

**CTCP Đông Hải Bến Tre (HOSE: DHC)****Khuyến nghị****MUA**

|                     |               |
|---------------------|---------------|
| Giá hiện tại        | 38,550        |
| <b>Giá mục tiêu</b> | <b>49,900</b> |
| % tăng giá          | 29.4%         |
| Ngày báo cáo        | 05/10/2026    |
| Vốn hóa (tỷ đồng)   | 4,094         |
| KLGD TB/ngày (10n)  | 428,670       |
| % sở hữu NĐTNN      | 35.06%        |
| SLCP lưu hành       | 106,249,620   |
| SLCP niêm yết       | 106,249,620   |
| P/E trailing        | 7.45          |
| P/B (gần nhất)      | 1.63          |
| ROA                 | 12.69%        |
| ROE                 | 20.55%        |
| EPS                 | 4,707         |
| Book value          | 24,291        |

**Tổng quan doanh nghiệp**

CTCP Đông Hải Bến Tre (HOSE: DHC) là một trong những doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy và giấy công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam, hoạt động theo mô hình tích hợp dọc từ thu mua giấy phế liệu, sản xuất giấy kraft đến sản xuất bao bì carton sóng. Thành lập năm 1994 với tiền thân là Công ty TNHH Đông Hải, doanh nghiệp chuyển đổi thành CTCP vào năm 2003 và niêm yết trên HOSE năm 2009. Sản phẩm của công ty phục vụ nhiều ngành như thủy sản, thực phẩm, đồ uống, dệt may, điện tử và hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), trong đó khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp xuất khẩu.

Báo cáo được thực hiện bởi:  
**Trung tâm Phân tích Haseco**

**Điều kiện thuận lợi trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm và nhu cầu vững chắc**

Chúng tôi thực hiện định giá CTCP Đông Hải Bến Tre (HOSE: DHC) bằng phương pháp định giá P/E. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **49,900 VND/cổ phiếu**, với mức upside tiềm năng **29.4%** so với mức giá đóng cửa ngày 05/10/2026. Triển vọng của DHC đến từ:

- Giá bán duy trì ở mức cao hỗ trợ doanh thu và biên lợi nhuận.
- Kế hoạch mở rộng công suất.

Về rủi ro đầu tư, Haseco đánh giá có 2 rủi ro chính, bao gồm: (1) Biến động chi phí nguyên liệu đầu vào; (2) Rủi ro chậm tiến độ tại dự án Giao Long 3.

**Giá bán duy trì ở mức cao hỗ trợ doanh thu và biên lợi nhuận**

Haseco cho rằng giá bán giấy sẽ tiếp tục duy trì ở vùng cao trong năm 2026, được hỗ trợ bởi: (1) Nguồn cung giấy bao bì trong nước vẫn ở trạng thái khan hiếm sau khi cơ quan quản lý tăng cường siết chặt tiêu chuẩn về môi trường. Chúng tôi ước tính thị trường sẽ tiếp tục thiếu khoảng 287 nghìn tấn công suất trong năm 2026; (2) Nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì vẫn vững chắc; (3) DHC đang hưởng lợi từ độ trễ giữa chi phí đầu vào và giá bán. Chúng tôi ước tính giá giấy bao bì kraft đang tăng khoảng 10% YTD và khoảng 19% YoY, trong khi giá giấy bao bì cuộn carton đang ở mức đi ngang so với đầu năm và tăng khoảng 9% YoY - kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra cho nửa cuối năm 2026.

**Kế hoạch mở rộng công suất**

DHC đang đầu tư mở rộng công suất (1) Nhà máy Giao Long 3: bắt đầu đóng góp doanh thu thương mại từ cuối năm 2027. Giao Long 3 sẽ bổ sung 390,000 tấn công suất giấy bao bì mỗi năm, nâng tổng công suất của DHC lên khoảng 670,000 tấn/năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khi nhà máy đi vào hoạt động, doanh nghiệp sẽ bắt đầu ghi nhận chi phí khấu hao cũng như chi phí lãi vay sau khi quá trình vốn hóa kết thúc. Do đó, biên lợi nhuận có thể chịu áp lực pha loãng tạm thời trước khi sản lượng đạt quy mô đủ lớn; (2) Nhà máy bao bì Đông Hải: Sau khi đi vào vận hành, nhà máy sẽ bổ sung thêm 120 triệu thùng carton/năm và dự kiến vận hành thương mại cùng thời điểm Giao Long 3 đi vào hoạt động. Việc mở rộng công suất này sẽ giúp DHC đáp ứng tốt hơn nhu cầu bao bì carton tại khu vực phía Nam, đồng thời gia tăng tỷ lệ tiêu thụ nội bộ sản lượng giấy do các nhà máy Giao Long sản xuất.

**Khuyến nghị**

Về định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E với mức P/E trung bình 5 năm (9x) làm tham chiếu. Haseco đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu DHC với giá trị hợp lý cho năm 2026 là **49,900 VND/cổ phiếu**, tương đương upside **29.4%** so với giá đóng cửa ngày 05/10/2026.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG**

Trụ sở chính:  
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội  
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh  
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

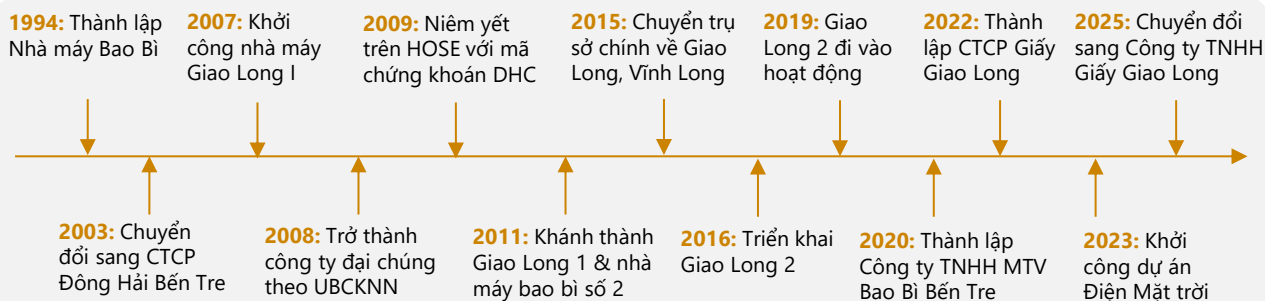
## A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### I. Lịch sử hình thành



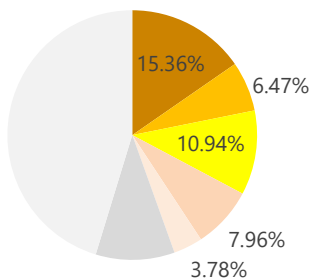
CTCP Đông Hải Bến Tre (HOSE: DHC) là một trong những doanh nghiệp sản xuất bao bì giấy và giấy công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam, hoạt động theo mô hình tích hợp dọc từ thu mua giấy phế liệu, sản xuất giấy kraft đến sản xuất bao bì carton sóng. Thành lập năm 1994 với tiền thân là Công ty TNHH Đông Hải, doanh nghiệp chuyển đổi thành CTCP vào năm 2003 và niêm yết trên HOSE năm 2009. Sản phẩm của công ty phục vụ nhiều ngành như thủy sản, thực phẩm, đồ uống, dệt may, điện tử và hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), trong đó khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp xuất khẩu. Với chiến lược tập trung vào phân khúc giấy bao bì chất lượng cao, liên tục đầu tư mở rộng công suất và nâng cao hiệu suất vận hành, DHC duy trì lợi thế cạnh tranh nhờ biên lợi nhuận ổn định và khả năng hưởng lợi từ xu hướng thay thế bao bì nhựa bằng bao bì giấy cứng như tăng trưởng của hoạt động sản xuất - xuất khẩu tại Việt Nam.

