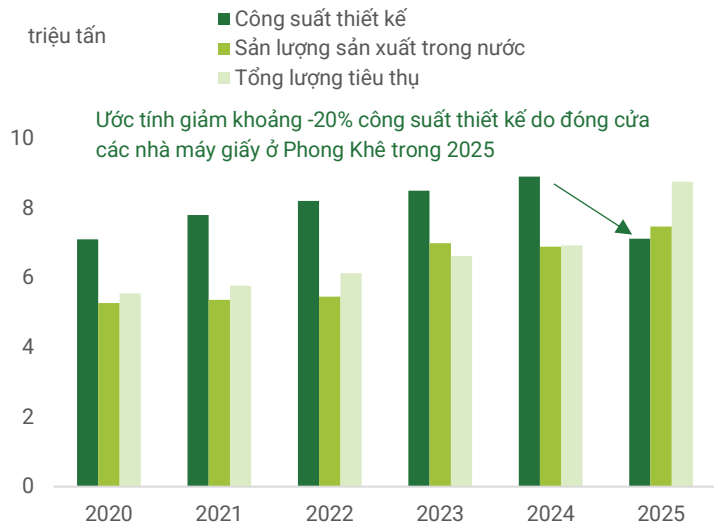
Từ năm 2025, việc các nhà máy tại Phong Khê phải đóng cửa do không đáp ứng tiêu chuẩn môi trường đã khiến nguồn cung giấy bao bì nội địa sụt giảm đáng kể, ước tính thấp hơn khoảng 20% so với năm 2024. Trong bối cảnh đó, lượng giấy bao bì nhập khẩu ròng năm 2025 tăng mạnh +83% yoy, tương đương khoảng 1.2 triệu tấn. Tuy nhiên, mức tăng này chủ yếu đến từ việc xuất khẩu giảm, trong khi lượng nhập khẩu thực tế chỉ đi ngang so với cùng kỳ. Điều này cho thấy nhập khẩu chưa đóng vai trò bù đắp đáng kể cho phần thiếu hụt nguồn cung trong nước, chúng tôi cho rằng điều này đến từ giá giấy nhập khẩu vẫn cao hơn so với mặt bằng giá nội địa. Theo đó, khi bối cảnh nhu cầu trong nước phục hồi trong khi nguồn cung nội địa bị thắt chặt, mặt bằng giá giấy đầu ra của ngành đã có xu hướng tăng lên.

Hình 3: Giấy bao bì chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tiêu thụ giấy trong nước



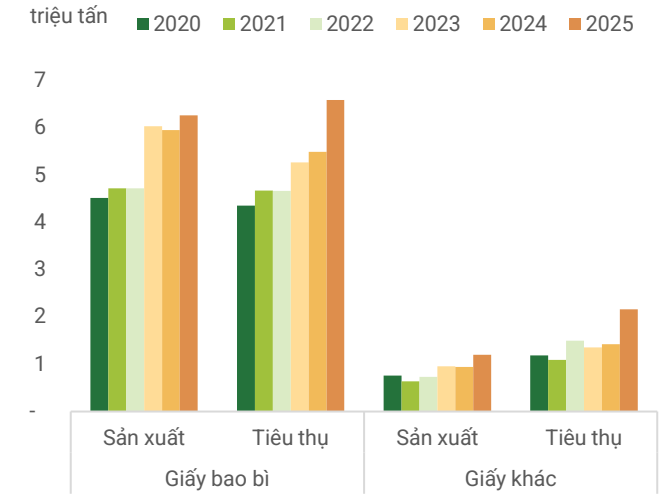
Nguồn: VPPA, PHS tổng hợp

Hình 4: Nhìn chung, ở hầu hết các năm, tổng nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng giấy nói chung vẫn lớn hơn so với năng lực sản xuất giấy của các doanh nghiệp trong nước



Nguồn: VPPA, PHS tổng hợp và ước tính

Hình 5: Trong đó, nhu cầu tiêu thụ và năng lực sản xuất hiện trong nước hiện đang tập trung chủ yếu vào nhóm giấy bao bì



Nguồn: VPPA, PHS tổng hợp và ước tính

Hình 6: Giá giấy carton đầu ra hiện đang duy trì xu hướng tăng nhờ nguồn cung thắt chặt

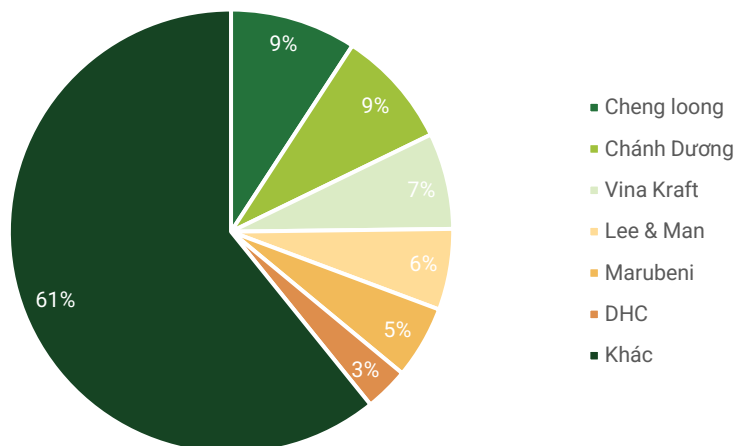


Nguồn: thitruonggiay, PHS tổng hợp

Hiện nay, khoảng 40% tổng năng lực sản xuất của toàn ngành được đóng góp bởi 9 dây chuyền thuộc khối doanh nghiệp FDI, chủ yếu đặt tại khu vực miền Nam. Vì vậy, xét trên phương diện năng lực sản xuất, khối FDI đang nắm vai trò dẫn dắt thị phần trong ngành giấy.






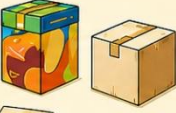
Đối với ngành giấy bao bì hiện nay, có 2 nhóm là giấy không tráng phủ và giấy tráng phủ. Sản xuất giấy ngành giấy Việt Nam nói chung và DHC nói riêng hiện nay chủ yếu tập trung vào sản xuất giấy bao bì không tráng làm thùng carton chiếm đến 82% và nguyên liệu sử dụng chủ yếu là giấy lè, giấy loại (OCC).

Hình 7: Xét theo năng lực sản xuất, phần lớn nhóm doanh nghiệp FDI là nhóm có năng lực dẫn đầu về công nghệ và năng lực sản xuất



Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

Hình 8: Đặc điểm của giấy không tráng phủ và giấy tráng phủ

GIẤY BAO BÌ KHÔNG TRÁNG PHỦ		GIẤY BAO BÌ CÓ TRÁNG PHỦ	
 Nguyên vật liệu đầu vào	 <ul style="list-style-type: none"> Sử dụng chủ yếu giấy tái chế (OCC) Thu mua trong nước và nhập khẩu Không tráng phủ bề mặt 	 <ul style="list-style-type: none"> Sử dụng sợi nguyên sinh (virgin fiber) Kết hợp ít sợi tái chế Tráng phủ bề mặt (kaolin, tinh bột, latex) 	
 Giá thành	 <ul style="list-style-type: none"> Chi phí sản xuất thấp hơn Nguyên liệu đầu vào rẻ hơn Quy trình ít công đoạn 	 <ul style="list-style-type: none"> Chi phí sản xuất cao hơn đáng kể Nguyên liệu đắt hơn Quy trình phức tạp hơn 	
 Giá bán	 <ul style="list-style-type: none"> Giá bán thấp hơn 15–25% Biên lợi nhuận phụ thuộc biến động giá OCC 	 <ul style="list-style-type: none"> Giá bán cao hơn 15–30% Biên lợi nhuận ổn định hơn Ít cạnh tranh về giá (phân khúc cao cấp) 	
 Sản phẩm đầu ra	 <ul style="list-style-type: none"> Kraftliner Testliner Medium / Fluting 	 <ul style="list-style-type: none"> Coated white-top testliner Coated liner Barrier-coated board Bao bì in ấn thương mại 	
 Ứng dụng sản phẩm	 <ul style="list-style-type: none"> Dùng cho bao bì xuất nhập khẩu Thương mại điện tử 	 <ul style="list-style-type: none"> Bao bì thực phẩm (chống dầu mỡ) Khay giấy Bao bì cán hình ảnh thương hiệu nổi bật 	

Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

2. Triển vọng ngành

Như đã đề cập trước đó, mặc dù ngành đang dư thừa công suất thiết kế nhưng năng lực sản xuất thực tế lại chưa đáp ứng được nhu cầu về tiêu thụ giấy trong nước. Theo đó, các dự án đầu tư mới vào ngành giấy hiện nay vẫn đang được triển khai. Theo như quan sát của chúng tôi, các doanh nghiệp lên kế hoạch đầu tư ngành giấy vào thị trường Việt Nam được dẫn dắt bởi các doanh nghiệp FDI.

