

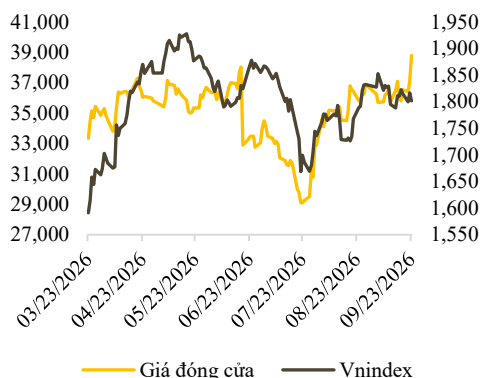
BÁO CÁO CẬP NHẬT CỔ PHIẾU

CTCP Đông Hải Bến Tre – DHC (HOSE)

Tóm tắt định giá

Ngày thực hiện	24/09/2026
Giá hiện tại	38,800
Giá mục tiêu	51,800
Upside	34%

Biến động giá so với VN-Index 6 tháng



Thông tin cơ bản của cổ phiếu

SLCP niêm yết (triệu)	106.2
Vốn hóa (tỷ VND)	4,138
Khoảng giá 52 tuần	27,500-37,100
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	34.76%

Cơ cấu cổ đông

KWE Beteiligungen AG	11.3%
Lê Bá Phương và người nhà	13.3%
Helvetische Bank AG	4.5%
CTCP Chứng khoán Âu Việt	4.3%
Khác	66.4%

Người thực hiện:

Dương Thành Hưng

thanhhung@kirincapital.vn

	2023	2024	2025	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,259	3,597	3,631	4,104
LNST (tỷ đồng)	309	242	393	655
EPS (đồng)	3,843	3,007	4,070	6,167
Biên LN gộp	15.5%	11.8%	16.2%	24.5%
Biên LN HĐKD	10.8%	7.5%	12.4%	19.9%
Biên LN ròng	9.5%	6.7%	10.8%	16.0%
P/E	9.89	12.53	8.19	5.93
P/B	1.65	1.51	1.34	1.27

Luận điểm đầu tư

Nhu cầu bao bì công nghiệp tiếp tục được hỗ trợ bởi hai động lực trong nửa cuối năm 2026, gồm tăng trưởng xuất khẩu linh kiện điện tử của khối FDI và mùa vụ tiêu dùng cuối năm. Kim ngạch xuất khẩu linh kiện điện tử duy trì mức tăng trung bình trên 50% YoY trong 8 tháng đầu năm 2026, tập trung chủ yếu tại các cụm sản xuất phía Bắc. Chúng tôi cho rằng đà tăng này đến từ việc các doanh nghiệp FDI đẩy mạnh sản xuất để đáp ứng đơn hàng cho các dòng máy tính và điện thoại mới trong Q3–Q4, qua đó kéo theo nhu cầu bao bì carton trong khâu đóng gói và vận chuyển. Bên cạnh đó, mùa cao điểm mua sắm cuối năm với các dịp lễ lớn cũng tạo thêm dư địa tiêu thụ bao bì công nghiệp trong ngắn hạn.

Chúng tôi kỳ vọng DHC đẩy nhanh dịch chuyển cơ cấu sang nhóm bao bì carton thành phẩm có biên lợi nhuận cao hơn. Khi nhu cầu đóng gói từ khối FDI và mùa vụ cuối năm cùng tăng, việc mở rộng sang carton thành phẩm thay vì tập trung vào giấy nguyên liệu giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận, đồng thời vẫn được hưởng lợi gián tiếp từ mặt bằng giá giấy.

Rủi ro

Giá OCC nhập khẩu tăng cao do nguồn cung thu gom tại Mỹ thu hẹp và chi phí logistics leo thang có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận của DHC. Các nhà máy bao bì carton tại Mỹ cắt giảm công suất khiến lượng carton mới đưa ra thị trường giảm, kéo theo lượng giấy phế thu gom để tái chế thấp hơn và thắt chặt nguồn cung OCC; trong khi cước vận tải nội địa Mỹ và cước biển quốc tế duy trì ở mức cao, đẩy giá OCC nhập khẩu tăng từ tháng 6/2026. Tuy nhiên, DHC có thể giảm thiểu một phần tác động nhờ tăng tỷ trọng OCC nội địa với giá thấp hơn khoảng 20%.

Định giá

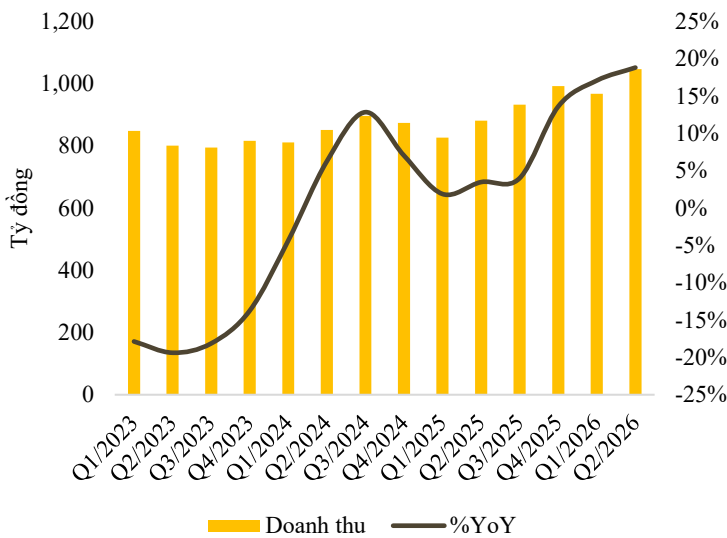
Chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu DHC với mức upside **37%** tương ứng với mức giá **51,800** đồng/cổ phiếu trong năm 2026 sử dụng phương pháp định giá P/E và P/B với tỉ trọng 50% mỗi phương pháp.

Cập nhật kết quả kinh doanh DHC quý 2/2026

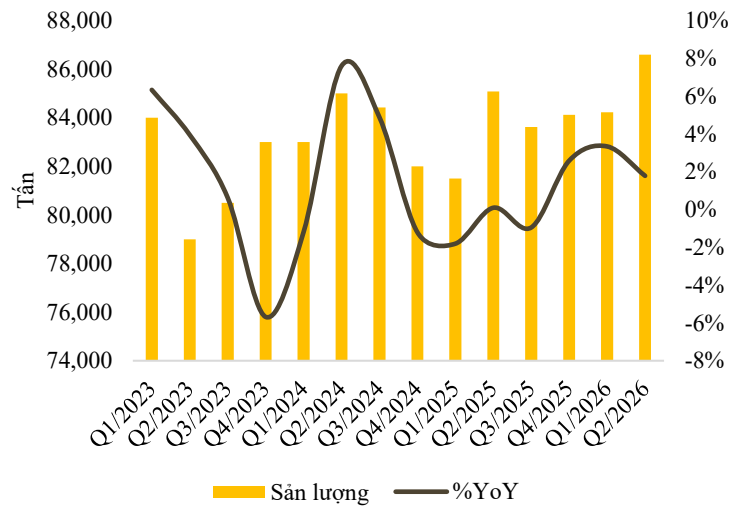
Doanh thu

Doanh thu thuần quý 2/2026 của DHC đạt 1,046 tỷ đồng (+8.2% QoQ, +18.8% YoY), đến từ hai yếu tố chính: (1) giá bán đầu ra tăng, với giá giấy công nghiệp (gồm testliner và medium) tăng 4% QoQ và giá bao bì thùng carton tăng 2% QoQ; và (2) sản lượng tiêu thụ tăng, với tổng sản lượng giấy và bao bì ước tính đạt 86,600 tấn (+2.8% QoQ, +1.8% YoY). Nhìn chung, sản lượng tăng do nhu cầu tiêu thụ tăng cao trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung, đáp ứng nhu cầu bao bì và giấy công nghiệp của các doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu linh kiện điện tử, thủy sản.

