

## CTCP Đông Hải Bến Tre – HSX: DHC

### Nhà máy Giao Long 3 – bước ngoặt tăng trưởng

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

Giá mục tiêu: 51,400

**Upside: +29%**

#### Ngành sản xuất công nghiệp | BSC Research

##### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Ở [báo cáo trước](#), chúng tôi chọn kịch bản thận trọng DHC không có nhà máy Giao Long 3 với giá mục tiêu là 37,600 VND/CP, tuy nhiên, công ty đã khởi công nhà máy này trong tháng 1/2026, tương ứng với giá mục tiêu 43,300 VND/CP. Bên cạnh đó, BSC điều chỉnh tăng 19% giá mục tiêu lên mức 51,400 VND/CP do:

- Chọn mức P/E mục tiêu mới là 12.6x, trung bình 2017 – 2021 (báo cáo trước là 11.9x), nhà máy Giao Long 2 khởi công trong Q4/2017. Ở thời điểm hiện tại, DHC đang có những nét tương đồng với nhà máy Giao Long 3 đã được khởi công và nhu cầu vượt nguồn cung.
- Tăng biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2026 – 2027 thêm 1.8 điểm %.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **51,400 VND/CP**, upside 29% (theo giá tham chiếu ngày 26/02/2026).

##### Trung tâm phân tích BSC

Nguyễn Dân Trường  
(Chuyên viên phân tích)  
[truongnd@bsc.com.vn](mailto:truongnd@bsc.com.vn)

##### Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	39,700
Cổ phiếu LH (Triệu):	96,6
Vốn hoá (Tỷ VND):	3,728
Thanh khoản 30n (Triệu):	0.579
Sở hữu nước ngoài:	35.3%

##### CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026

- Nguồn cung tăng có thể trở lại 5-10% nhưng vẫn chưa đủ bù đắp đợt cắt giảm công suất -22% trong năm 2025.
- Triển vọng của doanh nghiệp:
  - Biên lợi nhuận gộp của DHC phục hồi theo ngành chung và đạt 16.8% - 16% trong 2026 – 2027 (cao nhất trong 5 năm qua, 2021 – 2025).
  - Kỳ vọng nhà máy Giao Long 3 đi vào hoạt động từ năm 2028, giúp tăng gấp đôi công suất, hướng đến sản phẩm giá trị cao và tăng vị thế của doanh nghiệp.

##### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

**Doanh thu 2026 đạt 3,842 tỷ VND (+5.7% YoY):** doanh thu giấy cuộn tăng 4.5% YoY và bao bì giấy tăng 11% YoY.

**LNST-CĐTTS 2026 đạt 404 tỷ VND (+3% YoY)** với tình hình cung cầu cân bằng và biên lợi nhuận gộp neo cao ở mức 16.8%.

**Doanh thu và LNST-CĐTTS 2027 đạt 3,842 tỷ VND (+3.5% YoY), 419 tỷ VND (+4% YoY)** với nhà máy bao bì giấy hoạt động tối đa công suất (+5 điểm %).

##### Thay đổi dự báo 2026 so với báo cáo trước

Sự kiện các cơ sở sản xuất giấy ô nhiễm ở Phong Khê đóng cửa đã có tác động mạnh hơn kỳ vọng của BSC (biên lợi nhuận gộp cả năm 2025 đạt 16.2% trong khi dự báo cả năm là 15.2% và có dấu hiệu tiếp tục duy trì ở mức 17-18% trong Q1/2026). BSC điều chỉnh biên lợi nhuận gộp năm 2026 tăng từ 15.0% lên mức 16.8%, tương ứng LNST-CĐTTS năm 2026 tăng 13% so với báo cáo trước đó phản ánh tình hình nhu cầu giấy bao bì đang vượt nguồn cung trong trung hạn.

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3,597	3,633	3,842	3,976
Lợi nhuận gộp	427	589	645	636
LNST-CĐTTS	242	393	404	419
EPS	3,006	4,068	4,185	4,340

Mở tài khoản



## I. CẬP NHẬT KQKD Q4.2025

(Tỷ VND)	Q4.2024	Q4.2025	%YoY	2025	%YoY	2025F cũ	2025/2025F cũ
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>							
-Giấy cuộn (tấn)	77,134	78,000	1%	300,700	-2%	300,320	100%
-Bao bì (sản phẩm)	22,673	26,205	16%	92,555	16%	92,880	100%
<b>Giá bán bình quân</b>							
-Giấy cuộn (vnd/kg)	8,816	10,000	13%	9,611	7%	9,315	103%
-Bao bì (vnd/sản phẩm)	8,424	8,090	-4%	8,006	-5%	8,080	99%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>874</b>	<b>994</b>	<b>14%</b>	<b>3,633</b>	<b>1%</b>	<b>3,548</b>	<b>102%</b>
-Giấy cuộn	680	780	15%	2,890	5%	2,797	103%
-Bao bì giấy	191	212	11%	741	10%	750	99%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>98</b>	<b>193</b>	<b>97%</b>	<b>588</b>	<b>38%</b>	<b>539</b>	<b>109%</b>
Chi phí bán hàng	28	32	14%	123	9%	121	102%
Chi phí QLDN	11	11	0%	40	3%	35	113%
<b>EBIT</b>	<b>59</b>	<b>150</b>	<b>154%</b>	<b>425</b>	<b>55%</b>	<b>383</b>	<b>111%</b>
Doanh thu tài chính	10	17	70%	64	83%	59	109%
Chi phí tài chính	13	9	-31%	39	3%	45	88%
-Lãi vay	6	9	50%	34	55%	35	98%
<b>LNTT</b>	<b>57</b>	<b>157</b>	<b>175%</b>	<b>458</b>	<b>62%</b>	<b>407</b>	<b>112%</b>
<b>LNST</b>	<b>49</b>	<b>135</b>	<b>176%</b>	<b>394</b>	<b>62%</b>	<b>346</b>	<b>114%</b>
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>49</b>	<b>135</b>	<b>176%</b>	<b>394</b>	<b>62%</b>	<b>346</b>	<b>114%</b>
			Thay đổi		Thay đổi		
Biên lợi nhuận gộp	12.7%	19.4%	6.7%	16.2%	4.0%	15.2%	
%SG&A/doanh thu	4.5%	4.3%	-0.1%	4.5%	0.3%	4.4%	

Nguồn: BSC Research ước tính, DHC, \* biên lợi nhuận gộp 9T2024 đã loại bỏ khoản mục bất thường

### Tóm tắt KQKD Q4/2025: Lợi nhuận quý đạt mức cao thứ 3 lịch sử công ty

KQKD Q4/2025: Doanh thu đạt 994 tỷ VND (+14% YoY, +7% QoQ), LNST-CĐTTS đạt 135 tỷ VND (+176% YoY, +35% QoQ).

Lũy kế cả năm 2025: Doanh thu đạt 3,633 tỷ VND (+1% YoY), LNST-CĐTTS đạt 394 tỷ VND (+62% YoY).