#### Lịch sử hình thành



Nguồn: DHC

#### Cơ cấu cổ đông



- KWE Beteiligungen AG
- Helvetische Bank AG
- Lê Bá Phương (CEO)
- Nguyễn Thị Thuỷ (Vợ CEO)
- Lương Văn Thành (Chủ tịch)
- BĐH khác & NLQ
- Khác

Nguồn: DHC

### II. Cơ cấu cổ đông & Cơ cấu tổ chức

DHC sở hữu cơ cấu cổ đông tương đối đa dạng, có thể chia thành 3 nhóm chính: (1) Ban lãnh đạo và người có liên quan hiện nắm khoảng 32.9% cổ phần. Mức sở hữu đáng kể này giúp gắn kết chặt chẽ lợi ích giữa đội ngũ quản lý và cổ đông; (2) Nhóm nhà đầu tư tổ chức nước ngoài, nổi bật gồm KWE Beteiligungen AG (15.36%) và Helvetische Bank AG (6.47%), phản ánh sự quan tâm của các nhà đầu tư tài chính quốc tế đối với doanh nghiệp (3) Cuối cùng là nhóm cổ đông cá nhân.

Hiện DHC sở hữu 2 công ty con (nắm giữ 100% cổ phần) là Công ty TNHH MTV Bao Bì Bến Tre - sản xuất và kinh doanh bao bì carton; Công ty TNHH Giấy Giao Long - sản xuất và kinh doanh giấy công nghiệp và 1 công ty liên doanh, liên kết (nắm giữ 26%) là CTCP Tân Cảng Giao Long - hoạt động trong lĩnh vực khai thác cảng & vận chuyển hàng hoá.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

## III. Mô hình kinh doanh

### 1. Chuỗi giá trị DHC

DHC hoạt động cốt lõi trong lĩnh vực sản xuất giấy công nghiệp và bao bì carton, với mô hình kinh doanh tích hợp dọc từ sản xuất giấy đến chế tạo bao bì. Trong chuỗi giá trị ngành giấy, doanh nghiệp nằm ở khâu trung nguồn khi thu mua giấy phế liệu (OCC) làm nguyên liệu đầu vào, xử lý và sản xuất thành giấy công nghiệp, sau đó cung cấp trực tiếp cho các khách hàng B2B hoặc sử dụng nội bộ để sản xuất bao bì carton.

Về đầu vào, nguyên liệu chính của DHC là giấy phế liệu OCC, trong đó khoảng 25% được thu mua trong nước và 75% nhập khẩu từ các thị trường như Mỹ, châu Âu, Nhật Bản, Singapore và Úc. Do giấy OCC chiếm khoảng 60-75% chi phí sản xuất, biến động giá OCC và tỷ giá là những yếu tố tác động lớn nhất đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các khoản chi phí như hóa chất, điện, khí đốt, nước, lao động và khấu hao chiếm khoảng 25-40% chi phí sản xuất, trong đó điện và khí đốt là hai khoản mục lớn nhất sau nguyên liệu. Để giảm thiểu rủi ro biến động giá, DHC thường duy trì lượng tồn kho OCC tương đương 1-1.5 tháng sản xuất.

## CHUỖI GIÁ TRỊ DHC



Nguồn: Haseco tổng hợp

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

## (1) Màng giấy

Màng giấy bao bì đóng góp khoảng 80% cơ cấu doanh thu của DHC. DHC tập trung sản xuất hai dòng sản phẩm chủ lực là giấy testliner (giấy lớp mặt) và giấy medium (giấy lớp sóng), đều là nguyên liệu đầu vào quan trọng cho sản xuất thùng carton. Sản phẩm có định lượng từ 120-200 g/m<sup>2</sup>, khổ giấy từ 900-2,800 mm và được xử lý để tăng khả năng chịu lực, chống thấm. Trong đó, giấy testliner là sản phẩm chủ lực do giá bán thường cao hơn 7%-10% so với giấy medium. Tỷ lệ sản xuất giấy testliner tại 2 nhà máy sản xuất giấy Giao Long 1&2 ước tính khoảng 45% và 80%.

### CẤU TẠO TẤM CARTON SÓNG

Minh họa cấu tạo 3 lớp giấy của thùng carton

#### GIẤY LỚP MẶT (Mặt ngoài)

Lớp giấy phẳng bên ngoài, bề mặt mịn, in ấn đẹp

#### GIẤY LỚP SÓNG

Lớp giấy gợn sóng tạo độ đàn hồi, chịu lực và phân tán lực tốt

#### GIẤY LỚP MẶT (Mặt trong)

Lớp giấy phẳng bên trong, tăng khả năng liên kết và chịu lực

### GIẤY MẶT (TESTLINER)



Giấy mặt ngoài của thùng carton, bề mặt mịn, độ bền cao, thích hợp cho in ấn và bảo vệ sản phẩm.

### GIẤY SÓNG (MEDIUM)



Giấy tạo sóng nằm giữa các lớp giấy mặt, giúp tăng độ cứng, khả năng chịu lực và chống va đập.



## (2) Màng bao bì carton

Màng bao bì carton đóng góp khoảng 20% trong cơ cấu doanh thu của DHC. DHC sản xuất các loại thùng carton phục vụ nhu cầu đóng gói của doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là các ngành thủy sản, nông sản, thực phẩm, may mặc và hàng tiêu dùng tại khu vực phía Nam. Hoạt động sản xuất bao bì được tích hợp chặt chẽ với màng giấy khi phần lớn nguyên liệu giấy được cung cấp từ các nhà máy giấy nội bộ, giúp doanh nghiệp chủ động nguồn cung, kiểm soát chất lượng và tối ưu chi phí. Đối với các chủng loại giấy đặc thù như white top hoặc một số loại testliner theo yêu cầu riêng của khách hàng, DHC vẫn linh hoạt bổ sung từ các nhà cung cấp bên ngoài.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

