

Việt Nam: Ngành sản xuất
9 March 2021
DHC
MUA

Giá mục tiêu tăng **+25,5%**
Giá đóng cửa ngày **04/03/2021**
 Giá 78.000 đồng
 Giá MT 12T 97.871 đồng

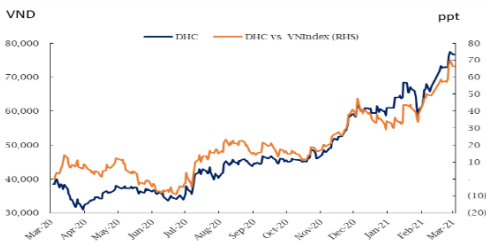
Tiêu điểm

- ▶ Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu mã DHC với khuyến nghị MUA
- ▶ Nhiều động cơ tăng trưởng bao gồm các hiệp định FTAs, tăng trưởng thương mại điện tử và Trung Quốc.
- ▶ DHC đang mở rộng năng lực sản xuất giấy bao bì và bao bì carton để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng.

Quan điểm

- ▶ Là doanh nghiệp lớn trong ngành, DHC có vị thế tốt để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng trong những năm tới.
- ▶ DHC là công ty đại diện cho cỗ máy tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam.
- ▶ Chúng tôi khuyến nghị MUA và đặt giá mục tiêu là 97.871 đồng, tương ứng với mức sinh lời cổ đông trong 12 tháng đạt 31,3%.

Sơ lược về công ty: DHC là công ty giấy lớn thứ tư của Việt Nam với tổng năng lực sản xuất hàng năm là 288.000 tấn. Sản phẩm chính của công ty là giấy bao bì (88% tổng doanh thu) và bao bì carton (12% doanh thu). Công ty chủ yếu phân phối sản phẩm trong nước nhưng vẫn có xuất khẩu 20% sản lượng giấy bao bì. DHC đang mở rộng công suất với nhà máy bao bì mới năm 2021 và nhà máy giấy Giao Long 3 năm 2022 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng.

Tương quan giá CP với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	187
Giá trị GDBQ 6T (triệu USD)	1.1
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	56
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	63
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	29.2
Tỷ lệ cổ đông lớn (%)	40.4
TS/VCSH (x)	1.6
P/E 2021E (x)	8.9
P/B 2021E (x)	2.7
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	19.8

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm	2020A	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	2,888	3,375	3,578	4,072
Chi phí HĐ	436	522	546	624
Lợi nhuận ròng	392	492	525	610
EPS (đồng)	6,857	8,614	9,192	10,671
Thay đổi EPS (%)	115.8	25.6	6.7	16.1
P/E (x)	11.4	9.1	8.5	7.3
ROE (%)	30.6	32.0	29.6	29.7
Tỷ suất cổ tức (%)	5.8	5.8	5.8	6.8
Cổ tức/CP (đồng)	4,500	4,500	4,500	5,336

Chuyên viên phân tích:

Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn
<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

DOHACO (DHC VN)

Mở rộng sản xuất đáp ứng nhu cầu tăng nhanh

Thị trường giấy vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng. Mức tiêu thụ giấy hàng năm ở Việt Nam chỉ đạt mức trung bình 50kg/người/năm, thấp hơn mức 76kg của Thái Lan và 200/250kg của Mỹ/EU, điều này cho thấy thị trường giấy vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng trong dài hạn. Hiệp hội Giấy và Bột Giấy Việt Nam (VPPA) kỳ vọng nhu cầu giấy trong nước sẽ tăng 14% theo CAGR trong giai đoạn 2020-2025. Khách hàng chính của DHC bao gồm các doanh nghiệp thủy sản và dệt may (chiếm 65% doanh thu), chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là những đối tượng hưởng lợi chính từ hiệp định EVFTA và RCEP. Ngoài ra, Bộ Công Thương dự báo doanh thu mảng thương mại điện tử trong nước sẽ tăng 24% CAGR trong giai đoạn 2020-2025 (đạt 35 tỷ USD), điều này sẽ làm tăng nhu cầu bao bì giấy trong nước.

Thị trường xuất khẩu sẽ nhộn nhịp hơn từ năm nay. Trung Quốc đã cấm nhập khẩu giấy thùng carton cũ (OCC), nguyên liệu đầu vào chính để làm bao bì carton. Do đó, các doanh nghiệp sản xuất giấy Trung Quốc có thể sẽ cần nhập khẩu bao bì carton, đây có thể là cơ hội xuất khẩu cho Việt Nam bắt đầu từ năm nay.

Mở rộng nhanh chóng để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng. DHC đã mở rộng năng lực sản xuất giấy được thiết kế hàng năm tăng gấp 5 lần lên 288 nghìn tấn năm 2019. DHC có kế hoạch đầu tư thêm một nhà máy bao bì với công suất thiết kế đạt 1.000 tấn/ngày (200-220 nghìn tấn hàng năm), điều này sẽ giúp DHC trở thành công ty sản xuất giấy số một cả nước vào năm 2023. Trước mắt, DHC có kế hoạch tăng năng lực sản xuất bao bì carton thêm 60 triệu đơn vị, nâng tổng công suất thiết kế lên gấp 2,3 lần, đạt 108 triệu đơn vị.

