

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN MIZA (HSX: MZG)
Nguyễn Phú Long

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

Email: longnp2@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu MZG và VNIndex

Thông tin giao dịch (11/08/2026)

Giá hiện tại (VND/cp)	12.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	18.900
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	6.683
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	116,506
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	116,506
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	525.670
% sở hữu nước ngoài	0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1.491,2
P/E trailing 12 tháng (lần)	11,3
EPS trailing 12 tháng (VND/cp)	1.133

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Tập đoàn Miza
Địa chỉ	Cụm công nghiệp Nguyên Khê, xã Phúc Thịnh, Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm giấy bao bì
Chi phí chính	Giấy phế liệu OCC
Rủi ro chính	Biến động giá giấy OCC

Giá hiện tại: 12.500

Giá mục tiêu: 13.800

Tăng/(giảm): 10,4%

Khuyến nghị
THEO DÕI
ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TỪ DỰ ÁN NGHI SƠN GIAI ĐOẠN 2 SẢN XUẤT GIẤY BAO BÌ CHẤT LƯỢNG CAO

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu MZG với giá mục tiêu là **13.800 VND/cp**, cao hơn **10,4%** so với giá đóng cửa ngày 11/08/2026 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF và FCFE). Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua tại mức giá 11.900 VNĐ/cp và bán tại mức giá mục tiêu 13.800 VNĐ/cp (tỷ suất sinh lời kỳ vọng 15%). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của MZG trong năm 2026E lần lượt là: 4.760 tỷ đồng (-1,4% YoY) và 137,6 tỷ đồng (+16,1% YoY). Trong giai đoạn 2027-2030F, tăng trưởng kép về quy mô doanh thu và lợi nhuận sau thuế của MZG lần lượt là 1,5% và 17,3%/năm. Động lực tăng trưởng dự phóng đến từ những triển vọng dưới đây:

Mảng sản xuất giấy: Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 (PM5) giúp tăng trưởng sản lượng và cải thiện biên lợi nhuận. (chi tiết)

- Năm 2026E, doanh thu thuần mảng sản xuất dự kiến đạt 2.138,8 tỷ đồng (+5,2% YoY), biên lợi nhuận gộp đạt 18,1% (+2,3 đpt YoY) dựa trên (1) sản lượng tiêu thụ tăng 7,2% YoY được hỗ trợ bởi PM5 vận hành từ Q3/2026 cùng nhu cầu giấy cho hoạt động sản xuất chế tạo; (2) giá bán giấy bình quân dự kiến tăng 1,8% YoY nhờ nhu cầu tiêu thụ cải thiện và nguồn cung giấy miền Bắc thu hẹp.
- Giai đoạn 2027-2030F, doanh thu thuần mảng sản xuất dự kiến tăng trưởng với CAGR = 8,1%/năm và biên lợi nhuận gộp duy trì ~18,6% nhờ tỷ trọng giấy Kraftliner/ Whitetop tăng lên và nhu cầu giấy bao bì tiếp tục tăng từ sự phục hồi của tiêu dùng, sản xuất chế tạo.

Mảng thương mại giấy: Thu hẹp quy mô để ưu tiên sản phẩm tự sản xuất. (chi tiết)

- Doanh thu thuần mảng thương mại năm 2026E dự kiến đạt 2.621,8 tỷ đồng (-6,3% YoY) và giảm với CAGR = -5,9%/năm trong giai đoạn 2026-2030F do MZG ưu tiên tiêu thụ sản phẩm tự sản xuất. Biên lợi nhuận gộp dự kiến duy trì quanh 2,8%.

CÁC YẾU TỐ THEO DÕI:

- Biến động giá nguyên vật liệu:** Giá OCC và bột giấy nguyên sinh dự báo giảm nhẹ 2% YoY trong năm 2026E. Sau 2026E, giá nguyên vật liệu dự báo tăng 2-3%/năm do công suất giấy tại châu Á vẫn duy trì mở rộng. (chi tiết)
- Áp lực chi phí lãi vay:** Năm 2026E, chi phí lãi vay dự phóng đạt 249,6 tỷ đồng (+25,7% YoY) dù quy mô tổng nợ vay giảm -9,4% YoY do lãi suất tham chiếu tăng 1 đpt YoY. (Chi tiết)

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

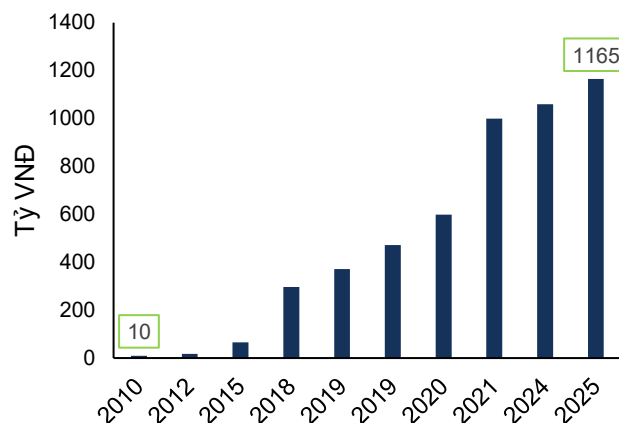


CTCP Tập đoàn Miza (HSX: MZG) được thành lập năm 2010, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và tái chế giấy bao bì. Doanh nghiệp sở hữu hệ thống nhà máy tại Đông Anh (Hà Nội) và Nghi Sơn (Thanh Hóa). Tháng 6/2026, MZG chính thức niêm yết trên HOSE sau gần 2 năm giao dịch trên UPCoM, từng bước khẳng định vị thế tại khu vực phía Bắc và dần mở rộng sang phân khúc giấy cao cấp.

1. Lịch sử hình thành và một số dấu mốc phát triển quan trọng

Giai đoạn	Sự kiện
2010	Doanh nghiệp được thành lập, vận hành PM1 (Paper Machine) công suất 7.500 tấn/năm tập trung vào tái chế giấy.
2015-2017	Đầu tư và đưa vào hoạt động PM2, nâng tổng công suất lên 50.000 tấn/năm.
2018	Mở rộng ra Nghi Sơn (Thanh Hóa), đặt nền tảng tăng công suất quy mô lớn.
2021-2022	Vận hành PM3 (giai đoạn 1) tại Nghi Sơn (120.000 tấn/năm), tổng công suất đạt 170.000 tấn/năm.
2024-2026	Đầu tư và vận hành PM5 (giai đoạn 2) tại Nghi Sơn (100.000 tấn/năm), nâng tổng công suất lên 270.000 tấn/năm.

Biểu đồ 2: Lịch sử tăng vốn điều lệ

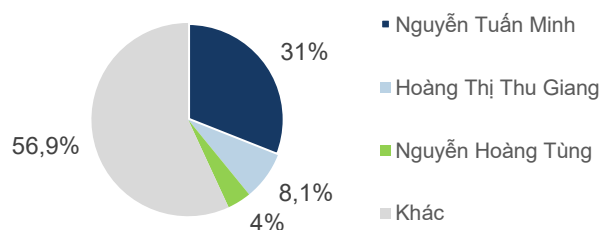


Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

2. Cơ cấu cổ đông (11/08/2026)

Cổ đông của MZG phần lớn là các cá nhân trong đó ông Nguyễn Tuấn Minh (chủ tịch HĐQT) và gia đình gồm bà Hoàng Thị Thu Giang (vợ), ông Nguyễn Hoàng Tùng (con) nắm tổng cộng 43,1%, phần còn lại thuộc về các cổ đông khác. Cơ cấu sở hữu không có cổ đông nắm quyền chi phối tuyệt đối. Hiện MZG chưa có cổ đông chiến lược.

Biểu đồ 3: Cơ cấu cổ đông MZG



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

3. Cơ cấu sở hữu

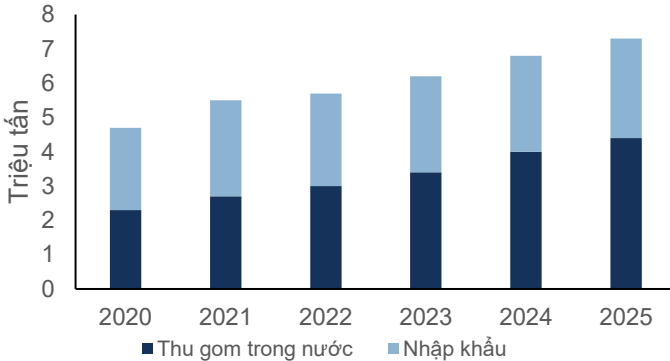
Đơn vị	Hình thức	Vốn điều lệ (Tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh	Thông tin khác
Công ty TNHH Miza Nghi Sơn	Công ty con	1.021,6	100%	Sản xuất giấy bao bì, tái chế giấy	Nhà máy giai đoạn 1 hiện có công suất thiết kế 120.000 tấn/năm. Dự án giai đoạn 2 đang được triển khai với công suất tăng thêm 100.000 tấn/năm dự kiến hoạt động từ Q3/2026, qua đó nâng tổng công suất thiết kế của nhà máy lên 220.000 tấn/năm.
CTCP Mipak	Công ty con	300	100%	Sản xuất hộp carton, túi giấy	Nhà máy Mipak sản xuất hộp carton có công suất thiết kế 100.000 tấn/năm

II. TỔNG QUAN NGÀNH GIẤY BAO BÌ VIỆT NAM

1. Đầu vào: Giấy phế liệu OCC và bột giấy nguyên sinh là nguyên liệu đầu vào chính của ngành giấy bao bì Việt Nam

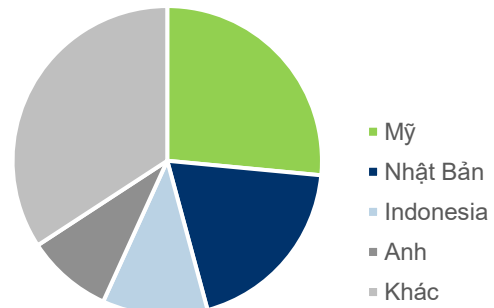
Nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất giấy bao bì là **giấy OCC (giấy phế liệu)** và **bột giấy nguyên sinh**. Theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), ngành giấy bao bì tại Việt Nam hiện vẫn sử dụng xấp xỉ 80-85% nguyên liệu là OCC vì chi phí rẻ hơn khoảng 3 lần so với bột giấy nguyên sinh.

Biểu đồ 4: Sản lượng tiêu thụ giấy OCC phân theo nguồn gốc



Nguồn: VPPA, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 5: Tỷ trọng nhập khẩu giấy OCC của Việt Nam (2025)



Nguồn: VPPA, FPTs tổng hợp

Nguồn thu gom OCC trong nước hiện đáp ứng khoảng 55% nhu cầu của ngành giấy, phần còn lại được bổ sung từ nhập khẩu. OCC nhập khẩu từ Mỹ, Nhật Bản và châu Âu (chiếm 65% lượng OCC nhập khẩu) thường được các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng để sản xuất do tỷ lệ tạp chất thấp, chất lượng sợi đồng đều và khả năng tái chế nhiều vòng tốt hơn so với nguồn thu gom trong nước. Nguyên nhân chủ yếu do tỷ lệ phân loại rác tại Việt Nam còn thấp, khiến giấy thu hồi thường bị lẫn nhựa, kim loại, thực phẩm và các tạp chất khác. Điều này làm chất lượng OCC nội địa không đồng đều giữa các lô hàng, đồng thời làm giảm độ dài sợi giấy sau tái chế so với OCC nhập khẩu.

Đối với bột giấy nguyên sinh, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu khoảng 65% nhu cầu tiêu thụ do năng lực sản xuất trong nước còn hạn chế. Nguồn nguyên liệu gỗ cho sản xuất bột giấy tập trung chủ yếu tại khu vực Bắc Trung Bộ và Trung du miền núi phía Bắc. Tuy nhiên, diện tích rừng trồng phân tán giữa nhiều hộ dân nhỏ lẻ làm tăng chi phí thu mua và vận chuyển nguyên liệu. Đồng thời, để sản xuất bột giấy nguyên sinh yêu cầu vốn đầu tư lớn. Theo Global Pulp Market, suất đầu tư máy sản xuất bột giấy nguyên sinh thường dao động khoảng 35-50 triệu đồng/tấn công suất thiết kế, cao hơn 4-5 lần so với các dự án giấy bao bì tái chế. Hiện nay, năng lực sản xuất bột giấy trong nước chủ yếu tập trung tại Giấy An Hòa và Tổng công ty Giấy Việt Nam (Bãi Bằng). Trong đó, phần lớn sản lượng được sử dụng cho nhu cầu sản xuất nội bộ, một phần nhỏ được bán ra bên ngoài.

2. Sản xuất: Năng lực sản xuất toàn ngành của Việt Nam mở rộng với CAGR = 11,2% trong giai đoạn 2017-2025, gây dư thừa công suất ở phân khúc giấy bao bì phổ thông

Công suất thiết kế ngành giấy bao bì Việt Nam tăng mạnh sau khi Trung Quốc ban hành chính sách hạn chế nhập khẩu giấy phế liệu từ 2017

Nhằm giảm thiểu ô nhiễm môi trường và thúc đẩy tái chế trong nước, Trung Quốc đã ban hành chính sách hạn chế nhập khẩu giấy phế liệu (giấy OCC) vào năm 2017. Điều này khiến **các doanh nghiệp sản xuất giấy bao bì của Trung Quốc phải chuyển dịch nhà máy sang các quốc gia khu vực Đông Nam Á, nhằm mục đích xuất lại thành phẩm đảm bảo nhu cầu trong nước** (theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam 2018). Với việc di dời sản xuất của Trung Quốc sang các nước Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam, khiến công suất thiết kế toàn ngành tăng mạnh với CAGR = 11,2%/năm giai đoạn 2017-2025.

Biểu đồ 6: Năng lực sản xuất giấy bao bì của Việt Nam mở rộng với CAGR = 11,2% trong giai đoạn 2017-2025

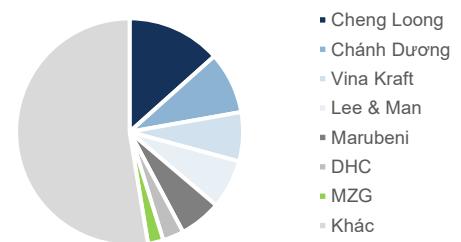


Nguồn: VPPA, FPTs tổng hợp

Năm 2025, công suất giấy bao bì toàn ngành đạt 7,5 triệu tấn/năm giảm 5,4% so với năm 2024. Nguyên nhân đến từ việc tăng cường thanh tra, kiểm soát vấn đề môi trường tại các cụm sản xuất giấy trọng điểm, đặc biệt tại Bắc Ninh, khiến nhiều cơ sở giấy tái chế quy mô nhỏ phải dừng hoạt động do không đáp ứng yêu cầu về xử lý nước thải và khí thải ([chi tiết](#)), qua đó làm giảm công suất vận hành của toàn ngành.

Hiện nay, ngành giấy bao bì Việt Nam có khoảng 334 doanh nghiệp (theo Bộ Công Thương) và đang được dẫn đầu bởi các doanh nghiệp FDI, trong đó 3/4 doanh nghiệp lớn nhất (Cheng loong, Chánh Dương, Lee & Man) có công suất từ 600 nghìn - 1 triệu tấn/năm, đều là doanh nghiệp Trung Quốc và chiếm 32% trong tổng cơ cấu năng lực sản xuất. Tuy nhiên, phần lớn doanh nghiệp còn lại có quy mô tương đối nhỏ (< 20.000 tấn/năm), cho thấy thị trường hiện vẫn mang tính phân mảnh. **Đồng thời với đặc thù sản phẩm có mức độ khác biệt thấp, doanh nghiệp trong ngành chủ yếu cạnh tranh về giá, khiến lợi thế cạnh tranh tập trung vào các doanh nghiệp có quy mô lớn và chi phí sản xuất thấp.**

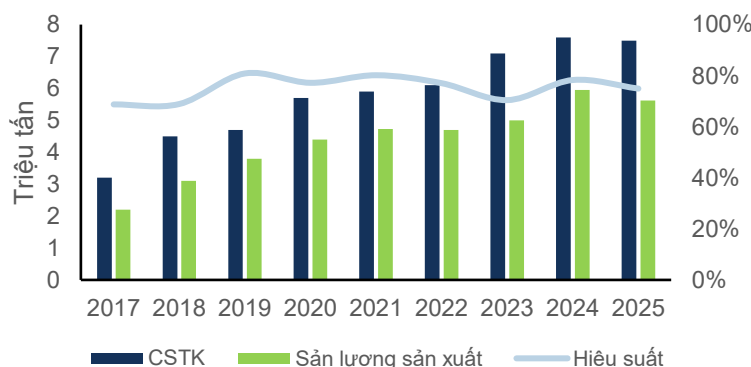
Biểu đồ 7: Cơ cấu năng lực sản xuất ngành giấy Việt Nam (2025)



Nguồn: Các doanh nghiệp ngành giấy, FPTs tổng hợp

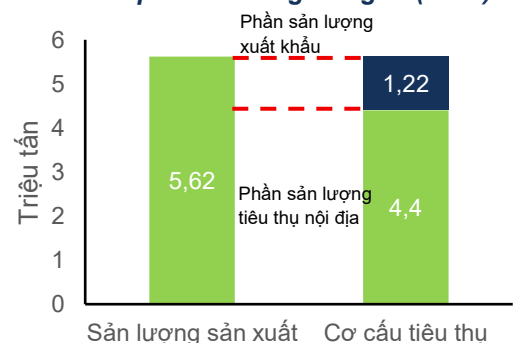
Ngành giấy Việt Nam dư thừa năng lực sản xuất ở phân khúc giấy phổ thông, ngược lại phải nhập khẩu các loại giấy cao cấp

Biểu đồ 8: Hiệu suất sản xuất toàn ngành giấy bao bì chỉ đạt khoảng 75%



Nguồn: VPPA, FPTs tổng hợp

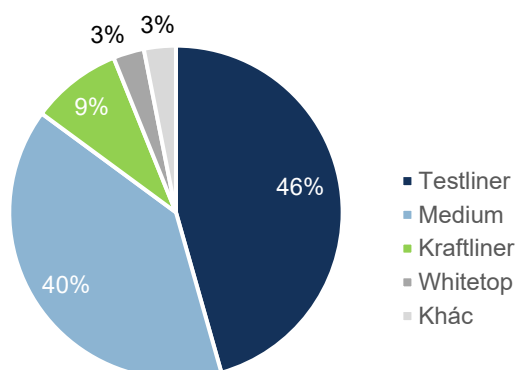
Biểu đồ 9: Tiêu thụ giấy bao bì tại Việt Nam phân theo nguồn gốc (2025)



Nguồn: VPPA, FPTs tổng hợp

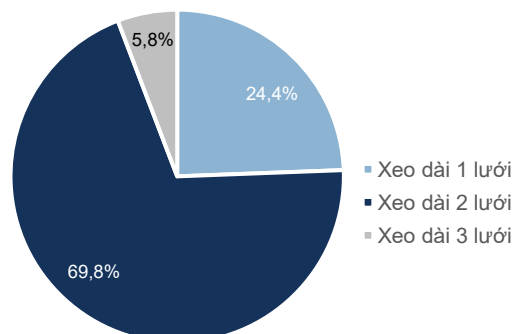
Việt Nam hiện nay chủ yếu tập trung đầu tư sản xuất giấy bao bì ở phân khúc phổ thông (lớp mặt Testliner và lớp sóng Medium ([chi tiết](#))) và gặp tình trạng dư thừa năng lực sản xuất khi các nhà máy chỉ chạy với hiệu suất 70-80%. Cụ thể, tổng sản lượng sản xuất giấy bao bì năm 2025 đạt 5,62 triệu tấn (khoảng 87% là giấy phổ thông), nguyên nhân vì hiện nay phần lớn doanh nghiệp trong nước vẫn đang sử dụng công nghệ xeo dài 1 và 2 lưới để sản xuất ([chi tiết](#)), trong đó khoảng 4,4 triệu tấn được tiêu thụ trong nước, còn lại được xuất khẩu.