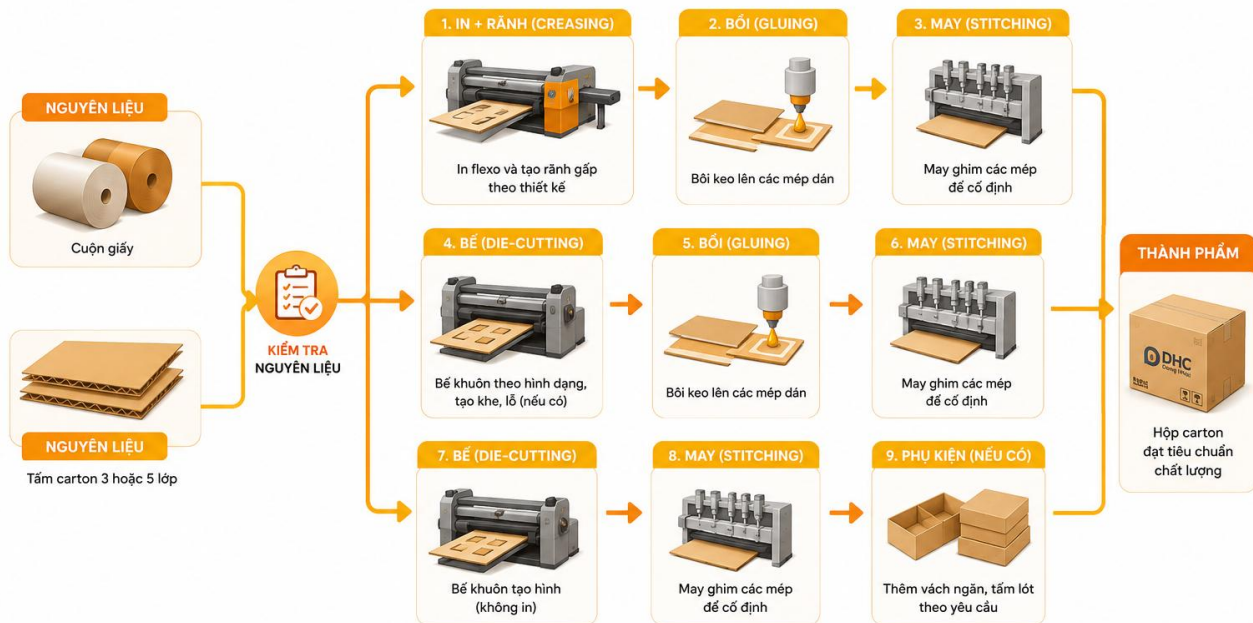
## 2. Quy trình sản xuất

### Quy trình sản xuất giấy của DHC



Nguồn: Haseco tổng hợp

### Quy trình sản xuất hộp carton của DHC



Nguồn: Haseco tổng hợp

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

## 3. Công suất các nhà máy



Nguồn: Haseco tổng hợp

## 4. Lợi thế cạnh tranh

### (1) Lợi thế về vị trí địa lý

Trong bối cảnh ngành giấy bao bì có mức độ cạnh tranh ngày càng cao, đặc biệt từ các doanh nghiệp FDI sở hữu quy mô vốn lớn và công nghệ hiện đại, DHC vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh nhờ vị trí địa lý đặc thù. Toàn bộ hệ thống sản xuất của doanh nghiệp được đặt tại KCN Giao Long (Vĩnh Long) - trung tâm của khu vực ĐBSCL, nơi tập trung hoạt động sản xuất nông nghiệp, thủy sản và chế biến thực phẩm lớn nhất cả nước. Đây cũng là khu vực có nhu cầu tiêu thụ bao bì carton rất lớn và mang tính ổn định do phục vụ xuất khẩu. Việc đặt nhà máy ngay sát các khách hàng mục tiêu giúp DHC rút ngắn khoảng cách vận chuyển và giảm đáng kể chi phí logistics.

### (2) Suất đầu tư thấp tạo lợi thế về chi phí

Thay vì triển khai dự án theo mô hình "chìa khóa trao tay" như nhiều doanh nghiệp FDI, DHC áp dụng cách tiếp cận linh hoạt hơn khi chỉ nhập khẩu các thiết bị cốt lõi từ Đức và châu Âu - những hạng mục quyết định trực tiếp đến chất lượng giấy và hiệu suất sản xuất. Đối với các thiết bị phụ trợ, kết cấu cơ khí và hạ tầng, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng các nhà cung cấp có chi phí hợp lý hơn, đồng thời chủ động tham gia quản lý và thi công nhiều hạng mục thay vì thuê tổng thầu. Cách thức đầu tư này giúp DHC duy trì suất đầu tư trên mỗi đơn vị công suất thấp hơn đáng kể so với nhiều dự án cùng phân khúc, trong khi vẫn đảm bảo chất lượng sản phẩm và hiệu suất vận hành. Suất đầu tư thấp giúp chi phí khấu hao trên mỗi tấn sản phẩm

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

thấp hơn, qua đó giúp giảm giá thành sản xuất, cải thiện khả năng cạnh tranh về giá và giúp DHC linh hoạt hơn trong những giai đoạn thị trường giấy biến động bất lợi.

## IV. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 2/2026 và kế hoạch ĐHCĐ bất thường

### a. Cập nhật kết quả kinh doanh quý 2/2026

DHC tiếp tục đạt kỷ lục về doanh thu và lợi nhuận, vượt kỳ vọng của các bên. Cụ thể, trong quý 2, DHC ghi nhận doanh thu thuần đạt 1,046.4 tỷ đồng (+19% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 177.8 tỷ đồng (+114% YoY) - mức lợi nhuận theo quý cao nhất lịch sử. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sự cải thiện của giá bán, biên lợi nhuận gộp và sản lượng tiêu thụ bao bì carton trong bối cảnh nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu tiêu thụ cao.

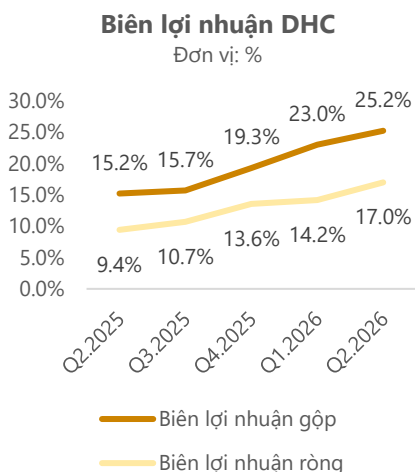
Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức cao kỷ lục, đạt 25%, so với mức 14% cùng kỳ nhờ hưởng lợi đồng thời từ giá bán và chi phí.

Cụ thể, giá bán bình quân của giấy bao bì tăng khoảng 16% YoY, giá bao bì carton tăng 6% YoY do nguồn cung khan hiếm. Theo số liệu từ Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), thị trường trong nước ghi nhận mức thâm hụt nguồn cung 601,000 tấn trong 7T2026, so với mức cân bằng cung - cầu (0 tấn) trong 7T2025. Nguyên nhân chính đến từ việc siết chặt các quy định về môi trường tại tỉnh Bắc Ninh từ cuối năm 2024 đến giữa năm 2025 khiến 26% tổng công suất thiết kế toàn ngành giảm.

Bên cạnh diễn biến giá bán thuận lợi, DHC cũng chủ động tích trữ lượng lớn giấy OCC từ tháng 12/2025, đủ phục vụ hoạt động sản xuất đến tháng 7/2026. Chiến lược này giúp doanh nghiệp khóa được chi phí nguyên liệu ở vùng giá thấp trước khi OCC tăng mạnh vào tháng 4/2026.

### b. Kế hoạch tổ chức ĐHCĐ bất thường

Ngày 14/09/2026, DHC đã công bố nghị quyết tổ chức ĐHCĐ bất thường năm 2026 với nội dung: Điều chỉnh kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2026, ngày ĐKCC 06/10/2026, dự kiến đại hội được tổ chức trong tháng 11/2026. Chúng tôi cho rằng, sự kiện này phù hợp với bối cảnh lợi nhuận 2 quý đầu năm đã đạt 90% kế hoạch cả năm. Kế hoạch lợi nhuận sau thuế công ty mẹ được thông qua ở ĐHCĐ trước đó nhìn chung thận trọng với 355.6 tỷ, giảm 9.5% YoY.



Nguồn: DHC

| Chỉ tiêu                             | Q2/26        | %YoY       | %QoQ      | 6T26         | %YoY       |
|--------------------------------------|--------------|------------|-----------|--------------|------------|
| <b>Doanh thu thuần (tỷ đồng)</b>     | <b>1,046</b> | <b>19%</b> | <b>8%</b> | <b>2,013</b> | <b>18%</b> |
| Giấy bao bì                          | 793          | 16%        | 4%        | 1,552        | 15%        |
| - Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)     | 79           | 0%         | 1%        | 156          | 0%         |
| - Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn) | 10.1         | 16%        | 3%        | 9.9          | 14%        |
| Thùng carton                         | 248          | 27%        | 22%       | 452          | 30%        |
| - Sản lượng tiêu thụ (triệu thùng)   | 29           | 16%        | 19%       | 53           | 20%        |
| - Giá bán bình quân (đồng/thùng)     | 8,652        | 10%        | 2%        | 8,565        | 8%         |

Nguồn: DHC, Haseco ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

## B. NGÀNH GIẤY VIỆT NAM

### I. Tổng quan ngành



Nguồn: Haseco tổng hợp

#### 1. Đầu vào

Nguyên liệu đầu vào của ngành giấy bao bì chủ yếu bao gồm giấy phế liệu OCC (Old Corrugated Containers) và bột giấy nguyên sinh. Trong đó, giấy OCC hiện chiếm khoảng 85-90% tổng lượng nguyên liệu tiêu thụ tại Việt Nam nhờ lợi thế chi phí thấp, chỉ bằng khoảng 1/3 so với bột giấy nguyên sinh.