Yuanta vs. các bên. Chúng tôi lạc quan hơn do nhu cầu tiêu thụ giấy cao hơn. Vì vậy, dự báo EPS năm 2022 và 2023 tương ứng của chúng tôi lần lượt cao hơn 6% và 17% so với các bên khác, có thể là do chúng tôi đã lập mô hình bao gồm cả kế hoạch mở rộng năng lực sản xuất của công ty vào năm 2021-2023.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 97.871 đồng dựa trên phương pháp kết hợp của mô hình FCFF (50%) và P/E (50%). Mặc dù là doanh nghiệp tăng trưởng, DHC vẫn là công ty giấy có lợi nhuận cao nhất trong khu vực, với ROE năm 2020 đạt 31% (gấp ba lần mức trung vị của các công ty cùng ngành trong cùng khu vực) được hỗ trợ bởi đòn bẩy tài sản/vốn chủ sở hữu thấp vừa phải, đạt 1,6x và tỷ suất lợi nhuận ròng cao, đạt 13%.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

DHC: Doanh nghiệp đang phát triển

Với vị thế là một công ty giấy hàng đầu, DHC là công ty đại diện cho cơ hội xuất khẩu toàn cầu hấp dẫn của Việt Nam.

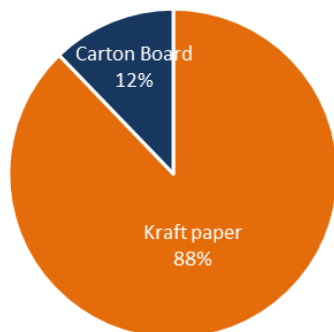
DHC là công ty giấy lớn thứ tư của Việt Nam, với sản phẩm chính là giấy bao bì (chiếm 88% doanh thu) và bao bì carton (12% doanh thu). Mặc dù có xuất khẩu một phần giấy bao bì (xuất khẩu chiếm 20% doanh thu giấy bao bì / 18% tổng doanh thu), công ty vẫn chủ yếu phân phối sản phẩm của mình ở thị trường nội địa. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng DHC là đối tượng hưởng lợi từ cơ hội xuất khẩu ra toàn cầu của Việt Nam do cơ sở khách hàng của công ty chủ yếu là các doanh nghiệp thủy sản và dệt may. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng cơ hội xuất khẩu trực tiếp sang Trung Quốc sẽ mang lại cho DHC tiềm năng tăng trưởng đáng kể bắt đầu từ năm nay.

Công ty đã mở rộng năng lực sản xuất giấy được thiết kế hàng năm tăng gấp 5 lần lên 288 nghìn tấn vào năm 2019. DHC có kế hoạch đầu tư vào một nhà máy giấy khác (Giao Long 3) với công suất thiết kế đạt 1.000 tấn/ngày (+220 nghìn tấn hàng năm). Một khi dự án này hoàn thành vào năm 2023, chúng tôi tin rằng DHC sẽ trở thành công ty sản xuất giấy số một Việt Nam.

Theo quan điểm của chúng tôi, tiêu thụ giấy trong nước vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng. Mức tiêu thụ bình quân đầu người ở Việt Nam chỉ đạt 50kg mỗi năm, thấp hơn mức 76kg của Thái Lan và 200/250kg của Mỹ/EU. Cụ thể, Hiệp hội Giấy và Bột Giấy Việt Nam (VPPA) dự báo nhu cầu giấy của Việt Nam sẽ tăng trưởng tính theo CAGR ít nhất là 14% trong giai đoạn 2020-2025. Nhu cầu giấy sẽ được củng cố bởi sự tăng trưởng trong xuất khẩu và thương mại điện tử cũng như quá trình đô thị hóa trên toàn quốc.

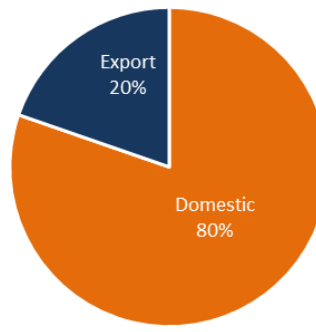
Trung Quốc đã cấm nhập khẩu OCC bắt đầu từ ngày 01/01/2020, điều này có nghĩa là năng lực sản xuất nội địa của Trung Quốc thấp hơn, không đủ để đáp ứng nhu cầu của khách hàng trong nước. Đây là cơ hội xuất khẩu rất tốt cho các nhà cung cấp bao bì carton bên ngoài, cơ hội này được kỳ vọng sẽ giúp doanh thu và giá bán bình quân của các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam tăng lên trong năm 2021 và những năm tới.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu giấy bao bì theo địa lý



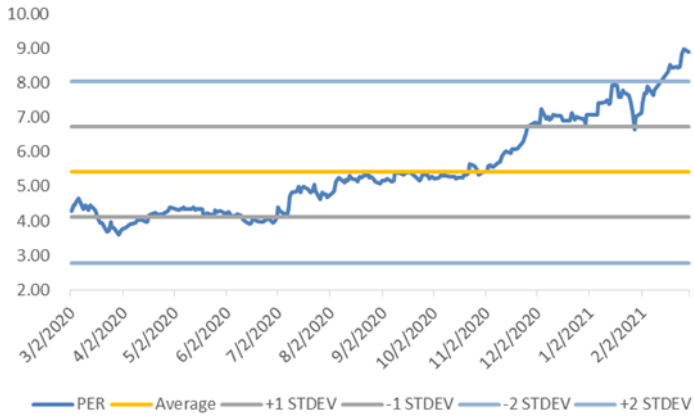
Nguồn: Yuanta Việt Nam

Góc nhìn chứng khoán – Công ty sản xuất giấy đứng đầu lợi nhuận

Mặc dù là một doanh nghiệp tăng trưởng, DHC là công ty có lợi nhuận cao nhất mà chúng tôi được biết trong khu vực. Công ty có ROE đạt 31%, gấp ba lần so với mức trung vị ngành, được hỗ trợ bởi tỷ lệ đòn bẩy tài sản / vốn chủ sở hữu thấp vừa phải đạt 1,6x và biên lợi nhuận ròng cao đạt 13%.