Biểu đồ 10: Testliner và Medium chiếm 87% trong cơ cấu các loại giấy được sản xuất của Việt Nam (2025)



Nguồn: Mordor Intelligent, FPTS tổng hợp

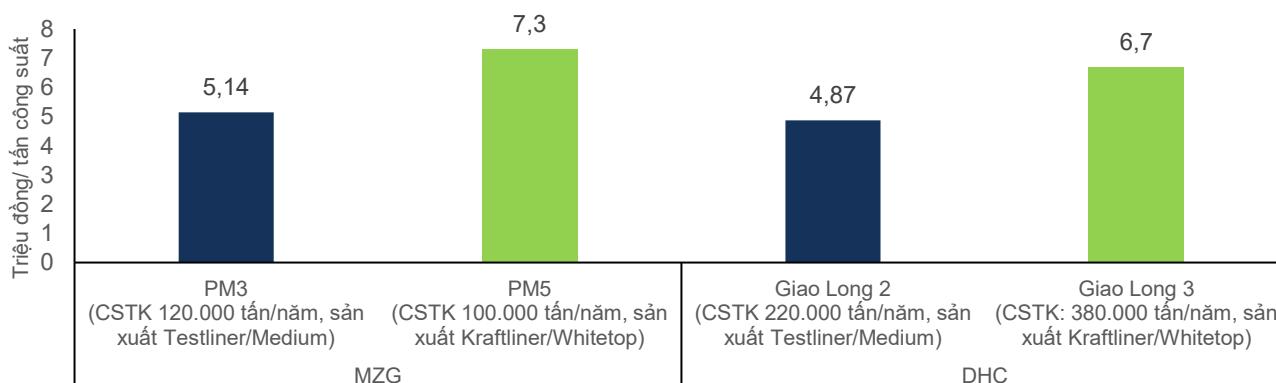
Biểu đồ 11: Xeo dài 1 và 2 lưới chiếm 94,2% trong cơ cấu công nghệ sản xuất tính trên CSTK (2025)



Nguồn: Các doanh nghiệp ngành giấy, FPTS tổng hợp

Trong khi giấy ở phân khúc giấy mặt cao cấp Kraftliner/Whitetop bị thiếu hụt và vẫn phải nhập khẩu. Cụ thể, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu 1,79 triệu tấn giấy bao bì (30% trong tổng nhu cầu giấy bao bì 2025), tập trung ở phân khúc cao cấp do khả năng sản xuất của Việt Nam còn hạn chế khi các sản phẩm này yêu cầu công nghệ và vốn đầu tư cao hơn. Việc đầu tư vào phân khúc giấy bao bì cao cấp đòi hỏi suất đầu tư lớn hơn đáng kể so với giấy phổ thông do phải sử dụng công nghệ xeo dài 3 lưới cùng hệ thống thiết bị có cấu hình cao hơn để xử lý và sản xuất giấy từ bột giấy nguyên sinh [chi tiết](#). Theo báo cáo sản xuất của World Paper Mill, suất đầu tư các thiết bị để sản xuất giấy cao cấp Kraftliner/Whitetop có thể cao hơn khoảng 40% so với các dự án sản xuất giấy Testliner và Medium thông thường có cùng công suất thiết kế.

Biểu đồ 12: Suất đầu tư thiết bị sản xuất giấy cao cấp cao hơn khoảng 40% so với sản xuất giấy phổ thông



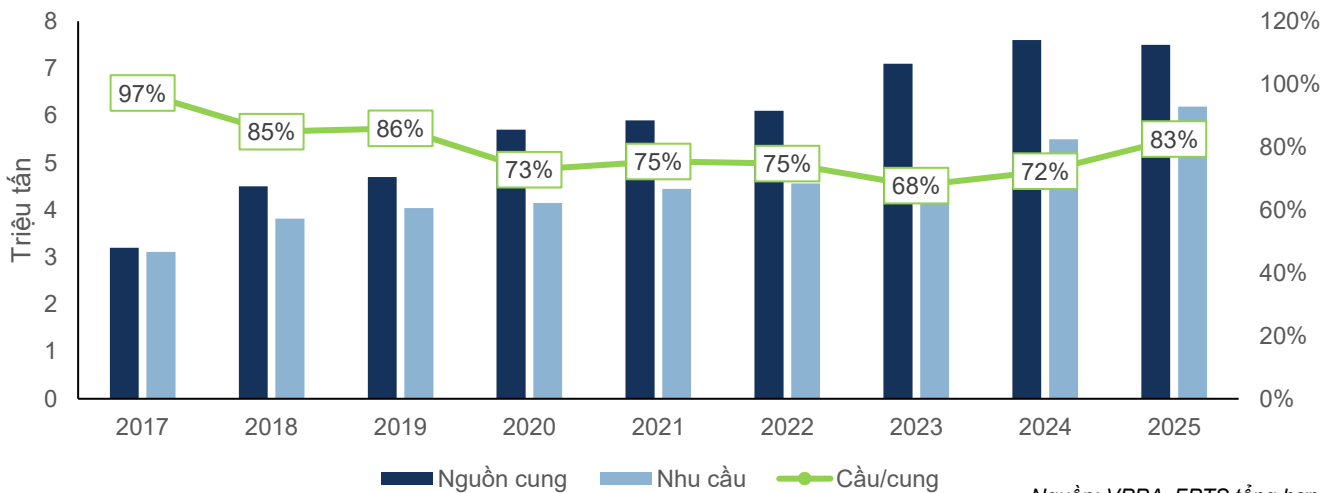
Nguồn: MZG, DHC, FPTS ước tính, tổng hợp

Lưu ý: Suất đầu tư máy móc, thiết bị được tính trên cơ sở tổng giá trị đầu tư vào máy móc, thiết bị sản xuất giấy (không bao gồm chi phí đất đai, xây dựng nhà xưởng và các hạng mục phụ trợ như chi phí tư vấn, kho bãi) chia cho công suất thiết kế của dự án.

3. Đầu ra: Nhu cầu giấy bao bì tăng trưởng chậm lại do tiêu dùng nội địa hạ nhiệt và thị trường xuất khẩu Trung Quốc phục hồi yếu

Cơ cấu cung ngành giấy bao bì Việt Nam mất cân đối giữa các phân khúc.

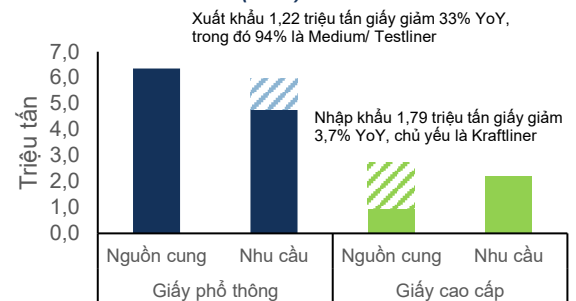
Biểu đồ 13: Cung cầu ngành giấy bao bì giai đoạn 2017-2025



Trong giai đoạn 2017-2025, nguồn cung và nhu cầu giấy bao bì tại Việt Nam ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép lần lượt đạt 11,2% và 9,48% mỗi năm.

Tuy nhiên, cơ cấu nguồn cung của ngành vẫn chưa cân đối giữa các phân khúc sản phẩm. Cụ thể, năm 2025, phân khúc giấy phổ thông Testliner và Medium (chiếm khoảng 87% tổng sản lượng sản xuất) ghi nhận lượng xuất khẩu khoảng 1,22 triệu tấn. Trong khi đó, nguồn cung giấy chất lượng cao như Kraftliner và Whitetop vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu thị trường, khiến Việt Nam phải nhập khẩu khoảng 1,79 triệu tấn trong năm 2025.

Biểu đồ 14: Cơ cấu cung ngành giấy bao bì Việt Nam mất cân đối giữa các phân khúc (2025)



Xuất khẩu 1,22 triệu tấn giấy giảm 33% YoY, trong đó 94% là Medium/ Testliner

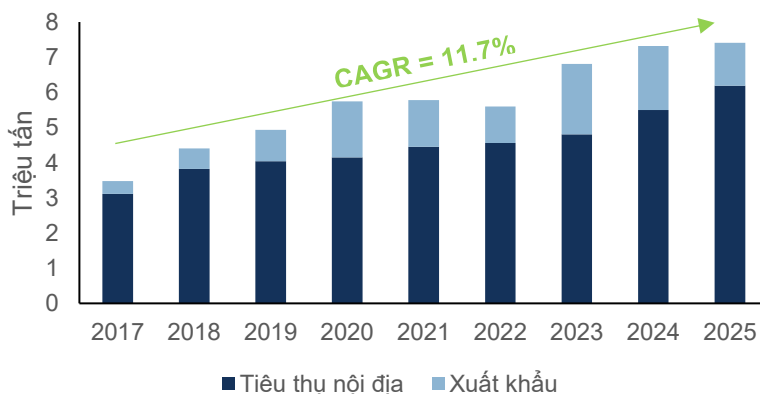
Nhập khẩu 1,79 triệu tấn giấy giảm 3,7% YoY, chủ yếu là Kraftliner

Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

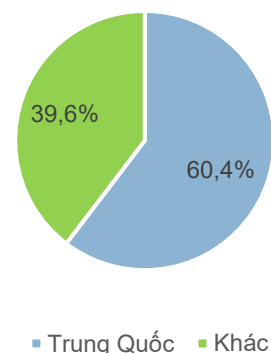
Nhu cầu giấy bao bì tăng trưởng chậm lại do tiêu dùng nội địa hạ nhiệt và Trung Quốc phục hồi yếu

Đặc thù sản phẩm phụ trợ cho hầu hết các ngành sản xuất, tăng trưởng ngành giấy bao bì sẽ gắn liền với tăng trưởng của tiêu dùng trong nước và hoạt động xuất khẩu hàng hóa.

Biểu đồ 15: Sản lượng tiêu thụ ngành giấy bao bì tại Việt Nam phân loại theo thị trường



Biểu đồ 16: Cơ cấu thị trường xuất khẩu giấy bao bì Việt Nam theo sản lượng



Tổng sản lượng tiêu thụ của ngành giấy bao bì Việt Nam đã tăng trưởng tích cực với CAGR=11,7%/năm trong giai đoạn 2017-2025 nhờ nhu cầu khả quan ở thị trường nội địa và đẩy mạnh xuất khẩu. Cụ thể, nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì nội địa Việt Nam liên tục tăng trưởng với CAGR=9,48%/năm trong giai đoạn trên nhờ sự

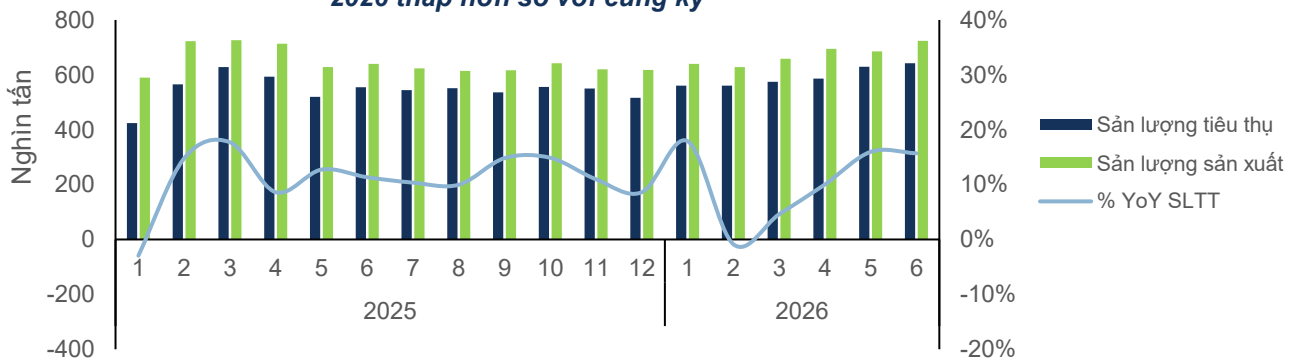
phát triển của các ngành tiêu thụ bao bì lớn như thực phẩm, đồ uống, điện tử, cùng với tăng trưởng của hoạt động xuất khẩu hàng hóa. Đồng thời, với việc di dời sản xuất của các doanh nghiệp Trung Quốc sang Việt Nam đã làm thay đổi đáng kể ngành giấy trong nước. Nhiều doanh nghiệp FDI Trung Quốc đầu tư vào Việt Nam để sản xuất rồi xuất khẩu ngược trở lại Trung Quốc, qua đó khiến sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam tăng mạnh với CAGR đạt 18,2%/năm trong giai đoạn trên. Sản lượng xuất khẩu giấy bao bì biến động chủ yếu theo nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc, thị trường hiện chiếm hơn 60% tổng sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam.

Nhu cầu giấy bao bì tại thị trường nội địa tăng trưởng chậm lại.

Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì tại Việt Nam năm 2025 đạt khoảng 6,19 triệu tấn, tăng 12,6% YoY, nhờ (1) hoạt động xuất khẩu hàng hóa tăng trưởng mạnh 17,1% YoY do các thị trường lớn phục hồi và hoạt động sản xuất công nghiệp duy trì tích cực; (2) nhu cầu tiêu dùng nội địa cải thiện, với tổng mức bán lẻ hàng hóa đạt khoảng 5.335,1 nghìn tỷ VNĐ, tăng 8% YoY, cao hơn 5,8 đpt so với cùng kỳ nhờ sức mua hộ gia đình cải thiện và du lịch phục hồi.

Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm 2026, sản lượng tiêu thụ giấy bao bì nội địa đạt 3.544,4 triệu tấn (+6,2% YoY; thấp hơn mức tăng 14,3% YoY của năm 2025) do một số ngành xuất khẩu sử dụng nhiều bao bì carton như dệt may, thủy sản và nông sản ghi nhận tốc độ tăng trưởng thấp hoặc suy giảm; đồng thời, tăng trưởng tiêu dùng nội địa có dấu hiệu chậm lại khi tổng mức bán lẻ hàng hóa (loại trừ yếu tố giá) chỉ tăng 7,3% YoY (cùng kỳ năm trước tăng 7,4% YoY). Do đó, nhu cầu giấy bao bì năm 2026 được kỳ vọng sẽ tăng thấp hơn so với mức tăng năm trước.

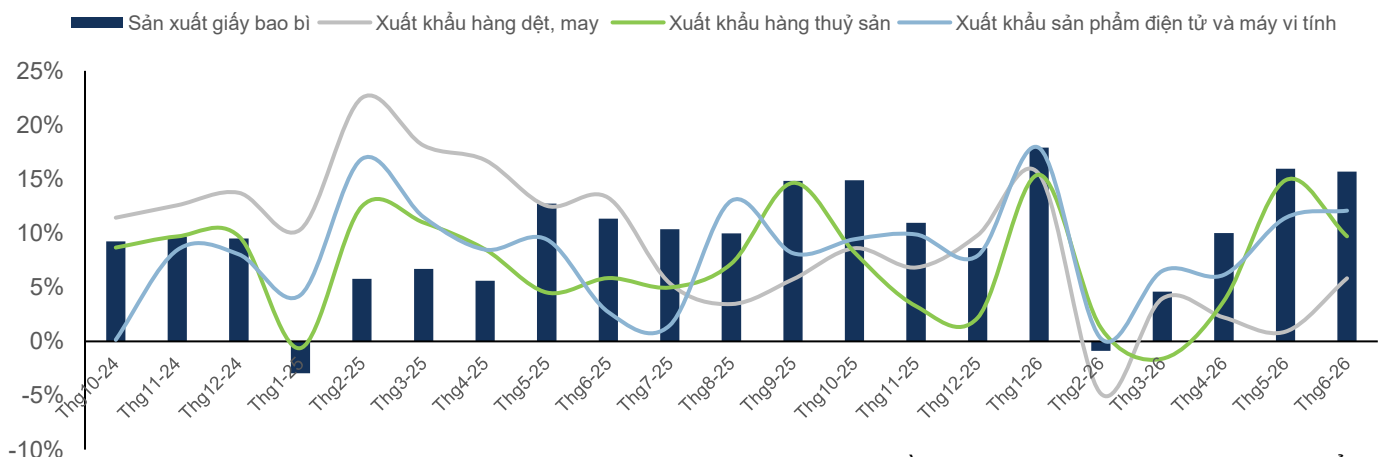
Biểu đồ 17: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ giấy bao bì nội địa 6 tháng đầu năm 2026 thấp hơn so với cùng kỳ



Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

Chúng tôi nhận định nhu cầu giấy bao bì nội địa cải thiện nhẹ trong giai đoạn 2027-2030, sản lượng tiêu thụ được hỗ trợ bởi nhu cầu đóng gói và giao nhận hàng hóa từ sự phát triển của thương mại điện tử, tăng trưởng xuất khẩu và xu hướng thay thế dần bao bì nhựa bằng bao bì giấy (theo Điều 64, Nghị định 08/2022/NĐ-CP). Cụ thể, theo dự báo của Bộ Công Thương, quy mô thị trường bán lẻ Việt Nam ước tính tăng trưởng với CAGR = 10,5%/năm (chưa loại trừ yếu tố giá) trong giai đoạn 2027-2030, nhờ thu nhập người dân cải thiện, cùng với sự mở rộng của thương mại điện tử và các hệ thống bán lẻ hiện đại. WorldBank cũng dự báo xuất khẩu tiếp tục là động lực tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam, tuy nhiên tốc độ tăng sẽ chậm lại trong giai đoạn 2026-2028 do nhu cầu từ Mỹ và Trung Quốc suy yếu cùng những bất ổn của thương mại toàn cầu.