##### (1) Bột giấy nguyên sinh

Bột giấy nguyên sinh



Nguồn: Haseco tổng hợp

Bột giấy nguyên sinh được sản xuất từ các nguồn nguyên liệu tự nhiên như gỗ rừng trồng hoặc các loại thực vật phi gỗ (tre, nứa, bã mía...). Tùy theo yêu cầu về chất lượng sản phẩm, doanh nghiệp có thể áp dụng các công nghệ sản xuất khác nhau như phương pháp hóa học, bán hóa học hoặc nhiệt cơ. Trong đó, phương pháp hóa học cho phép loại bỏ lignin và tạp chất hiệu quả nhất, tạo ra bột giấy có độ trắng, độ bền và độ dai cao, phù hợp với các dòng giấy chất lượng cao hoặc bao bì có yêu cầu kỹ thuật khắt khe.

Ưu điểm nổi bật của bột giấy nguyên sinh là chất lượng sợi ổn định, khả năng chịu lực tốt và có thể đáp ứng nhiều chu kỳ sử dụng. Tuy nhiên, quá trình sản xuất đòi hỏi vốn đầu tư lớn, tiêu thụ nhiều năng lượng và hóa chất, đồng thời chi phí nguyên liệu và vận hành cao hơn đáng kể so với sử dụng giấy tái chế. Do đó, loại nguyên liệu này chủ yếu được sử dụng trong các phân khúc giấy cao cấp hoặc các sản phẩm có yêu cầu chất lượng đặc biệt.

Tuy nhiên, nguồn cung bột giấy nguyên sinh trong nước vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu của ngành, khiến các doanh nghiệp phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc vùng

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

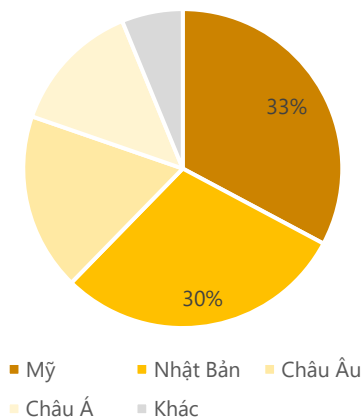
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

## Giấy phế liệu OCC



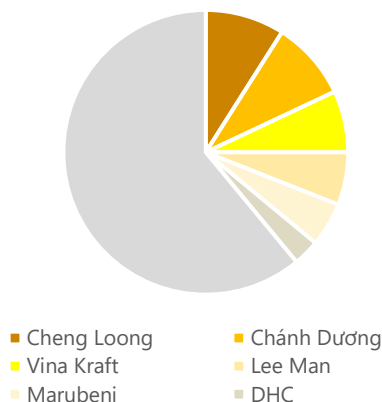
Nguồn: Haseco tổng hợp

### Cơ cấu nhập khẩu OCC



Nguồn: VPPA

### Năng lực sản xuất



Nguồn: VPPA

nguyên liệu dăm gỗ còn phân tán, chi phí thu mua và vận chuyển cao. Hiện nay, Việt Nam chỉ có hai doanh nghiệp sở hữu dây chuyền sản xuất bột giấy tẩy trắng quy mô công nghiệp, gồm một dây chuyền của Tổng Công ty Giấy Việt Nam (Vinapaco) tại Phú Thọ và một dây chuyền của CTCP Giấy An Hòa tại Tuyên Quang. Tuy nhiên, phần lớn sản lượng bột giấy của hai doanh nghiệp này được sử dụng để phục vụ nhu cầu sản xuất nội bộ, trong khi lượng bột giấy thương mại cung ứng ra thị trường khá hạn chế.

## (2) Giấy phế liệu OCC

Giấy phế liệu OCC là nguồn nguyên liệu tái chế được thu hồi từ các thùng carton đã qua sử dụng. Sau khi được thu gom và phân loại, giấy OCC trải qua quá trình đánh tơi để tách thành sợi bột, tiếp đó được đưa qua nhiều công đoạn sàng lọc, làm sạch và loại bỏ các tạp chất như nhựa, kim loại, cát, keo hoặc mực in trước khi được xử lý thành bột giấy phục vụ sản xuất. So với bột giấy nguyên sinh, công nghệ tái chế OCC có chi phí đầu tư và chi phí sản xuất thấp hơn khoảng 3 lần, đồng thời góp phần giảm nhu cầu khai thác gỗ, hạn chế lượng chất thải rắn và thúc đẩy mô hình kinh tế tuần hoàn. Nhờ lợi thế về chi phí, OCC đã trở thành nguyên liệu chủ đạo trong ngành giấy bao bì Việt Nam cũng như trên thế giới. Tuy nhiên, do sợi giấy bị ngắn dần sau mỗi chu kỳ tái chế, chất lượng bột giấy OCC thường thấp hơn bột giấy nguyên sinh và không phù hợp với các sản phẩm yêu cầu độ bền cơ học hoặc chất lượng bề mặt quá cao. Vì vậy, doanh nghiệp thường phải phối trộn hoặc tối ưu quy trình xử lý để đảm bảo chất lượng thành phẩm đáp ứng yêu cầu của khách hàng.

Tuy nhiên, do lượng giấy phế liệu OCC thu gom trong nước hiện chỉ đáp ứng khoảng 59% nhu cầu tiêu thụ, vì vậy phần thiếu hụt còn lại phải được bổ sung thông qua nhập khẩu từ các thị trường quốc tế. OCC nhập khẩu có nguồn cung đa dạng, chất lượng sợi đồng đều hơn và hàm lượng tạp chất (như nhựa, kim loại, cát và tạp chất hữu cơ) thấp hơn so với giấy thu hồi nội địa. Hiện nay, Mỹ và Nhật Bản là hai thị trường cung cấp OCC lớn nhất cho Việt Nam, chiếm khoảng 60% tổng kim ngạch nhập khẩu giấy phế liệu.

## 2. Năng lực sản xuất

Trước năm 2024, ngành giấy bao bì Việt Nam rơi vào tình trạng dư thừa công suất thiết kế nhưng thiếu hụt nguồn cung thực tế do nhiều nhà máy hoạt động dưới công suất tối đa. Bước sang năm 2025, nguồn cung giấy bao bì trong nước tiếp tục bị thu hẹp sau khi nhiều nhà máy tại cụm công nghiệp Phong Khê (Bắc Ninh) buộc phải dừng hoạt động do không đáp ứng các quy định về bảo vệ môi trường (đặc thù ngành giấy là một trong những ngành sản xuất gây ô nhiễm môi trường bậc nhất, đặc biệt là môi trường nước). Theo đó, nguồn cung giấy bao bì nội địa đã giảm khoảng 20% so với năm 2024. Để bù đắp sự thiếu hụt này, Việt Nam gia tăng mạnh nhập khẩu giấy bao bì, với lượng nhập khẩu ròng trong năm 2025 tăng khoảng 83% so với cùng kỳ, tương đương gần 1.2 triệu tấn.