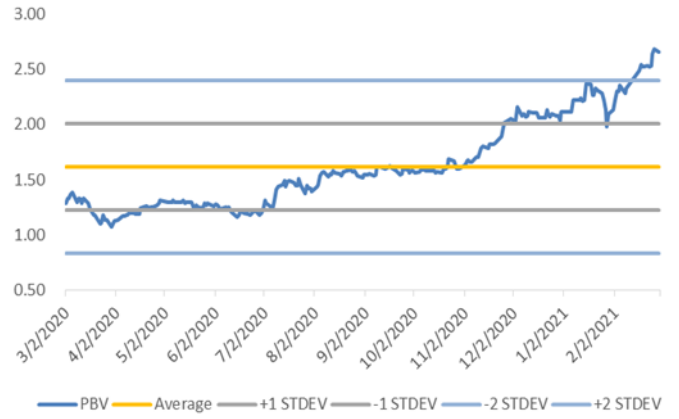
Tuy nhiên, giá cổ phiếu có thể khó tránh khỏi việc điều chỉnh trong ngắn hạn do giá đã tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi khuyên khách hàng nên xem những pha điều chỉnh tiềm năng như vậy là cơ hội tốt để mua thêm cổ phiếu dựa trên các nền tảng cơ bản vững chắc của công ty, bao gồm cả khả năng sinh lời và triển vọng tăng trưởng vượt trội.

Biểu đồ 3: P/E lịch sử trong 12 tháng



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 4: P/B lịch sử trong 12 tháng



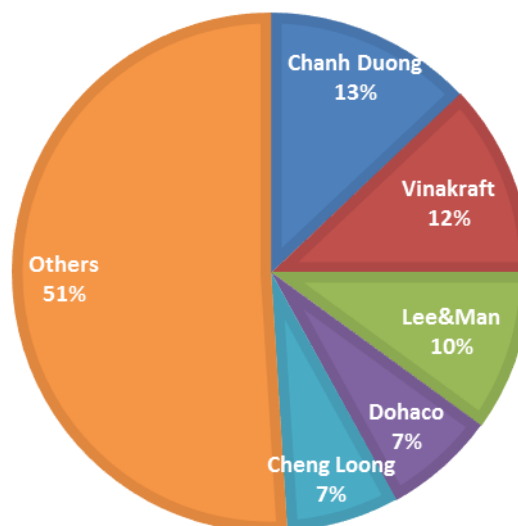
Nguồn: Yuanta Việt Nam

Bối cảnh toàn ngành: Rào cản gia nhập lớn đối với một ngành đang phát triển

Tổng quy mô thị trường giấy khoảng 4,1 triệu tấn. Năm công ty lớn nhất cùng nhau chiếm một nửa “chiếc bánh thị phần”.

Tổng quy mô thị trường giấy vào khoảng 4,1 triệu tấn với năm công ty lớn nhất trên thị trường chiếm 49% thị phần về mặt năng lực sản xuất. Những rào cản gia nhập ngành công nghiệp sản xuất giấy tương đối lớn do các quy định hạn chế phê duyệt đối với các doanh nghiệp mới do những lo ngại về môi trường.

Biểu đồ 5: Thị phần tính theo năng lực sản xuất



Nguồn: DHC

Ngoài ra, việc thâm nhập vào ngành công nghiệp sản xuất giấy đòi hỏi vốn đầu tư đáng kể, đặc biệt là mảng xử lý chất thải, điều này có thể làm nản lòng những doanh nghiệp mới tham gia vào thị trường. Như minh họa trong biểu đồ bên dưới, mức đầu tư cần thiết trung bình khoảng 690.000 USD cho mỗi tấn công suất.

Biểu đồ 6: Đầu tư vào nhà máy sản xuất giấy là hạn chế và chi phí cao

Plants	Capacity	Investment	Investment per MT (USD)
Lee & Man	570,000	280	491,228
Vinakraft	500,000	330	660,000
Chanh Duong	442,800	270	609,756
Cheng Loong	1000000	1,000	1,000,000
Average			690,246

Nguồn: DHC

DHC là một trong những công ty sản xuất giấy hàng đầu, đặc biệt là sau khi mở rộng năng lực sản xuất. Lợi thế về quy mô hoạt động này sẽ giúp DHC đáp ứng được nhu cầu ngày càng tăng trong trung và dài hạn, cả ở thị trường trong nước và các thị trường trong cùng khu vực.