Biểu đồ 18: Tăng trưởng sản xuất giấy và tăng trưởng các mặt hàng xuất khẩu



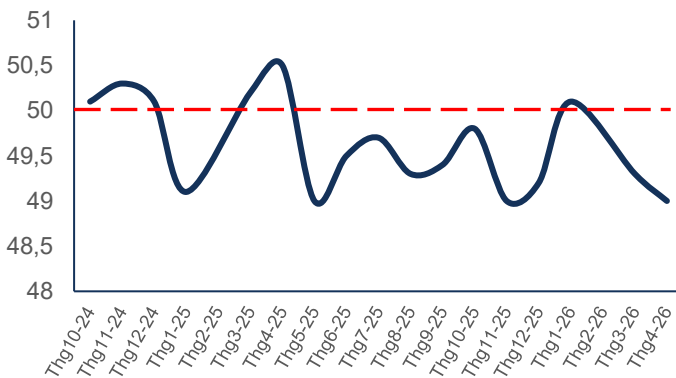
Nguồn: Hải Quan Việt Nam, VASEP, FPTS tổng hợp

Nhu cầu giấy bao bì ở thị trường Trung Quốc phục hồi chậm

Trung Quốc là thị trường xuất khẩu chính của ngành giấy Việt Nam. Trong năm 2023, sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam phục hồi mạnh, ước tính tăng 96,4% YoY, nhờ Trung Quốc mở cửa trở lại sau giai đoạn phong tỏa do Covid-19 và chính sách tạm thời cắt giảm thuế nhập khẩu đối với 67 nhóm sản phẩm giấy, trong đó giấy bao bì sản xuất từ nguyên liệu giấy phế liệu được giảm thuế từ 6% xuống 0%, qua đó gia tăng đáng kể khả năng cạnh tranh của các sản phẩm xuất khẩu từ Việt Nam.

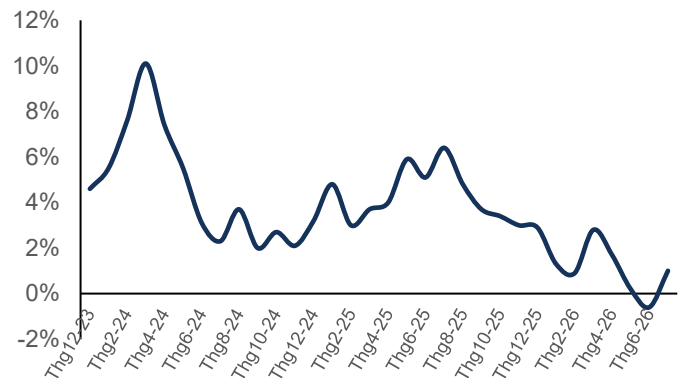
Từ đầu năm 2025 đến Q2/2026, nhu cầu tiêu thụ giấy tại Trung Quốc chững lại do bối cảnh tiêu dùng kém khả quan, thể hiện qua (1) PMI ⁽¹⁾ duy trì dưới mức 50 trong phần lớn năm 2025, cho thấy hoạt động sản xuất thu hẹp, và (2) tăng trưởng tổng mức bán lẻ của Trung Quốc ở mức thấp, kéo dài từ năm Q3/2025 đến nay.

Biểu đồ 19: Chỉ số PMI ngành sản xuất của Trung Quốc phần lớn dưới mức 50 từ 2025 đến nay



Nguồn: Trading Economics, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 20: Tăng trưởng tổng mức bán lẻ của Trung Quốc ở mức thấp

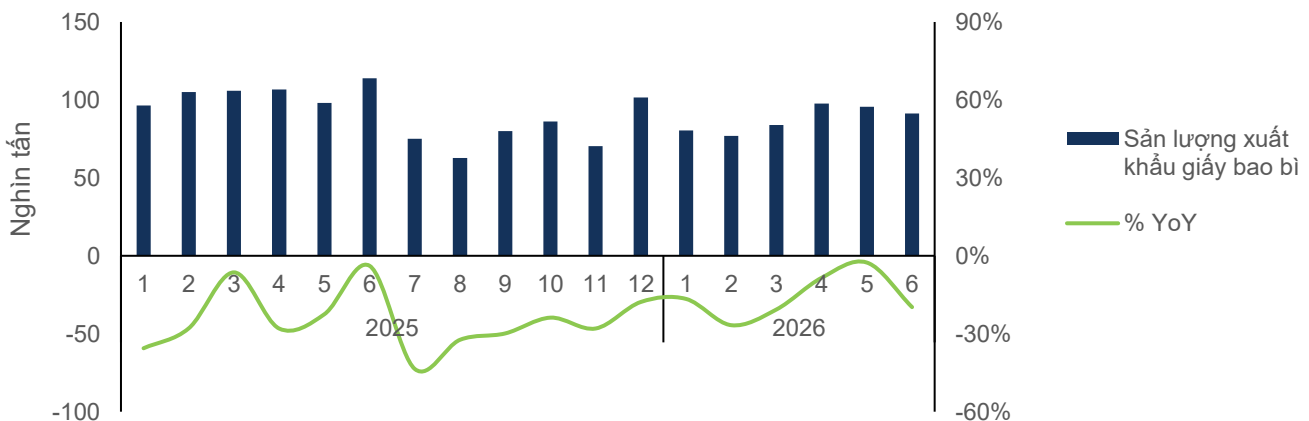


Nguồn: Trading Economics, FPTS tổng hợp

Trong năm 2025 và 6 tháng đầu năm 2026, sản lượng xuất khẩu giấy bao bì của Việt Nam lần lượt đạt 1,2 triệu tấn (-33,1% YoY) và 485,9 nghìn tấn (-16,3% YoY) do nhu cầu tại Trung Quốc phục hồi chậm. Trong 6 tháng đầu năm 2026, tiêu dùng nội địa và sản xuất công nghiệp của Trung Quốc chỉ tăng lần lượt 1,1% YoY và 5,4% YoY, khiến nhu cầu nhập khẩu giấy bao bì vẫn ở mức thấp. Trong khi đó, nhu cầu trong nước cải thiện cùng với nguồn cung nội địa thu hẹp khiến các doanh nghiệp Việt Nam ưu tiên tiêu thụ tại thị trường nội địa thay vì xuất khẩu.

Từ sau năm 2026E, sản lượng xuất khẩu giấy bao bì dự báo cải thiện chậm khi FMI dự báo quy mô thị trường giấy bao bì toàn cầu tăng trưởng với CAGR = 4,4%/năm giai đoạn 2026-2033, trong đó Trung Quốc đạt 4,2%/năm, thấp hơn mức CAGR = 4,72%/năm giai đoạn 2020-2025. Việc thị trường xuất khẩu giấy chính của Việt Nam là Trung Quốc phục hồi chậm sẽ khiến các doanh nghiệp tăng tiêu thụ tại thị trường trong nước, làm nguồn cung nội địa tăng và gây áp lực cạnh tranh lên giá bán giấy.

Biểu đồ 21: Sản lượng xuất khẩu giấy bao bì 6 tháng đầu 2026 giảm so với cùng kỳ



Nguồn: VPPA, FPTS tổng hợp

⁽¹⁾PMI (Purchasing Managers' Index) là chỉ số đo sức khỏe của ngành sản xuất dựa trên khảo sát các doanh nghiệp về đơn hàng, sản xuất và việc làm. PMI trên 50 cho thấy sản xuất đang mở rộng, dưới 50 là thu hẹp, chỉ số này thường được xem là chỉ báo sớm của chu kỳ kinh tế.

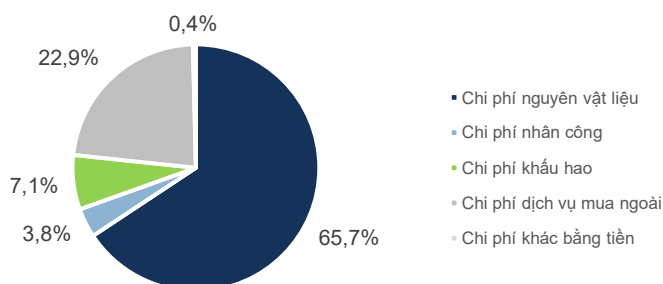
III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị của MZG



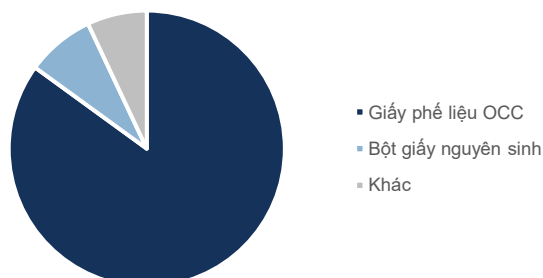
1. Hoạt động đầu vào: Giá OCC (chiếm 56% chi phí sản xuất) dự kiến tăng trở lại từ nửa cuối 2026E

Biểu đồ 22: Chi phí nguyên vật liệu chiếm 65,7% chi phí sản xuất kinh doanh của MZG (2025)



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 23: Giấy phế liệu OCC chiếm 85% cơ cấu chi phí nguyên vật liệu (2025)



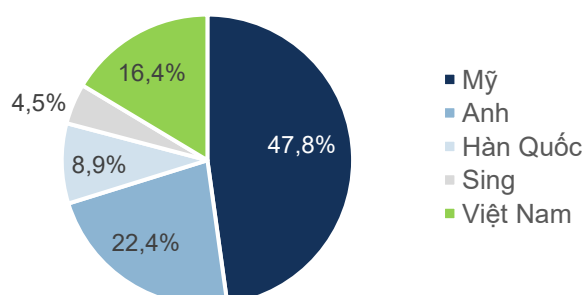
Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Giấy OCC nhập khẩu là nguyên vật liệu chính của MZG

Với việc sử dụng công nghệ xeo dài 2 lưới để sản xuất các sản phẩm giấy phổ thông như Testliner, Medium và một phần nhỏ Kraftliner, giấy OCC (giấy phế liệu) chiếm khoảng 85% trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu đầu vào của MZG, phần còn lại là bột giấy nguyên sinh (8%) và các hóa chất phụ gia khác (7%).

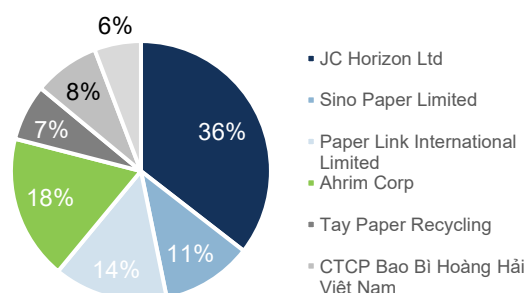
Chi phí dịch vụ mua ngoài (22,9% chi phí sản xuất kinh doanh) bao gồm các chi phí điện, nước và các dịch vụ thuê ngoài khác phục vụ cho hoạt động sản xuất giấy như vệ sinh công nghiệp, bảo trì và xử lý chất thải.

Biểu đồ 24: 85% nguyên liệu OCC của MZG đến từ nguồn nhập khẩu



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 25: Tỷ trọng nhà cung cấp giấy OCC của MZG



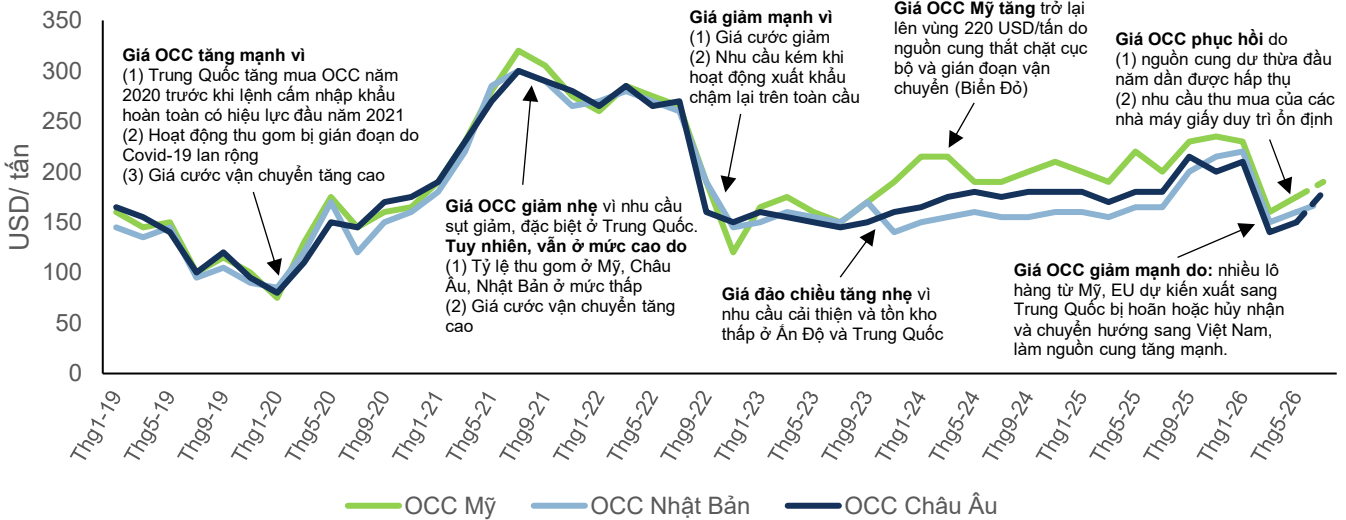
Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

MZG chủ yếu sử dụng giấy OCC nhập khẩu (chiếm 85%) cho sản xuất, chủ yếu nhập từ các thị trường phát triển như Mỹ, Anh, Hàn Quốc và Singapore. Với định mức tiêu thụ trung bình 1,14 tấn giấy OCC để sản xuất 1 tấn giấy thành phẩm, MZG ước tính cần khoảng 210 nghìn tấn giấy OCC nhập khẩu mỗi năm để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu cho nhà máy với tổng công suất hiện tại khoảng 170 nghìn tấn giấy thành phẩm/năm.

Nhằm giảm thiểu rủi ro thiếu hụt nguyên vật liệu sản xuất, MZG đã thực hiện hợp tác với nhiều nhà cung cấp khác nhau. Nhìn chung, so với các nhà sản xuất giấy bao bì khác trên thế giới, quy mô sản xuất của MZG vẫn còn tương đối nhỏ, vì vậy theo đánh giá của chúng tôi, sức mạnh mặc cả của MZG đối với các nhà cung cấp nguyên vật liệu là không cao.

Giá OCC nhập khẩu được dự báo tăng lại vào cuối năm 2026

Biểu đồ 26: Diễn biến giá OCC nhập khẩu



Nguồn: VPPA, FPTs tổng hợp

Theo VPPA, cuối năm 2026 giá OCC được dự báo tăng lên mức 190-210 USD/ tấn (+24,8% so với đầu năm) do (1) nguồn cung OCC toàn cầu thu hẹp khi các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ, châu Âu và Nhật Bản đang đẩy mạnh tái chế nội địa do nhu cầu giấy bao bì trong nước tăng; đồng thời, EU hạn chế xuất khẩu OCC do siết chặt quy định xuất khẩu chất thải (theo European Commission - Waste Shipments Regulation); (2) trong khi đó, công suất giấy bao bì tại châu Á vẫn duy trì mở rộng khoảng 3-5%/năm nhờ các dự án của Nine Dragons, Cheng Loong,... tại Trung Quốc và Đông Nam Á, khiến nhu cầu OCC tăng nhanh hơn tốc độ thu gom giấy phế khiến tăng cạnh tranh thu mua nguyên liệu.

MZG duy trì tồn kho OCC khoảng 1-2 tháng, do đó biến động giá OCC phản ánh vào giá vốn với độ trễ khoảng một quý. Trong Q2/2026, biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện 2,6 đpt QoQ lên 20,2% dù giá OCC tăng 12,9% QoQ do sử dụng tồn kho giá thấp trước đó. Chúng tôi cho rằng chi phí OCC tăng sẽ bắt đầu phản ánh vào giá vốn từ Q3/2026.

Biểu đồ 27: Giá OCC phản ánh trễ vào biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất giấy



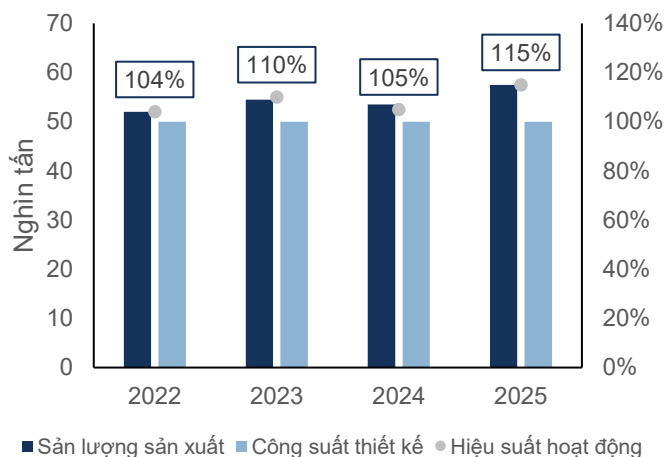
Nguồn: MZG, VPPA, FPTs tổng hợp

Tuy nhiên, nếu xét theo cả năm 2026E, giá OCC nhập khẩu trung bình đạt mức 175 USD/tấn vẫn thấp hơn 5,6% so với 2025. Với tỷ trọng khoảng 56% trong chi phí sản xuất giấy của MZG, giá giấy OCC nhập khẩu giảm có thể giúp MZG cắt giảm 3,4% chi phí sản xuất giấy, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.