Biểu đồ 1: Doanh thu của DHC



Biểu đồ 2: Sản lượng tiêu thụ giấy và bao bì carton của DHC

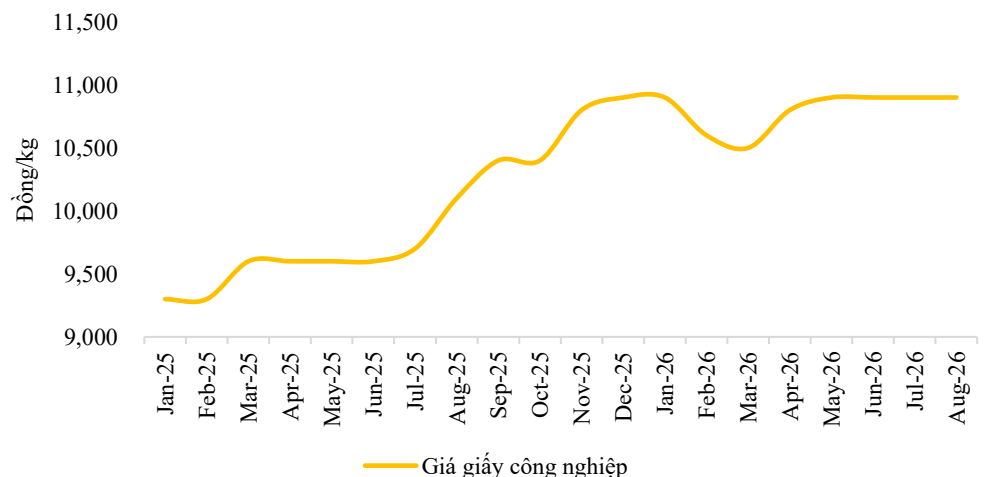


Nguồn: DHC, Kirin Capital ước tính

Giấy công nghiệp

Doanh thu mảng giấy công nghiệp ước tính đạt khoảng 800 tỷ đồng (+4.8% QoQ, +18.0% YoY), chiếm khoảng 76.5% tổng doanh thu quý. Sản lượng chỉ tăng nhẹ lên 75,596 tấn (+0.8% QoQ), trong khi giá bán bình quân của DHC ước tăng 4.0% QoQ và 18.0% YoY lên khoảng 10,600 đồng/kg cho thấy giá bán chung của thị trường giấy lớp mặt tiếp tục duy trì mặt bằng giá cao mới so với năm ngoái.

Biểu đồ 3: Giá giấy công nghiệp (testliner và medium) Việt Nam



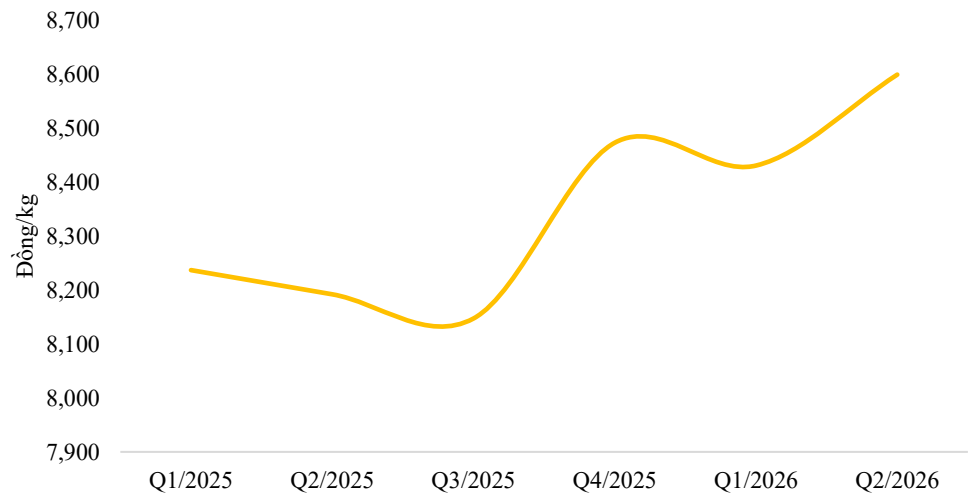
Nguồn: thitruonggiay, Kirin Capital tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ đi ngang chủ yếu do nhà máy giấy bao bì hiện đã chạy tới đa công suất thiết kế, khiến tăng trưởng doanh thu của mảng này trong quý phụ thuộc hoàn toàn vào giá bán thay vì sản lượng. Mức cải thiện giá bán QoQ hiện vẫn tương đối nhẹ, chưa có đột biến, do quý 2 chưa bước vào mùa cao điểm tiêu thụ; chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ tăng tốc rõ nét hơn vào cuối năm 2026, khi nhu cầu xuất nhập khẩu và tiêu dùng cuối năm thực sự bước vào giai đoạn cao điểm.

Bao bì carton

Doanh thu mảng thùng carton ước tính đạt khoảng 247 tỷ đồng (+21.6% QoQ, +22.2% YoY), chiếm khoảng 23.6% tổng doanh thu, tăng 3% so với quý trước. Sản lượng ước tính tăng mạnh lên 28.7 triệu sản phẩm (+19.2% QoQ, +16.5% YoY) trong khi giá bán bình quân tăng 2% QoQ và 5% YoY lên khoảng 8,600 đồng/sản phẩm, chủ yếu nhằm đáp ứng nhu cầu bao bì đóng gói của các doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung bao bì tại khu vực miền Bắc.

Biểu đồ 4: Giá bán bao bì carton ước tính của DHC



Nguồn: thitruonggiay, Kirin Capital tổng hợp

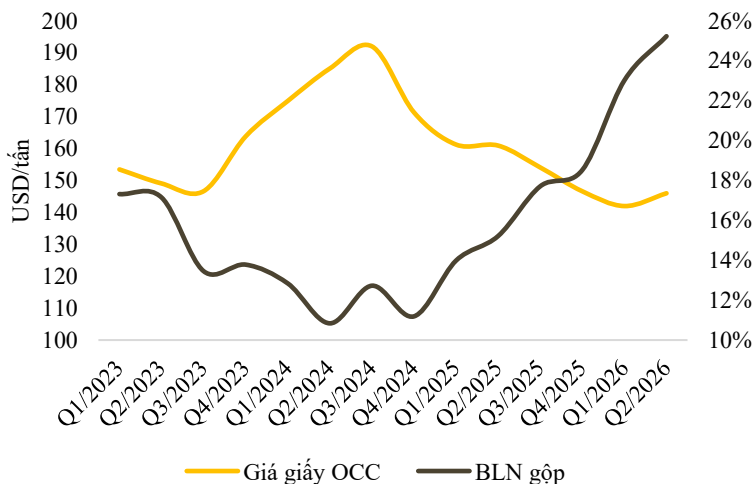
Tỷ trọng sản phẩm thùng carton tăng đồng thời kéo biên lợi nhuận gộp toàn công ty lên, do dòng sản phẩm này có giá trị và biên lợi nhuận cao hơn so với giấy công nghiệp. Chúng tôi cho rằng dư địa khai thác mảng này còn lớn khi nhà máy bao bì hiện chỉ chạy khoảng 60% công suất thiết kế, cho thấy khả năng tiếp tục mở rộng sản lượng carton trong các quý tới.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ giá đầu vào giảm mạnh