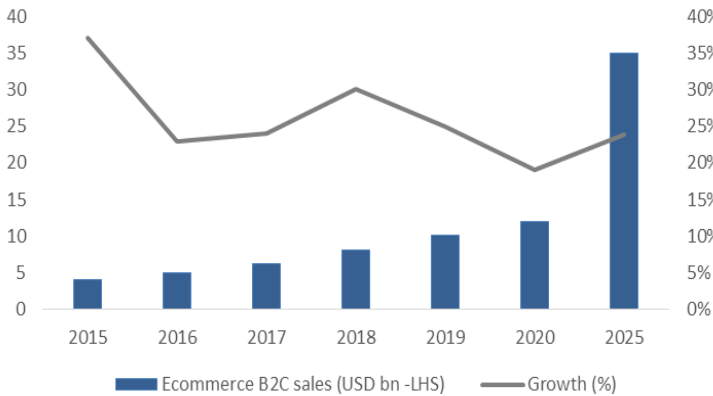
Nhu cầu giấy trong nước tăng trưởng lên mức hai chữ số vào năm 2025

Tổng quy mô thị trường giấy trong nước vào khoảng 4,1 triệu tấn, nhưng VPPA dự kiến tăng trưởng CAGR đạt 14% trong giai đoạn 2020-2025.

Theo VPPA, nhu cầu giấy trong nước dự kiến sẽ tăng 14% trong giai đoạn 2020-2025. Nhu cầu giấy tăng được củng cố bởi sự tăng trưởng trong xuất khẩu của Việt Nam, cũng như tăng trưởng của mảng thương mại điện tử và xu hướng đô thị hóa cả nước.

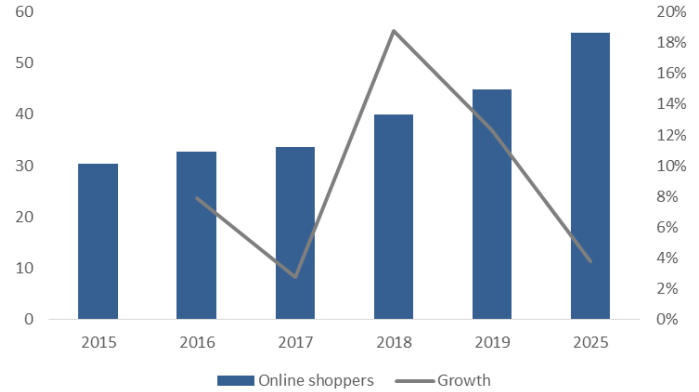
Nhu cầu tiêu thụ giấy trong nước đã được thúc đẩy bởi sự phát triển của mảng thương mại điện tử khi việc vận chuyển hàng hóa đòi hỏi sử dụng bao bì carton. Theo Kế hoạch tổng thể phát triển thương mại điện tử của Bộ Công Thương, doanh số thương mại điện tử B2C trên toàn quốc sẽ đạt 35 tỷ USD vào năm 2025, tương đương với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 24% trong giai đoạn 2020-2025, chiếm 10% tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng. Bộ Công Thương ước tính chi tiêu hàng năm sẽ đạt trung bình 600 USD/người/năm vào năm 2025, tăng từ mức 225 USD vào năm 2019. Theo Bộ Công Thương, số lượng người mua sắm trực tuyến đạt 44,8 triệu người vào năm 2019, tăng từ mức 30,3 triệu người vào năm 2015, tương ứng mức tăng trưởng CAGR 4 năm đạt 10,3%. Điều này có nghĩa là nhu cầu về bao bì carton cũng đang tăng lên bởi vì các doanh nghiệp trực tuyến cần có bao bì trước khi vận chuyển sản phẩm của họ.

Biểu đồ 7: Doanh số B2C (tỷ USD) và tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: Bộ Công Thương

Biểu đồ 8: Số lượng người mua sắm trực tuyến đang tăng cao hơn



Nguồn: Bộ Công Thương

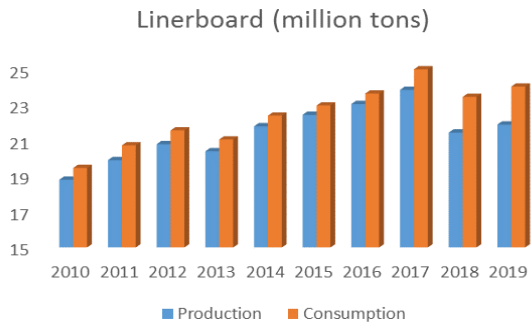
Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp thủy sản - khách hàng chính của DHC - sẽ có thêm một năm thành công vào năm 2021. Điều này sẽ dẫn đến nhu cầu bao bì carton tăng lên. Các hiệp định thương mại FTA mới được ký kết như EVFTA, RCEP và UKVFTA vào năm 2020 sẽ giúp thúc đẩy xuất khẩu thủy sản trong trung và dài hạn do các ưu đãi thuế quan thuận lợi, trong khi đó nhu cầu sẽ tăng song song với việc triển khai các chương trình tiêm chủng COVID-19. Vì vậy, Chính phủ đã đặt mục tiêu tăng trưởng xuất khẩu đạt 4-5% YoY vào năm 2021.

Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu đánh bắt/nuôi trồng thủy sản sẽ tăng 10% vào năm 2021, đạt 9,4 tỷ USD. VASEP dự báo xuất khẩu tôm sẽ tăng trưởng nhanh nhất ở mức 15%, đạt 4,4 tỷ USD vào năm 2021. Ngoài ra, xuất khẩu cá tra dự kiến sẽ tăng 5%, đạt 1,6 tỷ USD, trong khi các sản phẩm thủy sản khác được dự báo sẽ tăng 6% YoY và đạt 3,4 tỷ USD. Triển vọng xuất khẩu thủy sản tươi sống là rất quan trọng đối với DHC, vì cuối cùng sẽ dẫn đến nhu cầu đóng gói cao hơn.