2. Hoạt động sản xuất: Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 giúp tăng CSTK thêm 100.000 tấn/năm (+58,8% so với tổng CSTK hiện tại) chuyên dùng để sản xuất giấy cao cấp, đã đưa vào vận hành thương mại từ Q3/2026.

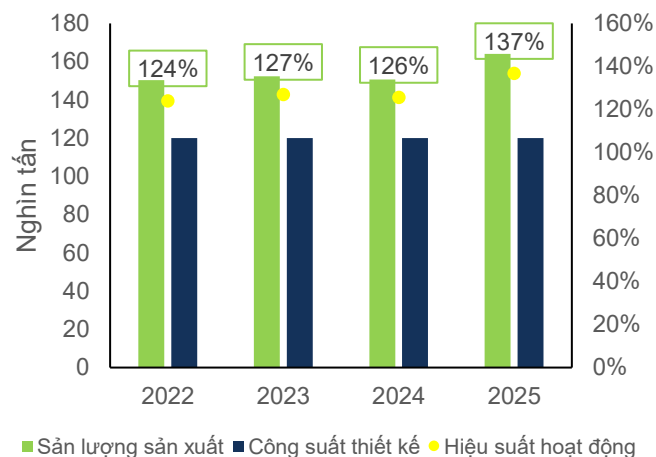
Các nhà máy của MZG hiện nay đều đã hoạt động vượt công suất thiết kế

Biểu đồ 28: Nhà máy Đông Anh hoạt động vượt công suất



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 29: Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 1 hoạt động vượt công suất



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

MZG hiện sở hữu 2 nhà máy giấy là Miza Đông Anh (PM1, PM2) và Miza Nghi Sơn (PM3) với tổng CSTK đạt 170.000 tấn/năm, chuyên sản xuất giấy Testliner, Medium và một số ít giấy Kraftliner. Hiện nay 2 nhà máy giấy bao bì của MZG đều đã chạy vượt CSTK, đạt hiệu suất trung bình 125% năm 2025. Do đó, dư địa tăng trưởng sản lượng tiêu thụ không còn nhiều và sẽ chững lại cho đến khi nhà máy mới đi vào hoạt động.

Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 đã hoàn thành lắp đặt và đưa vào vận hành từ Q3/2026, chuyên sản xuất giấy cao cấp

	Nhà máy Đông Anh		Nhà máy Nghi Sơn	
	PM1	PM2	Giai đoạn 1 (PM3)	Giai đoạn 2 (PM5)
	(2010 - 2011)	(2015-2017)	(2018 - 2021)	(2024 - Q3.2026)
Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)	350		1.800	1.059
+ Vốn vay	N/A		1.260 (70%)	741 (70%)
+ Vốn chủ sở hữu	N/A		540 (30%)	318 (30%)
Công suất thiết kế tăng thêm (tấn/năm)	7.500	42.500	120.000	100.000
Sản phẩm	Testliner, Medium		Testliner, Medium, Kraftliner	Kraftliner, Testliner, Whitetop, Medium

Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 (PM5) có CSTK đạt 100.000 tấn/năm, chuyên dùng để sản xuất dòng sản phẩm Kraftliner, Whitetop. Giấy bao bì bên cạnh được sản xuất từ nguyên liệu OCC (giấy phế liệu) còn có thể kết hợp sử dụng bột giấy nguyên sinh (từ gỗ hoặc phi gỗ) để sản xuất một số dòng sản phẩm chất lượng cao hơn như Whitetop và Kraftliner. Hầu hết các nhà máy giấy của MZG hiện nay đều sử dụng nguyên liệu OCC để sản xuất ra 2 loại sản phẩm là giấy Medium và Testliner. Vì các nhà máy hiện hữu đều đã chạy tối đa công suất, MZG đã có kế hoạch xây dựng giai đoạn 2 nhà máy Nghi Sơn với mục tiêu ưu tiên lần lượt sản xuất các sản phẩm là Kraftliner, Whitetop, Testliner, Medium.

Theo doanh nghiệp chia sẻ, PM5 hiện đã hoàn thành lắp đặt và đã đưa vào vận hành thương mại, tổng công suất của MZG sẽ đạt 270.000 tấn/năm (+58,8% so với hiện tại), giúp tăng sản lượng và dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang Kraftliner/ Whitetop, qua đó thúc đẩy doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận gộp.

3. Hoạt động đầu ra: Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì của MZG tăng trưởng với CAGR = 18,3%/năm trong giai đoạn 2022-2025, chủ yếu nhờ mở rộng hoạt động thương mại giấy

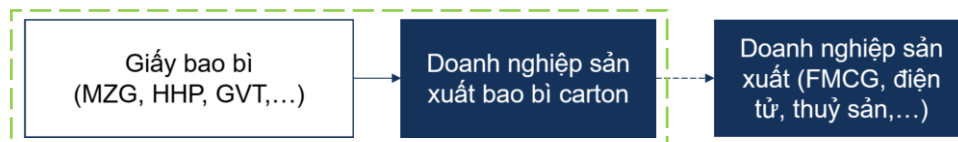
(a) Sản phẩm giấy đầu ra và thị trường tiêu thụ

Bảng: Các sản phẩm giấy chính của MZG

Testliner (giấy mặt)	Medium (giấy sóng)	Kraftliner (giấy mặt cao cấp)
		

Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

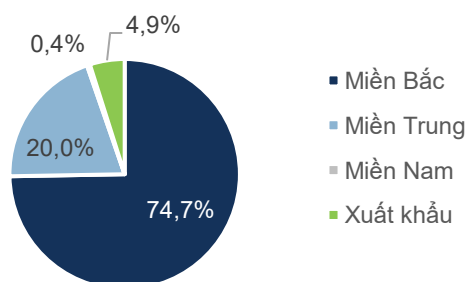
Biểu đồ 30: MZG bán hàng theo mô hình B2B



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

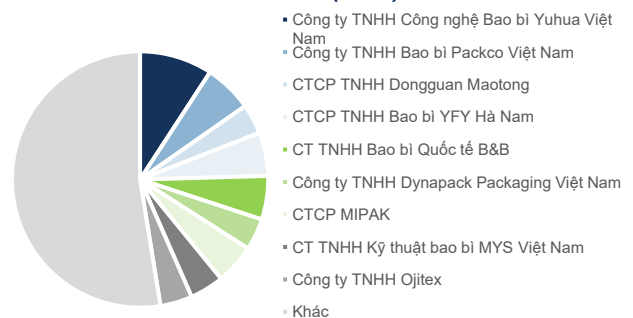
MZG tiêu thụ sản phẩm theo mô hình B2B, bán trực tiếp cho hơn 20 khách hàng, chủ yếu là các doanh nghiệp sản xuất bao bì carton tại miền Bắc và miền Trung với tổng nhu cầu ước tính khoảng 760 nghìn tấn giấy thành phẩm/năm (hiện khả năng cung ứng giấy bao bì của MZG đáp ứng ước tính ~32,4% trong tổng nhu cầu của khách hàng). Sản phẩm Testliner, Medium tập trung vào nhóm khách hàng bao bì nội địa có thể kể đến như là Công ty TNHH bao bì Quốc tế B&B, Công ty cổ phần bao bì Kinh Bắc,... trong khi Kraftliner hướng tới các doanh nghiệp FDI như Công ty TNHH Yuhua Việt Nam, Công ty TNHH Bao bì Packco Việt Nam,... có yêu cầu cao hơn về chất lượng giấy và tiêu chuẩn bao bì.

Biểu đồ 31: Thị trường nội địa đóng góp 95,1% doanh thu thuần (2025)



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

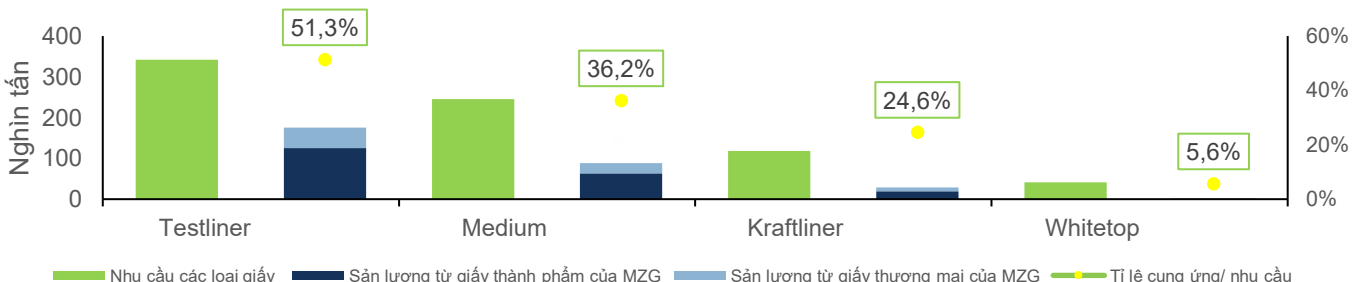
Biểu đồ 32: Tỷ trọng khách hàng lớn theo doanh thu của MZG (2025)



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

MZG đang nâng dần tỷ trọng giấy bao bì chất lượng cao Kraftliner/ Whitetop trong cơ cấu sản phẩm, chiến lược này xuất phát từ ba nguyên nhân chính: (1) cạnh tranh tại phân khúc Medium và Testliner cao do nguồn cung lớn và rào cản công nghệ thấp (2) nhu cầu giấy bao bì chất lượng cao tăng khi khách hàng FDI và xuất khẩu yêu cầu giấy nhẹ hơn nhưng vẫn đảm bảo độ bền (3) xu hướng thay thế bao bì nhựa cùng sự tăng trưởng của thương mại điện tử.

Biểu đồ 33: Tỷ lệ đáp ứng nhu cầu của MZG với khách hàng theo sản phẩm (2025)



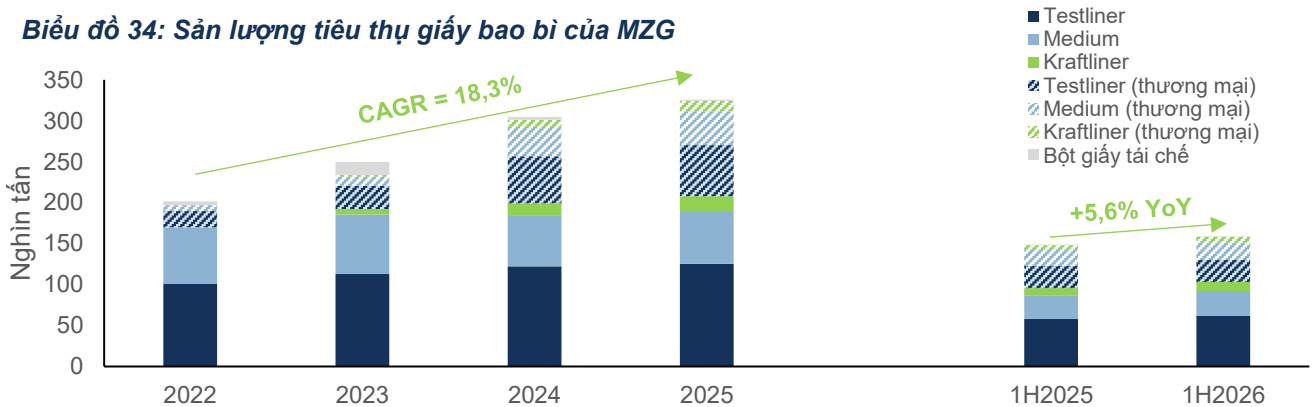
Nguồn: MZG, FPTS ước tính, tổng hợp

(b) Tình hình bán hàng theo tổng sản lượng và theo từng phân khúc giấy

Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì của MZG tăng trưởng với CAGR = 18,3%/năm trong giai đoạn 2022-2025, chủ yếu nhờ mở rộng hoạt động thương mại giấy.

Năm 2025, MZG tiêu thụ khoảng 326,1 nghìn tấn giấy (+6,7% YoY) bao gồm 209,4 nghìn tấn (+3% YoY) giấy thành phẩm tự sản xuất và 116,7 nghìn tấn (+14,1% YoY) giấy thương mại. Sản lượng bán hàng nhìn chung tăng do nhu cầu giấy bao bì cải thiện nhờ hoạt động tiêu dùng và sản xuất chế biến, chế tạo tại khu vực miền Bắc tiếp tục duy trì đà tăng trưởng.

Biểu đồ 34: Sản lượng tiêu thụ giấy bao bì của MZG



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp và ước tính

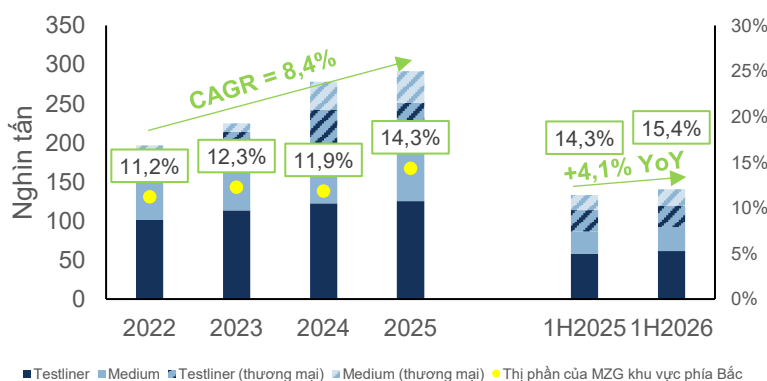
Trong giai đoạn 2022-2025, sản lượng tiêu thụ giấy bao bì của MZG tăng trưởng với CAGR = 18,3%/năm, chủ yếu nhờ sản lượng giấy thương mại tăng trưởng 62,8%/năm. Do các nhà máy hiện hữu của doanh nghiệp đã vận hành vượt khoảng 20% công suất thiết kế, khiến dư địa tăng sản lượng tự sản xuất không còn nhiều. Việc gia tăng hoạt động thương mại giúp doanh nghiệp tiếp tục mở rộng sản lượng tiêu thụ và duy trì độ phủ khách hàng.

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, mảng thương mại giấy giúp MZG duy trì và mở rộng thêm mạng lưới khách hàng phục vụ cho việc gia tăng công suất sau này. Doanh nghiệp dự kiến sẽ giảm dần tỷ trọng hoạt động thương mại khi Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 đi vào hoạt động để ưu tiên tiêu thụ sản phẩm tự sản xuất do (1) hoạt động thương mại có biên lợi nhuận thấp hơn, đồng thời làm tăng các khoản phải thu và nhu cầu vốn lưu động; (2) ưu tiên tiêu thụ thành phẩm tự sản xuất giúp nâng tỷ lệ sử dụng công suất, cải thiện biên lợi nhuận.

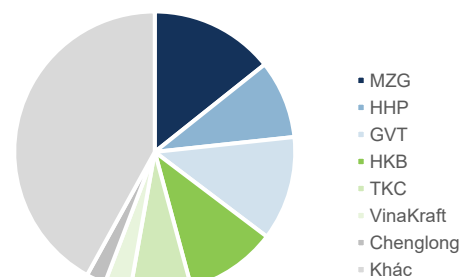
Giấy phổ thông (Testliner và Medium): Hưởng lợi từ nguồn cung thu hẹp tại miền Bắc

Về tình hình bán hàng giấy phổ thông, sản lượng tiêu thụ Testliner và Medium (ở cả hai mảng sản xuất và thương mại) của MZG năm 2025 lần lượt đạt 187,5 nghìn tấn (+5,8% YoY) và 94,7 nghìn tấn (+4,2% YoY), tương ứng mức tăng trưởng kép 8,4%/năm và 3,8%/năm trong giai đoạn 2022-2025.

Biểu đồ 35: Sản lượng tiêu thụ Testliner và Medium của MZG



Biểu đồ 36: MZG có thị phần tiêu thụ Testliner và Medium lớn nhất miền Bắc

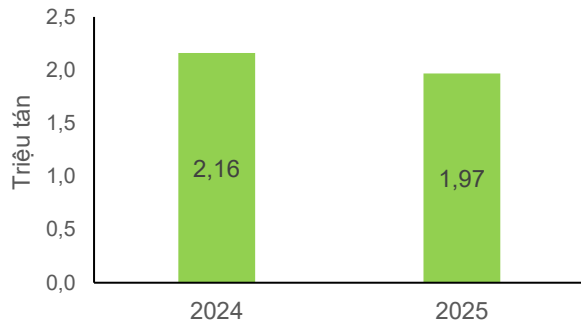


Nguồn: MZG, VPPA, Các doanh nghiệp ngành giấy, FPTS tổng hợp và ước tính

Sản lượng tiêu thụ giấy phổ thông⁽²⁾ của MZG đạt 282,2 nghìn tấn (+8,7% YoY; ước tính chiếm 14,3% thị phần tiêu thụ giấy phổ thông miền Bắc do thị trường phân mảnh, sản phẩm giấy phổ thông có mức độ tiêu chuẩn hóa cao và cạnh tranh chủ yếu về giá) trong năm 2025 và tiếp tục tăng 5,2% YoY trong 1H2026 nhờ hưởng lợi từ việc làng

ngành Phong Khê (Bắc Ninh) dừng hoạt động từ tháng 2/2025 khiến nguồn cung giảm khoảng 200 nghìn tấn/năm tương đương 10% công suất toàn miền Bắc và nhu cầu cao từ hoạt động tiêu dùng nội địa. Tuy nhiên như đã đề cập trong tổng quan ngành, trong 6 tháng đầu năm 2026, tăng trưởng hoạt động tiêu dùng, bán lẻ đang có dấu hiệu chậm lại. Với việc giấy phổ thông chủ yếu phục vụ các ngành hàng tiêu dùng nhanh, bán lẻ và thực phẩm, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ Testliner và Medium của MZG sẽ chậm lại trong các quý tới.