### KQKD Q4/2025 có một số điểm nổi bật sau:

- Mảng giấy cuộn doanh thu tăng 15% YoY:
  - Sản lượng bán ra bên ngoài chỉ tăng nhẹ 1% YoY (do tăng cường sử dụng nội bộ ở mảng bao bì). Chúng tôi ước tính dây chuyền giấy cuộn tiếp tục hoạt động với hiệu suất cao 102% (các kỳ trước đó đạt 100-102%).
  - Giá bán trung bình ước tính tăng 13% nhờ tình hình khan giấy sóng ở miền Bắc giúp tăng giá bán ở thị trường miền Nam (các cơ sở sản xuất giấy nhỏ ở khu vực miền Bắc buộc phải đóng cửa vì ô nhiễm).

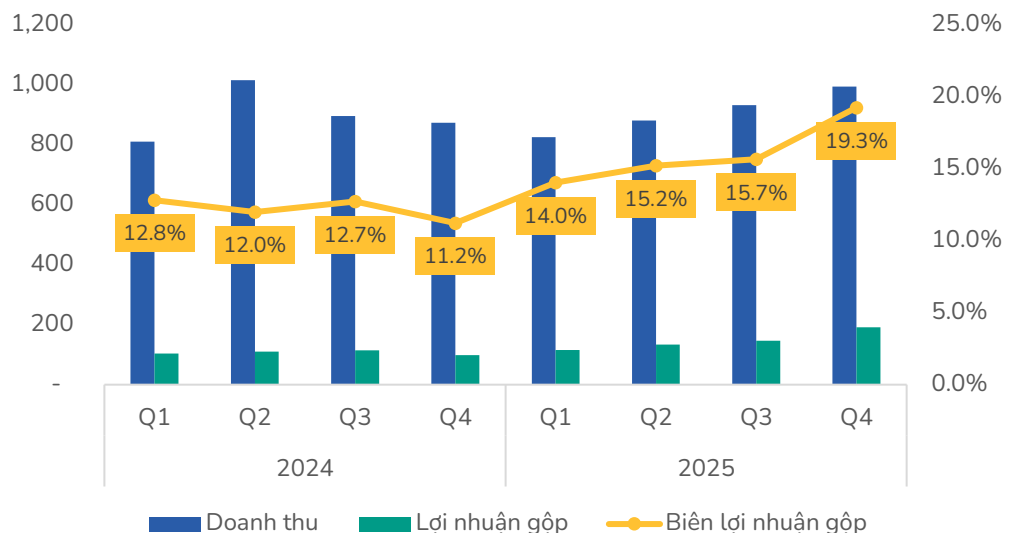
- Mảng bao bì giấy doanh thu tăng 11% YoY:
  - Sản lượng tăng 16% YoY nhờ nỗ lực tìm kiếm thêm khách hàng mới (chủ yếu khách hàng xuất khẩu nông nghiệp) và nhóm khách hàng thủy sản, nông sản mở rộng thị trường xuất khẩu. Hiệu suất hoạt động của nhà máy ước tính đạt 97% trong kỳ (tăng 13 điểm % so với cùng kỳ).
  - Giá bán trung bình giảm -4% do công ty cần giảm giá để mở rộng thị phần và san sẻ khó khăn với các doanh nghiệp xuất khẩu cũng chịu áp lực giảm giá do thuế quan nhập khẩu của Mỹ có hiệu lực.

**Biên lợi nhuận gộp đạt 19.3%, tăng 6.7 điểm % so với cùng kỳ** (cải thiện 4 quý liên tiếp), nhờ giá bán giấy cuộn tăng sau khi 200 cơ sở sản xuất giấy ở Phía Bắc phải đóng cửa (giảm cạnh tranh).

KQKD 2025 lần lượt hoàn thành 102% và 114% dự phóng doanh thu và lợi nhuận của BSC nhờ biên lợi nhuận gộp trong kỳ tăng trưởng vượt kỳ vọng, do đó, **chúng tôi điều chỉnh tăng LNST-CĐTS 2026 trong báo cáo này.**

**Biên lợi nhuận gộp của DHC đã tăng liên tục trong 4 quý gần nhất và đạt mức cao thứ 3 trong lịch sử hoạt động của công ty**

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research ước tính, DHC

## II. CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG NGÀNH GIẤY TRONG 2026: TÌNH TRẠNG CẦU VƯỢT CUNG KỲ VỌNG VẪN TIẾP DIỄN DÙ MỨC CHÊNH LỆCH THU HẸP LẠI

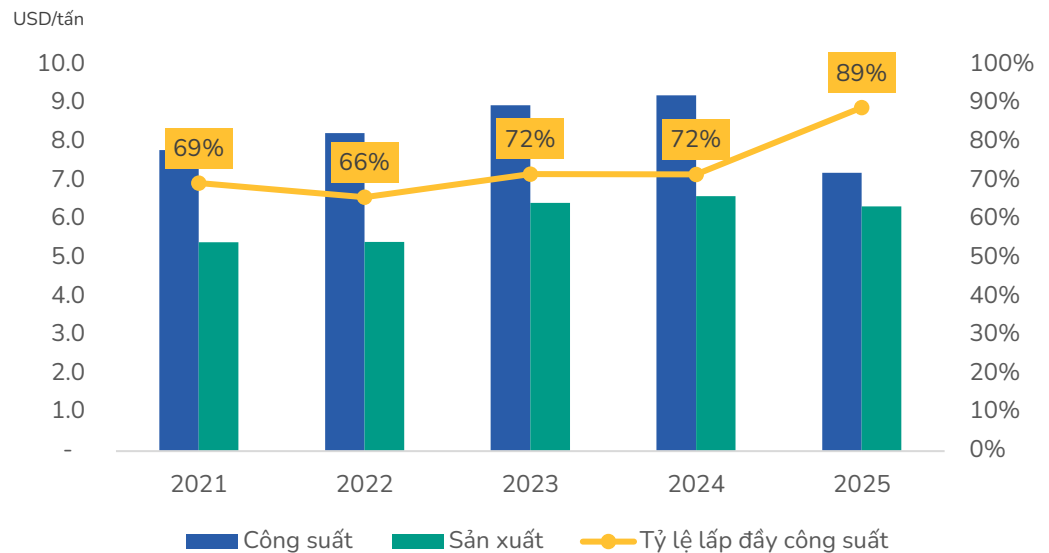
Diễn biến ngành giấy Q4/2025 tiếp tục duy trì xu hướng như trong 9T2025 với nguồn cung thu hẹp do siết chặt quản lý môi trường và nhu cầu vẫn tăng bền vững. Quý nhà đầu tư có thể đọc lại diễn biến ngành giấy trong 9T2025 tại đây ([link](#)).

**Triển vọng ngành 2026: nguồn cung tăng trở lại 5-10% nhưng vẫn chưa đủ bù đắp đợt cắt giảm -22% công suất trong năm 2025**

**Sản lượng ngành giấy có thể tăng 5-10%**

- Hiệu suất của ngành trong năm 2025 đã đạt 89% - mức cao nhất trong 6 năm qua, cho thấy dư địa tăng sản lượng của các nhà máy hiện hữu khá hạn chế.