Xét về cơ cấu sản xuất, khối doanh nghiệp FDI hiện đóng vai trò chủ

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

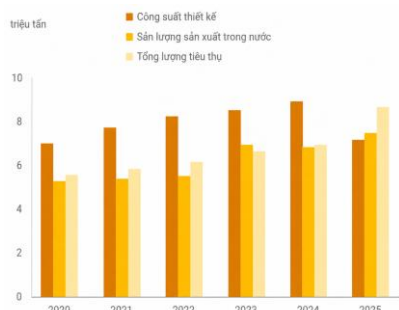
Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

## Sản xuất - tiêu thụ ngành giấy



Nguồn: VPPA

đạo trong ngành giấy bao bì Việt Nam. Khoảng 40% tổng công suất toàn ngành đến từ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, phần lớn tập trung tại khu vực phía Nam. Nhờ lợi thế về quy mô, công nghệ hiện đại và nguồn lực tài chính mạnh, nhóm doanh nghiệp FDI đang giữ vai trò dẫn dắt thị trường và chiếm ưu thế về năng lực cung ứng trong ngành giấy bao bì Việt Nam.

Như đã đề cập trước đó, do nguồn cung thực tế chưa đáp ứng đủ nhu cầu nên các dự án đầu tư mới vẫn đang được đẩy mạnh triển khai, được dẫn dắt bởi các doanh nghiệp FDI.

## Dự án sản xuất giấy bao bì giai đoạn 2026-2030

| Doanh nghiệp       | Dự án                             | Địa điểm   | Sản phẩm                                    | Công suất (nghìn tấn) | Tổng đầu tư (tỷ đồng) | Vận hành |
|--------------------|-----------------------------------|------------|---------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------|
| Cheng Loong        | Bình Dương Phase III              | Bình Dương | Recycled Liner, Kraft-top Testliner         | 350                   | 8,060                 | 2H2026   |
| Giấy GĐT           | Nhà máy giấy bao bì công nghệ cao | Nam Định   | White Top, Testliner, Medium                | 300                   | 2,560                 | Q3/2026  |
| Miza               | Nghi Sơn GD2                      | Thanh Hoá  | Kraftliner, White Top Liner                 | 220                   | 1,890                 | Q3/2026  |
| DHC                | Giao Long 3                       | Bến Tre    | Kraftliner, Testliner                       | 390                   | 2,250                 | Q3/2027  |
| Giấy GĐT Thái Bình | Nhà máy giấy bao bì công nghệ cao | Thái Bình  | Kraft, Testliner, White Top, Duplex, Medium | 300                   | 3,650                 | 2028     |

Nguồn: Haseco tổng hợp

## Dự án chờ phê duyệt đầu tư

| Doanh nghiệp            | Dự án                           | Địa điểm    | Sản phẩm          | Công suất (nghìn tấn) |
|-------------------------|---------------------------------|-------------|-------------------|-----------------------|
| Lee & Man               | Dự án giấy bao bì Lee&Man       | Hậu Giang   | Testliner, Medium | 1,000                 |
| Nine Dragons            | Dự án Nine Dragons              | Bình Dương  | Duplex            | 1,200                 |
| An Việt Phát            | Dự án giấy bao bì An Việt Phát  | Bình Phước  | Testliner, Medium | 300                   |
| CTCP Giấy Vạn Điểm      | Dự án giấy bao bì Vạn Điểm      | Hoà Bình    | Testliner, Medium | 200                   |
| CTCP Giấy Hoàng Văn Thụ | Dự án giấy bao bì Hoàng Văn Thụ | Thái Nguyên | Testliner, Medium | 200                   |

Nguồn: Haseco tổng hợp

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:  
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội  
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh  
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

**White Top Liner**



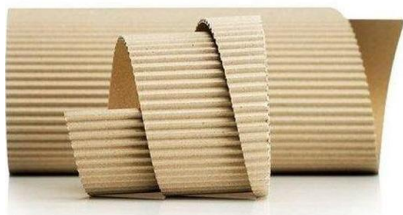
**Kraft Liner**



**Testliner**



**Medium**



*Nguồn: Haseco tổng hợp*

## 3. Đầu ra

Giấy bao bì sử dụng trong sản xuất thùng carton được chia thành hai nhóm chính gồm giấy lớp mặt (linerboard) và giấy lớp sóng (medium). Trong đó, giấy lớp mặt được sử dụng cho bề mặt ngoài và mặt trong của thùng carton nhằm tạo độ cứng, tăng khả năng chịu lực và cải thiện chất lượng in ấn; trong khi giấy lớp sóng được đặt ở giữa các lớp giấy mặt, đóng vai trò hấp thụ lực va đập và gia tăng độ bền kết cấu của bao bì.

**(1) Giấy lớp mặt:** Giấy lớp mặt là lớp giấy chịu lực chính của thùng carton và có thể được phân thành ba dòng sản phẩm phổ biến gồm White Top Liner, Kraft Liner và Testliner.

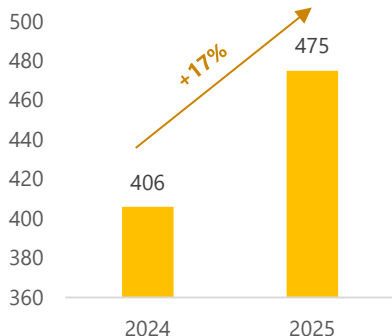
- White Top Liner là loại giấy có bề mặt màu trắng thường được sử dụng làm lớp ngoài của thùng carton cao cấp. Nhờ bề mặt trắng và độ nhẵn cao, White Top Liner cho chất lượng in ấn vượt trội, màu sắc sắc nét và tính thẩm mỹ cao, đồng thời vẫn đảm bảo độ cứng và khả năng bảo vệ sản phẩm trong quá trình vận chuyển.
- Kraft Liner được sản xuất chủ yếu từ bột giấy nguyên sinh, với tỷ lệ sợi kraft thường đạt từ 80% trở lên. Nhờ cấu trúc sợi cellulose dài và liên kết chặt chẽ, loại giấy này có độ bền kéo, khả năng chịu nén và chống rách rất cao, đặc biệt phù hợp với các loại bao bì chịu tải trọng lớn hoặc hoạt động trong môi trường có độ ẩm cao. Đây cũng là dòng sản phẩm có chất lượng cao nhất trong nhóm giấy lớp mặt nhưng đi kèm chi phí sản xuất lớn hơn do sử dụng nguyên liệu nguyên sinh.
- Testliner là dòng giấy lớp mặt được sản xuất chủ yếu từ 100% xơ sợi tái chế, kết hợp với các chất phụ gia và hồ tinh bột nhằm tăng độ bền cơ học và cải thiện khả năng bám mực khi in. Mặc dù độ bền và khả năng chịu lực thấp hơn Kraft Liner, Testliner vẫn đáp ứng tốt yêu cầu của phần lớn bao bì công nghiệp, đồng thời có chi phí thấp hơn và thân thiện với môi trường. Nhờ đó, đây là loại giấy lớp mặt được sử dụng phổ biến nhất trong ngành giấy bao bì tại Việt Nam.

**(2) Giấy lớp sóng (Medium):** là loại giấy công nghiệp được tạo hình thành các lớp sóng nằm giữa hai lớp giấy mặt nhằm tăng khả năng chịu nén và hấp thụ lực tác động từ bên ngoài. Nguyên liệu sản xuất chủ yếu là bột giấy tái chế. Với đặc tính mềm, dễ tạo sóng nhưng vẫn đảm bảo độ cứng sau khi ép, Medium đóng vai trò quyết định khả năng chống va đập và bảo vệ hàng hóa trong quá trình lưu kho, vận chuyển. Đây cũng là thành phần không thể thiếu trong hầu hết các loại thùng carton 3 lớp, 5 lớp và 7 lớp đang được sử dụng trên thị trường hiện nay.