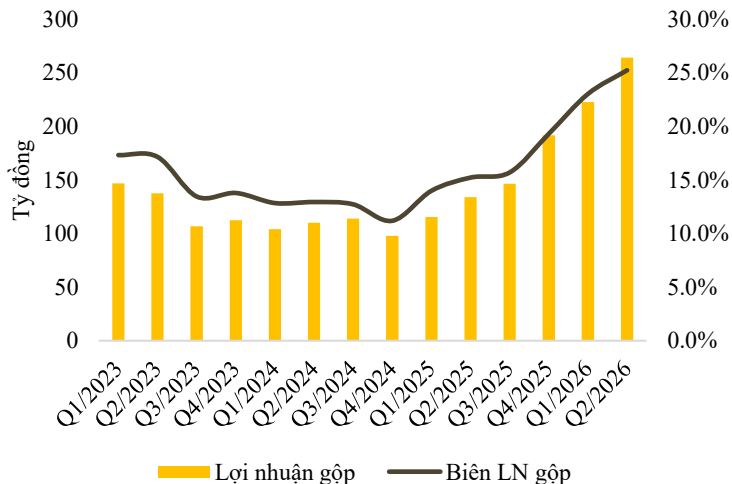
Biên lợi nhuận gộp quý 2/2026 đạt 25.2%, mức cao nhất trong 14 quý gần đây (kể từ quý 1/2023), tăng 2.21 điểm % so với quý 1/2026 và tăng mạnh 10 điểm % so với cùng kỳ năm ngoái. Đà cải thiện đến từ hai yếu tố: thứ nhất, công ty tích trữ được nguồn nguyên liệu giấy phế OCC giá rẻ từ tháng 3–4/2026, ước đủ phục vụ sản xuất trong 60 ngày, trước khi giá OCC tăng mạnh vào tháng 6/2026 do chi phí nhập khẩu tăng cao, giúp giá vốn bình quân trong quý thấp hơn đáng kể so với giá giao ngay hiện tại; thứ hai, tỷ trọng doanh thu mảng thùng carton (biên lợi nhuận cao hơn) tăng lên khoảng 23.6% tổng doanh thu, kéo biên lợi nhuận gộp bình quân

toàn công ty lên theo cơ cấu sản phẩm.

Biểu đồ 5: Tương quan giá giấy OCC và BLN gộp



Biểu đồ 6: Lợi nhuận gộp của DHC

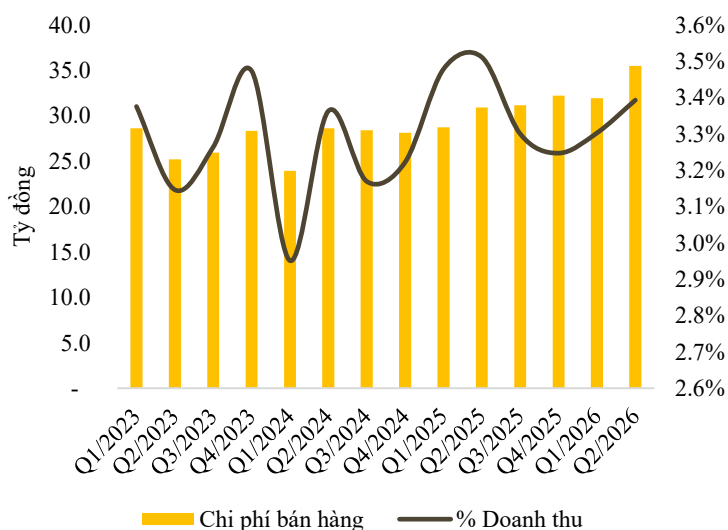


Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

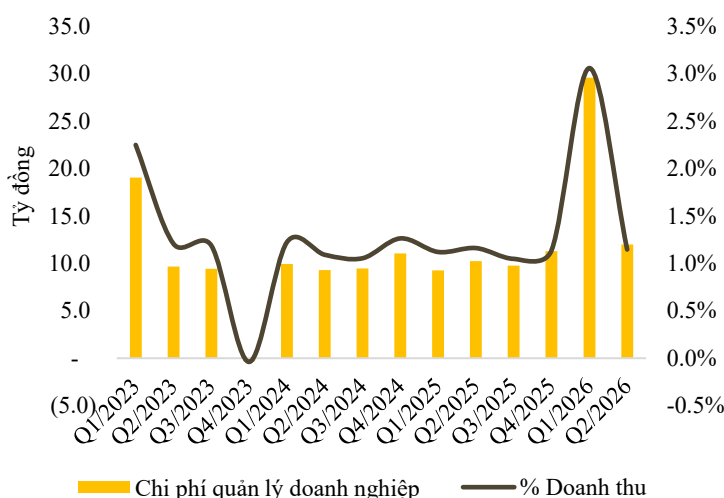
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Chi phí bán hàng đạt 35.5 tỷ đồng (+11.2% QoQ, +14.8% YoY), tỷ lệ trên doanh thu duy trì quanh mức 3.4%, chủ yếu đến từ chi phí vận chuyển thuê ngoài và chi phí nhân viên phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh tăng theo sản lượng tiêu thụ tăng trong kỳ. Chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 12 tỷ đồng, giảm mạnh 59.4% QoQ so với mức 29.56 tỷ đồng của quý 1/2026 nhưng vẫn tăng 17.3% YoY so với quý 2/2025, chủ yếu đến từ chi phí nhân viên và chi phí một lần không còn.

Biểu đồ 7: Chi phí bán hàng của DHC



Biểu đồ 8: Chi phí quản lý doanh nghiệp của DHC



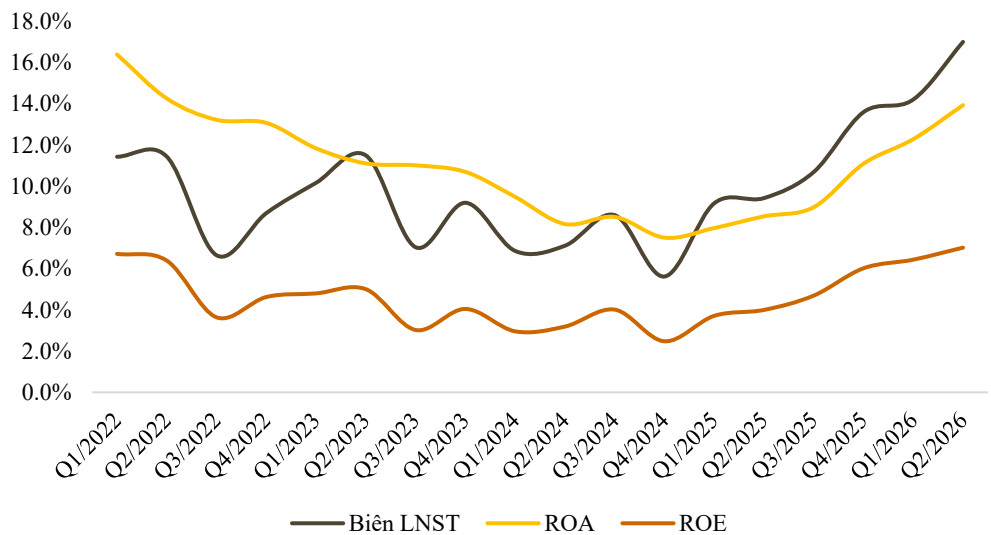
Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

Đáng chú ý, quý 1/2026 phát sinh khoản chi phí một lần ước khoảng 20 tỷ đồng mà chúng tôi cho rằng liên quan đến việc khởi công nhà máy Giao Long 3 trong báo cáo cập nhật trước đây; sang quý 2/2026 khoản chi phí dự phòng này không được tiếp tục phân bổ thêm cho Giao Long 3, khiến chi phí quản lý doanh nghiệp giảm mạnh và tỷ lệ CPQLDN/doanh thu quay về mức thực chất khoảng 1.1%, tương đương giai đoạn trước khi phát sinh khoản chi phí một lần đó.