Phần lớn các nhà máy trong kế hoạch dự kiến sẽ được đặt tại khu vực Tây Nam (cụm Hồ Chí Minh, Bình Dương). Ngành giấy là một trong những ngành sản xuất gây ô nhiễm môi trường bậc nhất, đặc biệt là môi trường nước. Do đó, mặc dù có rất nhiều các dự án có công suất và tổng mức đầu tư lớn của các doanh nghiệp FDI, nhưng hiện vẫn đang chưa được triển khai do vướng mắc về các vấn đề liên quan đến môi trường.

Bảng 3: Các dự án sản xuất giấy bao bì trong giai đoạn 2026 - 2030

STT	Doanh nghiệp	Loại vốn đầu tư	Nhà máy	Sản phẩm đầu ra	Công suất thiết kế (ngàn tấn/năm)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Dự kiến năm hoạt động	Suất đầu tư (tỷ đồng/tấn)	Địa điểm nhà máy
A. Các nhà máy được cấp phép đầu tư									
1	Cheng Loong	FDI - Trung Quốc	Cheng Loong Binh Duong Paper - Phase III	Recycled liner, kraft-top testliner	300	8,060	Nửa đầu năm 2026	20.2	Bình Dương
2	Giấy GĐT	Trong nước	Nhà máy giấy bao bì công nghệ cao - KCN Bảo Minh mở rộng	White top liner, testliner, medium.	300	2,560	Q3/2026	8.5	Nam Định
3	MZG (Miza)	Trong nước	Nhà máy Nghi Sơn GD 2	Kraftliner, whitetop liner	220	1,890	Q2/2026	18.9	Thanh Hóa
4	DHC	Trong nước	Giao Long 3	kraftliner, testliner	390	2,250	Q2/2028	5.8	Bến Tre
5	Giấy GĐT Thái Bình	Trong nước	Nhà máy giấy bao bì công nghệ cao Thái Bình	kraft, testliner, whitetop, duplex, medium	300	3,650	T7/2028 vận hành chạy thử	12.2	Thái Bình
B. Các nhà máy đang chờ phê duyệt đầu tư									
1	Lee&Man	FDI - Hongkong	Dự án giấy bao bì Lee&Man	testliner, medium	1,000	-	-	-	Hậu Giang
2	CT TNHH Chánh Dương (Nine Dragons)	FDI - Hongkong	Dự án duplex Chánh Dương / Nine Dragons	Duplex	1,200	-	-	-	Bình Dương
3	Tập đoàn An Việt Phát	Trong nước	Dự án giấy bao bì An Việt Phát	testliner, medium	300	-	-	-	Bình Phước
4	CTCP Giấy Vạn Điểm	Trong nước	Dự án giấy bao bì Vạn Điểm	testliner, medium	200	-	-	-	Hòa Bình
5	CTCP Giấy Hoàng Vân Thụ	Trong nước	Dự án giấy bao bì Hoàng Vân Thụ	testliner, medium	200	-	-	-	Thái Nguyên

Nguồn: PHS tổng hợp

Trong ngắn hạn, chúng tôi đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** với nhu cầu vững chắc từ thương mại điện tử và xuất nhập khẩu trong khi nguồn cung đang được thắt chặt, nhờ đó tiếp tục hỗ trợ cho triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp ngành giấy trong thời gian tới.

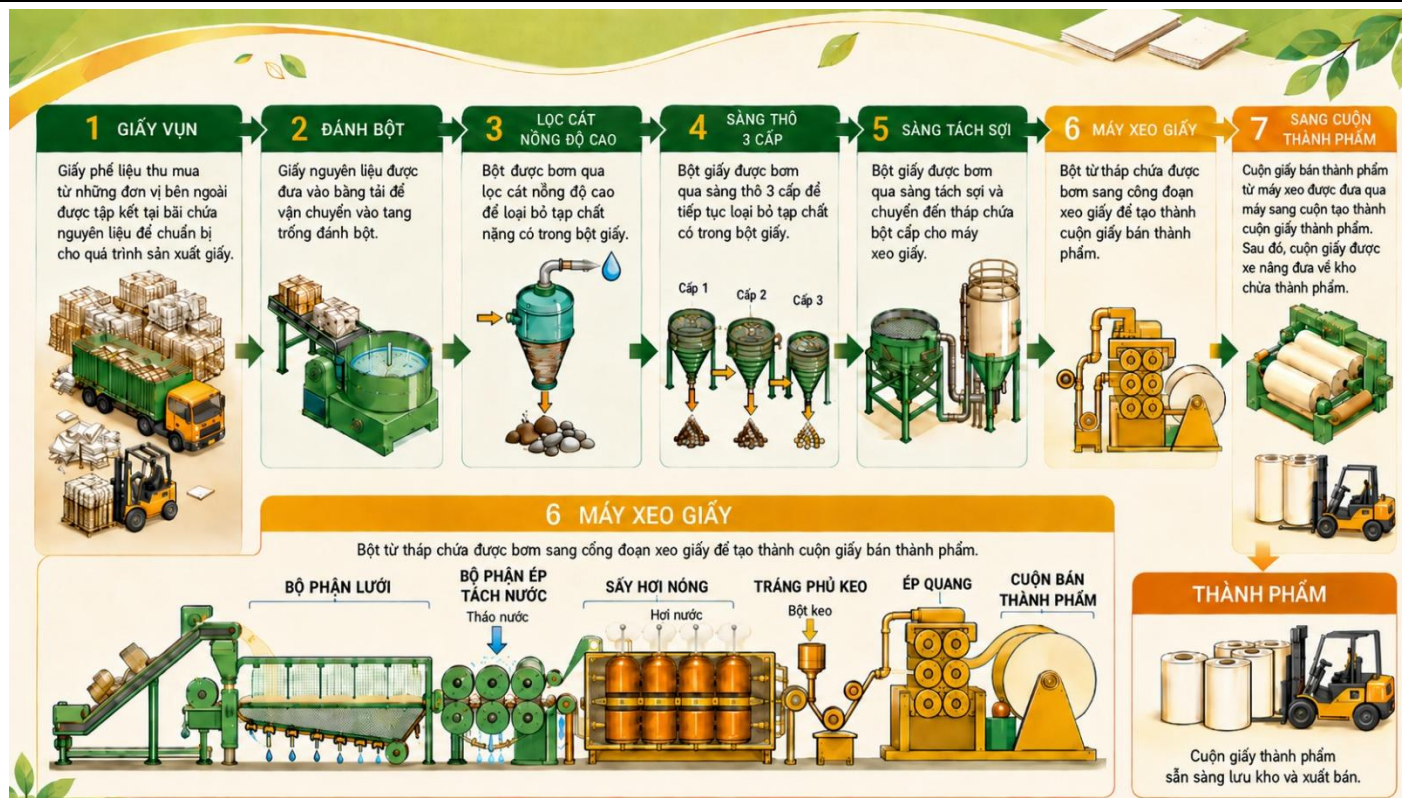
Trong trung hạn và dài hạn, chúng tôi cho rằng triển vọng ngành sẽ có sự phân hóa và cơ hội sẽ dành cho các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh, khả năng mở rộng công suất, đáp ứng các tiêu chuẩn về môi trường và cầu tiêu dùng vẫn tiếp tục tăng trưởng

III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

DHC hoạt động kinh doanh cốt lõi trong lĩnh vực sản xuất giấy và bao bì carton. DHC nằm ở vị trí trung nguồn của chuỗi giá trị ngành giấy khi doanh nghiệp chủ yếu ở hoạt động sản xuất giấy thông qua thu mua giấy phế liệu và chuyển hóa thành các sản phẩm để đến tay với các khách hàng thuộc nhóm B2B. Trong đó:

- **Đối với đầu vào:** DHC thu mua giấy phế liệu (OCC) từ nội địa khoảng 20%– 30%, phần còn lại được nhập khẩu từ các quốc gia như Mỹ, EU, Nhật Bản, Singapore, Úc... Vì vậy, biến động của giá OCC nội địa, nhập khẩu và tỷ giá là các yếu tố chính ảnh hưởng lên chi phí nguyên vật liệu. Thông thường, chi phí nguyên vật liệu ước tính chiếm khoảng gần 70% chi phí sản xuất.
- **Đối với đầu ra:** Sản phẩm chính của DHC là giấy lớp mặt (testliner) và giấy lớp sớng (medium) với các khách hàng chính ở các khu vực đồng bằng Sông Cửu Long (chiếm khoảng 30% thị phần), Đông Nam Bộ & Tp. Hồ Chí Minh (chiếm khoảng 12% thị phần).