## II. Triển vọng ngành

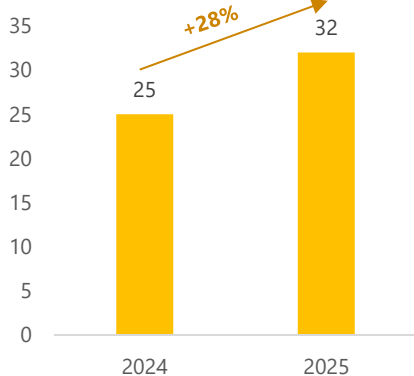
**1. Nhu cầu: vững chắc với triển vọng từ xuất nhập khẩu và thương mại điện tử**

**Giá trị xuất khẩu Việt Nam**  
Đơn vị: tỷ USD



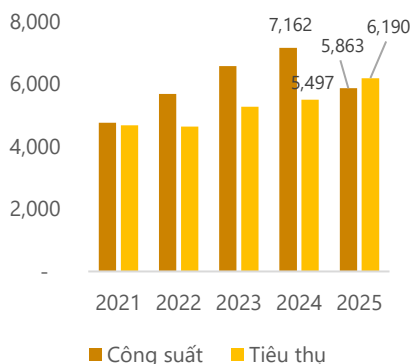
Nguồn: Cục thống kê

**Thị trường TMĐT B2C Việt Nam**  
Đơn vị: triệu USD



Nguồn: Bộ Khoa học và Công nghệ

**Cung-cầu giấy bao bì Việt Nam**  
Đơn vị: nghìn tấn



Nguồn: VPPA, Haseco ước tính

Theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam (VPPA), sản lượng tiêu thụ giấy bao bì trong nước năm 2025 đạt khoảng 6.2 triệu tấn, tăng trưởng 12.6% YoY với động lực chính đến từ: (1) Hoạt động xuất khẩu khởi sắc, với kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tăng khoảng 17% lên 475 tỷ USD trong năm 2025; (2) Thương mại điện tử tiếp tục tăng trưởng mạnh, với tổng giá trị giao dịch tăng khoảng 28% lên 32 tỷ USD, giúp Việt Nam duy trì vị thế trong nhóm 10 thị trường TMĐT tăng trưởng nhanh nhất thế giới. Chúng tôi cho rằng sự phát triển của TMĐT sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn đối với ngành giấy bao bì, khi nhu cầu đóng gói và vận chuyển hàng hóa ngày càng gia tăng. Mô hình bán hàng trực tuyến đòi hỏi sản phẩm phải được bảo vệ tốt trong suốt quá trình lưu kho và giao nhận, khiến thùng carton trở thành giải pháp đóng gói tối ưu nhờ ưu điểm trọng lượng nhẹ, độ bền cao, dễ gia công và có chi phí hợp lý. Bên cạnh đó, xu hướng nâng cao trải nghiệm khách hàng và xây dựng nhận diện thương hiệu trên các nền tảng TMĐT cũng làm gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm giấy bao bì chất lượng cao. Các dòng giấy có khả năng chịu lực tốt, chất lượng in ấn cao và dễ tùy biến theo thiết kế riêng của từng doanh nghiệp sẽ có lợi thế cạnh tranh lớn hơn.

## 2. Nguồn cung: thiếu hụt trong bối cảnh ngành siết chặt quản lý

Trước năm 2025, tình trạng dư thừa công suất vẫn là một trong những vấn đề lớn của ngành giấy bao bì Việt Nam. Tuy nhiên, bức tranh cung - cầu đã thay đổi đáng kể từ năm 2025 khi cơ quan quản lý tăng cường kiểm soát các tiêu chuẩn về môi trường đối với ngành giấy. Đây là một trong những ngành công nghiệp có mức độ phát thải cao do tiêu thụ lượng lớn nước, năng lượng và hóa chất trong các công đoạn nghiền bột, tẩy trắng, xeo giấy và xử lý bề mặt. Nếu hệ thống xử lý nước thải, khí thải và chất thải rắn không đáp ứng quy chuẩn, hoạt động sản xuất có thể gây ô nhiễm nghiêm trọng đến nguồn nước, không khí và môi trường xung quanh. Vì vậy, việc siết chặt các tiêu chuẩn môi trường trong thời gian gần đây là xu hướng tất yếu nhằm hướng ngành giấy phát triển theo hướng bền vững. Một trong những tác động rõ nét nhất là tại làng nghề giấy Phong Khê (Bắc Ninh), nơi có quy mô sản xuất giấy lớn nhất cả nước. Theo thống kê, gần 200 cơ sở sản xuất tại Phong Khê đã phải dừng hoạt động do không đáp ứng các yêu cầu về bảo vệ môi trường. Việc đóng cửa hàng loạt các cơ sở này khiến nguồn cung giấy trong nước giảm khoảng 1.5-2 triệu tấn/năm kể từ đầu năm 2025. Chúng tôi ước tính thị trường giấy bao bì Việt Nam đã chuyển từ trạng thái dư thừa sang thiếu hụt nguồn cung. Cụ thể, sau khi ghi nhận mức dư công suất khoảng 1.7 triệu tấn trong năm 2024, ngành đã thiếu hụt khoảng 327,000 tấn giấy bao bì trong năm 2025, và tình trạng thiếu hụt nhiều khả năng tiếp tục kéo dài trong năm 2026 khi nhu cầu tiêu thụ vẫn tăng trong khi nguồn cung mới chưa kịp bổ sung. Chúng tôi cho rằng sự thắt chặt về nguồn cung sẽ là yếu tố hỗ trợ tích cực đối với các doanh nghiệp sản xuất giấy quy mô lớn và tuân thủ đầy đủ các tiêu chuẩn môi trường. Bên cạnh đó, nguồn cung khan hiếm còn giúp duy trì mặt bằng giá bán ở mức cao hơn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận toàn ngành.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

### **C. Triển vọng doanh nghiệp**

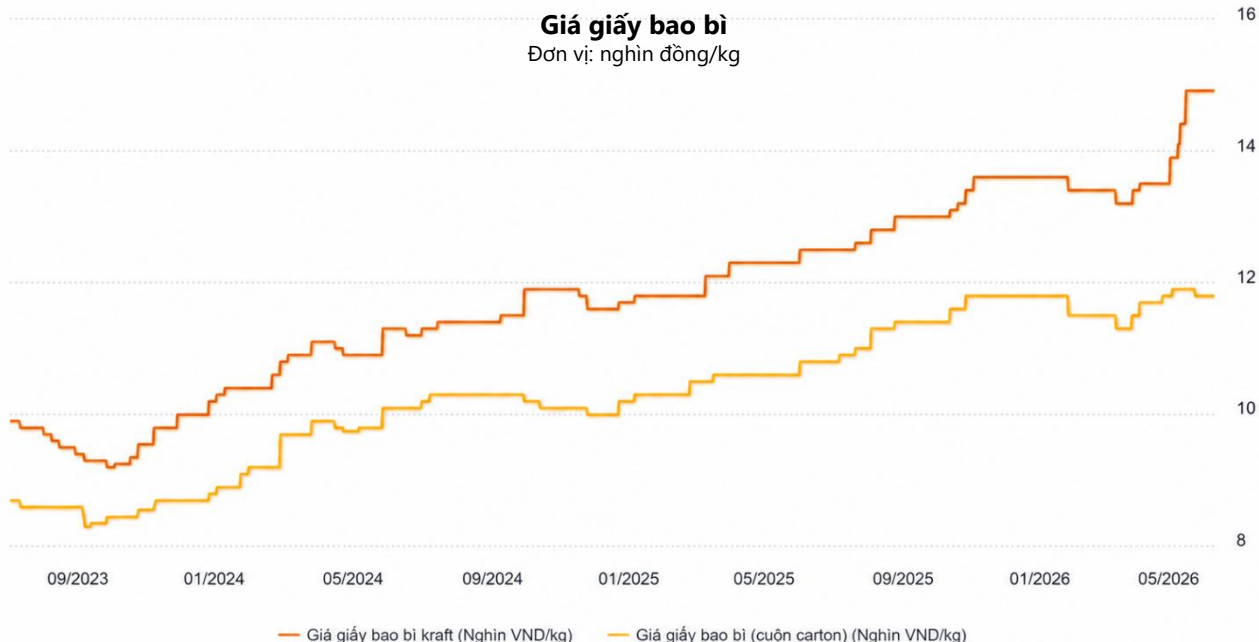
#### **I. Giá bán duy trì ở mức cao hỗ trợ doanh thu và biên lợi nhuận**