Hiệu quả sinh lời

Lợi nhuận sau thuế quý 2/2026 đạt 178 tỷ đồng (+29.5% QoQ, +114.3% YoY), đưa biên lợi nhuận ròng lên 17%, tăng 2.8 điểm % so với quý 1/2026 và 7.58 điểm % so với cùng kỳ, tiếp tục xu hướng tăng liên tục kể từ quý 4/2024 (5.62%) và là mức cao nhất trong 14 quý gần đây. Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đến từ biên lợi nhuận gộp cải thiện 2.21 điểm % nhờ giá bán tăng và kiểm soát tốt giá nguyên liệu đầu vào thông qua chính sách chủ động nhập trước nguyên vật liệu giá rẻ, trong khi tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu giảm từ 6.36% (quý 1/2026, còn chịu ảnh hưởng của khoản chi phí một lần) xuống 4.54% (quý 2/2026) khi chi phí vận hành được kiểm soát tốt hơn.

Biểu đồ 9: Hiệu quả kinh doanh của DHC



Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

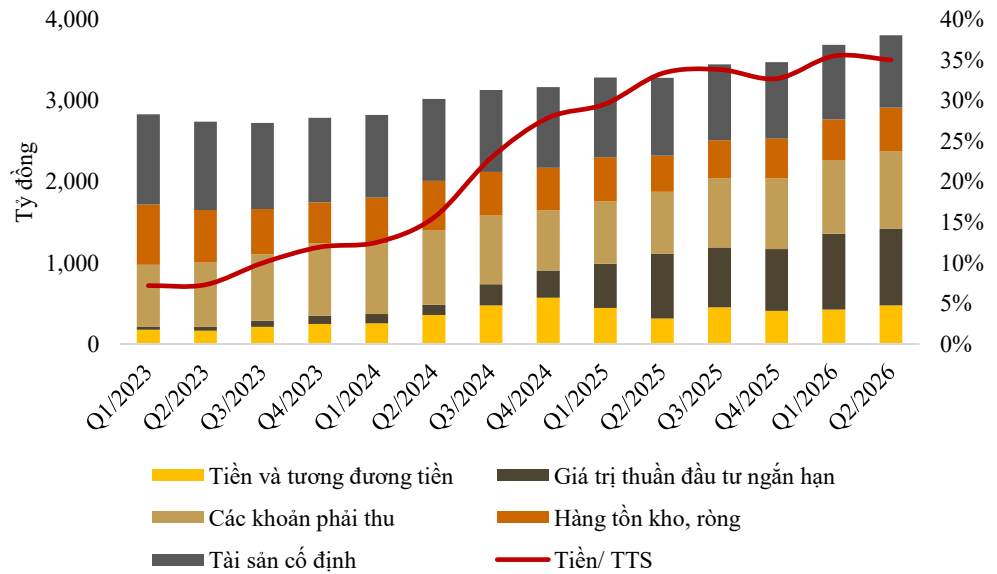
ROA và ROE quý 2/2026 đạt lần lượt 13.93% và 7.02%, tăng 1.65 điểm % và 1.24 điểm % so với quý 1/2026, và tăng mạnh 5.39 điểm % và 3.02 điểm % so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng đã cải thiện đến chủ yếu từ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế tốt (+29.5% QoQ, +114.3% YoY), trong khi quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu chỉ tăng nhẹ lần lượt +6.2% và +7.1% QoQ, qua đó giúp hiệu quả sinh lời trên mỗi đồng tài sản và vốn chủ sở hữu được cải thiện rõ nét hơn. Hiệu quả sinh lời của DHC đang tiếp tục mở rộng khi ngành giấy đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất, với giá bán và sản lượng bắt đầu phục hồi để đáp ứng nhu cầu tiêu dùng, và kỳ vọng xu hướng cải thiện ROA/ROE sẽ tiếp diễn nếu đã phục hồi giá và sản lượng của ngành được duy trì.

Tình hình tài chính

Tổng tài sản cuối quý 2/2026 đạt 4,063 tỷ đồng (+6.2% QoQ), trong đó Tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn đạt 1,423 tỷ đồng (+4.7% QoQ), chiếm 35% tổng tài sản. Công ty dùng nguồn tiền nhàn rỗi để sinh lời, chủ yếu qua tiền gửi ngân hàng, đồng thời mua trái phiếu doanh nghiệp (CTCK Rông Việt, CTCP Sovico và CTCP VietJet), và một phần cho các công ty chứng khoán (CTCK Rông Việt và CTCK Kafi) vay tín chấp (tổng khoản mục đầu tư trái phiếu và cho vay chiếm 21%

tổng nguồn tiền và các khoản đầu tư tài chính), qua đó vừa nâng khả năng sinh lời của nguồn tiền nhàn rỗi vừa duy trì thanh khoản dồi dào cho hoạt động kinh doanh.

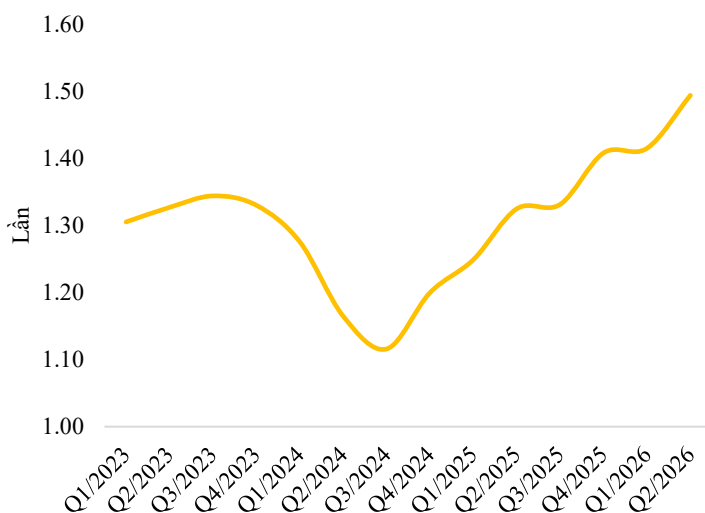
Biểu đồ 10: Cơ cấu tài sản của DHC



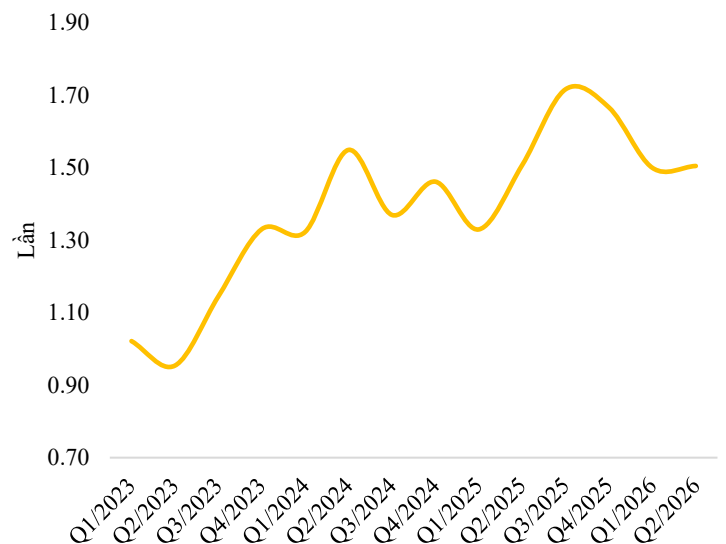
Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

Phải thu khách hàng đạt 720 tỷ đồng (+5.9% QoQ), chiếm 17.72% tổng tài sản. Vòng quay phải thu tăng lên 1.49 lần từ 1.42 lần trong quý trước, cho thấy công nợ vẫn được thu hồi tương đối tốt dù quy mô phải thu tăng. Chúng tôi cho rằng mức tăng phải thu chủ yếu phản ánh quy mô doanh thu mở rộng, thay vì chính sách tín dụng được nới lỏng, qua đó củng cố tín hiệu về nhu cầu thực tế đối với sản phẩm giấy và bao bì.