Hình 9: Quy trình sản xuất giấy của DHC



Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

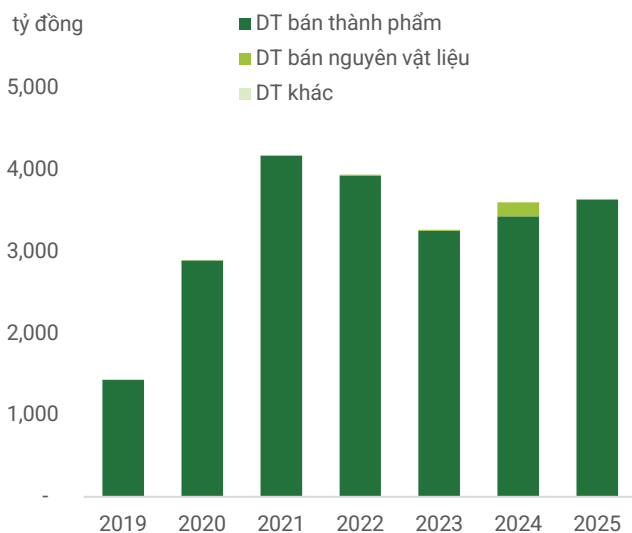
Bảng 4: Các mặt hàng sản phẩm chính của DHC

Giấy công nghiệp (giấy bao bì)		Bao bì carton
Giấy testliner (giấy lớp mặt)	Giấy medium (giấy lớp sóng)	Bao bì carton (thùng carton/vách ngăn carton)
<p>Đây là mặt hàng DHC tập trung sản xuất chính với cơ cấu sản xuất giấy testliner tại 2 nhà máy sản xuất giấy (Giao Long 1 & Giao Long 2) có tỷ lệ là lần lượt ước tính khoảng 45% và 80%.</p> <p>Do giá bán giấy testliner thường cao hơn 7% - 10% so với giấy medium, nên công ty tập trung sản xuất giấy testliner</p>	<p>Giấy medium là nhóm đóng góp sản phẩm đóng góp đứng thứ 2 trong cơ cấu kinh doanh của DHC, với cơ cấu sản xuất tại Giao Long 1 và Giao Long 2 ước đạt khoảng 55%/20%</p>	<p>Phục vụ nhu cầu đóng gói hàng hóa trong điều kiện môi trường ẩm cao</p>
<p>Nguyên liệu đầu vào để sản xuất giấy testliner và medium là giấy tái chế (giấy OCC) được mua cả trong nước và nước ngoài.</p> <p>Nguyên liệu giấy đầu vào trong nước chỉ đáp ứng khoảng 20- 30% nhu cầu sản xuất của doanh nghiệp, phần còn lại được doanh nghiệp nhập khẩu từ các quốc gia như Mỹ, EU, Singapore, Nhật Bản, Úc...</p>		<p>DHC có lợi thế tích hợp dọc khi mảng giấy công nghiệp cung cấp khoảng 50-60% nhu cầu giấy đầu vào cho mảng bao bì carton, qua đó góp phần giúp biên lợi nhuận mảng bao bì ổn định hơn trước biến động giá giấy cuộn.</p>

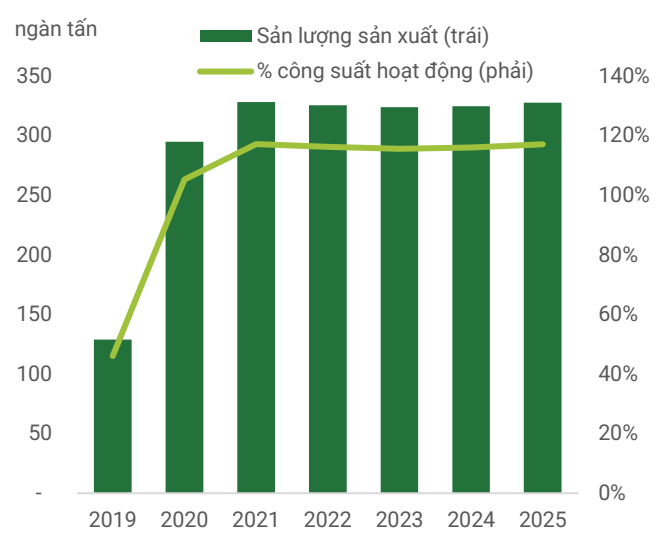
Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

1. Cơ cấu doanh thu

Nhìn chung cơ cấu doanh thu được đóng góp chính nhờ hoạt động kinh doanh và sản xuất giấy. Nhà máy Giao Long 2 bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2019, đã tạo ra cú hích tăng trưởng mạnh với CAGR 2019 – 2022 đạt khoảng +65%/năm. Kể từ các năm về sau, DHC vẫn duy trì doanh thu ổn định do chưa có đóng góp từ các dự án mới.

Hình 10: Hoạt động sản xuất và kinh doanh giấy đóng góp chính vào kết quả kinh doanh


Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

Hình 11: Nhìn chung 2 nhà máy hiện hữu của DHC qua các năm đều hoạt động trên công suất thiết kế


Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

Phân khúc chính hiện nay của DHC là ở phân khúc nhóm giấy tái chế với các đối thủ thuộc các doanh nghiệp FDI có năng lực về sản xuất lẫn quy mô, tuy nhiên DHC có ưu thế hơn về mặt chi phí nhờ vào linh hoạt trong sử dụng công nghệ với lõi sản xuất từ Đức trong khi phần vỏ đến từ Trung Quốc với giá thành hợp lý.

Với bối cảnh ngành giấy cạnh tranh cao khi chịu áp lực từ các doanh nghiệp FDI có nguồn vốn dồi dào và công nghệ tốt hơn. Chúng tôi nhận thấy rằng DHC vẫn sở hữu những lợi thế cạnh tranh riêng biệt để duy trì năng lực kinh doanh và phát triển trong ngành dựa trên:

(1) Lợi thế về vùng địa lý: DHC đặt trụ sở và toàn bộ nhà máy sản xuất tại KCN Giao Long, tỉnh Bến Tre – nằm ở trung tâm khu vực Đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) – khu vực sản xuất nông – thủy sản lớn nhất cả nước, có nhu cầu bao bì công nghiệp mang tính thường xuyên. Với lợi thế địa lý gần các doanh nghiệp nói trên, giúp DHC có chi phí vận chuyển đầu ra thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp FDI đặt nhà máy tại Bình Dương, Long An khi giao hàng về khu vực miền Tây.

(2) Chi phí cho suất đầu tư thấp: Các nhà máy của DHC được thiết kế theo hướng tối ưu hóa suất đầu tư, trong đó doanh nghiệp ưu tiên nhập khẩu các thiết bị lõi từ Đức nhằm đảm bảo chất lượng và hiệu suất vận hành, trong khi một phần cấu kiện phụ trợ được lựa chọn từ các nhà cung cấp có chi phí cạnh tranh hơn. Đồng thời, doanh nghiệp cũng chủ động trong việc thi công thay vì thuê nhà thầu. Nhờ đó, cách tiếp cận này giúp DHC duy trì suất đầu tư trên mỗi đơn vị công suất ở mức thấp hơn đáng kể so với mặt bằng nhiều dự án FDI cùng phân khúc mà chúng tôi tham khảo.

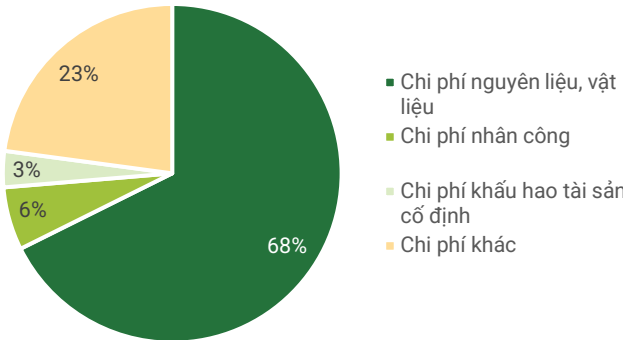
Theo ước tính của chúng tôi, GL3 có suất đầu tư khoảng 5.8 tỷ đồng/tấn - thấp hơn khoảng 2.6 lần so với mức trung bình của nhóm dự án tham chiếu trong giai đoạn 2026–2028. Chúng tôi cho rằng với suất đầu tư thấp mang lại hai lợi ích: (i) khi nhà máy vận hành ở mức công suất hợp lý, chi phí khấu hao phân bổ trên mỗi tấn sản phẩm thấp hơn giúp giá thành sản xuất thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành; và (ii) điểm hòa vốn thấp hơn, qua đó giúp doanh nghiệp linh hoạt hơn trong các giai đoạn nhu cầu thị trường suy yếu tạm thời. Chúng tôi cho rằng đây là một lợi thế chi phí, góp phần hỗ trợ khả năng duy trì hiệu quả hoạt động của DHC tốt hơn tương đối so với một số doanh nghiệp cùng ngành trong các pha giảm của chu kỳ.