**Công suất của ngành giấy đã giảm 2 triệu tấn giúp giảm áp lực dư cung, tăng tỷ lệ lấp đầy công suất trung bình lên 89% trong năm 2025 (ước tính)**



Nguồn: BSC Research ước tính, VPPA

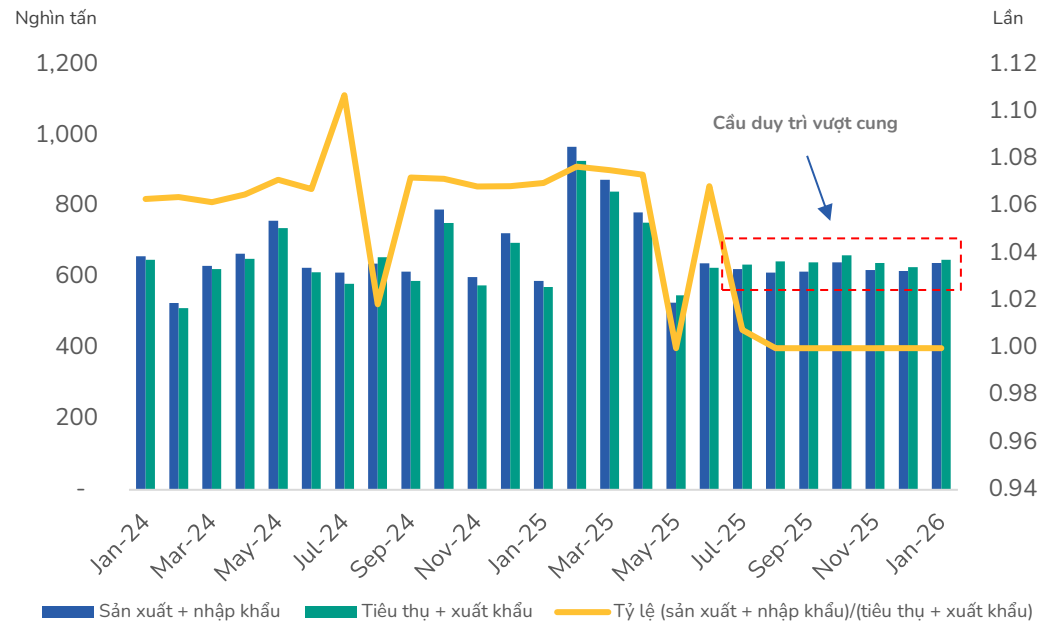
- Theo thống kê từ VPPA, ngành giấy sẽ đón nhà máy Nghi Sơn mở rộng (Thanh Hóa) với công suất 100,000 tấn/năm trong Q2/2026 và nhà máy GĐT giai đoạn 1 (Ninh Bình) công suất 300,000 tấn/năm trong Q3/2026. **Như vậy, công suất của toàn ngành sẽ tăng +5.5% trong năm 2026 nhưng vẫn tương đối thấp so với mức giảm -22% trong năm 2025.**

**Nhu cầu duy trì tăng trưởng nhưng không cao hơn mức 10% của năm 2025**

- **Nhu cầu tăng chậm lại trong 2026 do yếu tố kỹ thuật:** Trong năm 2025, sản lượng tiêu thụ giấy tăng 10% (cao hơn đáng kể so với mức 6% của năm 2023, 2024) phần lớn đến từ nhu cầu dự trữ của các doanh nghiệp Mỹ trước thời điểm áp thuế tối thiểu 20% lên hàng hóa Việt Nam có hiệu lực từ 01/08/2025. Như vậy, trong nửa đầu năm 2026, các khách hàng này có thể giảm nhập khẩu và tập trung tiêu thụ lượng hàng tồn kho cao đã nhập trước đó.

- **Bù đắp bởi một số tín hiệu tích cực:**
  - Từ tháng 11/2025, Mỹ cũng đã phát tín hiệu đầu tiên nói lỏng thuế quan đối với các mặt hàng nông sản (trái cây nhiệt đới, cà phê, ...) mà Mỹ không thể sản xuất được (tham khảo [link](#)).
  - Xu hướng thương mại điện tử và chuyển dịch từ bao bì nhựa sang bao bì giấy vẫn duy trì trong dài hạn.

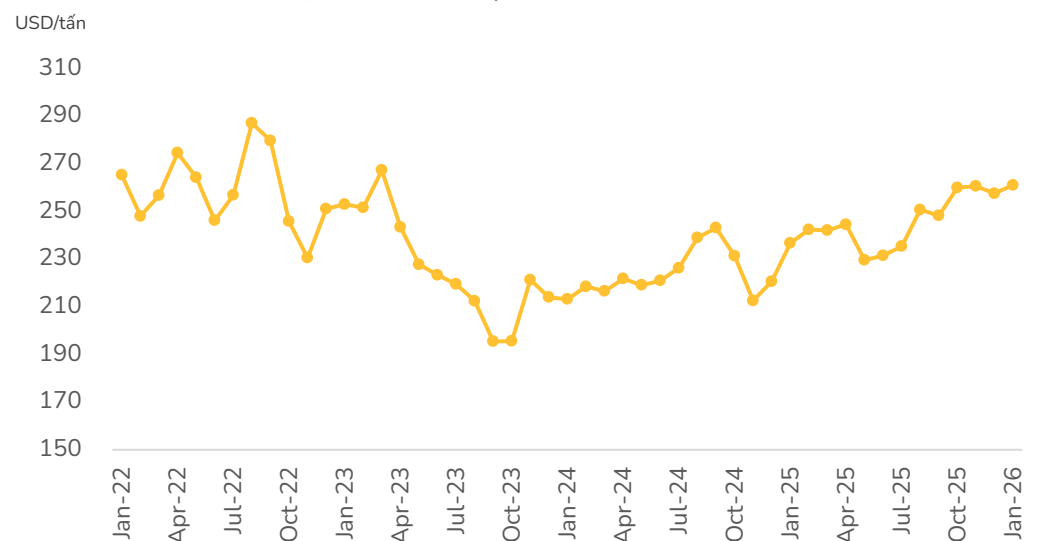
**Từ tháng 6/2025 tỷ lệ cung/cầu của giấy bao bì Việt Nam dần cân bằng về mức 1.0 và duy trì liên tục 7 tháng**



Nguồn: BSC Research ước tính, VPPA

Bên cạnh đó, mức chênh lệch của giá Testliner khu vực Vĩnh Long và giá OCC Nhật Bản (một chỉ báo ngắn hạn quan trọng) đã vượt mốc 260 USD/tấn trong tháng 10/2025 và duy trì liên tục đến tháng 1/2026, phản ánh tình trạng nguồn cung vẫn đang phục hồi chậm ở Việt Nam.