Biểu đồ 37: Công suất giấy bao bì tại Miền Bắc giảm 10% do làng nghề Phong Khê dừng hoạt động



Nguồn: Báo Công Luận, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 38: Sản lượng tiêu thụ giấy phổ thông và tăng trưởng thực tổng mức bán lẻ Việt Nam



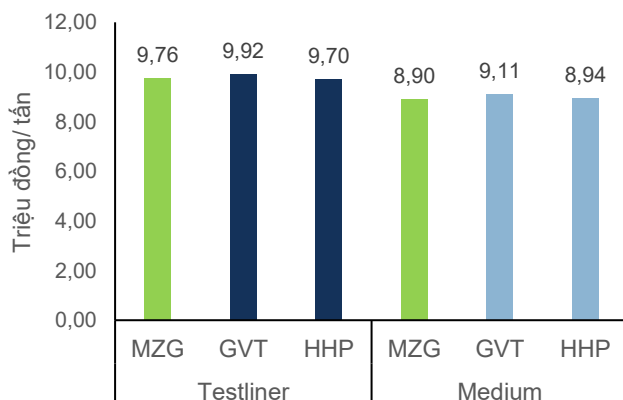
Nguồn: GSO, FPTs tổng hợp

⁽²⁾Tổng sản lượng giấy phổ thông = Sản lượng giấy Testliner + sản lượng giấy Medium

Về giá bán, với đặc thù sản phẩm không có nhiều sự khác biệt nên giấy phổ thông có mức giá tương đồng giữa các doanh nghiệp. Giá bán giấy bao bì của MZG có xu hướng biến động cùng chiều với giá OCC vì đây là nguyên liệu chính chiếm 60% chi phí sản xuất. Tuy nhiên, trong một số giai đoạn ngắn hạn, mức độ biến động giữa giá bán và giá OCC có thể khác nhau do chịu tác động từ các yếu tố cung cầu riêng biệt. Cụ thể, giá bán giấy bao bì (1) chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi nhu cầu tiêu thụ giấy trong nước và (2) một phần gián tiếp chịu tác động bởi nhu cầu thị trường xuất khẩu lớn là Trung Quốc. Trong khi đó, giá OCC nhập khẩu chịu ảnh hưởng chính bởi (1) nhu cầu của các thị trường tiêu thụ giấy lớn trên thế giới như Trung Quốc và Ấn Độ; (2) nguồn cung OCC từ Mỹ, EU và Nhật Bản.

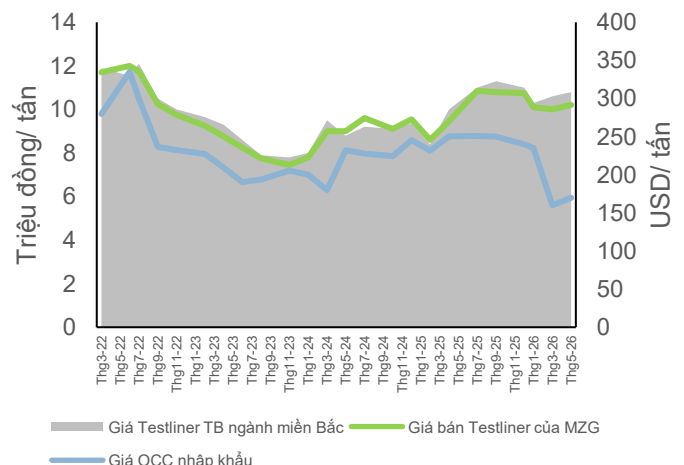
- Trong năm 2025, giá bán giấy phổ thông của MZG phục hồi +4,1% YoY nhờ nhu cầu bao bì cải thiện theo đà tăng của tiêu dùng trong nước, đồng thời nguồn cung thu hẹp sau khi nhiều nhà máy tại Bắc Ninh cắt giảm công suất hoặc ngừng hoạt động, qua đó giảm áp lực cạnh tranh. Trong khi đó, giá OCC chỉ tăng nhẹ +2,7% YoY do nhu cầu tại Ấn Độ và Trung Quốc cải thiện (theo VPPA).
- Trong 6 tháng đầu năm 2026, giá bán giấy giảm nhẹ -1,8% YoY do nhu cầu tiêu thụ giấy chậm lại, trong khi giá OCC giảm -12,4% YoY do nguồn cung tăng mạnh từ các lô hàng của Mỹ, EU chuyển hướng xuất sang Việt Nam (theo Thị trường Giấy).

Biểu đồ 39: Giá bán giấy phổ thông của MZG tương đương với các doanh nghiệp phía Bắc (2025)

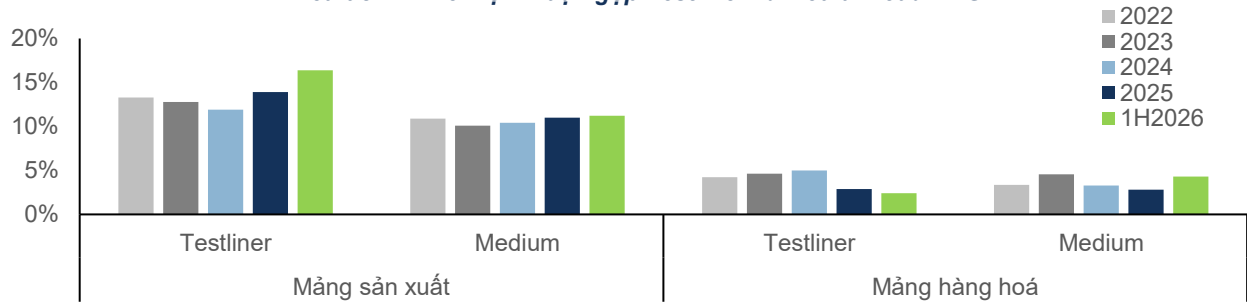


Nguồn: MZG, GVT, HHP, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 40: Diễn biến giá bán Testliner và Medium của MZG



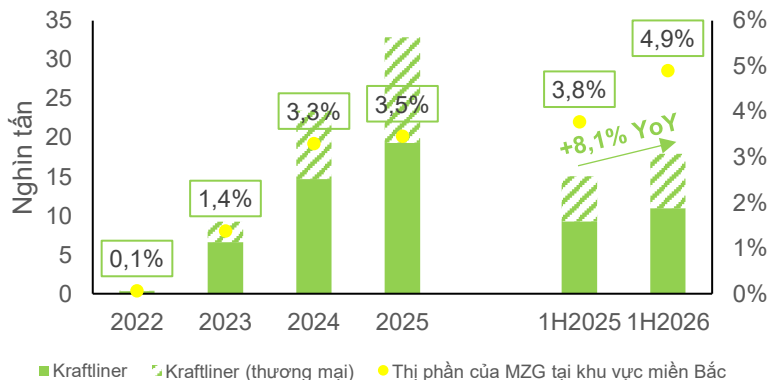
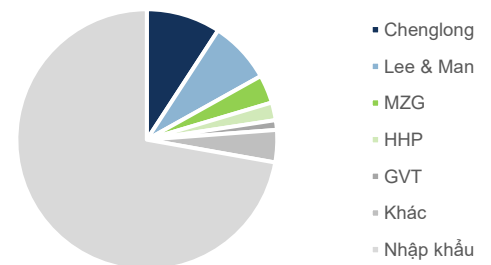
Nguồn: MZG, Thitruonggiay, VPPA, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 41: Biên lợi nhuận gộp Testliner và Medium của MZG


Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Giấy mặt cao cấp Kraftliner: Động lực tăng trưởng mới của MZG

MZG bắt đầu sản xuất và kinh doanh Kraftliner từ năm 2022 khi Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 1 đi vào hoạt động. Đây là dòng giấy mặt chất lượng cao, chủ yếu phục vụ bao bì carton cho các ngành điện tử, linh kiện, thiết bị công nghiệp và hàng xuất khẩu. Năm 2025, tổng sản lượng tiêu thụ Kraftliner của MZG đạt 32,9 nghìn tấn (+34,6% YoY; chiếm khoảng 3,5% thị phần tiêu thụ miền Bắc), trong đó Kraftliner thành phẩm đạt 19,3 nghìn tấn (+32% YoY) và Kraftliner thương mại đạt 13,5 nghìn tấn (+42,2% YoY).

Biểu đồ 42: Sản lượng tiêu thụ Kraftliner của MZG

Biểu đồ 43: Kraftliner miền Bắc phụ thuộc nguồn nhập khẩu (2025)


Nguồn: MZG, Mordor Intelligence, FPTS tổng hợp và ước tính

Sản lượng Kraftliner tăng mạnh trong giai đoạn 2024-2025 nhờ nhu cầu bao bì chất lượng cao phục vụ đà mở rộng của ngành chế biến, chế tạo tại miền Bắc, đặc biệt ở nhóm điện tử và linh kiện. Động lực đến từ sự phục hồi của hoạt động xuất khẩu và làn sóng mở rộng đầu tư của các doanh nghiệp FDI như Foxconn, Amkor... Giá trị tăng thêm của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo lần lượt tăng 9,6% YoY và 10,5% YoY trong năm 2024 và 2025. Xu hướng này tiếp tục duy trì trong 1H2026 khi chỉ số sản xuất chế biến, chế tạo tăng 9,7% YoY, qua đó giúp sản lượng tiêu thụ Kraftliner của MZG đạt 17,6 nghìn tấn (+8,1% YoY).

Dự án	Địa điểm	Thời gian
Foxconn PCB Factory	Bắc Giang	2024
Amkor Semiconductor	Bắc Ninh	2023-2025
Shunsin (Foxconn) IC Plant	Bắc Giang	2026
Samsung mở rộng chuỗi bán dẫn	Bắc Ninh/Thái Nguyên	2028F

Biểu đồ 44: Sản lượng tiêu thụ Kraftliner và chỉ số tăng trưởng chế biến, chế tạo


Nguồn: Reuters, FPTS tổng hợp

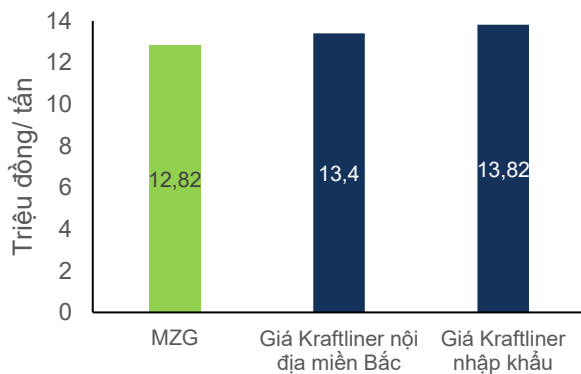
Nguồn: GSO, FPTS tổng hợp

Về giá bán, Kraftliner có giá bán cao hơn khoảng 40% và biên lợi nhuận gộp cao hơn khoảng 10-15 đpt so với giấy phổ thông. Khác với Testliner/ Medium thường chịu ảnh hưởng bởi biến động giá OCC, giá Kraftliner nội địa biến động chủ yếu theo giá bột giấy nguyên sinh do đây là nguyên vật liệu chính chiếm 75% chi phí sản xuất. Trong ngắn hạn, mức độ biến động giữa giá bán và giá bột giấy nguyên sinh có thể khác nhau do chịu tác động từ các yếu tố cung cầu riêng biệt. Giá bán Kraftliner chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi nhu cầu sản xuất chế biến chế tạo, xuất khẩu hàng hóa và nguồn cung Kraftliner trong nước. Trong khi đó, giá bột giấy nguyên sinh nhập khẩu chịu ảnh hưởng chính bởi nhu cầu từ các thị trường sản xuất và tiêu thụ giấy Kraftliner lớn là Trung Quốc, Nhật Bản và nguồn cung bột giấy từ các quốc gia xuất khẩu lớn như Brazil, Mỹ và các nước Châu Âu.

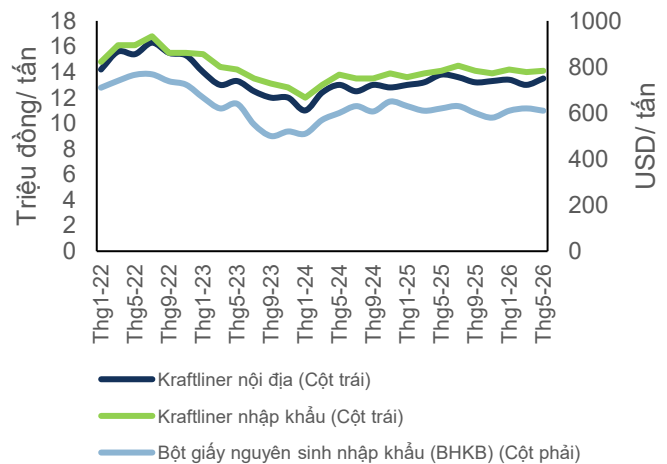
- Từ Q4/2023 đến Q2/2026, giá Kraftliner nội địa bắt đầu hồi phục nhờ nhu cầu tăng từ hoạt động sản xuất, chế tạo trong nước và hoạt động xuất khẩu cải thiện, trong khi nguồn cung Kraftliner trong nước vẫn thiếu hụt.
- Bên cạnh đó, giá bột giấy nguyên sinh nhập khẩu cũng tăng từ cuối năm 2023 do nguồn cung tạm thời thắt chặt do nhiều nhà máy lớn tại Bắc Mỹ và Châu Âu bảo trì (ước tính giảm 7% nguồn cung bột giấy nguyên sinh toàn cầu, theo Global Pulp Market), các nhà sản xuất lớn chủ động tăng giá bán. Đến đầu năm 2025, giá bột giấy hạ nhiệt khi nguồn cung dần phục hồi sau giai đoạn bảo trì, trong khi nhu cầu mua từ Trung Quốc suy yếu do bất ổn thương mại khiến các nhà sản xuất giấy giảm tích trữ nguyên liệu.

Năm 2025, giá bán bình quân Kraftliner của MZG là 12,82 triệu đồng/tấn (+1,2% YoY), thấp hơn khoảng 4-5% so với giá trung bình các doanh nghiệp khu vực miền Bắc và giá Kraftliner nhập khẩu. Theo nhận định của chúng tôi, mức chênh lệch giá bán đến từ chính sách giá cạnh tranh của MZG nhằm thâm nhập thị trường và thúc đẩy sản lượng tiêu thụ trước khi mở rộng đầu tư quy mô lớn.

Biểu đồ 45: Giá Kraftliner của MZG thấp hơn 5% so với giá Kraftliner nội địa và nhập khẩu (2025)



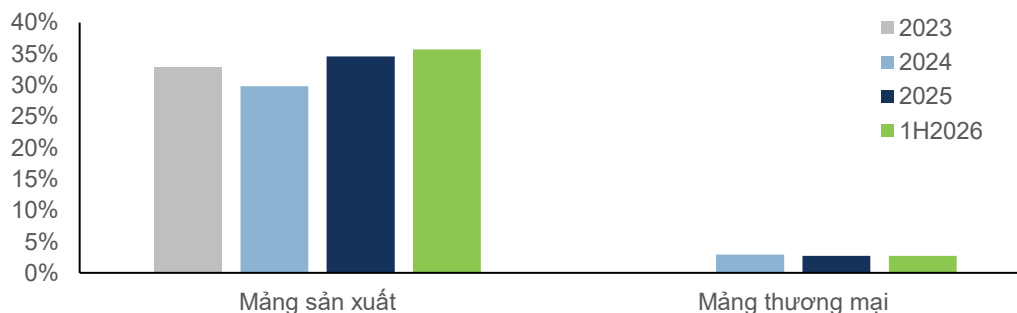
Biểu đồ 46: Diễn biến giá Kraftliner nội địa và nhập khẩu



Nguồn: MZG, Thitruonggiay, FPTs tổng hợp

Nguồn: VPPA, Global Pulp Market, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 47: Biên lợi nhuận gộp giấy Kraftliner của MZG



Nguồn: MZG, FPTs tổng hợp

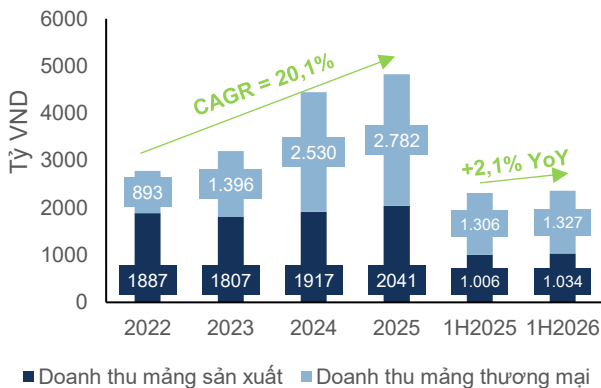
IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Quy mô doanh thu tăng do sự mở rộng của mảng thương mại

Với lợi thế quy mô công suất, MZG hiện là doanh nghiệp niêm yết có doanh thu thuần và doanh thu từ hoạt động sản xuất giấy lớn nhất khu vực miền Bắc. Từ năm 2024, doanh thu toàn ngành tăng trưởng mạnh nhờ nhu cầu tiêu thụ giấy phục hồi, được hỗ trợ bởi tiêu dùng nội địa và hoạt động xuất khẩu cải thiện.

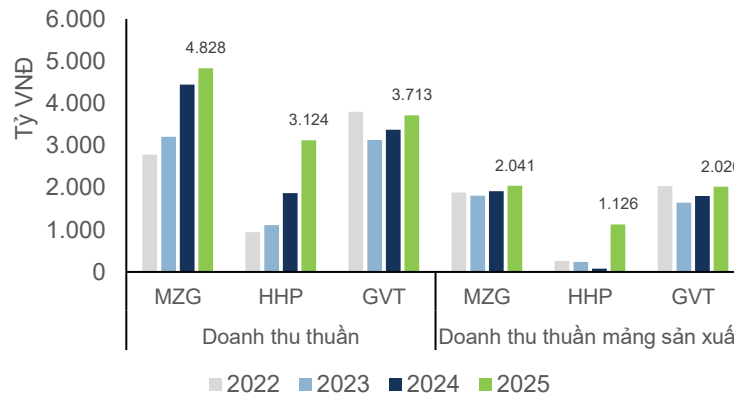
Năm 2025, doanh thu thuần của MZG đạt 4.828,3 tỷ đồng (+8,6% YoY; CAGR = 20,1% giai đoạn 2022-2025) trong đó doanh thu mảng sản xuất đạt 2.041 tỷ đồng (+6,4% YoY), chiếm 42,3% tổng doanh thu. Với việc các nhà máy hiện hữu đã hoạt động vượt khoảng 20% công suất thiết kế, doanh thu của MZG tăng trưởng chủ yếu thông qua mảng thương mại giấy với CAGR đạt 45,6% giai đoạn 2022-2025, trong khi doanh thu mảng sản xuất chững lại trước khi Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 đi vào hoạt động.