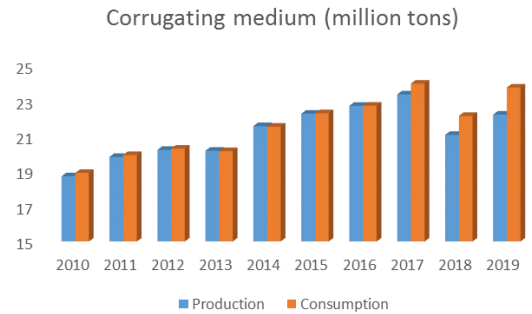
Nguồn cung sứt giảm tại Trung Quốc có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất giấy nước ngoài

Dữ liệu mới nhất từ Hiệp hội Giấy Trung Quốc (CPA) cho thấy mức tiêu thụ giấy của Trung Quốc đã tăng 2,6% CAGR trong giai đoạn 2010-2019 trong khi tăng trưởng sản lượng chỉ đạt 1,9% CAGR, cho thấy nhu cầu đã tăng nhanh hơn nguồn cung. Năm 2018, nhu cầu sản xuất và tiêu thụ giấy bị ảnh hưởng bởi chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, khiến sản xuất giấy cũng bị ảnh hưởng theo. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ/sản xuất giấy giảm 8%/10% trong năm 2018. Mặc dù sản lượng sản xuất hồi phục 7% và sản lượng tiêu thụ giảm 5% trong năm 2019, cả hai chỉ số này vẫn thấp hơn nhiều so với mức đỉnh năm 2017.

Biểu đồ 9: Sản lượng tiêu thụ/sản xuất của giấy lớp mặt



Biểu đồ 10: Sản lượng tiêu thụ/sản xuất của giấy lớp sóng



Nguồn: Hiệp hội Giấy Trung Quốc (CPA)

Nguồn: Hiệp hội Giấy Trung Quốc (CPA)

Sản xuất giấy phải đối mặt với một thách thức mới tại Trung Quốc bắt đầu từ năm nay. Trung Quốc là nước nhập khẩu OCC lớn nhất thế giới, nhưng thị trường OCC tại Trung Quốc hiện đang phải đối mặt với sự thay đổi đáng kể do chính phủ Trung Quốc không khuyến khích tăng trưởng đối với ngành gây ảnh hưởng xấu đến môi trường.

Cụ thể, từ ngày 01/01/2021, Trung Quốc đã cấm nhập khẩu OCC, nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất giấy. Chúng tôi tin rằng chính sách này có thể làm 1) giảm nhu cầu OCC trên thế giới và do đó làm giảm giá; và 2) giảm sản xuất bao bì carton của Trung Quốc, nghĩa là Trung Quốc cần phải nhập khẩu bao bì carton để đáp ứng nhu cầu của thị trường. Điều này tạo cơ hội cho các nhà sản xuất giấy nước ngoài (ví dụ như Việt Nam) tăng xuất khẩu trực tiếp sang Trung Quốc, và do đó giá giấy có thể tăng ở Việt Nam vào năm 2021 và hơn thế nữa.

Nhu cầu giấy tại Trung Quốc sẽ tiếp tục tăng trong trung hạn do sự tăng trưởng của mảng thương mại điện tử. Doanh thu kinh doanh trực tuyến tăng trưởng 30% YoY vào năm 2020, từ mức 20% trong năm 2019, một phần là do tác động của COVID-19. Tuy nhiên, doanh thu thương mại điện tử dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng với CAGR trong giai đoạn 2020-2025 đạt 7,9%.

Như vậy, sản xuất giấy tại Trung Quốc bị chững lại trong khi nhu cầu vẫn tiếp tục tăng trưởng, có thể dẫn đến làm tăng hoạt động nhập khẩu giấy từ các thị trường thay thế như Việt Nam. DHC được xem như là một trong những công ty giấy lớn nhất cả nước, có vị thế tiềm năng để hưởng lợi từ nhu cầu giấy của các thị trường nước ngoài, và đặc biệt là Trung Quốc.

Biểu đồ 11: Doanh thu thương mại điện tử (triệu USD) tại Trung Quốc



Nguồn: Statista

Sản xuất tại Trung Quốc có thể bị hạn chế bởi lệnh cấm nhập khẩu OCC, dẫn đến việc tăng nhập khẩu bao bì carton từ các thị trường thay thế (chẳng hạn như Việt Nam).

Mở rộng năng lực sản xuất để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng

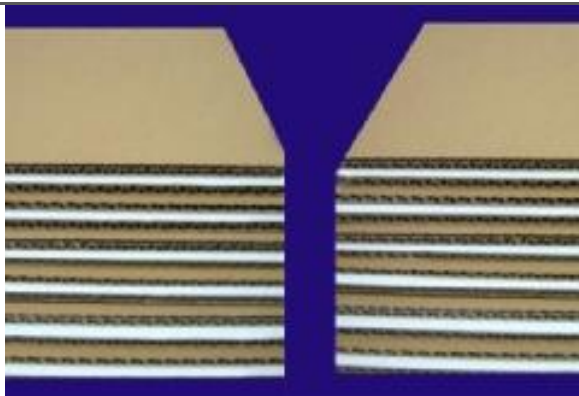
DHC đang mở rộng công suất và có một số kế hoạch đầu tư thêm nhà máy để tận dụng cơ hội từ nhu cầu ngày càng gia tăng. Sản phẩm chính của DHC là giấy bao bì và bao bì carton. Giấy bao bì bao gồm loại testliner và medium, được sử dụng làm lớp ngoài và lớp trong bao bì carton.