**Chênh lệch giá bán Testliner Vĩnh Long và OCC Nhật Bản đã về mức cao giai đoạn 2022 và đã duy trì trong 4 tháng liên tục**



Nguồn: BSC Research, VPPA, thitruonggiay

### III. CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026 - 2027 CỦA DHC

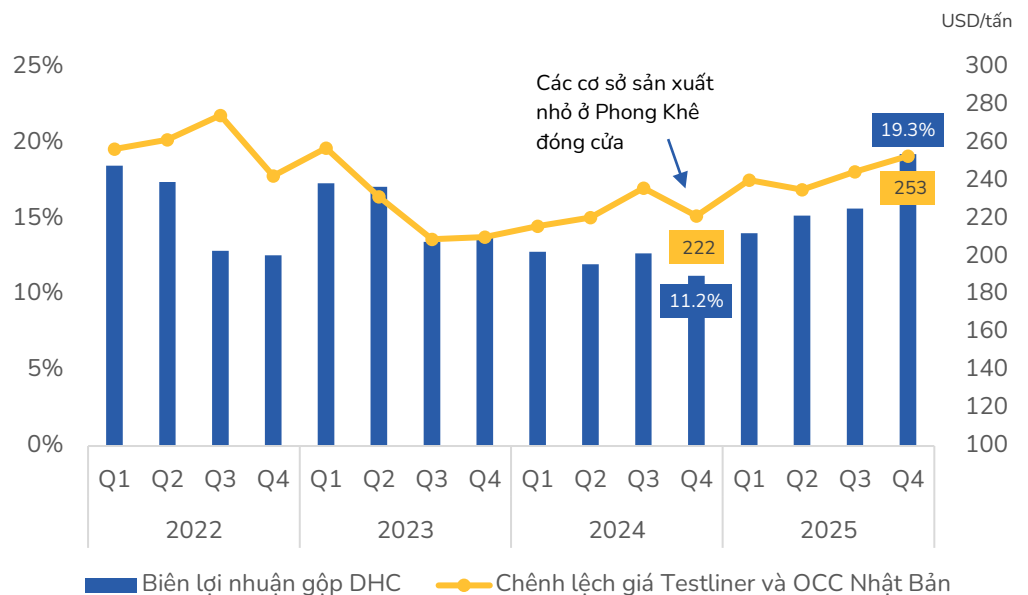
#### 1. Biên lợi nhuận gộp của DHC phục hồi theo ngành và kỳ vọng đạt 16.8% - 16.0% trong 2026 - 2027.

Biên lợi nhuận gộp trong Q4/2025 đã đạt đến 19.3%, cao nhất trong 4 năm qua, giúp cả năm 2025 đạt 16.2% (trong báo cáo trước, BSC kỳ vọng đạt 15.2% cả năm) – cho thấy tác động của cú sốc thu hẹp nguồn cung toàn ngành mạnh hơn đáng kể so với kịch bản thận trọng của chúng tôi.

Trên cơ sở chênh lệch giá bán bao bì và giá mua OCC vẫn đang neo cao trong tháng 1/2026 và bối cảnh cung – cầu ngành giấy giai đoạn 2026 như đã phân tích ở trên, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng biên lợi nhuận gộp của DHC lên mức 16.8% cho năm 2026, tương ứng tăng 1.4 điểm % so với [báo cáo trước](#). Việc điều chỉnh chủ yếu đến từ giả định mở rộng chênh lệch giữa giá bán bao bì và giá OCC đầu vào, trong khi sản lượng tiêu thụ không thay đổi đáng kể so với kịch bản cũ do nhà máy đã đạt tối đa công suất.

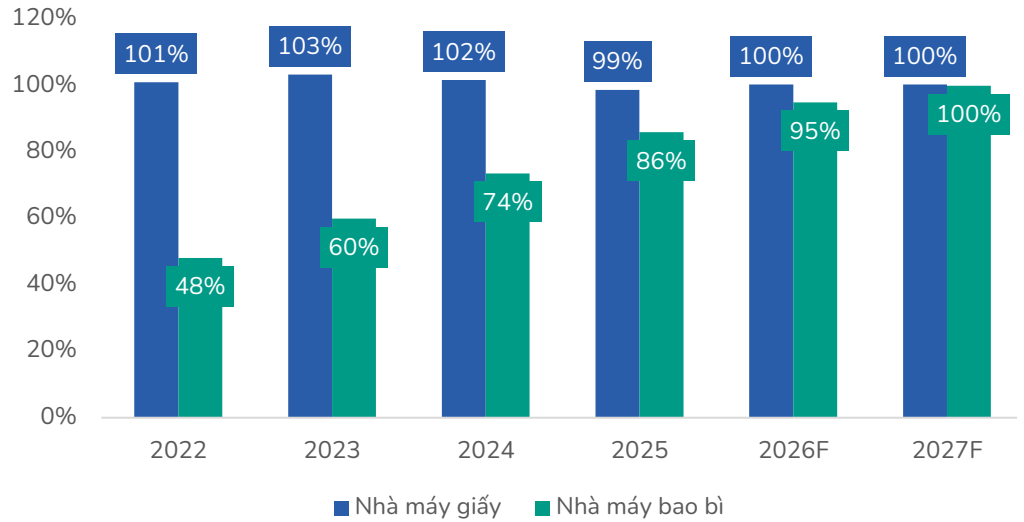
Thị trường giấy trong năm 2027 có thể bước vào giai đoạn ổn định hơn năm 2026 và biên lợi nhuận gộp của DHC giảm nhẹ về quanh mức 16%.

**Chênh lệch giữa giá Testliner và OCC Nhật Bản ngày càng mở rộng nhờ ngành giấy giảm công suất dư thừa**



Nguồn: BSC Research, DHC, (Q2/2024 đã loại bỏ doanh thu khác)

Nhà máy giấy đóng góp 85% trong lợi nhuận gộp nhưng đã đạt hiệu suất tối đa và cần mở rộng công suất.



Nguồn: BSC Research ước tính, DHC, tỷ lệ lấp đầy công suất = sản lượng bán hàng/công suất thiết kế

**2. Kỳ vọng nhà máy Giao Long 3 đi vào hoạt động từ năm 2028, giúp mở rộng gấp đôi công suất, hướng đến sản phẩm giá trị cao và tăng vị thế của doanh nghiệp.**

**Thành công của dự án Giao Long 2 là một trong những nền tảng cho đà tăng giá cổ phiếu DHC giai đoạn 2020 - 2021**

Dự án Giao Long 2 đã tạo bước nhảy vọt về năng lực sản xuất của DHC khi giúp tổng công suất giấy cuộn tăng 5,1 lần, đồng thời đạt suất đầu tư chỉ 4,4 triệu VND/tấn nhờ mua máy móc thiết bị với giá ưu đãi và tự triển khai xây dựng – lắp đặt.

Nhờ suất đầu tư thấp, sản phẩm của DHC có thể bán thấp hơn 3–5% so với mặt bằng thị trường, giúp nhanh chóng lấp đầy công suất và duy trì biên lợi nhuận gộp 12–17%, vượt xa mức 5–9% của các đối thủ trong nước (HHP, MZG). Thành công này củng cố vị thế DHC là doanh nghiệp có chi phí sản xuất thấp nhất ngành giấy bao bì.