Biểu đồ 11: Vòng quay phải thu khách hàng của DHC



Biểu đồ 12: Vòng quay hàng tồn kho của DHC



Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

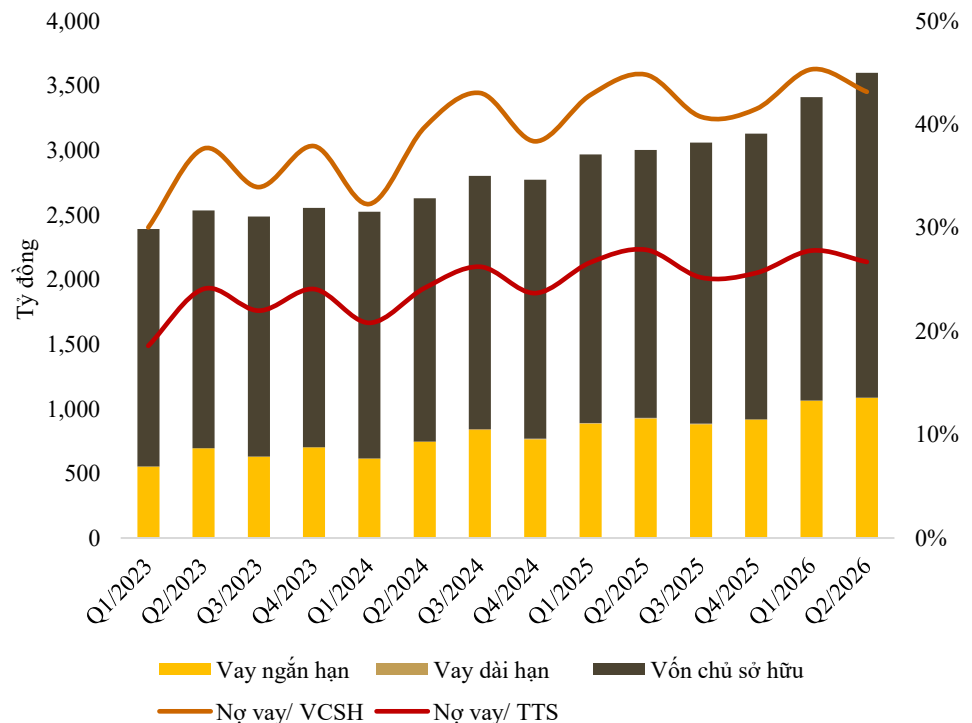
Hàng tồn kho đạt 539 tỷ đồng (+7.4% QoQ), chiếm 13.26% tổng tài sản, chủ yếu là nguyên vật liệu giấy phế (OCC) và nguyên liệu giấy đang đi đường. Vòng quay hàng tồn kho duy trì ở mức 1.50 lần, tương đương quý trước, cho thấy tốc độ luân chuyển vẫn được kiểm soát dù quy mô tồn kho tăng. Chúng tôi cho rằng mức tăng này chủ yếu đến từ việc công ty chủ động nhập trước nguyên liệu và duy trì lượng

hàng gói đầu cho sản xuất các quý tới, thay vì phản ánh tình trạng hàng hóa tiêu thụ chậm hoặc tồn kho ứ đọng.

Bên cạnh việc chủ động gia tăng tồn kho nguyên liệu để đảm bảo đầu vào cho sản xuất, tài sản dở dang dài hạn cũng bắt đầu ghi nhận mức tăng đáng kể, đạt 195.47 tỷ đồng (+122.7% QoQ), so với 87.79 tỷ đồng trong quý trước. Toàn bộ khoản mục này là chi phí xây dựng cơ bản dở dang của dự án nhà máy Giao Long 3, chủ yếu liên quan đến chi phí xây dựng và mua sắm trang thiết bị sau khi dự án chính thức khởi công. Việc giá trị xây dựng dở dang bắt đầu tăng nhanh cho thấy dự án đang chuyển sang giai đoạn triển khai thực tế, qua đó là cơ sở để kỳ vọng công suất mới sẽ được bổ sung khi nhà máy đi vào hoạt động.

Ở chiều nguồn vốn, nợ vay ngắn hạn tiếp tục duy trì ở mức cao, đạt 1,085 tỷ đồng (+2% QoQ), tăng từ 1,064 tỷ đồng trong quý trước, tiếp nối xu hướng gia tăng từ Q1/2026. Chúng tôi cho rằng mức vay cao chủ yếu nhằm bổ sung vốn lưu động cho hoạt động sản xuất kinh doanh, đặc biệt trong bối cảnh doanh nghiệp cần tăng cường nguồn vốn để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu và đơn hàng trong giai đoạn cao điểm xuất nhập khẩu.

Biểu đồ 13: Cơ cấu nguồn vốn của DHC



Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

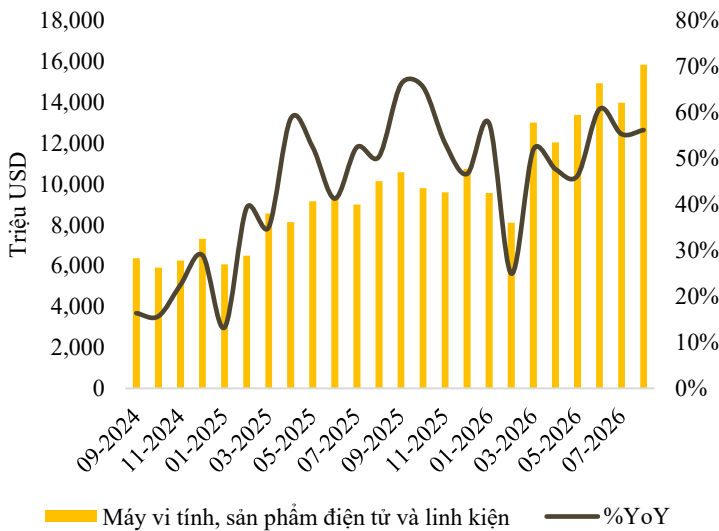
Tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm nhẹ từ 45% trong Q1/2026 xuống 43% trong Q2/2026, dù dư nợ vay vẫn duy trì ở mức cao, nhờ vốn chủ sở hữu tăng nhanh hơn. Cụ thể, VCSH tăng 7.1% QoQ lên 2,514.23 tỷ đồng, chủ yếu nhờ lợi nhuận chưa phân phối tăng 14.6% QoQ lên 1,167 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng việc tích lũy lợi nhuận thay vì phân phối cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu giúp công ty củng cố nguồn lực tài chính nội bộ, tạo dư địa để đáp ứng nhu cầu vốn cho hoạt động kinh doanh và triển khai nhà máy Giao Long 3 trong giai đoạn đầu tư cao điểm.