Chúng tôi cho rằng giá bán bình quân của DHC sẽ tiếp tục duy trì ở vùng cao trong năm 2026, được hỗ trợ bởi:

- (1) Nguồn cung giấy bao bì trong nước vẫn ở trạng thái khan hiếm sau khi cơ quan quản lý tăng cường siết chặt tiêu chuẩn về môi trường. Việc loại bỏ các cơ sở sản xuất nhỏ lẻ đã tạo ra cú sốc nguồn cung trên toàn ngành. Chúng tôi ước tính thị trường sẽ tiếp tục thiếu khoảng 287 nghìn tấn công suất trong năm 2026, cải thiện nhẹ so với mức thiếu hụt khoảng 327 nghìn tấn năm 2025, chủ yếu nhờ một số dự án mới bắt đầu đi vào vận hành từ nửa cuối năm, gồm 350 nghìn tấn/năm của Cheng Loong và 300 nghìn tấn/năm của GDT. Tuy nhiên, lượng công suất bổ sung này chưa đủ để bù đắp hoàn toàn khoảng trống nguồn cung, do đó mặt bằng giá bán vẫn được duy trì ở mức cao.
- (2) Nhu cầu tiêu thụ giấy bao bì vẫn vững chắc. Theo số liệu của VPPA, sản lượng tiêu thụ giấy bao bì trong 6 tháng đầu năm 2026 đạt khoảng 3.9 triệu tấn, giảm nhẹ khoảng 3% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng mức giảm này chủ yếu phản ánh hiệu ứng nền cao của năm 2025, khi nhiều doanh nghiệp xuất khẩu đẩy mạnh giao hàng trước thời điểm các chính sách thuế mới của Mỹ có hiệu lực. Nếu loại trừ yếu tố mang tính thời điểm này, nhu cầu thực tế vẫn duy trì ở mức tích cực.
- (3) DHC đang hưởng lợi từ độ trễ giữa chi phí đầu vào và giá bán. Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông đã khiến cước vận tải biển tăng mạnh, kéo theo chi phí nhập khẩu giấy OCC có xu hướng gia tăng. Tuy nhiên, tác động này chưa phản ánh ngay vào giá vốn do các doanh nghiệp vẫn sử dụng lượng hàng tồn kho giá thấp và thực hiện các hợp đồng nhập khẩu đã ký trước đó. Trong khi đó, tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước tạo điều kiện để các nhà sản xuất chủ động điều chỉnh giá bán. Chúng tôi kỳ vọng lợi thế mang tính chu kỳ này sẽ tiếp tục hỗ trợ kết quả kinh doanh của DHC trong năm 2026, khi doanh nghiệp vừa được hưởng lợi từ mặt bằng giá bán cao, vừa duy trì được lợi thế về chi phí nhờ chiến lược quản trị hàng tồn kho hiệu quả. Ngay cả khi chi phí nguyên liệu đầu phản ánh trong nửa cuối năm, tình trạng thiếu hụt nguồn cung trên thị trường vẫn sẽ đóng vai trò là yếu tố nâng đỡ giá bán bình quân, qua đó giúp DHC duy trì biên lợi nhuận ở mức cao.

Chúng tôi ước tính giá giấy bao bì kraft trên thị trường hiện tại đang tăng khoảng 10% YTD và khoảng 19% YoY, trong khi giá giấy bao bì cuộn carton đang ở mức đi ngang so với đầu năm và tăng khoảng 9% YoY - kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục diễn ra cho nửa cuối năm 2026.

**Giá giấy bao bì**  
Đơn vị: nghìn đồng/kg



Nguồn: Haseco tổng hợp

## II. Kế hoạch mở rộng công suất

### 1. Nhà máy Giao Long 3

DHC đang đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án Nhà máy Giao Long 3, sau khi chính thức khởi công xây dựng từ cuối năm 2025. Theo kế hoạch, dự án dự kiến hoàn thành công tác xây dựng vào đầu năm 2027 và bắt đầu đóng góp doanh thu thương mại từ cuối năm 2027. Với tổng vốn đầu tư khoảng 2,250 tỷ đồng, trong đó 35% được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và 65% từ vốn vay ngân hàng, Giao Long 3 sẽ bổ sung 390,000 tấn công suất giấy bao bì mỗi năm, nâng tổng công suất của DHC lên khoảng 670,000 tấn/năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giai đoạn đầu vận hành của Giao Long 3 sẽ tạo áp lực nhất định lên khả năng sinh lời trong ngắn hạn. Khi nhà máy đi vào hoạt động, doanh nghiệp sẽ bắt đầu ghi nhận chi phí khấu hao của tài sản cố định cũng như chi phí lãi vay sau khi quá trình vốn hóa kết thúc. Trong khi đó, công suất của nhà máy mới thường cần thời gian để nâng dần lên mức tối ưu, dẫn đến hiệu quả hấp thụ chi phí cố định chưa cao trong những quý đầu vận hành. Do đó, biên lợi nhuận có thể chịu áp lực pha loãng tạm thời trước khi sản lượng đạt quy mô đủ lớn. Chúng tôi đánh giá năm 2027-2028 sẽ là giai đoạn chuyển tiếp đối với DHC, khi doanh nghiệp đồng thời ghi nhận chi phí từ dự án mới nhưng chưa khai thác hết công suất của Giao Long 3. Sau giai đoạn đó, khi nhà máy dần đạt mức vận hành ổn định và tỷ lệ sử dụng công suất được cải thiện sẽ tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng doanh thu, cải thiện hiệu quả hoạt động và mở rộng lợi nhuận trong chu kỳ tăng trưởng tiếp theo.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh

## **2. Nhà máy bao bì Đông Hải**

Bên cạnh dự án Giao Long 3, DHC cũng đang triển khai kế hoạch đầu tư Nhà máy Bao bì Đông Hải nhằm mở rộng năng lực sản xuất bao bì carton và tăng cường mức độ tích hợp theo chiều dọc trong chuỗi giá trị. Dự án có tổng vốn đầu tư khoảng 350 tỷ đồng, trong đó 30% được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu và 70% từ vốn vay ngân hàng. Sau khi đi vào vận hành, nhà máy sẽ bổ sung thêm 120 triệu thùng carton/năm và dự kiến vận hành thương mại cùng thời điểm Giao Long 3 đi vào hoạt động. Việc mở rộng công suất này sẽ giúp DHC đáp ứng tốt hơn nhu cầu bao bì carton tại khu vực phía Nam, đồng thời gia tăng tỷ lệ tiêu thụ nội bộ sản lượng giấy do các nhà máy Giao Long sản xuất. Sau khi hoàn tất toàn bộ kế hoạch mở rộng trong năm 2027, DHC dự kiến tái cơ cấu hệ thống nhà máy bao bì hiện hữu. Cụ thể, doanh nghiệp có kế hoạch di dời dây chuyền thiết bị từ Nhà máy Bao bì số 2 sang Nhà máy Bao bì Đông Hải nhằm tối ưu hiệu quả sử dụng tài sản; trong trường hợp không còn phù hợp, một phần thiết bị có thể được thanh lý.