**Các sự kiện chính ảnh hưởng đến giá cổ phiếu DHC**

VND/CP



Nguồn: BSC Research tổng hợp, VPPA, Fiinpro

**Giao Long 3 được kỳ vọng tiếp tục mở rộng đáng kể quy mô của công ty khi:**

- Giúp tăng 2.2 lần tổng công suất.
- Duy trì suất đầu tư chỉ 5,8 triệu VND/tấn, tương đương chỉ bằng một nửa chi phí của nhiều nhà máy lớn đã đi vào hoạt động, dù chịu tác động của lạm phát (cách thức như Giao Long 2).
- Tập trung sản xuất Testliner và Kraft – hai dòng giấy có biên lợi nhuận cao hơn 2-4% so với giấy Medium nhưng vẫn có thể linh hoạt sản xuất giấy Medium khi thị trường khó khăn.

Tại thời điểm Q4/2025, công ty đang có lượng tiền gửi tiết kiệm, trái phiếu đầu tư trị giá khoảng 1,171 tỷ VND và không có nợ vay dài hạn, do đó, vốn đầu tư dự án không phải là vấn đề khó khăn đối với công ty.

**Cập nhật tiến độ:** Nhà máy Giao Long 3 đã động thổ trong tháng 1/2026 và giải ngân khoảng 125 tỷ VND /2,250 tỷ VND (tương đương 6%) liên quan đến mua máy móc. Kế hoạch vận hành vào Q2/2028.

**Ước tính đóng góp của nhà máy mới:** Giao Long 3 có thể cần 3 năm để đạt 90% công suất (Giao Long 2 hoạt động 100% công suất trong năm đầu tiên, tức năm 2020 và duy trì đến hiện tại) do quy mô lớn và giả định các đối thủ lớn khác cũng khởi động dự án mở rộng công suất. Điều này đồng nghĩa với việc EBITDA năm 2030 đạt khoảng 994 tỷ VND, cao hơn 90% so với năm 2025.

**Tóm tắt thông tin nhà máy Giao Long 3**

Tổng mức đầu tư	2,250 tỷ VND (+/- 10%)
Công suất	390,000 tấn/năm (1,200 tấn/ngày)
Khởi công	Tháng 1/2026
Vận hành	Q2/2028
Tiền thuê đất	Trả hằng năm, được miễn tiền thuê đất trong 9 năm kể từ lúc bắt đầu hoạt động.

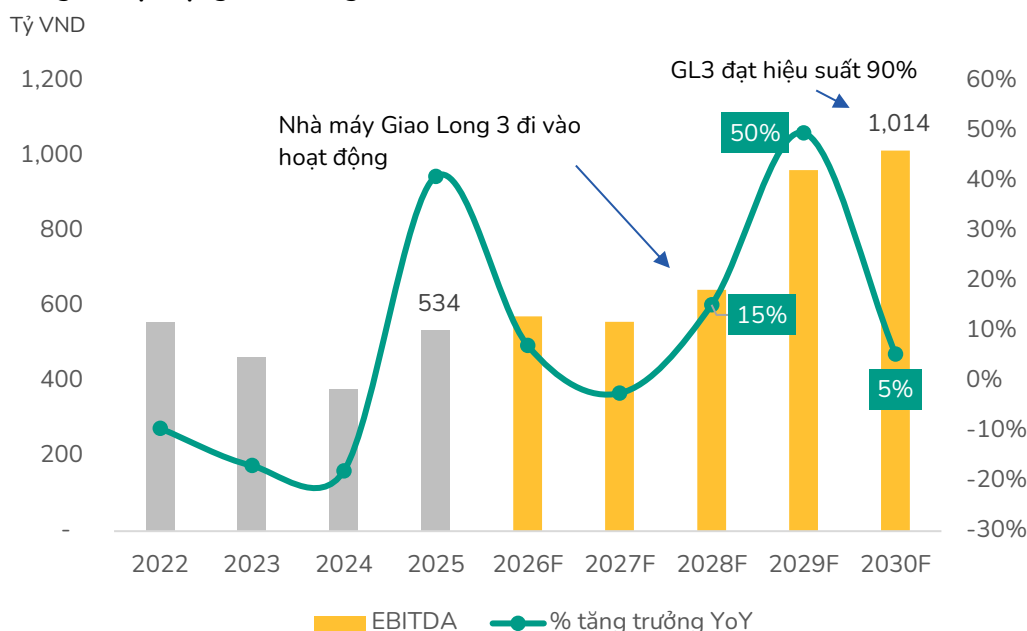
Nguồn: BSC Research, DHC

**DHC có suất đầu tư chỉ bằng nửa so với các đối thủ lớn**

Dự án	Chủ đầu tư	Công suất (tấn)	Vốn đầu tư (tỷ VND)	Suất đầu tư (triệu VND/tấn)	Thời gian khởi công
<b>Một số nhà máy lớn đang hoạt động</b>					
Nhà máy Hải Phòng	HHP	100,000	1,300	13.0	2022
Nhà máy Nghi Sơn	MZG	120,000	1,010	8.4	2019
Nhà máy Hậu Giang	Lee & Man	420,000	6,400	15.2	2018
Nhà máy Chánh Dương	Chánh Dương	440,000	6,300	14.3	2015
Nhà máy Vina Kraft	Vina Kraft	250,000	2,800	11.2	2013
Giao Long 2 (Vĩnh Long)	DHC	254,000	1,120	4.4	2017
<b>Một số nhà máy lớn đang xây dựng</b>					
Nhà máy Nghi Sơn GD 2	MZG	100,000	1,890	18.9	2024 (Q2/2026 hoạt động)
Nhà máy GĐT	GĐT	300,000	2,560	8.5	2024 (Q3/2026 hoạt động)
Giao Long 3 (Vĩnh Long)	DHC	390,000	2,250 (+/- 10%)	5.8	Q1/2026
<b>Một số nhà máy lớn có kế hoạch xây dựng nhưng hoãn lại</b>					
Nhà máy Vĩnh Phúc	Vina Kraft	370,000	9,100	24.6	N/A
Nhà máy Hậu Giang 2	Lee & Man	680,000	N/A	N/A	N/A
Nhà máy Bình Dương 3	Cheng Long	350,000	N/A	N/A	8/2024
Nhà máy GĐT GD 2	GĐT	700,000	N/A	N/A	N/A