Biểu đồ 48: Doanh thu thuần của MZG



Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 49: MZG có quy mô doanh thu lớn nhất so với các doanh nghiệp giấy bao bì miền Bắc

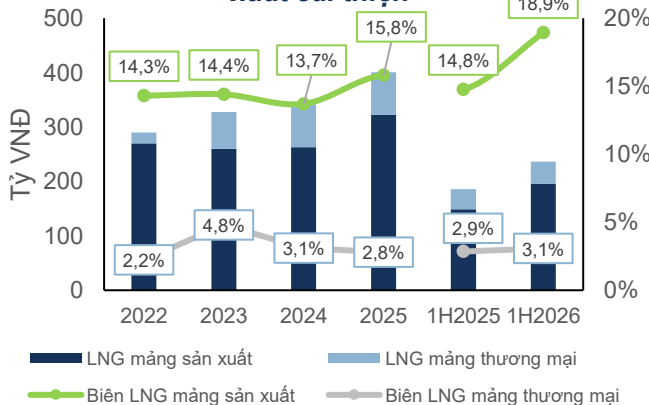


Nguồn: MZG, HHP, GVT, FPTS tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất cải thiện do giá bán giấy tăng mạnh hơn giá OCC mua vào

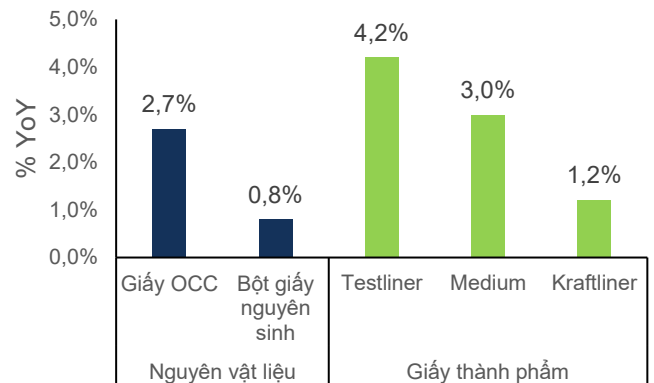
Năm 2025, lợi nhuận gộp đạt 400,5 tỷ đồng (+17,4% YoY; CAGR = 11,4% trong giai đoạn 2022-2025), nhờ đóng góp từ hoạt động thương mại. Mảng sản xuất vẫn là động lực lợi nhuận chính đạt 322,4 tỷ đồng (+22,7% YoY), chiếm 80,5% tổng lợi nhuận gộp. Mặc dù giá OCC và bột giấy nguyên sinh nhập khẩu trong năm tăng 2,7% YoY và 0,8% YoY, biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất vẫn cải thiện 2,1 đpt YoY nhờ giá bán giấy tăng nhanh hơn (+3,8% YoY) do nguồn cung giấy tại miền Bắc thu hẹp, nhu cầu giấy bao bì phục hồi và cơ cấu sản phẩm chuyển dịch sang giấy Kraftliner có giá trị gia tăng cao hơn.

Biểu đồ 50: Lợi nhuận gộp mảng sản xuất cải thiện



Nguồn: MZG, FPT tổng hợp

Biểu đồ 51: Giá bán giấy thành phẩm tăng mạnh hơn giá nguyên vật liệu (2025)

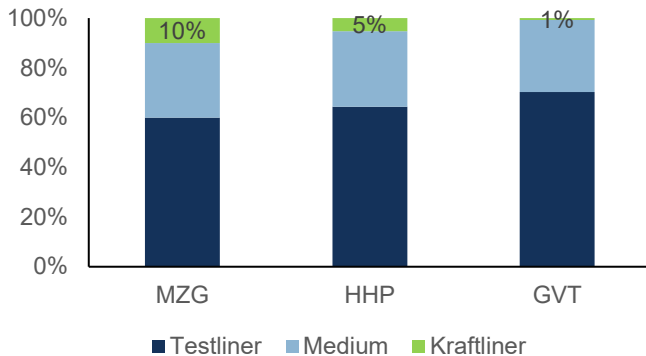


Nguồn: MZG, VPPA, FPTS tổng hợp

Trong 1H2026, biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất tiếp tục mở rộng +4,1 đpt YoY giúp lợi nhuận gộp tăng 30,2% YoY. Do trong kỳ, giá OCC nhập khẩu giảm mạnh 12,4% YoY do nguồn cung tăng mạnh từ các đơn hàng OCC của Mỹ, EU chuyển hướng xuất sang Việt Nam, trong khi giá bán giấy vẫn ổn định, qua đó mở rộng chênh lệch giữa giá bán và chi phí OCC mua vào.

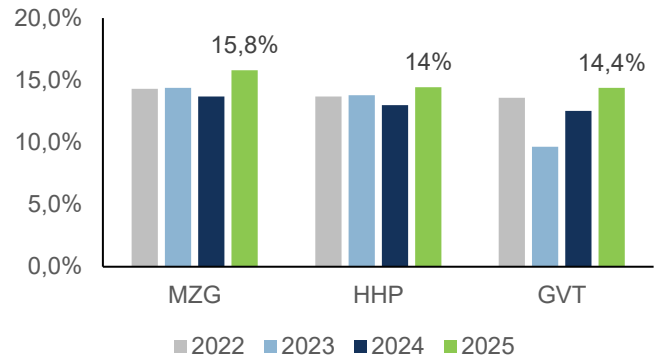
Nhìn chung, MZG có biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất cao hơn khoảng 0,5-1 đpt so với các doanh nghiệp giấy bao bì miền Bắc do MZG định hướng nâng tỷ trọng tiêu thụ giấy Kraftliner có biên lợi nhuận gộp cao hơn, qua đó cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Biểu đồ 52: Tỷ trọng Kraftliner trong sản lượng tiêu thụ (2025)



Nguồn: MZG, HHP, GVT, FPTs ước tính

Biểu đồ 53: MZG có biên lợi nhuận gộp cao hơn 0,5-1 đpt so với các doanh nghiệp giấy bao bì miền Bắc



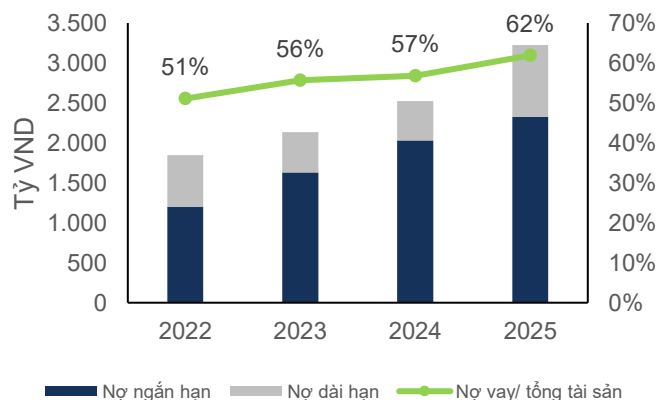
Nguồn: MZG, HHP, GVT, FPTs tổng hợp

3. Cơ cấu vốn: Tỷ trọng nợ vay ở mức cao

Năm 2025, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của MZG đạt 62%, trong đó nợ vay ngắn hạn chiếm 65% tổng dư nợ và được sử dụng chủ yếu để tài trợ vốn lưu động. Việc mở rộng hoạt động thương mại và duy trì chính sách tín dụng bán hàng khiến tỷ lệ khoản phải thu/doanh thu tăng từ 23,9% lên 30,7%, kéo theo số ngày chuyển đổi tiền mặt tăng lên 109,3 ngày (+11,3% YoY). Đồng thời, trong năm dư nợ vay dài hạn tăng 83,1% YoY do dự án nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 bước vào giai đoạn giải ngân mạnh, với tổng vốn đầu tư khoảng 1.059 tỷ đồng (vốn vay chiếm 70%).

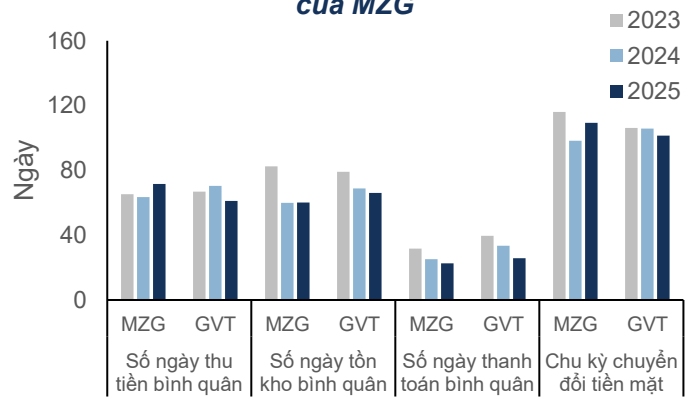
Chúng tôi nhận định trong năm 2026, MZG sẽ tiếp tục duy trì chính sách tín dụng bán hàng nhằm thúc đẩy tiêu thụ sản lượng từ nhà máy mới hoạt động từ Q3/2026. Theo đó, số ngày thu tiền và số ngày chuyển đổi tiền mặt được kỳ vọng duy trì ở mức cao, khiến doanh nghiệp vẫn phụ thuộc vào vay ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động.

Biểu đồ 54: Cơ cấu vốn MZG



Nguồn: MZG, FPTs tổng hợp

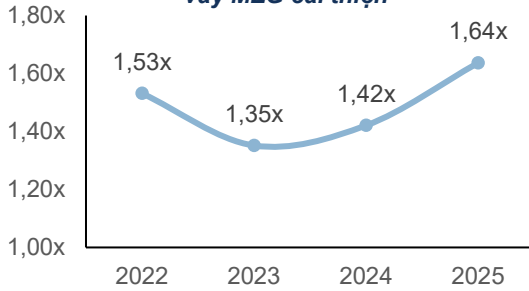
Biểu đồ 55: Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của MZG



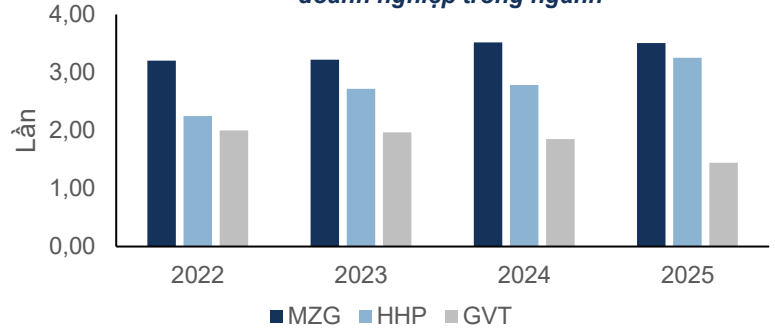
Nguồn: MZG, FPTs tổng hợp

MZG hiện là doanh nghiệp có chỉ số đòn bẩy cao nhất so với các doanh nghiệp trong ngành và chịu áp lực trả lãi vay lớn. Trong ba năm gần đây, mặc dù quy mô vay nợ tăng, khả năng thanh toán lãi vay (= EBIT/Lãi vay) của doanh nghiệp vẫn cải thiện từ 1,4 lần lên 1,6 lần nhờ kết quả kinh doanh tích cực và mặt bằng lãi suất hạ nhiệt.

Trong 6 tháng đầu 2026, với việc lãi suất tham chiếu tăng lên 6,8% (+1,0 đpt YoY) do thanh khoản hệ thống ngân hàng thắt chặt cùng nguồn cung tín dụng hạn chế, chúng tôi nhận định chỉ tiêu EBIT/ Lãi vay cả năm 2026E của MZG cải thiện nhẹ lên 1,67 lần (+0,03 lần YoY) nhờ kết quả kinh doanh vẫn duy trì cải thiện. [\(chi tiết ảnh hưởng áp lực chi phí lãi vay\)](#).

Biểu đồ 56: Khả năng thanh toán lãi vay MZG cải thiện


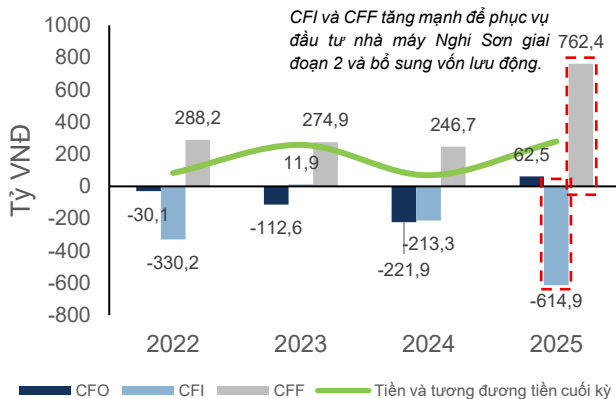
Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 57: Chỉ số đòn bẩy (A/E) của MZG cao hơn doanh nghiệp trong ngành


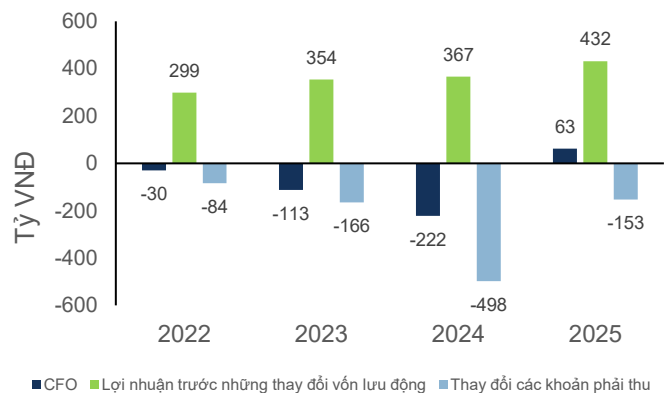
Nguồn: MZG, GVT, FPTS tổng hợp

4. Dòng tiền hoạt động kinh doanh cải thiện, tuy nhiên vẫn còn yếu

MZG vẫn phụ thuộc vào dòng tiền tài chính để tài trợ đầu tư và vốn lưu động. Giai đoạn 2022-2024, dù kết quả kinh doanh cải thiện, CFO liên tục âm và giảm từ -30,1 tỷ đồng xuống -221,9 tỷ đồng do bị kẹt trong vốn lưu động, chủ yếu bởi các khoản phải thu tăng mạnh. Năm 2025, CFO chuyển sang dương 62,5 tỷ đồng do lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trước thay đổi vốn lưu động đạt 431,6 tỷ đồng (+17,6% YoY; cao hơn mức tăng 3,7% YoY của năm 2024) và các khoản phải thu trong năm chỉ tăng nhẹ +11,5% YoY, thấp hơn mức tăng +60% YoY năm 2024.

Biểu đồ 58: Lưu chuyển tiền của MZG


Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 59: CFO cải thiện nhờ lợi nhuận hoạt động kinh doanh tích cực và áp lực vốn lưu động giảm


Nguồn: MZG, FPTS tổng hợp

V. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

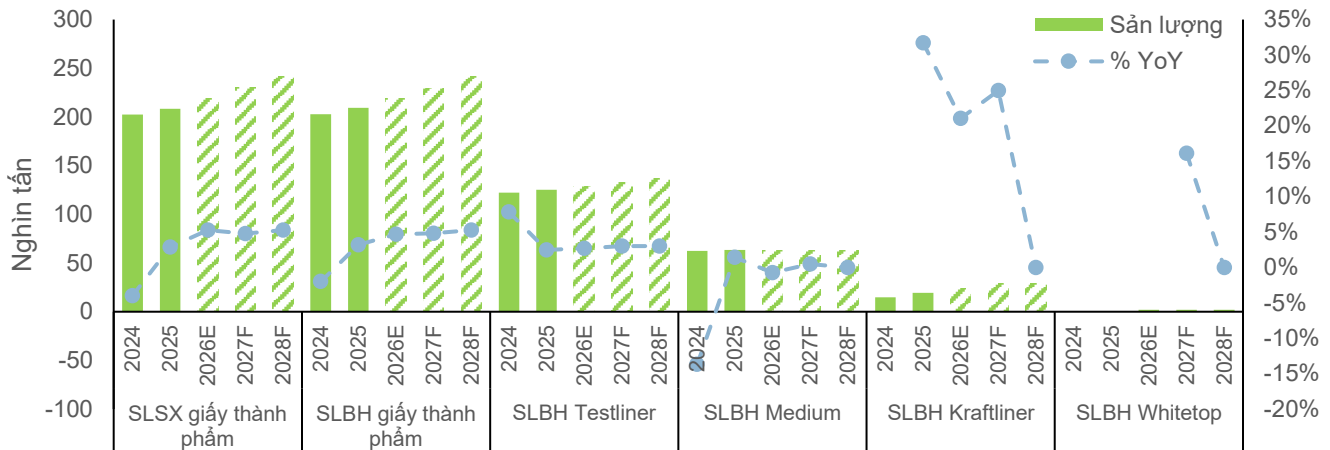
1. Mảng sản xuất: Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 đi vào hoạt động vào Q3/2026 nâng tổng công suất lên 270.000 tấn/ năm (quay lại trang đầu)

Sản lượng tiêu thụ được dự phóng tăng trưởng với CAGR = 6,8% trong giai đoạn 2026-2030

Dựa vào triển vọng ngành, tình hình bán hàng quý 1H2026 và động lực từ nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 đi vào vận hành từ quý 3/2026, nâng tổng công suất thiết kế lên 270 nghìn tấn/năm, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ giấy thành phẩm của MZG đạt 214 nghìn tấn trong năm 2026 (+7,2% YoY). Giai đoạn 2027-2030, sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng tăng trưởng với CAGR = 6,8%/năm và đạt 251 nghìn tấn vào năm 2030. Cụ thể:

Đối với giấy phổ thông, sản lượng tiêu thụ Testliner và Medium năm 2026 dự phóng đạt lần lượt 126 nghìn tấn (+2,8% YoY) và 67 nghìn tấn (+2% YoY), CAGR giai đoạn 2027-2030 đạt 3% và 2%. Tốc độ tăng trưởng thấp do áp lực cạnh tranh trong phân khúc giấy phổ thông và MZG định hướng chuyển dịch sang phân khúc giấy cao cấp.