2. Biên lợi nhuận gộp

Chi phí nguyên vật liệu ước tính chiếm khoảng gần 70% chi phí sản xuất. Trong đó, phần lớn nguyên liệu đầu vào của DHC là giấy OCC nhập khẩu với tỷ trọng nhập khẩu khoảng 70%, 30% còn lại đến từ thu mua giấy phế liệu trong nước. Do đó, sự biến động về giá nguyên vật liệu nhập khẩu cũng như tỷ giá sẽ tác động chính lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

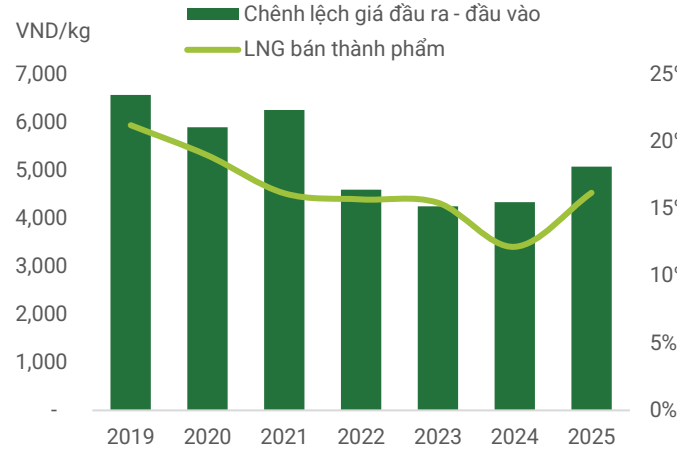
Đối với tồn kho, thông thường doanh nghiệp sẽ tích trữ lượng hàng tồn kho trước khi sản xuất khoảng 1 quý. Vì vậy, sự biến động của biên lợi nhuận gộp sẽ đến từ chênh lệch giá bán hiện tại so với giá nguyên vật liệu tồn của quý trước đó.

Hình 12: Chi phí nguyên liệu ước tính chiếm khoảng gần 70% cơ cấu chi phí sản xuất



Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

Hình 13: Biến động của biên lợi nhuận gộp đến từ biến động giá nguyên vật liệu nhập khẩu

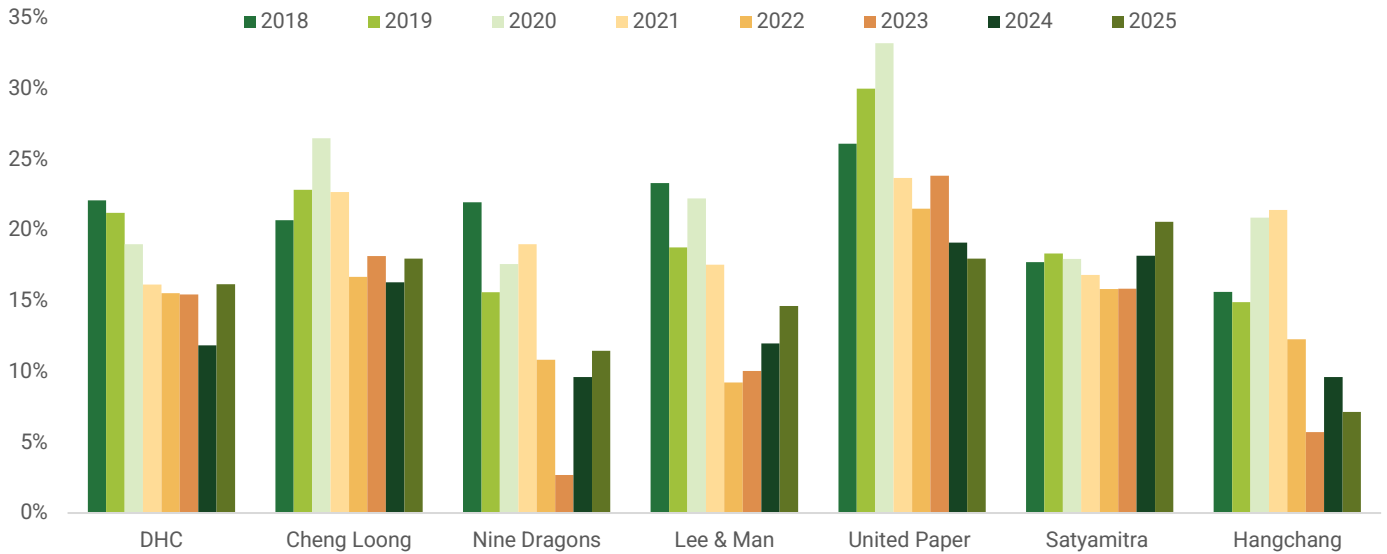


Nguồn: DHC, thitruonggiay, VPPA, PHS ước tính và tổng hợp

Để đánh giá hiệu quả hoạt động của DHC so với các doanh nghiệp cùng ngành, chúng tôi sử dụng nhóm doanh nghiệp sản xuất giấy công nghiệp, bao bì niêm yết tại các thị trường châu Á làm tham chiếu. Trong đó, bao gồm: Cheng Loong (Đài Loan), Nine Dragons và Lee & Man (Hong Kong), Rengo và The Pack Corporation (Nhật Bản), United Paper (Thái Lan), Satyamitra (Indonesia), Hanchang Paper (Hàn Quốc). Chúng tôi cho rằng cách tiếp cận này phù hợp hơn so với việc chỉ so sánh với các doanh nghiệp niêm yết trong nước. Do số lượng doanh nghiệp giấy cùng ngành niêm yết tại Việt Nam còn hạn chế và chưa phản ánh đầy đủ đặc điểm ngành, quy mô hoạt động cũng như mức độ đầu tư công nghệ.

Giai đoạn 2021–2023, biên gộp của DHC và ngành giấy quốc tế chịu áp lực suy giảm do giá nguyên liệu tăng mạnh và tác động của đại dịch Covid-19 đến nhu cầu tiêu thụ bao bì giấy. Trái ngược với xu hướng hồi phục nhẹ của nhóm doanh nghiệp giấy/bao bì quốc tế trong giai đoạn sau đó (2024–2025), DHC ghi nhận biên gộp giảm xuống mức đáy trong năm 2024 do tình trạng dư cung khoảng 35% cùng áp lực cạnh tranh giá từ các nhà máy mới tại Việt Nam, trong khi tốc độ tăng giá bán không theo kịp biến động chi phí đầu vào. Trên thực tế, chúng tôi cho rằng sự cải thiện biên gộp của doanh nghiệp quốc tế chủ yếu đến từ các biện pháp tối ưu nội tại thay vì động lực từ nhu cầu thị trường. Trên cơ sở đó, chúng tôi nhận thấy hiệu quả hoạt động cũng như biên lợi nhuận gộp của DHC nhìn chung tương đối tiệm cận với mặt bằng các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, mặc dù quy mô vốn đầu tư của DHC thấp hơn đáng kể so với nhiều doanh nghiệp giấy bao bì quốc tế.