Nguồn: DHC, HHP, MZG, VPPA, BSC Research tổng hợp

**EBITDA năm 2028 của DHC có thể tăng 90% so với năm 2025 với nhà máy Giao Long 3 hoạt động 90% công suất.**



Nguồn: BSC Research dự báo, DHC

#### IV. DỰ PHÓNG KQKD 2026/2027

(Tỷ VND)	2025	%YoY	2026F	% YoY	2027F	% YoY	2026F cũ	2026F mới/cũ
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>								
-Giấy cuộn (tấn)	300,700	-3%	305,120	1%	305,120	0%	305,120	0%
-Bao bì giấy (sản phẩm)	92,555	16%	102,600	11%	108,000	5%	102,600	0%
<b>Giá bán bình quân</b>								
-Giấy cuộn (VND/kg)	9,611	8%	9,899	3%	10,196	3%	9,594	3%
-Bao bì giấy (VND/sản phẩm)	8,006	-5%	8,006	0%	8,006	0%	8,080	-1%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,633</b>	<b>1.0%</b>	<b>3,842</b>	<b>5.7%</b>	<b>3,976</b>	<b>3.0%</b>	<b>3,756</b>	<b>2.3%</b>
- Mảng giấy	2,890	5.3%	3,020	4.5%	3,111	3.0%	2,927	3.2%
- Bao bì giấy	741	11%	821	11%	865	5.3%	829	-0.9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>589</b>	<b>38%</b>	<b>645</b>	<b>10%</b>	<b>636</b>	<b>-1%</b>	<b>563</b>	<b>14.5%</b>
Chi phí bán hàng	123	9%	130	6%	135	3%	120	8.2%
Chi phí QLDN	41	5%	43	6%	45	3%	38	15.4%
<b>EBIT</b>	<b>425</b>	<b>55%</b>	<b>472</b>	<b>11%</b>	<b>457</b>	<b>-3%</b>	<b>406</b>	<b>16.3%</b>
Doanh thu tài chính	64	83%	62	-4%	64	4%	73	-15.6%
Chi phí tài chính	39	3%	42	7%	46	10%	44	-4.1%
-Lãi vay	34	55%	37	8%	41	11%	39	-4.7%
<b>LNTT</b>	<b>457</b>	<b>62%</b>	<b>493</b>	<b>8%</b>	<b>476</b>	<b>-3%</b>	<b>437</b>	<b>12.7%</b>
<b>LNST</b>	<b>393</b>	<b>62%</b>	<b>404</b>	<b>3%</b>	<b>419</b>	<b>4%</b>	<b>359</b>	<b>12.7%</b>
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>393</b>	<b>62%</b>	<b>404</b>	<b>3%</b>	<b>419</b>	<b>4%</b>	<b>359</b>	<b>13%</b>
		Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi		
% biên lợi nhuận gộp	16.2%	4.0%	16.8%	0.6%	16.0%	-0.8%	15.0%	1.8%
% SG&A/Doanh thu	4.5%	0.3%	4.5%	0.0%	4.5%	0.0%	4.2%	0.3%

Nguồn: DHC, BSC Research dự phóng, \* biên lợi nhuận gộp 2024 đã loại bỏ khoản mục bất thường

#### Dự báo năm 2026

##### Doanh thu đạt 3,842 tỷ VND (+5.7% YoY) trong đó:

- Doanh thu mảng giấy đạt 3,020 tỷ VND, tăng 4.5% YoY, mức tăng thấp do nhà máy đã đạt tối đa công suất.
- Doanh thu bao bì giấy đạt 821 tỷ VND, tăng 11% YoY chủ yếu nhờ tăng sản lượng (công ty giữ mức giá thấp để gia tăng thêm khách hàng, nhanh chóng lấp đầy công suất).

##### Biên lợi nhuận gộp đạt 16.8%, tăng 0.6 điểm % so với cùng kỳ nhờ:

- Tình hình dư cung trên thị trường giấy suy giảm.
- Nhà máy giấy hoạt động tối đa công suất (99%) và nhà máy bao bì đạt hiệu suất 86% (tăng 12 điểm % so với cùng kỳ).

Chúng tôi lưu ý nhà máy giấy Giao Long 2 đã hết ưu đãi thuế thu nhập và thuế suất sẽ tăng từ 10% lên mức 20% trong năm 2026, tương ứng thuế suất của DHC tăng từ 14% lên mức 18%.

LNST-CĐTS đạt 404 tỷ VND (+3% YoY).

### Dự báo năm 2027

Doanh thu đạt 3,842 tỷ VND (+3.5% YoY), kỳ vọng tình hình cung cầu dần ổn định:

- Mảng giấy: giá bán tăng 3% YoY và sản lượng không đổi.
- Mảng bao bì giấy với sản lượng tăng 5% YoY.

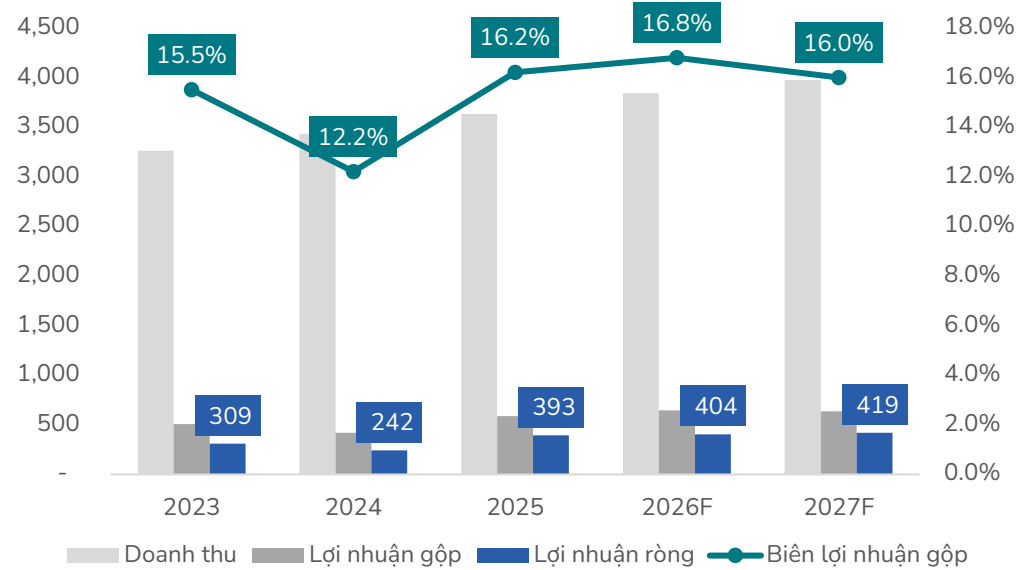
LNST-CĐTS đạt 419 tỷ VND (+4% YoY).

### Thay đổi dự báo 2026 so với báo cáo trước

Sự kiện các cơ sở sản xuất giấy ô nhiễm ở Phong Khê đóng cửa đã có tác động mạnh hơn kỳ vọng của BSC (biên lợi nhuận gộp cả năm 2025 đạt 16.2% trong khi dự báo cả năm là 15.2% và có dấu hiệu tiếp tục duy trì ở mức 17-18% trong Q1/2026). BSC điều chỉnh biên lợi nhuận gộp năm 2026 tăng từ 15.0% lên mức 16.8%, tương ứng LNST-CĐTS năm 2026 tăng 13% so với báo cáo trước đó ([link](#)) phản ánh tình hình nhu cầu giấy đang vượt nguồn cung trong ngắn hạn.

### Dự báo kết quả kinh doanh DHC

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research dự phóng, DHC

## V. ĐỊNH GIÁ

Trong báo cáo trước, chúng tôi chọn kịch bản thận trọng DHC không có nhà máy Giao Long 3 với giá mục tiêu là 37,600 VND/CP, tuy nhiên, công ty đã công bố thông tin khởi công nhà máy Giao Long 3 trong tháng 1/2026, tương ứng với giá mục tiêu 43,300 VND/CP.