Biểu đồ 12: Giấy bao bì



Source: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 13: Bao bì carton



Source: Yuanta Việt Nam

DHC đang có kế hoạch đầu tư vào một nhà máy giấy khác với công suất thiết kế đạt 1.000 tấn/ngày (+220.000 tấn mỗi năm) vào năm 2023

DHC hiện có hai nhà máy sản xuất giấy bao bì với tổng công suất thiết kế đạt 288.000 tấn và một nhà máy bia carton (bao bì) với công suất thiết kế đạt 48 triệu đơn vị.

Công ty đã mở rộng năng lực sản xuất giấy hàng năm tăng gấp 5 lần, đạt 288.000 tấn vào năm 2019. DHC đang có kế hoạch đầu tư vào một nhà máy giấy khác với công suất thiết kế đạt 1.000 tấn/ngày (khoảng 200.000 đến 220.000 tấn mỗi năm) vào năm 2023, điều này sẽ giúp DHC trở thành công ty sản xuất giấy số một trong nước.

Biểu đồ 14: Năng lực sản xuất của DHC

#	Projects	Type	Launching	Des igned capacity
1	Giao Long 1 (MT)	Kraft paper	2011	60,000
2	Giao Long 2 (MT)	Kraft paper	2019	220,000
3	Nhà máy Bao bì 1 (unit)	Carton Board	2011	60,000,000
4	Nhà máy Bao bì 2 (unit)	Carton Board	2021	48,000,000
5	Giao Long 3 (MT)	Kraft paper	2023	220,000

Nguồn: DHC, YSVN ước tính

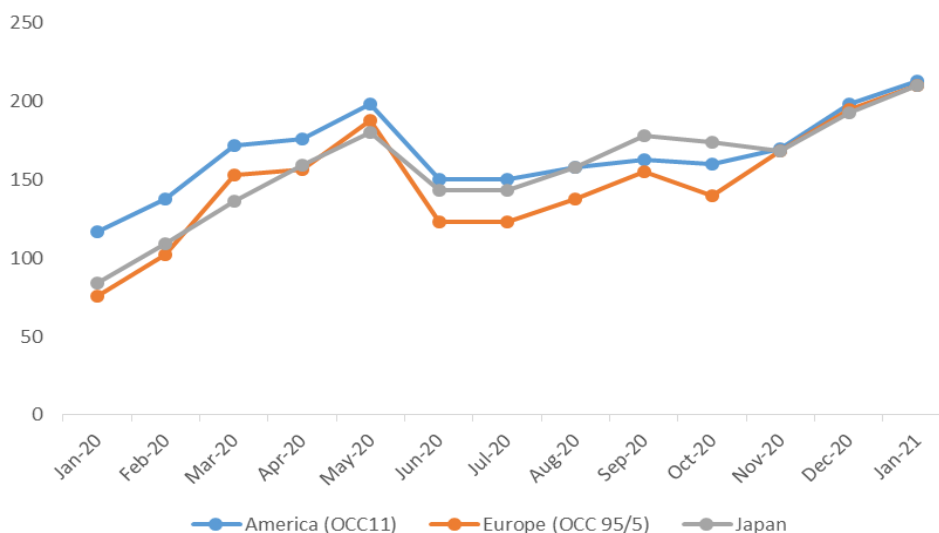
Trước mắt, DHC có kế hoạch mở rộng thêm một nhà máy sản xuất bao bì carton với công suất thiết kế đạt 60 triệu đơn vị, nâng tổng công suất thiết kế lên gấp 2,3 lần, đạt 108 triệu đơn vị.

Trong dài hạn, DHC cũng có kế hoạch đầu tư thêm một nhà máy giấy bao bì mới với năng lực sản xuất đạt 1.000 tấn/ngày (~ tương đương 200.000 - 220.000 tấn/năm) và nâng tổng công suất lên gần 500.000 tấn, tương đương tăng 76% so với mức hiện tại. Ban lãnh đạo cho biết họ dự định thực hiện nghiên cứu khả thi và thủ tục liên quan vào năm 2021, với mục tiêu sẽ đưa nhà máy mới đi vào hoạt động vào năm 2023.

Giá đầu vào thấp hơn, giúp hỗ trợ cho biên lợi nhuận của DHC

Nguyên liệu đầu vào chính dùng để sản xuất của DHC là giấy thùng carton cũ (OCC), chiếm khoảng 60-70% chi phí sản xuất. Giá OCC đã có xu hướng tăng vào năm 2020 và tiếp tục tăng trong 2 tháng đầu năm 2021. Điều này chủ yếu là nguồn cung OCC đã bị gián đoạn bởi COVID-19 ở nhiều quốc gia, đặc biệt là ở khu vực châu Âu.