Hình 14: Biên lợi nhuận gộp của DHC nhìn chung tương đối tiệm cận với ngành mặc dù mức suất đầu tư và công nghệ ít cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp quốc tế



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

IV. ĐIỂM NHẤN TÀI CHÍNH

1. Về cơ cấu tài sản & nguồn vốn

Nhìn chung, DHC sở hữu bảng cân đối kế toán tương đối lành mạnh khi trong những năm gần đây DHC luôn duy trì lượng lớn các tài sản có tính thanh khoản cao (tiền & tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn). Đồng thời, doanh nghiệp luôn duy trì một tỷ lệ vay thấp (chủ yếu là vay ngắn hạn, nhằm mục đích tài trợ cho vốn lưu động). Chi tiết như sau:

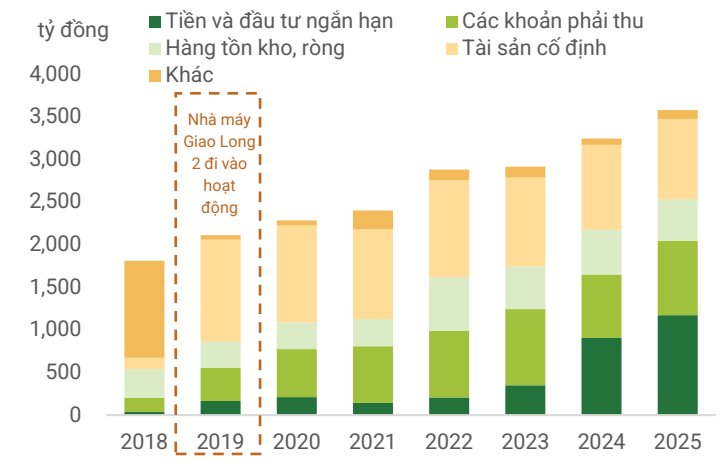
- **Cơ cấu tài sản:** Giai đoạn 2023 – 2025, DHC chủ động tích lũy tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn, với tỷ trọng bình quân đạt khoảng 24% tổng tài sản – mức cao so với lịch sử. Chúng tôi đánh giá đây là chiến lược quản trị tài chính thận trọng và phù hợp với bối cảnh hiện tại, đến từ 2 yếu tố:

(i) **Bối cảnh ngành giấy chưa quá khởi sắc:** Trong giai đoạn 2023 – 2025 một số các doanh nghiệp niêm yết ngành giấy duy trì tỷ lệ tiền và đầu tư ngắn hạn/tổng tài sản, phản ánh xu hướng thắt chặt quản trị dòng tiền khi nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì trong nước phục hồi chậm, áp lực cạnh tranh do dư cung và biến động giá nguyên liệu khiến việc nắm giữ nhiều tài sản thanh khoản cao giúp doanh nghiệp linh hoạt ứng phó với biến động giá nguyên liệu OCC và tạo cơ hội đầu tư mới.

(ii) **Tích lũy dòng tiền phục vụ đầu tư Giao Long 3:** Với tổng mức đầu tư ước tính hơn 2,000 tỷ đồng – gấp đôi quy mô so với dự án Giao Long 2 – Giao Long 3 là khoản đầu tư trọng yếu nhất của DHC. Việc chủ động tích lũy thanh khoản từ sớm giúp doanh nghiệp giảm phụ thuộc vào vay nợ bên ngoài, kiểm soát chi phí vốn và chủ động tiến độ triển khai dự án khi điều kiện thị trường chín muồi – dự kiến GL3 đi vào vận hành trong cuối 2027.

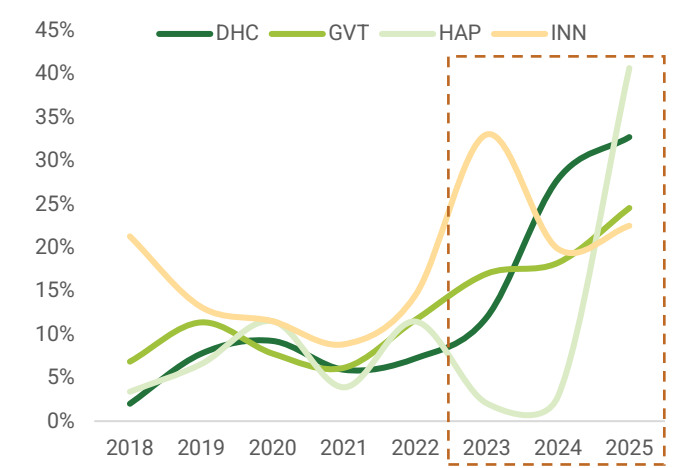
- **Cơ cấu nguồn vốn:** Hệ số D/E kể từ sau năm 2018 luôn được duy trì tỷ lệ thấp nhờ DHC tập trung tất toán các khoản nợ vay dài hạn cho nhà máy Giao Long 2.

Hình 15: DHC duy trì tỷ lệ tiền và đầu tư ngắn hạn ở mức cao nhằm đảm bảo thanh khoản và cơ hội thích hợp cho đầu tư mới



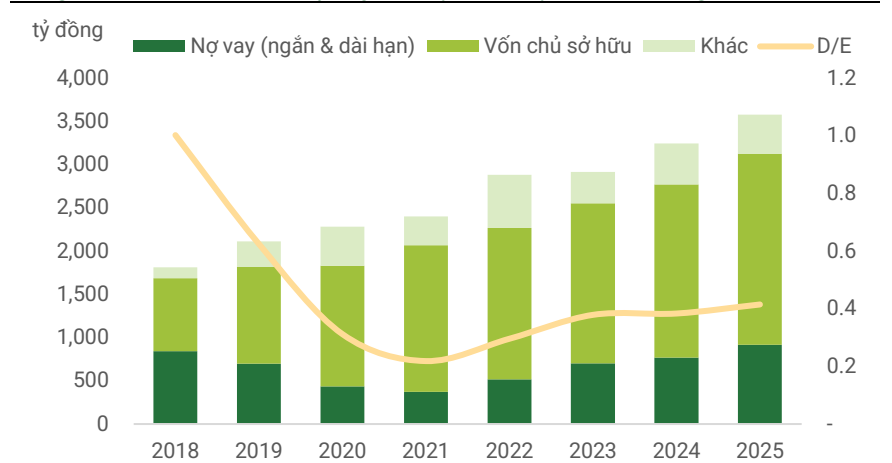
Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

Hình 16: Tỷ lệ tiền & đầu tư ngắn hạn/Tổng tài sản tăng trong giai đoạn 2023 – 2025 so với trước đó, phản ánh xu hướng tập trung quản trị dòng tiền



Nguồn: PHS tổng hợp

Hình 17: Hệ số D/E giảm mạnh từ sau giai đoạn 2018 nhờ doanh nghiệp tập trung tất toán các khoản nợ vay dài hạn của dự án Giao Long 2



Nguồn: thitruonggiay, PHS tổng hợp

2. Về các hệ số

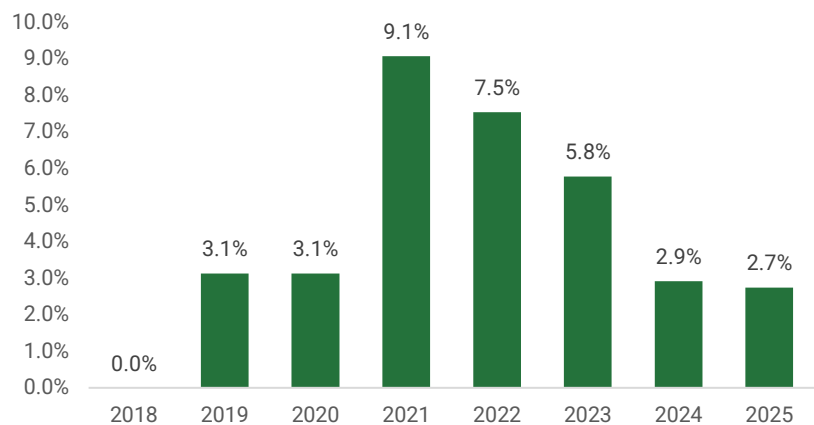
Chúng tôi tiếp tục sử dụng các doanh nghiệp quốc tế được đề cập phía trên, để so sánh với DHC để đánh giá hiệu quả về hoạt động và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, chúng tôi nhận thấy DHC duy trì hiệu quả hoạt động ở mức tương đối tích cực, thể hiện qua các chỉ tiêu vận hành và khả năng sinh lời ở mức tiệm cận với nhóm doanh nghiệp quy mô lớn trong khu vực, dù quy mô vốn và nền tảng công nghệ của DHC nhìn chung vẫn khiêm tốn hơn.