Bên cạnh đó, BSC điều chỉnh tăng thêm 19% giá mục tiêu từ mức 43,300 VND/CP lên mức 51,400 VND/CP với các yếu tố sau:

- **Định giá theo phương pháp P/E tăng 24% so với trước:**
  - Sử dụng lợi nhuận năm 2026 thay cho năm 2025 (cao hơn 17%).
  - Chúng tôi chọn mức P/E mục tiêu mới là 12.6x trung bình 2017 – 2021 (báo cáo trước là 11.9x), đây là giai đoạn DHC khởi công nhà máy Giao Long 2 trong Q4/2017, vận hành tối đa công suất trong 2020 và nhu cầu của ngành vượt nguồn cung. Ở thời điểm hiện tại, DHC đang có những nét tương đồng với giai đoạn trên với nhà máy Giao Long 3 đã được khởi công và nhu cầu vượt nguồn cung.
- **Định giá theo phương pháp DCF tăng 12% nhờ tăng biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2026 – 2027 thêm 1.8 điểm % (tương ứng lợi nhuận ròng tăng 13%).**

Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DHC với giá mục tiêu **51,400 VND/CP**, tương đương upside 33% (theo giá tham chiếu ngày 26/02/2026), kết hợp phương pháp hệ số nhân P/E (12.6x – trung bình giai đoạn 2017 - 2021) và chiết khấu dòng tiền FCFF.

### Bảng định giá DHC tổng hợp

Phương pháp	Giá mục tiêu mới	Tỷ trọng	Định giá kết hợp
DCF	49,600	40%	19,800
P/E	52,700	60%	31,600
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>51,400</b>
Giá hiện tại			39,700
Upside			33%
Tỷ suất cổ tức			0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>			<b>33%</b>

Nguồn: BSC Research

### Cập nhật kết quả các phương pháp định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu mới	Giá mục tiêu cũ	% thay đổi
DCF	49,600	44,400	12%
P/E	52,700	42,500	24%

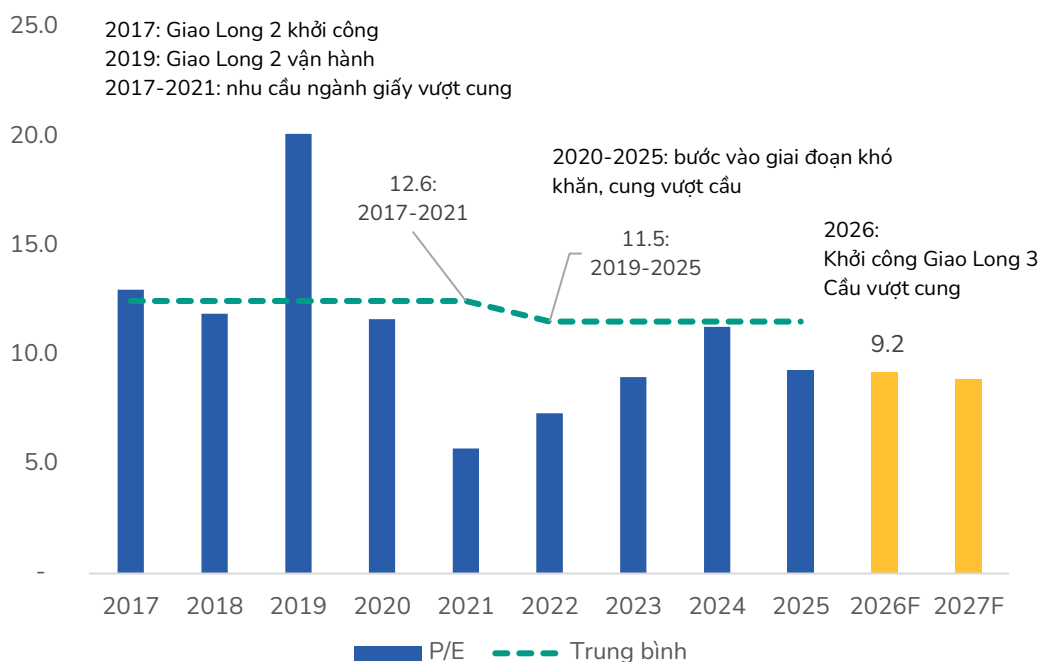
Nguồn: BSC Research

### Bảng định giá P/E cập nhật

Chỉ tiêu	Giá trị	Báo cáo trước	% thay đổi
LNST-CĐTĐ (tỷ VND)	404 (năm 2026F)	346 (năm 2025)	17%
P/E mục tiêu	12.6 (trung bình 2017 – 2021)	11.9 (trung bình 2019 – 2024)	6%
Số lượng CP (triệu CP)	96.60	96.60	0%
<b>Giá mục tiêu (VND/CP)</b>	<b>52,700</b>	<b>42,500</b>	<b>24%</b>

Nguồn: BSC Research

**DHC đang giao dịch ở P/E fw 2026 chiết khấu 26% so với trung bình 2017 - 2021**



Nguồn: BSC Research, DHC, Fiinpro

**Định giá theo FCFF**

Lãi suất phi rủi ro	5.0%
Beta	1.05
Phần bù rủi ro	10.0%
Chi phí vốn chủ	15.5%
Chi phí lãi vay	4.5%
Tỷ lệ vốn chủ	71%
Tỷ lệ nợ vay	29%
Thuế suất	18.0%
WACC	12.0%
Terminal growth	0.5%

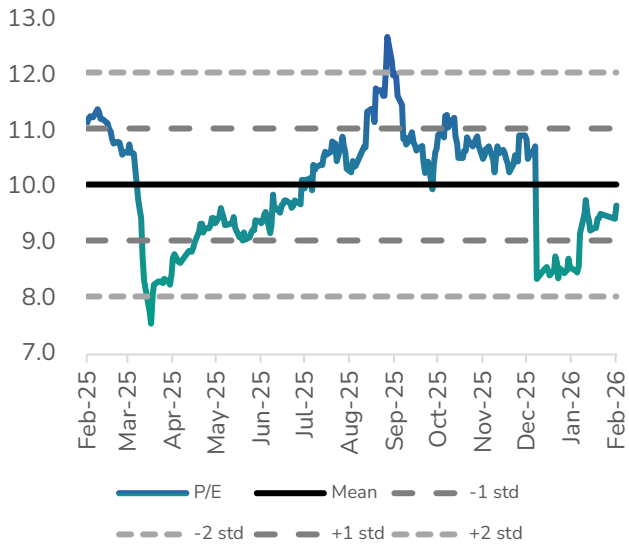
Giá trị doanh nghiệp	4,535
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	1,171
(-) nợ vay	918
Cổ phiếu ưu đãi	-
Lợi ích CĐ thiểu số	-
Giá trị vốn chủ (tỷ VND)	4,788
Số lượng cổ phiếu (triệu)	96.60
<b>Giá mục tiêu (VND/CP)</b>	<b>49,600</b>