Luận điểm đầu tư

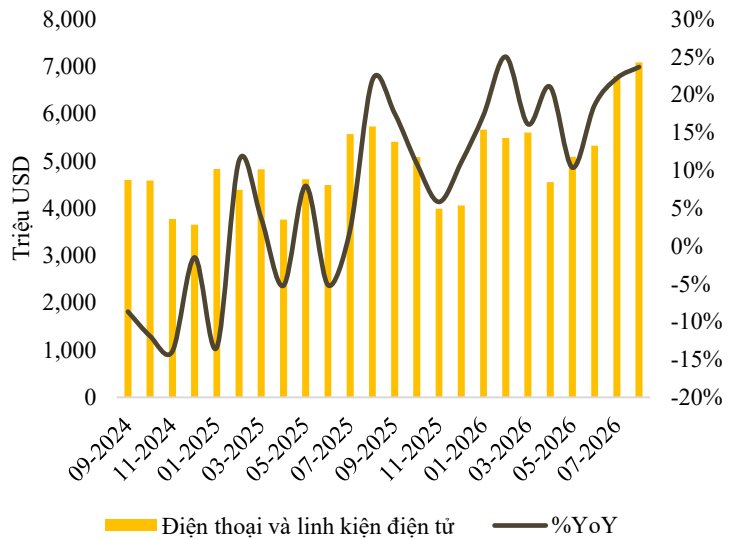
Nhu cầu bao bì công nghiệp tiếp tục được hỗ trợ bởi hai động lực trong nửa cuối 2026, gồm tăng trưởng xuất khẩu linh kiện điện tử của khối FDI và mùa vụ tiêu dùng cuối năm.

Đáng chú ý, kim ngạch xuất khẩu linh kiện điện tử duy trì mức tăng trên 50% YoY trong 8 tháng đầu năm 2026, tập trung chủ yếu tại các cụm sản xuất ở miền Bắc. Chúng tôi cho rằng đà tăng này phản ánh nhu cầu gia tăng sản xuất và xuất khẩu linh kiện của các doanh nghiệp FDI để đáp ứng đơn hàng cho các dòng máy tính điện thoại mới trong Q3–Q4, qua đó kéo theo nhu cầu sử dụng bao bì carton trong quá trình đóng gói và vận chuyển.

Biểu đồ 14: Xuất khẩu máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện



Biểu đồ 15: Xuất khẩu điện thoại và linh kiện điện tử



Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

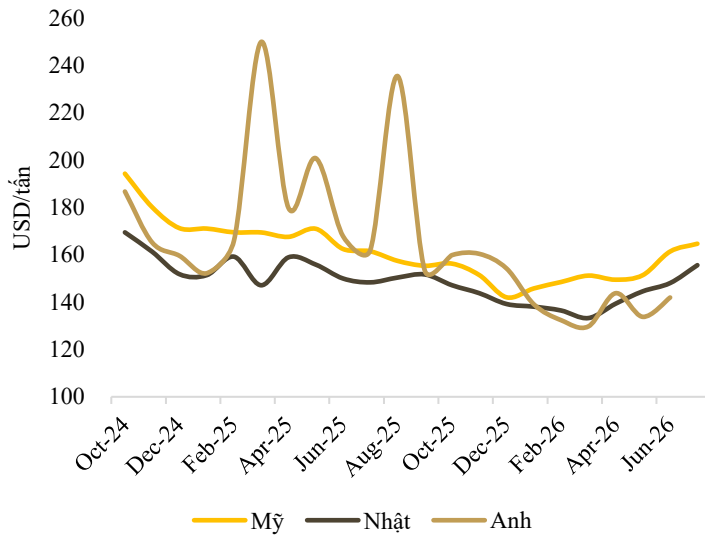
Bên cạnh đó, mùa cao điểm mua sắm cuối năm với các dịp lễ lớn cũng thường kéo theo nhu cầu đóng gói tăng, tạo thêm dư địa cho tiêu thụ bao bì công nghiệp. Sự kết hợp của hai yếu tố trên được kỳ vọng tiếp tục hỗ trợ nhu cầu giấy bao bì trong ngắn hạn, đồng thời thúc đẩy các doanh nghiệp như DHC chuyển dịch cơ cấu sang nhóm bao bì carton thành phẩm có biên lợi nhuận cao hơn, thay vì tập trung vào giấy nguyên liệu.

Rủi ro

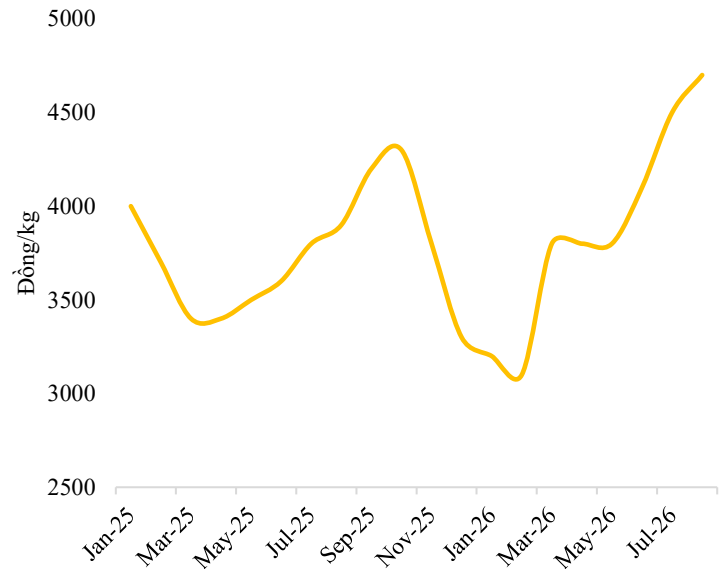
Giá OCC nhập khẩu tăng cao, do nguồn cung thu gom tại Mỹ thu hẹp và chi phí logistics leo thang có thể tác động tới biên lợi nhuận của DHC

Nguồn cung OCC nội địa tại nhiều bang của Mỹ đang thu hẹp khi các nhà máy sản xuất bao bì carton trước đây cắt giảm công suất, khiến lượng carton mới đưa ra thị trường giảm. Do OCC chủ yếu được thu hồi từ bao bì carton sau sử dụng, nguồn cung carton mới thấp hơn cũng làm giảm lượng giấy phế thu gom để tái chế, qua đó thắt chặt nguồn cung OCC và đẩy giá tăng. Đồng thời, chi phí vận chuyển tăng ở cả hai chặng, khi cước vận tải nội địa Mỹ chịu ảnh hưởng từ giá nhiên liệu và tình trạng thiếu tài xế, trong khi cước vận tải biển quốc tế cũng duy trì ở mức cao.

Biểu đồ 16: Diễn biến giá OCC FOB tại các nước



Biểu đồ 17: Giá OCC nội địa



Nguồn: DHC, Kirin Capital tổng hợp

Chúng tôi cho rằng đây là nguyên nhân chính khiến giá OCC nhập khẩu tăng mạnh từ tháng 6/2026. Để phục vụ sản xuất kinh doanh trong quý 3, công ty phải bổ sung nguyên liệu ở mặt bằng giá cao hơn từ quý 2. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng DHC có thể giảm thiểu một phần tác động từ giá OCC nhập khẩu tăng giá nhờ lợi thế về thu gom và xử lý tạp chất. Vì vậy, công ty đã chủ động tăng tỷ trọng OCC thu mua trong nước với mức giá thấp hơn, dù hàm lượng tạp chất cao hơn và đòi hỏi khâu xử lý kỹ hơn. Nhờ năng lực xử lý nguyên liệu, DHC có thể linh hoạt thay thế một phần OCC nhập khẩu bằng nguồn trong nước, qua đó hạn chế áp lực lên chi phí đầu vào và hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định.