Biểu đồ 15: Giá gián đoạn nguồn cung OCC khiến giá tăng (USD/tấn)

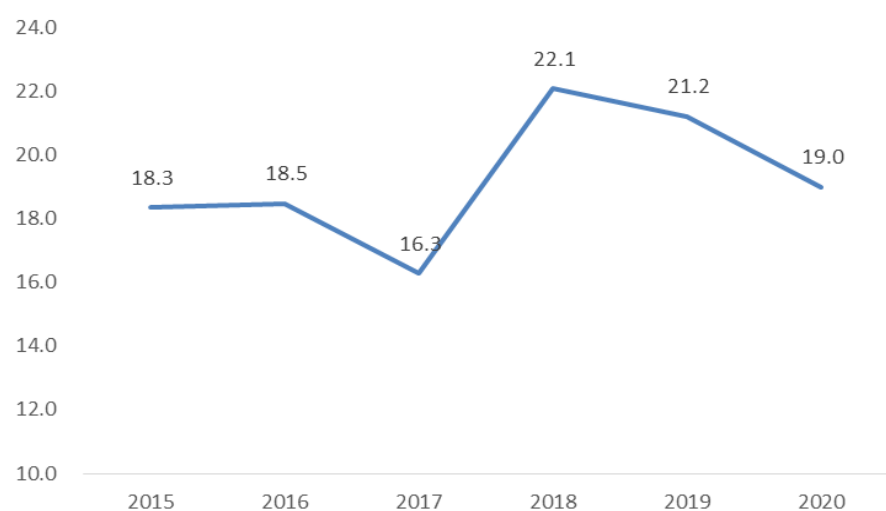


Nguồn: VPPA

Giá OCC tăng có tác động đáng kể đến biên lợi nhuận của DHC trong năm 2020.

Giá OCC tăng cao có tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của DHC vào năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tình trạng gián đoạn nguồn cung sẽ sớm được giải quyết nhờ các chương trình tiêm chủng vaccine đã được triển khai tại nhiều nước. Kết hợp với nhu cầu tại Trung Quốc suy giảm, giá OCC sẽ trở lại mức thấp hơn vào cuối năm 2021.

Biểu đồ 16: Biên lợi nhuận gộp năm 2020 bị ảnh hưởng bởi giá OCC tăng cao



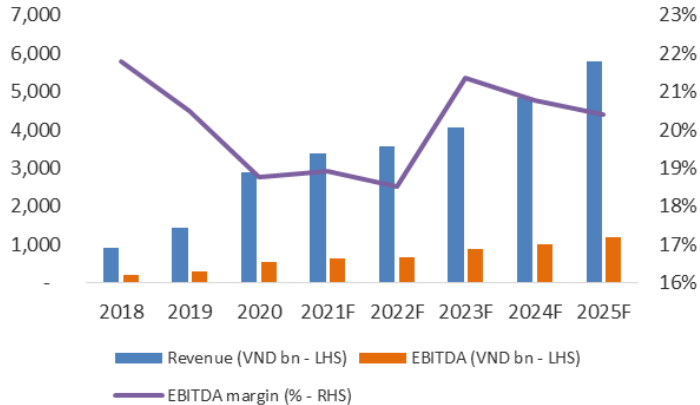
Nguồn: DHC, YSVN ước tính

Tuy nhiên, nhu cầu cao hơn và nguồn cung hạn chế dường như đã tạo cơ hội cho các công ty sản xuất giấy bao bì có thể chuyển chi phí OCC cao hơn vào giá bán của họ.

Phân tích tài chính

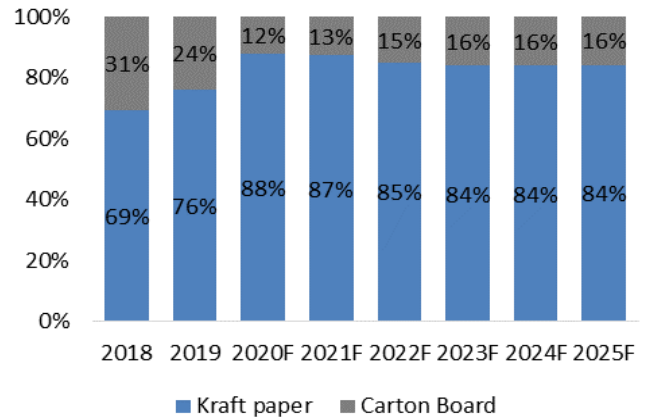
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu DHC sẽ đạt mức tăng trưởng kép CAGR 14,9% trong giai đoạn 2020-2025, cao hơn so với mức tăng trưởng của toàn ngành dự kiến là 14% trong cùng kỳ (dựa trên dự báo của VPPA). Chúng tôi tin rằng điều này là phù hợp với giả định của chúng tôi rằng DHC sẽ thực hiện kế hoạch mở rộng năng lực sản xuất vào năm 2021 (nhà máy bao bì mới) và 2023 (nhà máy giấy mới) để đáp ứng nhu cầu từ xuất khẩu thủy sản, thương mại điện tử và nhu cầu xuất khẩu trực tiếp tiềm năng từ Trung Quốc. Chúng tôi dự báo EBITDA của DHC sẽ tăng 16,9% CAGR trong giai đoạn 2020-2025, với việc giá OCC dự kiến giảm dẫn đến tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Biểu đồ 17: EBITDA kỳ vọng đạt mức tăng trưởng kép CAGR 16,9% trong giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 18: Giả định cơ cấu doanh thu