**Dòng tiền FCFF**

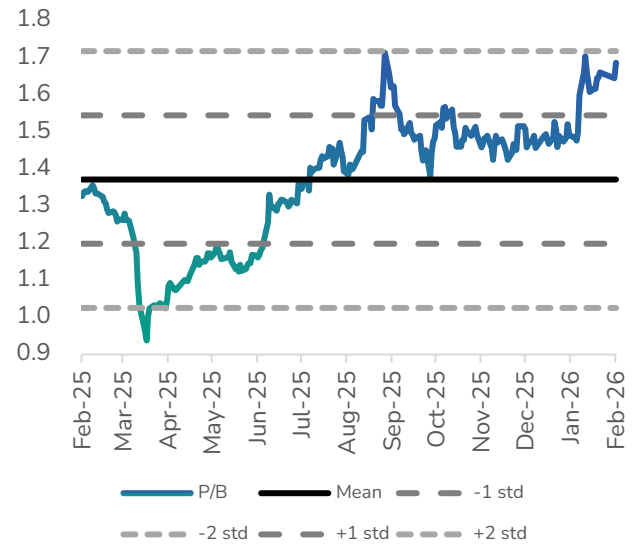
	2026F	2027F	2028F	...	2034F	2035F
EBIT	462	446	449	...	931	949
Thuế	89	57	49	...	191	195
Khấu hao	100	101	183	...	243	239
Capex	1,006	870	520	...	70	70
Thay đổi vốn lưu động	46	(324)	842	...	50	8
<b>Dòng tiền dự do</b>	<b>(579)</b>	<b>(56)</b>	<b>(779)</b>	...	<b>863</b>	<b>915</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền	(579)	(50)	(621)	...	348	329

Nguồn: BSC Research

Chỉ số PE của DHC



Chỉ số PB của DHC



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

## PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>	3,597	3,633	3,842	3,976
Giá vốn hàng bán	3,044	3,196	3,340	4,719
<b>Lợi nhuận gộp</b>	553	437	502	(744)
Chi phí bán hàng	113	123	130	135
Chi phí QLDN	40	41	43	45
<b>Lãi/lỗ HDKD</b>	400	273	329	(923)
Doanh thu tài chính	34	64	62	64
Chi phí tài chính	39	39	42	46
Chi phí lãi vay	23	34	37	41
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	2	1	1	1
Lãi/lỗ khác	8	7	-	-
<b>LN trước thuế</b>	279	457	493	476
Thuế thu nhập DN	37	64	89	57
<b>LN sau thuế</b>	242	393	404	419
CĐTS	-	-	-	-
<b>LNST-CĐTS</b>	242	393	404	419
EBITDA	379	534	572	558
EPS	3,006	4,068	4,185	4,340

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
(lỗ)/LNST	309	242	393	404
Khấu hao và phân bổ	102	105	109	100
Thay đổi vốn lưu động	(245)	266	(46)	(46)
Điều chỉnh khác	75	43	-	-
<b>LCTT từ HĐ KD</b>	241	656	456	458
Tiền chi mua TSCĐ	(88)	(71)	(6)	(1,006)
Đầu tư khác	4	19	-	-
<b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>	(165)	(322)	(506)	(1,006)
Tiền chi trả cổ tức	(201)	(80)	(97)	-
Tiền từ vay ròng	183	66	200	400
Tiền thu khác	-	3	-	-
<b>LCTT từ HĐ tài chính</b>	(18)	(11)	103	400
Dòng tiền đầu kỳ	189	247	571	624
Tiền trong kỳ	58	324	53	(148)
<b>Dòng tiền cuối kỳ</b>	247	571	624	477

CĐKT (Tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	2,186	2,552	2,763	3,336
Tiền & Tương đương tiền	571	408	477	1,251
Đầu tư ngắn hạn	334	763	763	763
Phải thu ngắn hạn	745	871	932	963
Hàng tồn kho	524	492	573	342
TS ngắn hạn khác	12	18	18	18
<b>Tài sản dài hạn</b>	1,058	1,027	1,888	2,657
Tài sản hữu hình	994	942	847	816
Tài sản dở dang dài hạn	17	52	1,000	1,800
Đầu tư dài hạn	6	8	8	8
Tài sản dài hạn khác	42	25	25	25
<b>Tổng Tài sản</b>	3,245	3,579	4,651	5,993
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	1,236	1,368	1,429	1,751
Nợ phải trả	408	381	442	564
Vay ngắn hạn	763	918	918	1,118
Nợ ngắn hạn khác	65	69	69	69
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	6	-	400	1,000
Vay dài hạn	6	-	400	1,000
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-
<b>Tổng nợ phải trả</b>	1,242	1,368	1,829	2,751
Vốn góp	805	966	966	966
Thặng dư vốn cổ phần	235	235	235	235
LN chưa phân phối	843	882	1,286	1,706
Vốn chủ khác	118	128	128	128
Cổ đông thiểu số	2	-	-	-
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	2,003	2,211	2,615	3,035
<b>Tổng nguồn vốn</b>	3,245	3,579	4,444	5,786
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	81	97	97	97

Chỉ số (%)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hệ số TT ngắn hạn	1.7	1.8	1.9	1.9
Hệ số TT nhanh	1.2	1.3	1.5	1.5
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Hệ số Nợ/TTS	24%	24%	26%	28%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	38%	38%	42%	50%
<b>Năng lực hoạt động</b>				
Số ngày HTK	75	59	59	59
Số ngày phải thu	73	66	66	66
Số ngày phải trả	55	41	41	41
CCC	93	84	84	84
<b>Tỉ suất lợi nhuận</b>				
Biên Lợi nhuận gộp	16%	12%	15%	17%
Biên Lợi nhuận ròng	9%	7%	11%	11%
ROE	17%	13%	19%	19%
ROA	11%	8%	12%	11%
<b>Định giá</b>				
PE	9.2	11.8	9.3	9.0
PB	1.5	1.3	1.6	1.4
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng DTT	-17%	10%	1%	6%
Tăng trưởng EBIT	-14%	-23%	63%	-4%
Tăng trưởng LNNT	-18%	-22%	64%	8%
Tăng trưởng EPS	-29%	-22%	35%	3%

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Phường Hoàn Kiếm,  
Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place  
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn,  
Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510



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

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

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

## Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

## Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

### Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

[Longtt@bsc.com.vn](mailto:Longtt@bsc.com.vn)

### Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

[Khoabn@bsc.com.vn](mailto:Khoabn@bsc.com.vn)

### Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

### Nhóm Ngân hàng, Tài chính

#### Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Minhdq@bsc.com.vn](mailto:Minhdq@bsc.com.vn)

#### Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

[Tridm@bsc.com.vn](mailto:Tridm@bsc.com.vn)

### Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

#### Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)

#### Lưu Thùy Linh

Chuyên viên phân tích

[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

#### Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

[Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@bsc.com.vn)

### Nhóm Bất động sản, VLXD

#### Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Minhpm@bsc.com.vn](mailto:Minhpm@bsc.com.vn)

#### Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

[Vietl@bsc.com.vn](mailto:Vietl@bsc.com.vn)

#### Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

[Duyinch@bsc.com.vn](mailto:Duyinch@bsc.com.vn)

### Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

#### Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

#### Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

#### Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

[Huytnt@bsc.com.vn](mailto:Huytnt@bsc.com.vn)