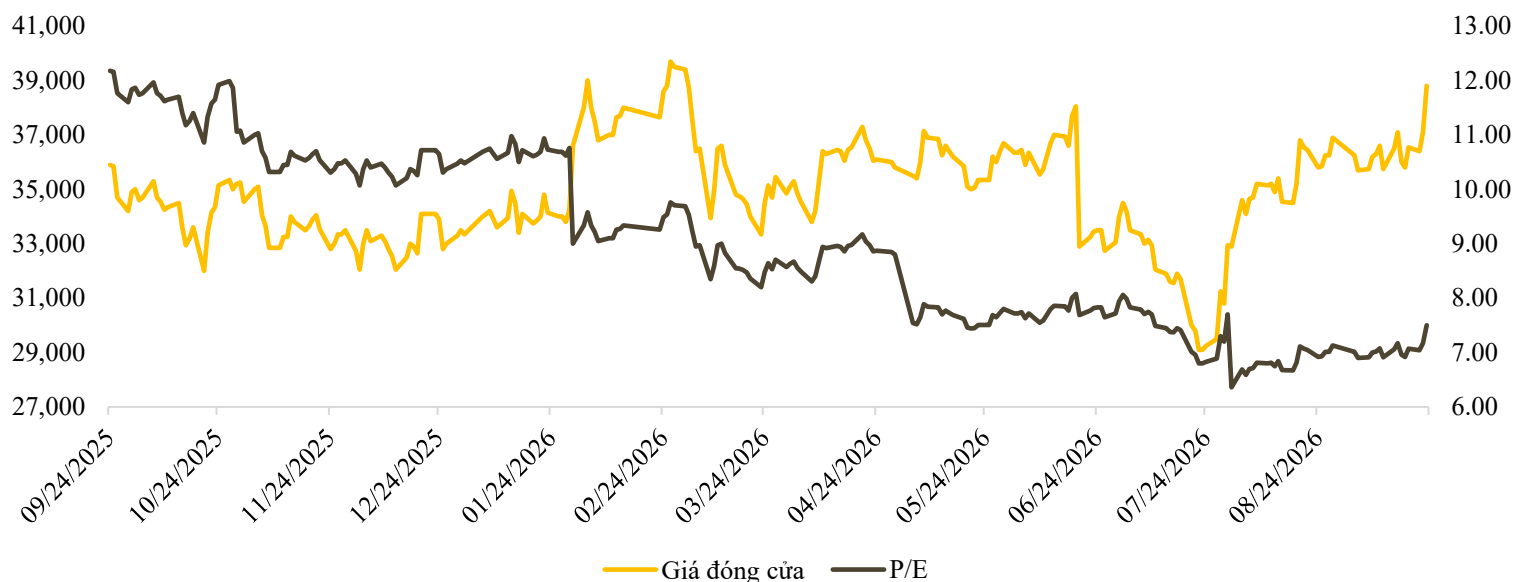
Định giá

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá P/E và P/B để định giá cổ phiếu DHC. Dựa trên các dữ liệu định giá và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong các chu kỳ lịch sử của doanh nghiệp, với target P/E và P/B forward lần lượt 10 và 1.5 lần và tỉ trọng 50% mỗi phương pháp, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu đối với cổ phiếu DHC đạt **51,800** đồng/cổ phiếu tương ứng với upside **34%** kể từ giá hiện tại.

Bảng 1: Tóm tắt định giá

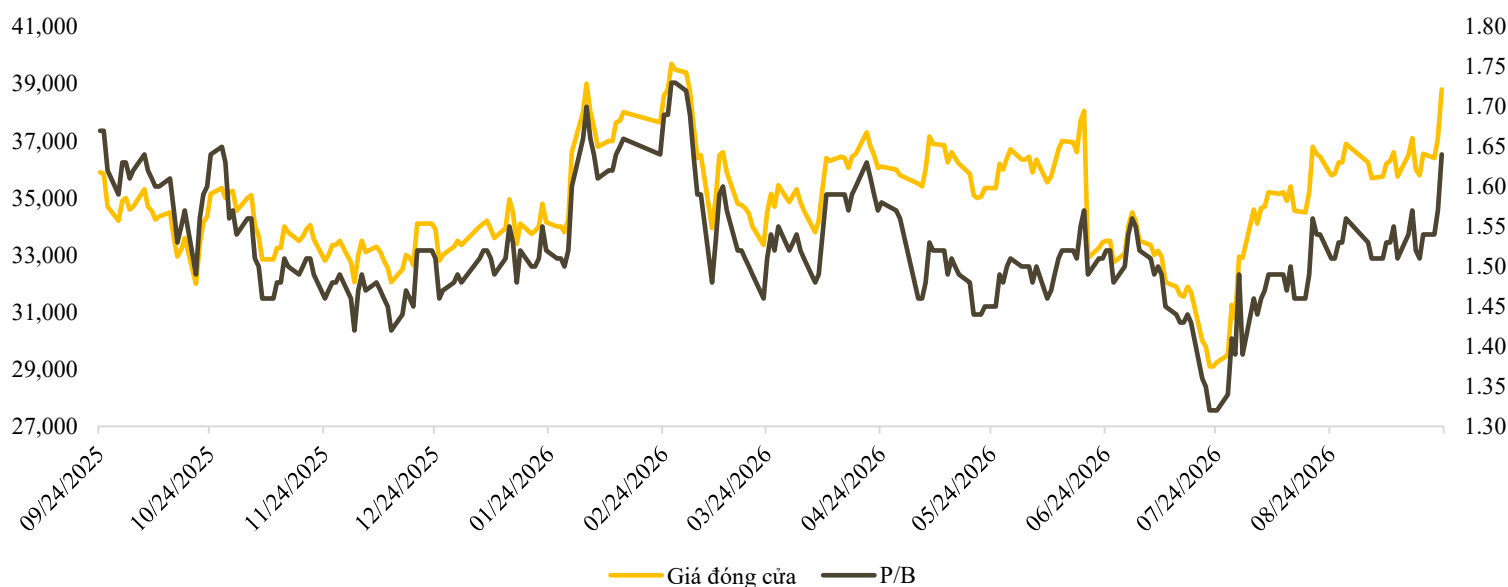
Tóm tắt kết quả kinh doanh và định giá 2026	
Doanh thu	4,104
Lợi nhuận	655
Vốn chủ sở hữu	2,963
P/E forward	10.0
P/B forward	1.5
Vốn hoá ước tính	5,499
SLCP lưu hành (triệu cổ phiếu)	106.2
EPS	6,169
BVPS	27,891
Giá mục tiêu 2026	51,763

Biểu đồ 18: Định giá P/E



Nguồn: Fiinpro, Kirin Capital tổng hợp

Biểu đồ 19: Định giá P/B



Nguồn: Fiinpro, Kirin Capital tổng hợp

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 2: Dự phóng kết quả kinh doanh