Bảng 5: Các hệ số liên quan đến tình hình hoạt động của DHC so với các doanh nghiệp quốc tế cùng ngành

Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên gộp								
Trung vị ngành	21.3%	18.6%	21.5%	20.2%	14.0%	12.9%	14.1%	16.3%
Trung bình ngành	20.9%	20.1%	23.1%	20.2%	14.4%	12.7%	14.1%	15.0%
DHC	22.1%	21.2%	19.0%	16.2%	15.5%	15.5%	11.8%	16.2%
Biên EBITDA								
Trung vị ngành	16.2%	14.9%	17.8%	15.1%	9.5%	7.3%	9.4%	11.1%
Trung bình ngành	17.4%	16.7%	19.5%	16.6%	10.2%	10.0%	11.0%	11.4%
DHC	21.8%	20.5%	18.8%	14.7%	14.1%	14.1%	10.5%	14.7%
Biên ròng								
Trung vị ngành	12.0%	6.4%	8.7%	9.4%	4.8%	1.4%	1.3%	2.5%
Trung bình ngành	11.1%	9.1%	11.4%	10.6%	5.7%	3.1%	4.3%	3.8%
DHC	14.5%	12.7%	13.6%	11.6%	9.6%	9.5%	6.7%	10.8%
ROIC								
Trung vị ngành	10.7%	6.3%	8.7%	9.1%	3.5%	2.2%	3.3%	3.4%
Trung bình ngành	12.2%	9.6%	11.4%	11.1%	5.7%	3.3%	4.5%	3.6%
DHC	10.9%	11.7%	25.4%	26.7%	19.4%	14.1%	10.5%	14.8%
ROE								
Trung vị ngành	19.7%	10.2%	12.3%	14.9%	7.8%	2.2%	2.6%	4.0%
Trung bình ngành	19.7%	12.5%	14.4%	15.8%	8.0%	0.9%	4.5%	2.2%
DHC	15.9%	16.2%	28.1%	28.4%	21.7%	16.7%	12.1%	17.8%
ROA								
Trung vị ngành	8.6%	4.7%	6.1%	6.8%	3.5%	1.0%	1.0%	1.5%
Trung bình ngành	9.9%	7.7%	9.2%	9.4%	5.1%	2.3%	3.0%	2.1%
DHC	7.4%	8.6%	17.2%	20.0%	13.2%	10.6%	7.5%	11.0%
Nợ/Vốn chủ								
Trung vị ngành	0.7	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8	1.0	1.1
Trung bình ngành	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	0.9	0.9	1.0
DHC	1.0	0.6	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4

Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

Nhờ sở hữu bảng cân đối kế toán lành mạnh, DHC luôn duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt trong giai đoạn 2019 – 2025 với tỷ suất khoảng 5%/năm

Hình 18: Tỷ suất chia cổ tức mỗi năm trung bình đạt khoảng 5%.


Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

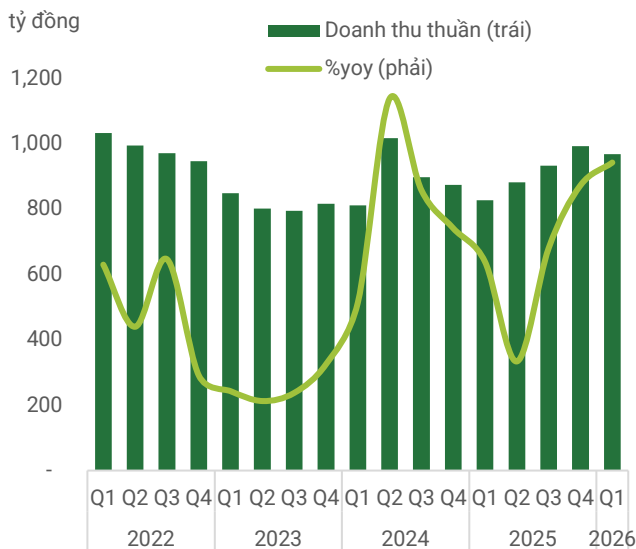
V. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong Q1/2026, DHC ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan với doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt đạt 967 tỷ đồng (+17%yoy) và 137 tỷ đồng (+81%yoy) – hoàn thành lần lượt khoảng 26% và 46% kế hoạch kinh doanh đề ra. Chi tiết như sau:

1. Doanh thu thuần trong Q1/2025 ghi nhận mức tăng trưởng khả quan +17%yoy chủ yếu nhờ mặt bằng giá bán bình quân cải thiện với ước tính giá bán đầu ra đạt khoảng 10.7 ngàn đồng (+14%yoy).
2. Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh +9.0 điểm phần trăm so với cùng kỳ, được dẫn dắt bởi mặt bằng giá giấy đầu ra tăng. Nguyên nhân cốt lõi đến từ cú sốc cung phía ngành: 336/338 nhà máy sản xuất giấy tại cụm Phong Khê (Bắc Ninh) buộc phải ngừng hoạt động do vi phạm tiêu chuẩn môi trường, khiến nguồn cung giấy bao bì thu hẹp ước tính khoảng 1.5 triệu tấn – tương đương giảm khoảng 20% tổng công suất thiết kế toàn ngành. Sự thắt chặt cung đột ngột này tạo ra chênh lệch cung – cầu có lợi cho các nhà sản xuất còn lại như DHC, qua đó góp phần tăng giá bán mặt bằng chung và cải thiện biên gộp.
3. LNST-CĐTS cải thiện +81%yoy nhờ biên gộp ghi nhận mức tăng tích cực so với cùng kỳ.

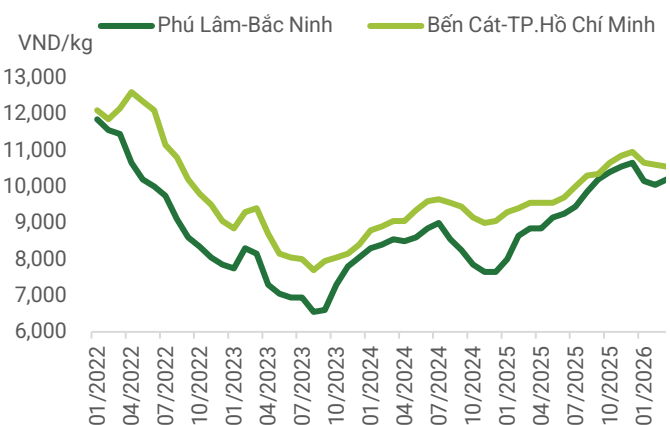
Đối với triển vọng trong 2026, chúng tôi cho rằng DHC vẫn sẽ tiếp tục duy trì xu hướng cải thiện biên lợi nhuận nhờ vào nhu cầu vững chắc và nguồn cung sản xuất vẫn đang thắt chặt. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và LNST-CĐTS 2026 dự phóng lần lượt đạt 4,064 tỷ đồng (+12%yoy) và 475 tỷ đồng (+21%yoy)

Hình 19: Doanh thu thuần ghi nhận mức tăng tích cực so với cùng kỳ nhờ vào mặt bằng giá bán cải thiện



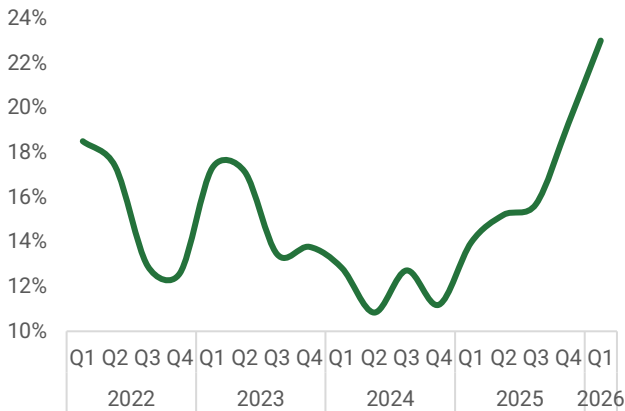
Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

Hình 20: Giá giấy bao bì bán ra trên thị trường trong Q1/2026 có xu hướng tăng so với cùng kỳ do thắt chặt nguồn cung



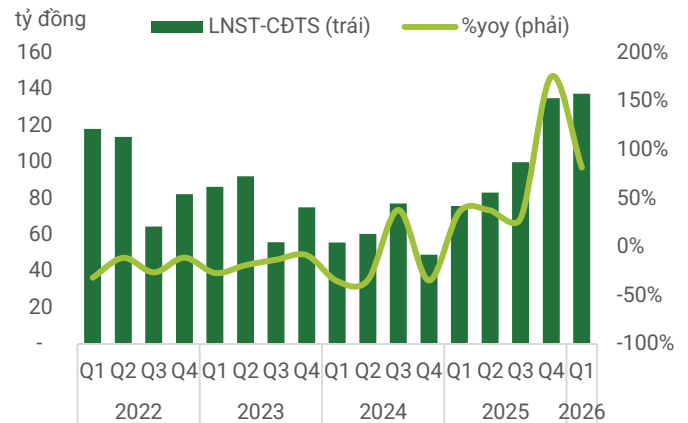
Nguồn: thitruonggiay, PHS ước tính và tổng hợp

Hình 21: ...nhờ đó, biên lợi nhuận gộp qua các quý trong năm 2025 duy trì xu hướng tăng nhờ do cắt giảm nguồn cung



Nguồn: DHC, PHS tổng hợp

Hình 22: LNST-CĐTS ghi nhận mức tăng tích cực nhờ biên gộp cải thiện so với cùng kỳ



Nguồn: DHC, thitruonggiay, VPPA, PHS ước tính và tổng hợp

VI. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Doanh thu ước tính tăng trưởng +12%yoy được hỗ trợ chủ yếu nhờ giá bán.