Đối với giấy cao cấp Kraftliner và Whitetop, sản lượng tiêu thụ năm 2026 dự phóng đạt lần lượt 23,4 nghìn tấn (+20% YoY) và 2 nghìn tấn, CAGR giai đoạn 2027-2030 đạt 20% và 12,9%. Động lực tăng trưởng đến từ phần công suất bổ sung của Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 và sự mở rộng của ngành điện tử, linh kiện điện tử của các doanh nghiệp FDI tại các tỉnh Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Phòng... được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu bao bì carton chất lượng cao.

Biểu đồ 60: Dự phóng sản lượng sản xuất và sản lượng bán hàng giấy thành phẩm


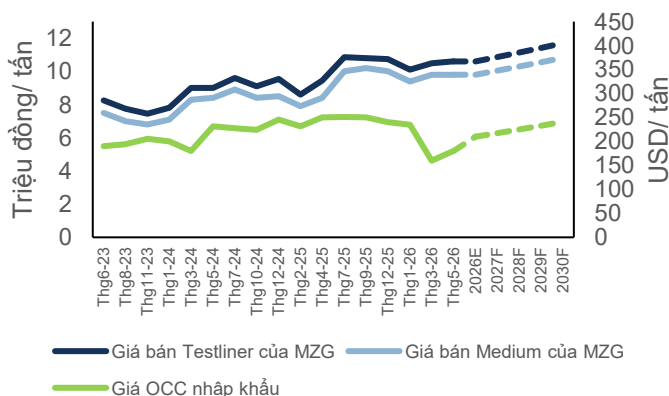
Nguồn: MZG, FPTs dự phóng

Giá bán giấy bao bì duy trì ổn định trong năm 2026E và cải thiện dần trong giai đoạn 2027-2030 theo xu hướng tăng của giá nguyên vật liệu (quay lại trang đầu)

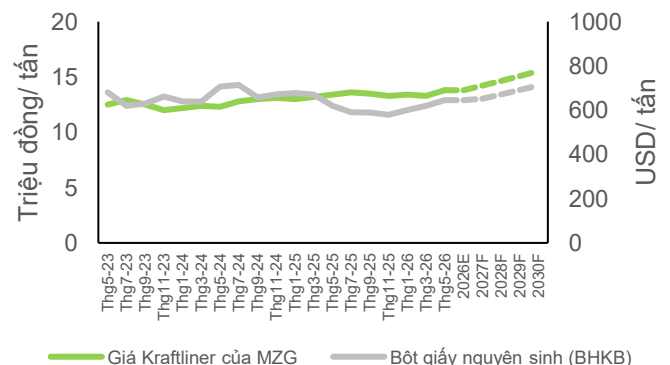
Dựa trên diễn biến giá giấy bao bì trong nước trong 7 tháng đầu năm 2026 cùng dự báo nhu cầu tiêu dùng và bán lẻ nội địa tăng trưởng chậm hơn năm trước và hoạt động sản xuất công nghiệp và xuất khẩu cải thiện, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân các sản phẩm giấy của MZG trong năm 2026 duy trì ổn định hoặc tăng nhẹ. Cụ thể, giá bán bình quân Testliner và Medium dự phóng đạt lần lượt 10,2 triệu đồng/tấn (+1% YoY) và 9,1 triệu đồng/tấn (+0,5% YoY), trong khi Kraftliner dự phóng đạt 13,2 triệu đồng/tấn (+2% YoY).

Giai đoạn 2027-2030, chúng tôi dự phóng giá bán Testliner và Medium tăng theo xu hướng tăng của giá OCC. Theo dự báo của VPPA, giá OCC bình quân sẽ tăng khoảng 3%/năm đến năm 2030 nhờ nguồn cung giấy thu hồi toàn cầu thu hẹp khi nhiều quốc gia đẩy mạnh tái chế trong nước và hạn chế xuất khẩu giấy phế, trong khi công suất sản xuất giấy bao bì tại châu Á tiếp tục mở rộng, khiến nhu cầu OCC tăng nhanh hơn nguồn cung. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng giá bán Testliner và Medium tăng với CAGR = 2,5% trong giai đoạn 2027-2030, thấp hơn tốc độ tăng của giá OCC do nguồn cung và áp lực cạnh tranh ở phân khúc giấy phổ thông vẫn ở mức cao.

Đối với Kraftliner, chúng tôi kỳ vọng giá bán tăng theo xu hướng phục hồi của giá bột giấy nguyên sinh. Theo dự báo của Global Pulp Market, trong ngắn hạn, giá bột giấy được dự báo duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ quanh mức 630 USD/tấn nhờ nguồn cung vẫn dồi dào sau giai đoạn mở rộng công suất tại Trung Quốc và Nam Mỹ. Tuy nhiên, về trung và dài hạn, giá bột giấy nguyên sinh được kỳ vọng tăng khoảng 3%/năm khi nhu cầu đối với các dòng giấy bao bì chất lượng cao tiếp tục cải thiện, đặc biệt từ các ngành điện tử và hàng xuất khẩu. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng giá bán Kraftliner tăng với CAGR = 3% trong giai đoạn 2027-2030.

Biểu đồ 61: Dự phóng giá Testliner và Medium của MZG


Nguồn: MZG, VPPA, FPTs dự phóng

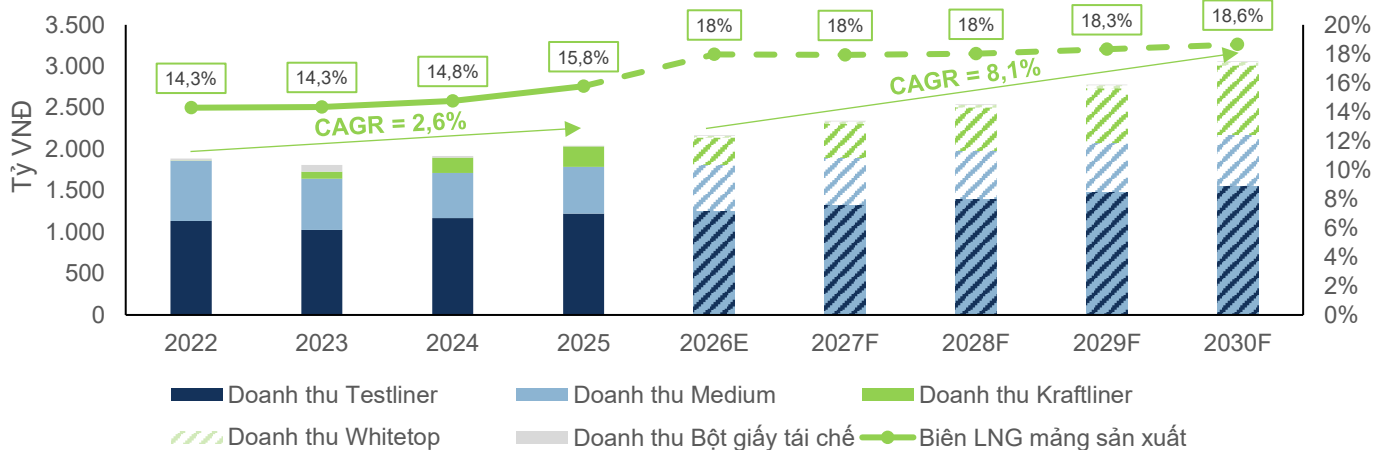
Biểu đồ 62: Dự phóng giá bán Kraftliner của MZG


Nguồn: MZG, VPPA, FPTs dự phóng

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục mở rộng do chuyển dịch cơ cấu sản phẩm

Dựa trên dự phóng sản lượng tiêu thụ, giá bán và giá nguyên vật liệu, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng sản xuất của MZG năm 2026 đạt 2.138,8 tỷ đồng (+5,2% YoY) và sẽ tăng trưởng với CAGR = 8,1%/năm trong giai đoạn 2027-2030F. Biên lợi nhuận gộp năm 2026E dự kiến đạt 18% (+2,2 đpt YoY). Trong giai đoạn 2027-2030, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của MZG sẽ tiếp tục mở rộng, đạt ~18,6% nhờ tỷ trọng các sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn là Kraftliner và Whitetop gia tăng trong cơ cấu sản phẩm.

Biểu đồ 63: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất giấy

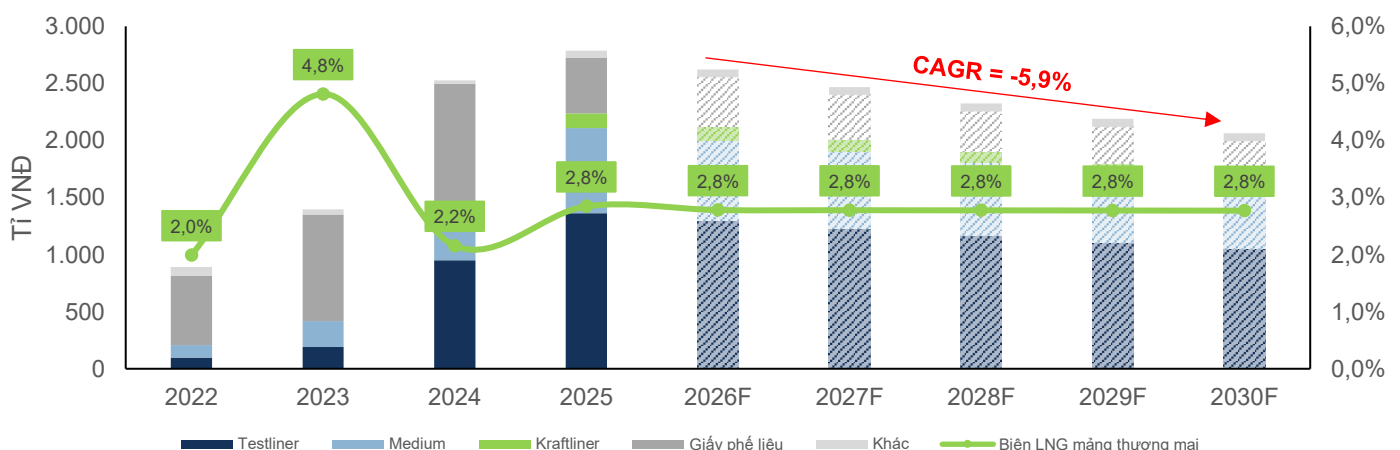


Nguồn: MZG, FPTTS dự phóng

2. Mảng thương mại giấy: MZG định hướng giảm dần hoạt động thương mại giấy để ưu tiên tiêu thụ sản phẩm tự sản xuất ([quay lại trang đầu](#))

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng thương mại giấy của MZG sẽ giảm dần với CAGR = -5,9% trong giai đoạn 2026-2030F, do doanh nghiệp sẽ ưu tiên tiêu thụ sản phẩm từ mảng sản xuất. Biên lợi nhuận gộp của mảng thương mại sẽ duy trì khoảng 2,8%/năm với kỳ vọng cơ cấu sản phẩm không có thay đổi nhiều.

Biểu đồ 64: Dự phóng doanh thu thuần và biên LNG mảng thương mại giấy



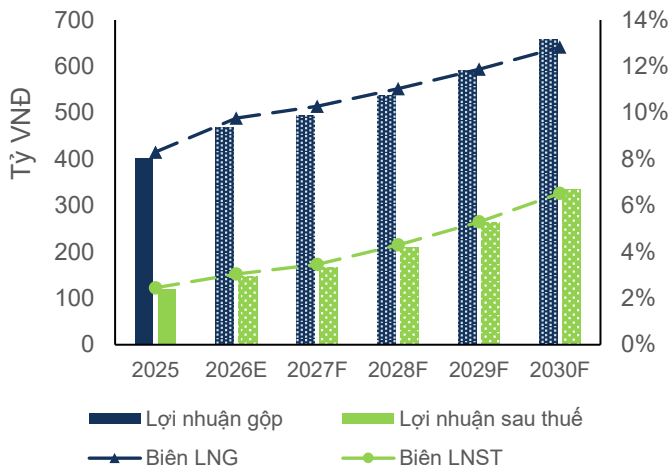
Nguồn: MZG, FPTTS dự phóng

3. Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế: Cải thiện biên lợi nhuận nhờ chuyển dịch cơ cấu sản phẩm. ([quay lại trang đầu](#))

Trên cơ sở dự phóng của mảng sản xuất và mảng thương mại, năm 2026E, chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của MZG lần lượt đạt 458,7 tỷ đồng (+14,4% YoY) và 137,6 tỷ đồng (+16,1% YoY), tương ứng biên lợi nhuận gộp đạt 9,6% (+1,3 đpt YoY) và biên LNST đạt 2,9% (+0,4 đpt YoY). Chi phí lãi vay dự phóng tăng mạnh 25,7% YoY, đạt 249,7 tỷ đồng tương ứng tỷ lệ chi phí lãi vay/EBIT đạt 61,9% (+0,8 đpt YoY) do mặt bằng lãi suất cao, làm giảm mức cải thiện của biên lợi nhuận sau thuế.

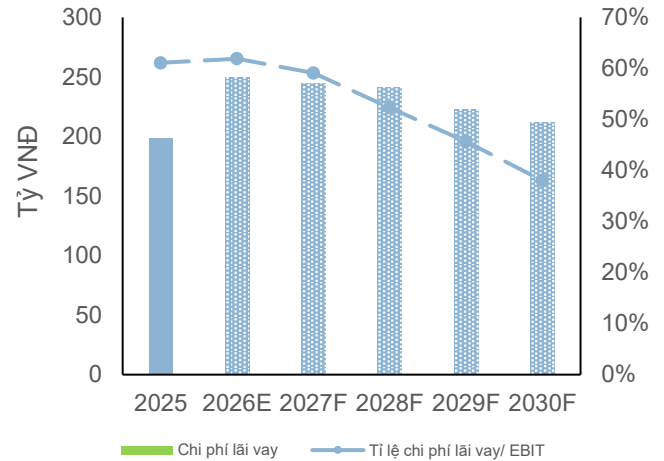
Giai đoạn 2027-2030F, chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của MZG tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 8,4% và 17,3%/năm, động lực từ (1) tỷ trọng doanh thu mảng sản xuất tăng, (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện khi tỷ trọng giấy cao cấp tăng và (3) chi phí lãi vay giảm do dư nợ vay giảm dần theo kế hoạch trả nợ.

Biểu đồ 65: Dự phóng lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của MZG giai đoạn 2026-2030F



Nguồn: MZG, FPTTS dự phóng

Biểu đồ 66: Dự phóng chi phí lãi vay của MZG

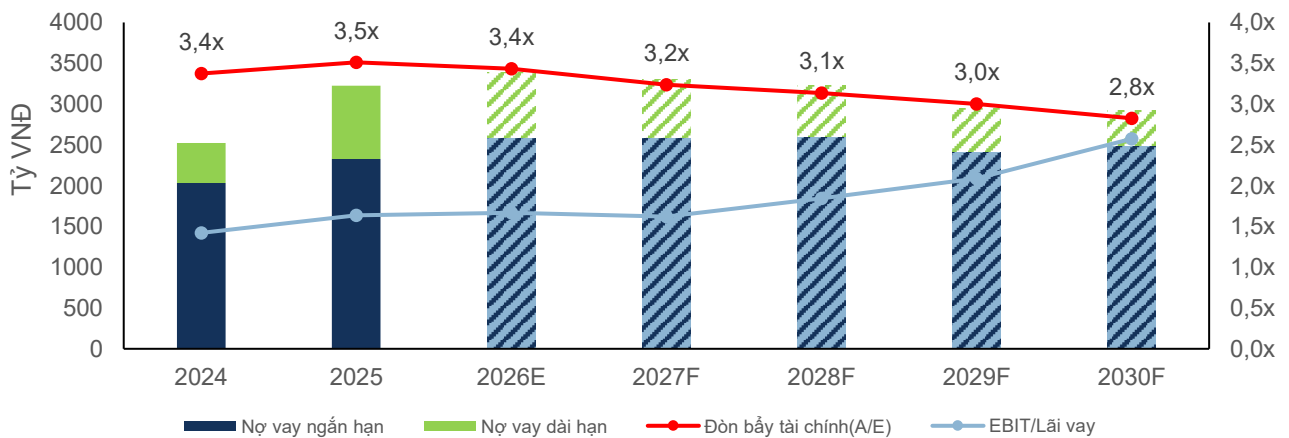


Nguồn: MZG, FPTTS dự phóng

VI. Yếu tố theo dõi

Áp lực chi phí lãi vay (quay lại trang đầu)

Biểu đồ 67: Dự phóng nợ vay của MZG giai đoạn 2026-2030F

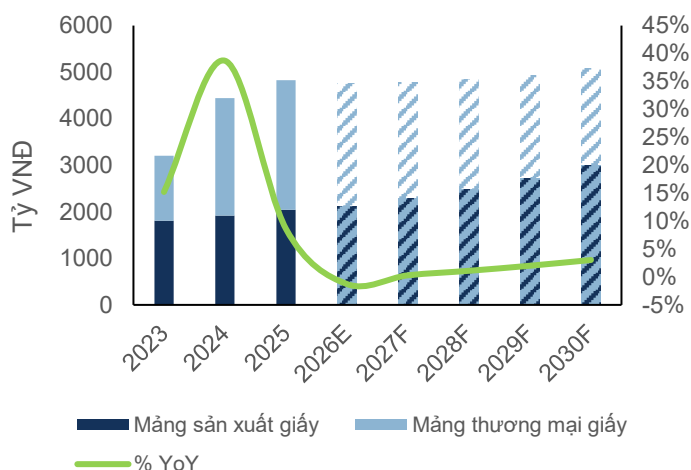


Nguồn: MZG, FPTTS dự phóng

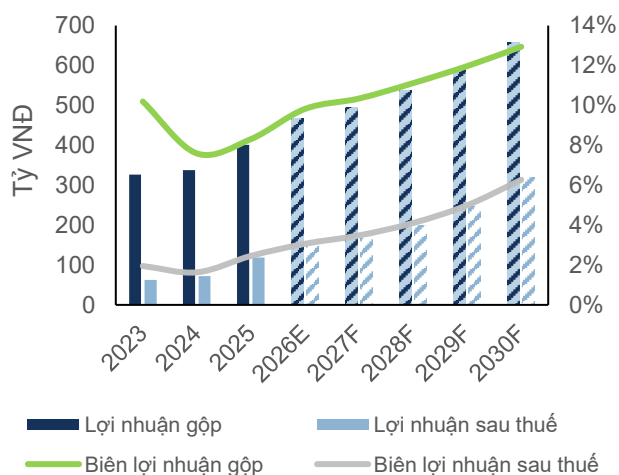
Hệ số đòn bẩy tài chính (A/E) của MZG hiện ở mức 3,51 lần, trong đó 65% là nợ vay ngắn hạn phục vụ vốn lưu động, phần còn lại là nợ vay dài hạn tài trợ đầu tư mở rộng công suất. Trong khi đó, hệ số EBIT/Lãi vay chỉ đạt 1,42-1,64 lần, cho thấy dư địa thanh toán lãi vay còn hạn chế. Năm 2026, Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 bước vào giai đoạn hoàn tất và chuẩn bị vận hành thương mại. Chúng tôi dự phóng đòn bẩy tài chính giảm còn 3,4 lần (-0,09 lần YoY) nhờ nợ vay dài hạn đạt 803,3 tỷ đồng (-10,4% YoY) và nợ vay ngắn hạn đạt 2.520,4 tỷ đồng (+8,4% YoY) để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động. Chi phí lãi vay dự kiến đạt 249,7 tỷ đồng (+25,7% YoY), trong khi EBIT/Lãi vay cải thiện lên 1,67 lần (+0,03 lần YoY) nhờ tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh. Giai đoạn sau 2026E, chi phí lãi vay dự kiến giảm với CAGR = -3,2%/năm khi dư nợ vay giảm dần theo kế hoạch trả nợ, từ đó giảm áp lực lên lợi nhuận sau thuế.