	2024	2025	2026F	25/24	26F/25	Nhận định của Kirin
Sản lượng bán hàng (tấn giấy)	334,424	334,320	341,496	0.0%	2.1%	Sản lượng tiêu thụ năm 2026 dự kiến chỉ tăng nhẹ so với năm 2025 do các nhà máy hiện hữu đã vận hành gần mức công suất tối đa
Giấy công nghiệp (tấn)	303,321	299,673	300,584	-1.2%	0.3%	Sản lượng giấy công nghiệp dự kiến đi ngang do DHC chủ động chuyển một phần giấy sang sản xuất bao bì carton thành phẩm nhằm phục vụ nhu cầu đóng gói gia tăng từ nhóm khách hàng công nghiệp, FDI và nhu cầu cho xuất khẩu và tiêu dung cuối năm, đồng thời tối ưu biên lợi nhuận.
Thùng carton (nghìn thùng)	81,210	90,463	106,820	11.4%	18.1%	
Giá bán trung bình	8,852	8,948	9,603	1.1%	7.3%	Giá bán giấy công nghiệp và thùng carton dự kiến tăng 10.1% và 4.1% YoY do nhu cầu tiêu thụ tăng cao, tăng do chi phí đẩy và tiếp tục được hưởng lợi từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước,
Giấy công nghiệp (đồng/kg)	9,343	9,631	10,599	3.1%	10.1%	
Thùng carton (đồng/thùng)	8,361	8,265	8,607	-1.1%	4.1%	
Doanh thu (tỷ đồng)	3,432	3,631	4,104	5.8%	13.0%	Biên lợi nhuận gộp đạt 24.5% do DHC chủ động thay thế OCC nhập khẩu giá cao bằng nguồn nguyên liệu trong nước đồng thời chuyển dịch tỉ trọng doanh thu sang sản phẩm thùng carton với biên lợi nhuận cao hơn
Giấy bao bì	2,834	2,886	3,186	1.8%	10.4%	
Thùng carton	679	748	919	10.1%	23.0%	
LN gộp	426	587	1,007	37.9%	71.4%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự kiến tăng khoảng 24% YoY, chủ yếu do ghi nhận khoảng 20 tỷ đồng chi phí dự phòng liên quan đến dự án Giao Long 3 trong Q1/2026. Chúng tôi cho rằng đây là khoản chi phí mang tính một lần và không ảnh hưởng đến xu hướng chi phí vận hành dài hạn.
CPBH & QLDN	152	164	203	7.3%	24.2%	
Chi phí bán hàng	113	123	136	9.1%	10.9%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	40	40	67	2.1%	64.5%	
LN hoạt động kinh doanh	271	450	815	66.0%	81.1%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận sau thuế năm 2026 lên 655 tỷ đồng, cao hơn 21% so với báo cáo trước, chủ yếu nhờ giả định biên lợi nhuận gộp được nâng lên cao hơn dự kiến khi chênh lệch giữa giá bán đầu ra và giá vốn nguyên liệu tiếp tục mở rộng.
LNST	242	393	655	62.3%	66.7%	
Biên LN gộp	12.4%	16.2%	24.5%			
Biên LN ròng	7.1%	10.8%	16.0%			
CPBH&QLDN/ DT	4.4%	4.5%	4.9%			

PHỤ LỤC

Bảng 3: Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024	2025	Q2/2026(TT M)
1. Hiệu quả hoạt động						
Hệ số vòng quay tài sản	1.78	1.49	1.12	1.17	1.06	1.05
Hệ số vòng quay vốn CSH	2.69	2.28	1.81	1.87	1.72	1.70
Hệ số vòng quay khoản phải thu khách hàng	6.93	5.82	4.93	5.49	5.34	5.60
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	52.68	62.69	74.07	66.50	68.38	65.12
Hệ số vòng quay HTK	11.01	7.01	4.86	6.16	5.99	6.22
Thời gian trung bình xử lý HTK	33.17	52.08	75.04	59.21	60.93	58.66
Hệ số vòng quay khoản phải trả nhà cung cấp	9.78	7.93	6.60	8.93	7.72	8.71
Thời gian trung bình thanh toán cho nhà cung cấp	37.32	46.01	55.34	40.89	47.26	41.89
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	48.52	68.77	93.77	84.82	82.05	81.90
2. Chỉ số thanh toán						
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.14	0.17	0.23	0.46	0.30	0.31
Hệ số thanh toán nhanh	1.09	0.86	1.07	1.06	0.94	0.92
Hệ số thanh toán hiện thời	1.66	1.47	1.68	1.77	1.87	1.91
3. Sức khỏe tài chính						
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên tổng tài sản	0.15	0.18	0.24	0.24	0.26	0.27
Tỷ lệ nợ vay ngắn hạn trên VCSH	0.22	0.30	0.38	0.38	0.41	0.43
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên tổng tài sản	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay dài hạn trên VCSH	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản	0.15	0.18	0.24	0.24	0.26	0.27
Tỷ lệ nợ vay trên VCSH	0.22	0.30	0.38	0.38	0.41	0.43
Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	0.29	0.39	0.36	0.38	0.38	0.38
Tỷ lệ nợ phải trả trên VCSH	0.41	0.65	0.57	0.62	0.62	0.62
Tỷ lệ đòn bẩy	1.41	1.65	1.57	1.62	1.62	1.62
EBIT/ Lãi vay	32.39	23.72	10.77	11.95	12.64	13.60
EBITDA/ Lãi vay	38.89	29.01	13.85	16.54	15.96	16.00
4. Khả năng sinh lợi						
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.15%	15.53%	15.45%	11.85%	16.18%	20.94%
Tỷ suất EBITDA	14.72%	14.09%	14.11%	10.53%	14.73%	18.87%
Tỷ suất EBIT	12.26%	11.52%	10.97%	7.61%	11.67%	16.03%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	12.28%	11.11%	10.99%	7.76%	12.60%	16.86%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	11.56%	9.64%	9.49%	6.73%	10.83%	13.96%
Tỷ suất lợi nhuận gộp trên Tổng tài sản	28.71%	23.12%	17.37%	13.83%	17.22%	22.01%
Tỷ suất EBITDA trên Tổng tài sản	26.17%	20.99%	15.87%	12.29%	15.68%	19.83%
Tỷ suất EBIT trên Tổng tài sản	21.79%	17.16%	12.34%	8.88%	12.42%	16.85%
Tỷ suất EBT trên Tổng tài sản	22.51%	17.27%	13.50%	9.81%	14.39%	18.97%
ROA	20.55%	14.36%	10.67%	7.86%	11.52%	14.67%
ROE	31.13%	22.05%	17.20%	12.58%	18.66%	23.78%
ROIC	26.70%	19.43%	14.08%	10.53%	14.81%	18.27%
Tỷ suất thuế TNDN thực tế	5.91%	13.20%	13.62%	13.26%	14.05%	17.24%
5. Chỉ số tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu thuần YoY	44.22%	-5.51%	-17.18%	10.36%	0.96%	13.27%
Tăng trưởng lãi gộp	22.70%	-9.18%	-17.57%	-15.39%	37.88%	78.73%
Tăng trưởng EBITDA YoY	13.17%	-9.56%	-17.04%	-17.68%	41.30%	106.51%
Tăng trưởng EBIT YoY	16.97%	-11.19%	-21.12%	-23.51%	54.94%	106.79%
Tăng trưởng LN trước thuế	24.75%	-14.54%	-18.09%	-22.03%	63.79%	100.96%
Tăng trưởng phải thu YoY	24.08%	3.08%	-7.20%	5.83%	1.91%	5.99%

VỀ KIRIN CAPITAL

Công ty Cổ phần Đầu tư & Phát triển Kirin Capital (dưới đây gọi tắt là Kirin Capital) là một tổ chức đầu tư tư nhân vào tất cả các giai đoạn dựa trên nghiên cứu chuyên sâu tại thị trường Việt Nam với tôn chỉ “Know Vietnam, Long Vietnam”. Công ty tìm kiếm các cơ hội có giá trị đầu tư dài hạn và tăng trưởng cao tại Việt Nam, từ đó lan tỏa cho các nhà đầu tư từ khắp nơi trên thế giới đầu tư vào Việt Nam và chia sẻ lợi nhuận từ sự phát triển thịnh vượng của Việt Nam mang lại.

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần Đầu tư & Phát triển Kirin Capital (Kirin Capital), những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và Kirin Capital không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng.

Các nhận định trong bản báo cáo này dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo, các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. Kirin Capital sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kì thiệt hại nào hoặc sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ thông tin hoặc ý kiến của báo cáo này.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kì cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của Kirin Capital.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Giám đốc đầu tư

Trần Bình Dương

binhduong@kirincapital.vn

Ngành Tiện ích & Chứng khoán

Nguyễn Gia Khánh – Chuyên viên đầu tư

giakhanh@kirincapital.vn

Ngành Tiêu dùng & Dịch vụ

Dương Thành Hưng – Chuyên viên đầu tư

thanhhung@kirincapital.vn

Ngành Ngân hàng & Công nghệ thông tin

Nguyễn Đức Trung – Chuyên viên đầu tư

trungnguyen@kirincapital.vn