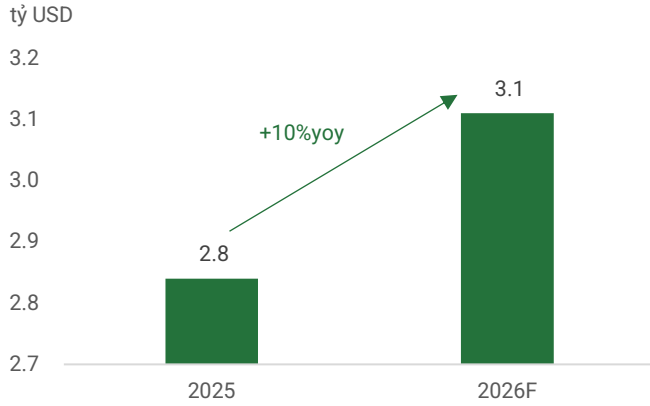
Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng trong năm 2026 sẽ được hỗ trợ bởi giá bán cải thiện hơn là cải thiện về sản lượng khi công suất thực hiện của các nhà máy giấy gồm Giao Long 1 và Giao Long 2 đã được lấy đầy trong khi nhà máy Giao Long 3 sẽ dự kiến đi vào hoạt động trong cuối năm 2027.

Đối với giá bán, chúng tôi kỳ vọng mặt bằng giá bán trong năm 2026 tiếp tục đà tăng trưởng với mức tăng bình quân +10%yoy, nhờ vào:

- (i) **Cầu tiêu dùng duy trì tăng nhẹ nhờ xu hướng tăng trưởng của thương mại điện tử và hoạt động xuất nhập khẩu duy trì đà hồi phục:** Theo Mordor Intelligence, thị trường giấy bao bì tại Việt Nam trong 2026 dự kiến tăng trưởng khoảng +10%yoy – được hỗ trợ bởi chính bởi các hoạt động thương mại điện tử và xuất nhập khẩu. Qua đó, chúng tôi kỳ vọng cầu tiêu dùng bao bì sẽ tiếp tục vững chắc so với cùng kỳ.
- (ii) **Nguồn cung mới trong năm 2026 chưa đủ bù đắp phần công suất thiếu hụt trước đó:** Theo ước tính của chúng tôi, phần công suất bổ sung từ các nhà máy mới dự kiến vận hành trong năm 2026 vẫn chưa đủ để bù đắp khoảng trống nguồn cung hình thành sau giai đoạn cắt giảm công suất trước đó. Cụ thể, tổng công suất dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2026F chỉ đạt khoảng 7.9 triệu tấn, tương đương khoảng 89% công suất thiết kế của năm 2023 – thời điểm trước khi các nhà máy tại Phong Khê đóng cửa
- (iii) **Khả năng cải thiện giá bán:** Nhờ nhu cầu tiêu thụ vững chắc, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có thể chuyển phần chi phí gia tăng từ chi phí nguyên liệu, vận chuyển và năng lượng vào giá bán, đặc biệt trong bối cảnh cạnh tranh địa chính trị như hiện nay.

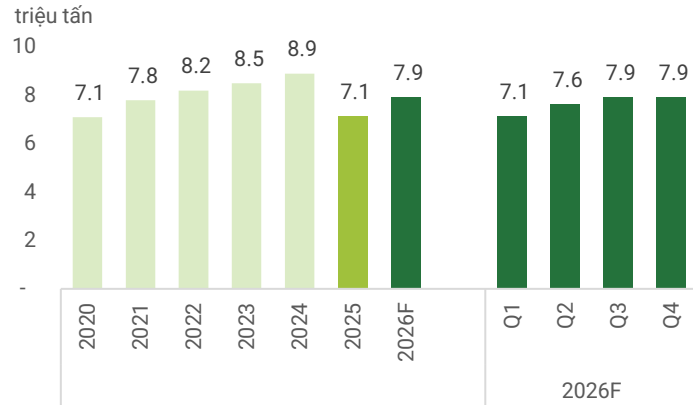
Theo đó, chúng tôi ước tính giá bán bình quân trong 2026 đạt khoảng 10.1 ngàn VND/kg (+10%yoy), tương đương với doanh thu ước đạt 4,061 tỷ đồng (+12%yoy).

Hình 23: Thị trường giấy bao bì Việt Nam trong 2026F ước tính tăng trưởng +10%yoy nhờ xu hướng thương mại điện tử và hoạt động xuất nhập khẩu duy trì đà hồi phục



Nguồn: Mordor Intelligence, PHS ước tính và tổng hợp

Hình 24: Tổng công suất thiết kế của các nhà máy mới dự kiến đi vào hoạt động trong 2026F chưa bù đắp được công phân công suất thiếu hụt do sự kiện đóng cửa các nhà máy tại Phong Khê

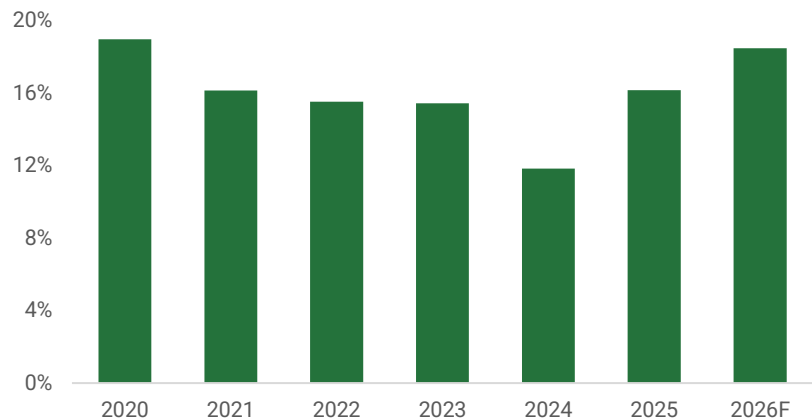


Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp ước tính cải thiện +2.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ nhờ giá bán cải thiện.

Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp trong 2026 dự kiến ghi nhận mức tăng +2.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ, được hỗ trợ chính bởi nguồn tồn kho giá rẻ cùng với khả năng cải thiện giá bán. Cụ thể, Chúng tôi ước tính DHC có thể sử dụng nguồn nguyên liệu tồn kho giá thấp đến hết Q2/2026, với chi phí bình quân khoảng 4.8 nghìn đồng/kg, thấp hơn khoảng 7% so với giá nguyên liệu đầu vào trên thị trường trong Q1/2026. Ngoài ra, theo dự báo của VPPA, giá OCC trong Q2-Q3/2026 dự kiến bình quân khoảng 189 USD/tấn, tương đương khoảng 5.0 nghìn đồng/kg (+7%yoy). Lưu ý là doanh nghiệp thường nhập trước nguyên vật liệu khoảng 3 – 4 tháng. Theo đó, chúng tôi dự phóng chi phí nguyên vật liệu đầu vào bình quân năm 2026 của DHC ở mức khoảng 4.9 nghìn đồng/kg (+5%yoy) – thấp hơn so với mức tăng của giá bán ước tính trong 2026. Cùng với tình hình thiếu hụt nguồn cung như đề cập bên trên, chúng tôi cho rằng với biên LNG của DHC sẽ tiếp tục duy trì khả quan trong 2026.

Hình 25: Biên lợi nhuận gộp ước tính cải thiện +2.3 điểm phần trăm so với cùng kỳ nhờ nguyên vật liệu giá rẻ và năng lực cải thiện giá bán



Nguồn: PHS ước tính và tổng hợp

3. Định giá hấp dẫn

Với triển vọng LNST-CĐTTS năm 2026 dự kiến tăng trưởng khả quan ở mức +21% YoY, trong khi P/E forward 2026 hiện chỉ ở mức 7.6x, tương đương vùng -2 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm gần nhất, chúng tôi cho rằng đây là vùng định giá hấp dẫn để tích lũy.

Hình 26: Định giá P/E trong giai đoạn 5 năm



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

VII. RỦI RO

- (1) **Giá OCC cao hơn so với dự kiến:** OCC (giấy phế liệu tái chế) là nguyên liệu chính chiếm tỷ trọng lớn khoảng gần 70% trong cơ cấu chi phí sản xuất của DHC. Do đó, biến động về giá nguyên liệu nhập khẩu và tỷ giá sẽ tác động chính lên biên lợi nhuận gộp.
- (2) **Biến động tỷ giá:** DHC nhập khẩu khoảng 70%–80% nhu cầu OCC từ Mỹ, EU, Nhật Bản và Singapore, thanh toán bằng ngoại tệ. Khi VND mất giá so với USD, chi phí nguyên liệu nhập khẩu tính theo VND tăng lên, tạo thêm áp lực lên biên lợi nhuận. Đồng thời, thiết bị nhập khẩu phục vụ dự án GL3 cũng chịu ảnh hưởng từ biến động tỷ giá, có thể làm tăng tổng mức đầu tư thực tế so với kế hoạch.
- (3) **Cầu tiêu dùng thấp hơn so với kỳ vọng:** Cầu tiêu dùng yếu sẽ khiến cho DHC khó cải thiện giá bán trong khi chi phí nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng tăng do ảnh hưởng của xung đột địa chính trị.
- (4) **Tiến độ nhà máy Giao Long 3 chậm hơn so với kế hoạch:** Nếu nhà máy Giao Long 3 chậm triển khai so với kế hoạch, dự kiến sẽ nhận tăng trưởng sản lượng và lợi nhuận sau 2028 thấp hơn kỳ vọng do công suất mới chưa kịp đóng góp. Ngoài ra, tiến độ kéo dài có thể làm tăng chi phí đầu tư và chi phí tài chính, qua đó ảnh hưởng đến hiệu quả sinh lời của dự án.