## **D. RỦI RO ĐẦU TƯ**

Đối với DHC, Haseco cho rằng có 2 rủi ro chính tác động tới kết quả kinh doanh và triển vọng đầu tư của doanh nghiệp:

- (1) Rủi ro biến động chi phí nguyên liệu đầu vào: Giấy phế liệu OCC là nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất của DHC, hiện chiếm khoảng 70% tổng chi phí sản xuất. Do đó, mọi biến động về giá OCC đều có tác động trực tiếp đến giá vốn và biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Hiện tại, giá OCC thu gom trong nước vẫn duy trì ở mức khoảng 4.000 đồng/kg và tương đối ổn định so với cùng kỳ. Tuy nhiên, DHC vẫn phải nhập khẩu phần lớn OCC từ các thị trường như Mỹ, EU, Nhật Bản và Singapore nhằm đảm bảo nguồn cung và chất lượng nguyên liệu. Các hợp đồng nhập khẩu này chủ yếu được thanh toán bằng USD, khiến doanh nghiệp chịu rủi ro tỷ giá. Trong trường hợp đồng VND mất giá so với USD, chi phí nhập khẩu quy đổi sang VND sẽ tăng lên, làm gia tăng giá vốn và có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.
- (2) Rủi ro chậm tiến độ dự án Giao Long 3: Nếu quá trình xây dựng hoặc lắp đặt thiết bị kéo dài, thời điểm đưa công suất mới vào khai thác sẽ bị lùi lại, khiến doanh nghiệp chưa thể ghi nhận phần doanh thu và lợi nhuận kỳ vọng từ dự án trong giai đoạn 2027-2028. Bên cạnh đó, việc kéo dài thời gian thi công cũng có thể làm gia tăng tổng mức đầu tư, phát sinh thêm chi phí lãi vay trong quá trình xây dựng và ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư của dự án.

## E. ĐỊNH GIÁ VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận của DHC đã đạt đỉnh vào Q2.2026 khi lượng tồn kho nguyên liệu OCC (giấy phế liệu thu hồi - nguyên liệu đầu vào chính của giấy bao bì) giá thấp đã hết trong tháng 7 khi giá nguyên liệu này và giá cước vận tải biển đều tăng do cuộc xung đột Mỹ - Iran. Trong khi hai nhà máy Giao Long đã chạy tối đa công suất, động lực để gia tăng sản lượng không còn.

Những điều trên đồng nghĩa với lợi nhuận nửa cuối năm sẽ thấp hơn so với nửa đầu năm.

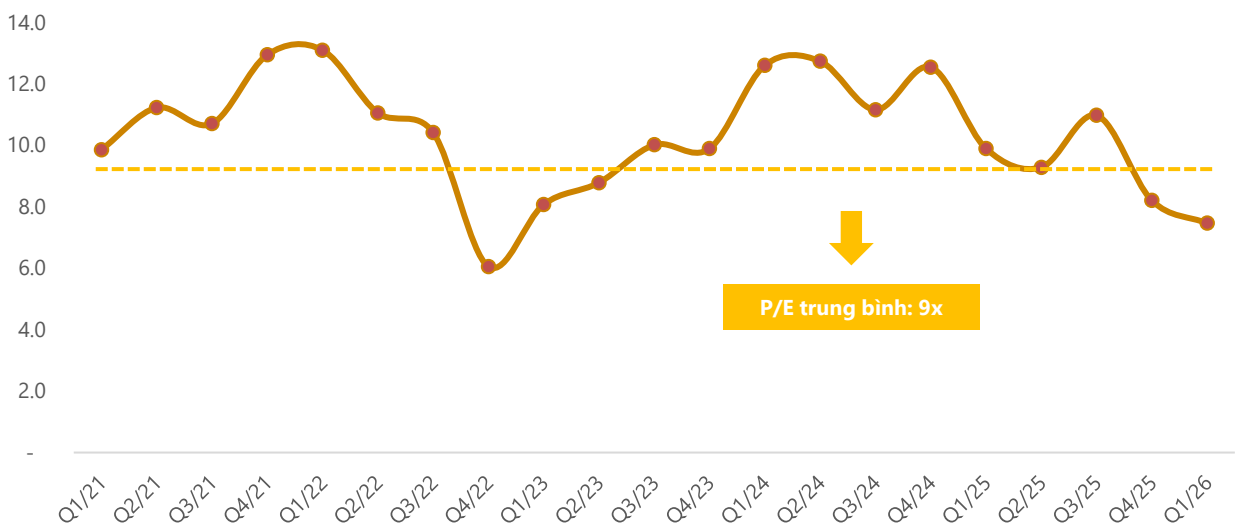
Haseco dự phóng lợi nhuận sau thuế của DHC trong nửa cuối năm 2026 đạt 276 tỷ đồng, giảm 12% so với nửa đầu năm nhưng tăng 74% so với cùng kỳ năm trước. Đồng nghĩa với lợi nhuận cả năm 2026 lần lượt đạt 591 tỷ đồng (+46% YoY).

Về định giá, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E với mức P/E trung bình 5 năm (9x) làm tham chiếu.

Chúng tôi ước tính giá giấy có thể quay về mức ổn định kể từ sau năm 2030 – khi các nhà máy mới đi vào hoạt động ổn định, bù đắp nguồn cung thiếu hụt. Điều này có thể khiến lợi nhuận của DHC không còn đột biến như năm nay. Tuy nhiên, nhà máy Giao Long 3 sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của doanh nghiệp kể từ năm 2028, bù đắp cho phần lợi nhuận suy giảm.

Haseco đưa ra khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu DHC với giá trị hợp lý cho năm 2026 là **49,900 VND/cổ phiếu**, tương đương upside **29.4%** so với giá đóng cửa ngày 05/10/2026.

Lịch sử định giá P/E



Nguồn: Haseco ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



## Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh DHC

| Báo cáo kết quả kinh doanh                | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026F  |
|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần                           | 2,888  | 4,164  | 3,935  | 3,259  | 3,597  | 3,631  | 4,126  |
| Giá vốn hàng bán                          | -2,339 | -3,492 | -3,324 | -2,755 | -3,170 | -3,044 | -3,200 |
| Lợi nhuận gộp                             | 548    | 673    | 611    | 504    | 426    | 587    | 906    |
| Thu nhập tài chính                        | 10     | 15     | 21     | 29     | 34     | 64     | 85     |
| Chi phí tài chính                         | -41    | -17    | -42    | -38    | -39    | -39    | -60    |
| Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh            | 1      | 0      | 0      | 2      | 2      | 1      | -      |
| Chi phí bán hàng                          | -88    | -120   | -119   | -108   | -113   | -123   | -130   |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp              | -24    | -42    | -38    | -38    | -40    | -41    | -70    |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh          | 407    | 509    | 432    | 351    | 271    | 450    | 731    |
| Thu nhập khác, ròng                       | 3      | 3      | 5      | 8      | 8      | 7      | 4      |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế                  | 410    | 512    | 437    | 358    | 279    | 457    | 735    |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp        | -18    | -30    | -58    | -49    | -37    | -64    | -144   |
| Lợi nhuận sau thuế                        | 392    | 481    | 379    | 309    | 242    | 393    | 591    |
| Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ | 392    | 481    | 379    | 309    | 242    | 393    | 591    |

Nguồn: Haseco ước tính

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN HẢI PHÒNG

Trụ sở chính:

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP. Hải Phòng

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP. Hồ Chí Minh



## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



## Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

### TRỤ SỞ CHÍNH

Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,  
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng  
T: (0225) 3842.335  
F: (0225) 3746.266  
Email: dvkh@haseco.vn  
Website: www.haseco.vn

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, số 163 Bà Triệu,  
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội  
T: (024) 3574.7020  
F: (024) 3574.7019

### CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH

Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường  
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh  
T: (028) 3920.7800  
Fax: (028) 3920.7825