VII. Tổng hợp kết quả dự phóng

Biểu đồ 68: Dự phóng doanh thu thuần của MZG



Biểu đồ 69: Dự phóng lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế của MZG



Nguồn: MZG, FPTS dự phóng

Chỉ tiêu	Giá định
Doanh thu thuần	Chúng tôi ước tính doanh thu thuần MZG năm 2026E đạt 4.760,6 tỷ VND, giảm -1,4% YoY. Trong đó: Màng sản xuất giấy đạt 2.138,8 tỷ VND (+5,2% YoY) vì (1) giá bán tăng nhẹ 1,2% YoY do nhu cầu tiêu thụ cải thiện và (2) sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 7,2% YoY với công suất tăng thêm từ nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 2 từ Q3/2026 và nhu cầu giấy chất lượng cao cho hoạt động sản xuất chế biến, chế tạo miền Bắc. Màng thương mại giấy đạt 2.621,8 tỷ VND (-6,3% YoY) do doanh nghiệp định hướng ưu tiên tiêu thụ sản phẩm tự sản xuất. Giai đoạn 2027-2030F, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần tăng trưởng với CAGR = 1,6%/năm trong đó doanh thu từ màng sản xuất giấy tăng trưởng với CAGR = 8,1% do sản lượng tăng từ công suất bổ sung và nhu cầu giấy bao bì vẫn được hỗ trợ bởi hoạt động tiêu dùng, bán lẻ và xuất khẩu tích cực trong dài hạn. Trong khi đó doanh thu màng thương mại giảm với CAGR = -5,9% để ưu tiên cho sản lượng tự sản xuất.
Lợi nhuận gộp	Lợi nhuận gộp năm 2026E ước tính đạt 458,7 tỷ VND (+14,4% YoY), với biên LNG đạt 18% (+2,2 đpt YoY) chủ yếu nhờ (1) chênh lệch giá bán giấy và giá OCC tiếp tục mở rộng (2) nhà máy mới đi vào hoạt động, tăng tỷ trọng Kraftliner/ Whitetop có biên gộp cao hơn. 2027-2030F: Biên LNG dần được cải thiện, đạt ~18,6% nhờ nhà máy mới hoạt động ổn định giúp tăng tỷ trọng giấy chất lượng cao trong cơ cấu sản phẩm tiêu thụ.
Chi phí lãi vay	Chi phí lãi vay năm 2026E ước tính đạt 249,7 tỷ đồng (+25,7% YoY) do lãi suất tham chiếu tăng. Theo đó, hệ số EBIT/chi phí lãi vay đạt 1,67 lần (+0,03 lần YoY), nhờ lợi nhuận hoạt động tăng nhanh hơn chi phí lãi vay. 2027-2030F: chi phí lãi vay dự kiến giảm với CAGR = -3,2%/năm khi dư nợ vay giảm dần theo kế hoạch trả nợ, qua đó giảm áp lực lên lợi nhuận sau thuế.
Lợi nhuận sau thuế	Lợi nhuận sau thuế MZG năm 2026E được ước tính đạt 137,6 tỷ VND (+16,1% YoY) và tăng trưởng với CAGR = 17,3%/năm trong giai đoạn 2027-2030F nhờ tỷ trọng doanh thu màng sản xuất tăng và cơ cấu sản phẩm chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng giấy cao cấp.

Chi phí thuế TNDN của MZG giai đoạn 2026-2036F được dự phóng theo lộ trình ưu đãi thuế của Nhà máy Nghi Sơn giai đoạn 1 và giai đoạn 2 như sau:

Giai đoạn	2022-2025	2026-2034	2035	2036 trở đi
Nghi Sơn giai đoạn 1	0%	5%	10%	20%
Nghi Sơn giai đoạn 2		5%	10%	20%

VIII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu MZG với giá mục tiêu **13.800 VNĐ/cổ phiếu**, cao hơn **10,4%** so với giá đóng cửa ngày 11/08/2026. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Kết quả định giá:

Tổng hợp Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Giá trị	Trọng số
Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	13.926	50%
Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	13.529	50%
Giá mục tiêu	13.800	

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC	14,05%	Phần bù rủi ro	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	7,6%	Beta không đòn bẩy	0,78
Chi phí sử dụng VCSH	16,3%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	4,22%	Thời gian dự phóng	5

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)	3.798
(+) Tiền mặt (tỷ VND)	1.003
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)	3.225
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	1.576
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	116,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	13.529
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	1.622
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	13.926

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

KQHĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4.445	4.828	4.761	4.739
Giá vốn hàng bán	(4.107)	(4.427)	(4.323)	(4.316)
Lợi nhuận gộp	337	401	468	494
Lãi/lỗ thanh lý BĐS đầu tư	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	(56)	(49)	(48)	(48)
Chi phí quản lí DN	(31)	(39)	(39)	(39)
Lợi nhuận thuần HĐKD	250	313	381	407
(Lỗ)/lãi HĐTC	(4)	15	35	17
Lợi nhuận khác	2	(3)	-	-
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	248	325	416	424
Chi phí lãi vay	(175)	(198)	(249)	(253)
Lợi nhuận trước thuế	73	126	167	162
Thuế TNDN	(1)	(8)	(8)	(8)
Lợi nhuận sau thuế	73	119	158	154
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNST của cổ đông CT Mẹ	73	119	138	148
EPS (đ)	685	1.105	1.299	1.548
Khả năng sinh lời	2024A	2025A	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,6%	8,3%	9,8%	10,3%
Tỷ suất LNST	1,6%	2,5%	3,3%	3,2%
ROE DuPont	5,9%	8,6%	10,1%	9,0%
ROA DuPont	1,8%	2,5%	3,0%	2,8%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	5,6%	6,7%	8,7%	8,8%
LNTT / EBIT	29,6%	38,9%	40,1%	38,3%
LNST/LNTT	98,8%	93,9%	95,0%	95,0%
Vòng quay tổng tài sản	1,1x	1,0x	0,9x	0,9x
Đòn bẩy tài chính	3,4x	3,5x	3,4x	3,2x
Hiệu quả hoạt động	2024A	2025A	2026F	2027F
Thời gian luân chuyển tiền	118,01	141,60	165,49	176,26
Số ngày phải thu	88,62	106,21	117,90	122,71
Số ngày tồn kho	59,94	60,20	70,17	75,88
Số ngày phải trả	30,56	24,81	22,58	22,33
COGS / Hàng tồn kho	6,3x	6,4x	5,7x	4,8x
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025A	2026F	2027F
CS thanh toán hiện hành	1,1x	1,3x	1,3x	1,3x
CS thanh toán nhanh	0,8x	1,0x	1,0x	1,0x
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,4x	0,4x	0,4x
Nợ / Tài sản	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x
Nợ / Vốn CSH	2,5x	2,5x	2,4x	2,1x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,9x	1,7x	1,7x	1,6x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,6x	0,8x	0,6x	0,5x
Khả năng TT lãi vay	1,42x	1,64x	1,67x	1,6x

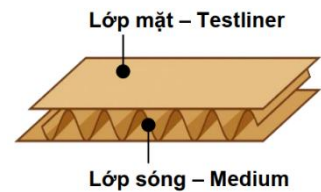
BCTHTC	2024A	2025A	2026F	2027F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền, đầu tư tài chính ngắn hạn	525	1.003	1.073	1.211
Các khoản phải thu	1.328	1.481	1.614	1.620
Hàng tồn kho	696	764	898	896
Tài sản ngắn hạn khác	89	89	106	106
Tổng tài sản ngắn hạn	2.638	3.337	3.691	3.833
Tài sản CĐHH	1.603	1.524	1.641	1.556
Nguyên giá	2.112	2.105	2.355	2.413
Khấu hao lũy kế	(509)	(581)	(714)	(857)
Đầu tư tài chính dài hạn	-	2	2	2
Tài sản dài hạn khác	154	154	181	181
Xây dựng cơ bản dở dang	45	192	-	-
Tổng tài sản dài hạn	1.802	1.872	1.823	1.738
Tổng Tài sản	4.440	5.209	5.514	5.572
	-	-	-	-
Nợ & Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
Vay và nợ ngắn hạn	2.032	2.328	2.585	2.591
Các khoản phải trả	331	271	264	264
Quỹ khen thưởng	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn	2.363	2.599	3.040	2.985
Vay và nợ dài hạn	490	897	803	710
Phải trả dài hạn khác	324	228	223	222
Nợ dài hạn	815	1.125	1.026	933
Tổng nợ	3.178	3.723	3.875	3.787
Vốn góp chủ sở hữu	1.059	1.165	1.282	1.282
Thặng dư	33	32	32	32
LN chưa phân phối	170	289	325	471
Các khoản khác	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1.262	1.486	1.639	1.785
Tổng cộng nguồn vốn	4.440	5.209	5.514	5.572
Lưu chuyển tiền tệ	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền đầu năm	511	525	1.003	1.073
Lợi nhuận sau thuế	73	125	158	154
Khấu hao	123	128	133	143
Dự phòng	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động và điều chỉnh khác	(418)	(191)	(327)	(14)
Tiền từ hoạt động KD	(222)	63	(36)	283
Thanh lý tài sản cố định	-	1	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(27)	(370)	(57)	(58)
Các HĐ đầu tư khác	(186)	(246)	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(213)	(615)	(57)	(58)
Thay đổi nợ	247	657	164	(87)
Tăng (giảm) vốn	-	106	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	247	762	164	(87)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(189)	210	70	138
Chênh lệch tỷ giá	0	0	-	-
Tiền cuối năm	525	1.003	1.073	1.211

IX. PHỤ LỤC

1. Phân loại các sản phẩm giấy bao bì [\(quay lại\)](#)

Trong bao bì carton, Testliner thường được sử dụng làm lớp mặt ngoài nên doanh nghiệp sản xuất bao bì có xu hướng ưu tiên các dòng giấy có độ bền, độ mịn và khả năng in ấn tốt, đặc biệt ở phân khúc hàng tiêu dùng, điện tử và xuất khẩu. Trong khi đó, Medium chủ yếu đóng vai trò lớp sóng ở giữa thùng carton nên mức độ khác biệt sản phẩm thấp hơn và cạnh tranh giá gay gắt hơn.

Kraftliner và Whitetop đều là lớp mặt ngoài của thùng carton, có chức năng tương tự Testliner nhưng có chất lượng bề mặt, khả năng in ấn và độ bền tốt hơn.



Tiêu chí	Phân khúc giấy cao cấp		Phân khúc giấy phổ thông	
	WhiteTop	Kraftliner	Testliner	Medium
Đầu vào	80-90% bột giấy nguyên sinh + 10-20% giấy phế liệu OCC	80% bột giấy nguyên sinh + 20% giấy phế liệu OCC	100% giấy phế liệu OCC	100% giấy phế liệu OCC
Chi phí	Cao nhất (do quy trình tẩy trắng và lượng bột nguyên sinh lớn).	Cao (do hàm lượng bột nguyên sinh lớn).	Trung bình thấp (kinh tế, phổ biến nhất).	Thấp nhất (tập trung vào cấu trúc hơn là thẩm mỹ).
Ứng dụng	Lớp mặt ngoài thùng carton cao cấp cần in màu, dùng cho hàng điện tử, xuất khẩu cao cấp.	Lớp mặt ngoài cho thùng chịu lực nặng, dùng cho các hàng điện tử, hàng xuất khẩu.	Lớp mặt hoặc lớp lót cho thùng carton tiêu chuẩn, các hàng tiêu dùng nhanh, FMCG, thực phẩm.	Làm lớp sóng (giữa) để tạo độ cứng và chịu lực nén cho thùng.
Giá bán	Giá cao nhất	Giá cao	Giá trung bình	Giá thấp nhất

2. Công nghệ trong ngành giấy bao bì của Việt Nam [\(quay lại\)](#)

Quá trình sản xuất thành phẩm giấy bao bì gồm các bước:

Nguyên liệu (giấy phế liệu, bao bì, bìa carton, bột giấy, ...) → Đánh bột → Lọc cát nồng độ cao → Sàng và sấy 3 cấp → Ép keo/gia keo bề mặt → Tạo thành cuộn → Cắt cuộn → Thành phẩm → Lưu kho.

Tiêu chí	Xeo dài 1 lưới	Xeo dài 2 lưới	Xeo dài 3 lưới
Độ bền giấy	Thấp	Đạt ở giấy phổ thông	Độ bền cao, đạt chuẩn tốt
Sản xuất giấy cao cấp	Không phù hợp	Làm được nhưng hạn chế	Phù hợp sản xuất giấy chất lượng cao
Độ mịn bề mặt	Thô, bề mặt kém mịn	Mịn trung bình	Rất mịn, in ấn tốt
Hiệu quả chi phí	Chi phí thấp nhất	Trung bình	Tối ưu chi phí trên sản phẩm cao cấp

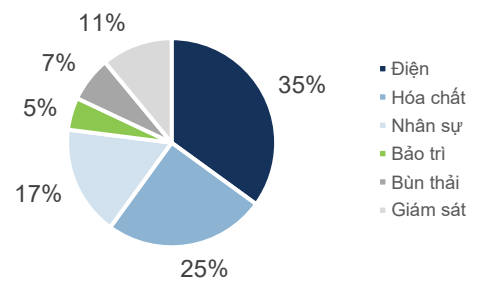
3. Các chi phí xây dựng, vận hành hệ thống xử lý nước thải trong ngành giấy bao bì [\(quay lại\)](#)

Lượt Bảo vệ môi trường 2020, có hiệu lực từ 01/01/2022, cùng các quy định về môi trường đã làm tăng đáng kể chi phí tuân thủ đối với ngành giấy bao bì, đặc biệt với nhóm doanh nghiệp quy mô nhỏ. Theo đó, doanh nghiệp sản xuất giấy phải đầu tư, vận hành hệ thống xử lý nước thải và lắp đặt thiết bị quan trắc để đáp ứng quy chuẩn xả thải. Đối với các cơ sở sản xuất nhỏ hoặc làng nghề (thường có công suất <5.000 tấn/năm), chi phí đầu tư, bảo trì hệ thống và nhân sự vận hành ước tính 500.000-800.000 đồng/tấn giấy sản xuất [\(chi tiết\)](#), tương đương 7-9% giá vốn, do chi phí cố định được phân bổ trên sản lượng thấp. Đồng thời, việc vận hành hệ thống đòi hỏi nhân sự có chuyên môn kỹ thuật, gây khó khăn cho các làng nghề sản xuất do hạn chế về năng lực quản lý.

Quy trình xử lý nước thải giấy công nghiệp gồm các bước: tiền xử lý (song chắn rác, tách tạp chất) để loại bỏ tạp chất lớn → xử lý sơ cấp (lắng/tuyển nổi) để tách chất cặn rắn → xử lý thứ cấp (sinh học hiếu khí, thiếu khí, kỵ khí) để xử lý chất hữu cơ → có thể bổ sung xử lý bậc cao, khử trùng → xử lý bùn trước khi xả thải.

Theo báo cáo môi trường của CWI Technologies Việt Nam, hệ thống xử lý nước thải ngành giấy công suất 300-1.000 m³/ngày có đơn giá khoảng 20-30 triệu đồng/m³, tương ứng tổng mức đầu tư ban đầu khoảng 6-30 tỷ đồng tùy quy mô. Chi phí vận hành nước thải công nghiệp công suất 200 m³/ngày cũng ở mức 30.000-40.000 đồng/m³, trong đó điện, hóa chất và nhân sự là các khoản chi lớn nhất.

Cơ cấu chi phí vận hành hệ thống xử lý nước thải



Nguồn: Xulynuocthaigp, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu MZG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính	Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.	Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.	100 Quang Trung, Phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng.
ĐT: 19006446	ĐT: 19006446	ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058	Fax: (84.28) 6 291 0607	Fax: (84.236) 3553 888