VIII. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Bảng 6: Ước tính kết quả kinh doanh DHC trong 2026F

(Tỷ đồng)	2025A	2026F	%yoy (2026/2025)	% Dự phóng so với kế hoạch 2026	Nhận định
Doanh thu thuần	3,631	4,064	12%	111%	Ước tính doanh thu tăng trưởng +12%yoy nhờ vào mặt bằng giá bán cải thiện trong bối cảnh nguồn cung đang thắt chặt sau sự kiện các nhà máy ở Phong Khê và nhu cầu vững chắc
<i>DT bán thành phẩm</i>	3,629	4,061	12%		
<i>DT bán nguyên vật liệu</i>	2	3	50%		
<i>DT khác</i>	0	0	0%		
Lợi nhuận gộp	587	751	28%		
<i>LNG bán thành phẩm</i>	588	751	28%		
<i>LNG bán nguyên vật liệu</i>	5	6	22%		
<i>LNG khác</i>	(5)	(5)	0%		
Biên LNG	16%	18%	2.3		Ước tính biên lợi nhuận gộp cải thiện 2.3 điểm phần trăm nhờ vào giá bán cải thiện trong khi tồn kho giá rẻ duy trì được trong nửa đầu năm
<i>Bán thành phẩm</i>	16%	18%	2.3		
<i>Bán nguyên vật liệu</i>	232%	188%	(44.0)		
<i>Khác</i>	-13280%	-13280%	-		
<i>Chi phí bán hàng & QLDN</i>	(164)	(183)	12%		
Lợi nhuận từ HĐKD	424	568	34%		
<i>Lợi nhuận tài chính</i>	64	89	38%		
<i>Chi phí tài chính</i>	(39)	(112)	190%		
<i>Chi phí lãi vay</i>	(34)	(107)	219%		Chi phí lãi vay gia tăng trong bối cảnh đầu tư mới cho nhà máy Giao Long 3
<i>Thu nhập/ (chi phí) khác</i>	7	7	0%		
<i>Lợi nhuận trước thuế</i>	457	553	21%		
Lợi nhuận sau thuế	393	475	21%	158%	
<i>Biên LNR</i>	11%	12%	8%		
<i>MI</i>	0	0	21%		
LNST của cổ đông Công ty mẹ	393	475	21%		

Nguồn: DHC, PHS ước tính và tổng hợp

IX. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp P/E multiples và DCF với tỷ lệ 70%:30% để ước tính giá trị hợp lý của DHC. Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với DHC với giá mục tiêu 44,700 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá khoảng 28% so với giá đóng cửa tại ngày 21/05/2026.

Bảng 7: Tổng hợp định giá

	Tỷ trọng	Giá trị hợp lý	
P/E multiples	70%	43,400	30,400
DCF	30%	47,800	14,300
Giá mục tiêu		44,700	
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)		35,050	
Upside (%)		28%	

Bảng 8: Định giá theo phương pháp DCF

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HKDK cốt lõi	424	568	620	687	802	842
(+) Khấu hao	111	162	252	326	344	375
(-) Thuế	(64)	(78)	(81)	(92)	(110)	(120)
(-) Vốn lưu động	9	(140)	(132)	(336)	(268)	(196)
(-) Capex	(183)	(1,117)	(915)	(249)	(297)	(329)
Unlevered FCFF	297	(604)	(256)	337	471	571
Số kỳ chiết khấu		0.6	1.6	2.6	3.6	4.6
Hệ số chiết khấu		0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
Discounted FCFF		(572)	(222)	266	341	378
PV of FCF		191				
g	0.5%					
Normalized FCFFt+1	744					
Terminal value	8,382					
Present value of terminal value	5,067					
Giá trị hiện tại	5,258					
(+) Tiền và tương đương tiền	1,554					
(-) Nợ vay	(2,069)					
(-) MI	(128)					
Giá trị vốn chủ sở hữu	4,615					
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ)	97					
Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	47,800					
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)	35,050					
Upside (%)	36%					

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Bảng 9: Định giá theo phương pháp P/E multiples

P/E	
P/E mục tiêu	9.0
EPS fw 2026 (VND/cổ phiếu)	4,823
Giá mục tiêu	43,400
Giá hiện tại (VND/cổ phiếu)	35,050
Upside (%)	24%

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3,259	3,597	3,631	4,064	4,637
Giá vốn hàng bán	(2,755)	(3,170)	(3,044)	(3,312)	(3,808)
Lợi nhuận gộp	504	426	587	751	829
Chi phí bán hàng và QLDN	(38)	(40)	(41)	(45)	(52)
Lợi nhuận từ HĐKD	358	274	424	568	620
Lợi nhuận tài chính	29	34	64	89	98
Chi phí tài chính	(38)	(39)	(39)	(112)	(146)
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	2	2	1	1	1
Thu nhập khác, ròng	8	8	7	7	7
Lợi nhuận trước thuế	358	279	457	553	580
Lợi nhuận sau thuế	309	242	393	475	499
LNST của cổ đông Công ty mẹ	309	242	393	475	498
Cân đối kế toán	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Tài Sản Ngắn Hạn	1,785	2,186	2,552	3,124	2,830
Tiền và tương đương tiền	247	571	408	791	301
Đầu tư tài chính ngắn hạn	101	334	763	763	763
Phải thu ngắn hạn	894	745	871	871	969
Hàng tồn kho	504	524	492	678	774
Tài sản ngắn hạn khác	39	12	18	20	23
Tài Sản Dài Hạn	1,130	1,058	1,027	1,982	2,644
Phải thu dài hạn	5	3	0	0	0
Tài sản cố định	1,042	994	942	1,896	2,559
Chi phí xây dựng dở dang	46	17	52	52	52
Đầu tư tài chính dài hạn	7	6	8	8	8
Tài sản dài hạn khác	31	39	25	25	25
Tổng cộng tài sản	2,915	3,245	3,579	5,105	5,474
Nợ phải trả	1,063	1,242	1,368	2,585	2,631
Nợ ngắn hạn	1,062	1,236	1,368	1,489	1,900
Nợ dài hạn	1	6	-	1,097	731
Vốn chủ sở hữu	1,852	2,003	2,211	2,520	2,844
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	1,512	1,648	1,848	2,156	2,480
Lợi ích cổ đông thiểu số	102	117	128	128	128
Khác	238	237	235	235	235
Tổng nguồn vốn	2,915	3,245	3,579	5,105	5,474

Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	241	656	465	500	621
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(165)	(322)	(600)	(1,117)	(915)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(18)	(11)	(28)	994	(204)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	58	324	(163)	377	(498)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	189	247	571	408	785
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	247	571	408	785	287
Chỉ số tài chính	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
Tăng trưởng					
Lợi nhuận sau thuế	-17%	10%	1%	12%	14%
Tổng tài sản	-18%	-22%	62%	21%	5%
Doanh thu	1%	11%	10%	43%	7%
Tổng vốn chủ sở hữu	6%	8%	10%	14%	13%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	15%	12%	16%	18%	18%
Tỷ suất EBIT	11%	8%	12%	14%	13%
Tỷ suất lãi ròng	9%	7%	11%	12%	11%
ROA	11%	7%	11%	9%	9%
ROE	17%	12%	18%	19%	18%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	94	83	81	78	76
Số ngày tồn kho	75	59	61	61	61
Số ngày phải trả	55	41	47	47	47
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.7	1.8	1.9	2.1	1.5
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.2	1.3	1.5	1.6	1.1
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.2	0.4	0.5	0.5	0.4
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	24%	24%	26%	41%	37%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	38%	38%	41%	82%	71%
Vay ngắn hạn/VCSH	38%	38%	41%	39%	46%
Vay dài hạn/VCSH	0%	0%	0%	44%	26%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472
Call Center: (84-28) 5 413 5488
Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Bến Thành, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,
Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,
Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Yên Hòa, Hà
Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải
Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801