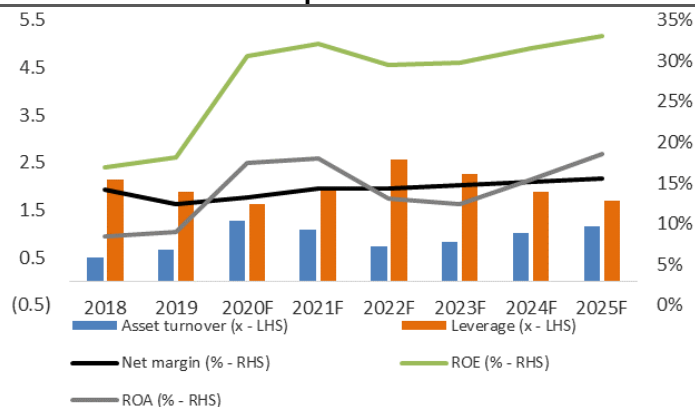


Nguồn: DHC, Yuanta Việt Nam

Lợi nhuận cao nhất trong khu vực. DHC là công ty có lợi nhuận cao với ROE đạt 31% được hỗ trợ bởi vòng quay tài sản và biên lợi nhuận ròng cao. ROE của DHC cao gần gấp 3 lần mức trung vị của các công ty cùng ngành trong cùng khu vực (xem biểu đồ 28). Chúng tôi kỳ vọng biên EBITDA của công ty sẽ tiếp tục tăng vào năm 2022 khi giá OCC giảm xuống thấp hơn do tình trạng gián đoạn nguồn cung được giảm bớt nhờ các chương trình tiêm chủng vaccine được triển khai trên toàn cầu.

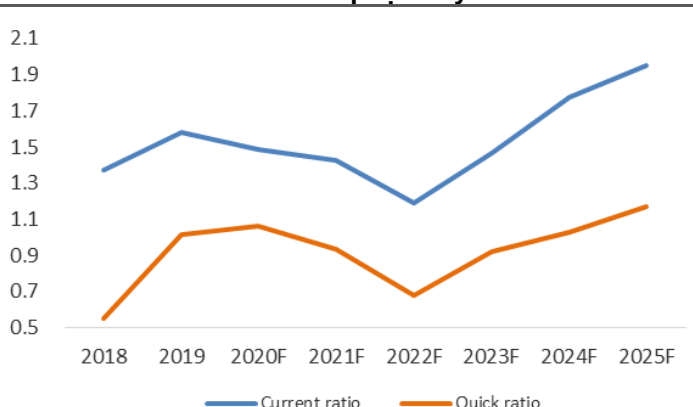
Tình hình tài chính tương đối lành mạnh. DHC đã giảm đáng kể đòn bẩy tài chính trong các quý gần đây. Tỷ lệ TS/VCSH giảm xuống 1,6x vào năm 2020 từ mức 1,9x vào năm 2019 và tỷ lệ nợ ròng/VCSH thậm chí giảm xuống chỉ còn 16,1% vào năm 2020 từ mức 47,8% vào năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng đòn bẩy sẽ tăng vào năm 2022 tương ứng với việc mở rộng nhà máy bao bì. Chúng tôi dự báo tỷ lệ TS/VCSH đạt 2,6x và tỷ lệ nợ ròng/VCSH đạt 99,2% vào năm 2022, nhưng đòn bẩy của công ty sẽ lại giảm trong những năm tiếp theo. Do đó, mặc dù chúng tôi mong chờ tỷ lệ đòn bẩy sẽ tăng vào năm 2022, nhưng bảng cân đối kế toán của công ty vẫn lành mạnh trong suốt giai đoạn 2021-2025.

Biểu đồ 19: Phân tích Dupont



Nguồn: DHC, Yuanta Việt Nam

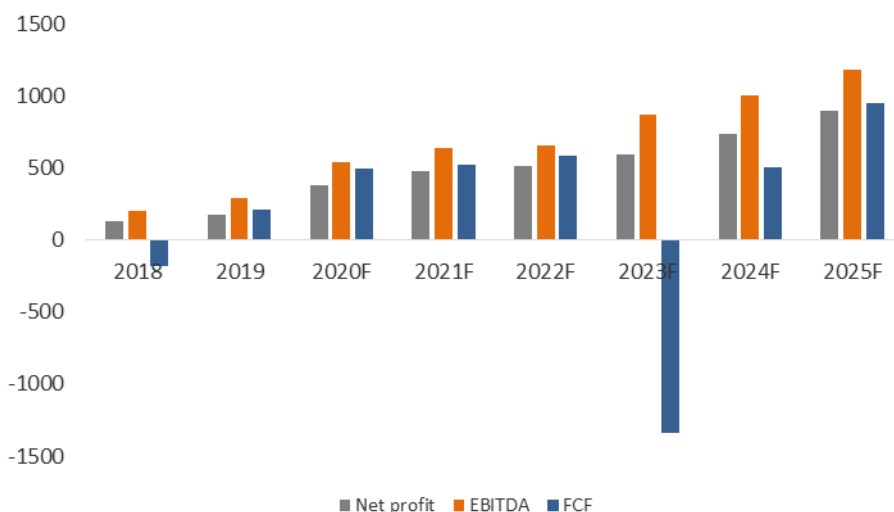
Biểu đồ 20: Thanh khoản tiếp tục duy trì ở mức an toàn



Nguồn: DHC, Yuanta Việt Nam

Dòng tiền vẫn tăng mạnh mặc dù sắp tới Capex sẽ tăng. Dòng tiền sẽ duy trì trạng thái “khỏe mạnh” trong suốt giai đoạn 2020-2025. Kế hoạch đầu tư vào một nhà máy giấy mới của DHC vào năm 2023 có thể sẽ làm giảm dòng tiền tự do trong năm, nhưng chúng tôi kỳ vọng dòng tiền sẽ lại phục hồi ngay sau đó.

Biểu đồ 21: Dòng tiền tự do có thể sẽ biến động do CAPEX tăng



Nguồn: DHC, Yuanta Việt Nam

Cập nhật thành quả hoạt động năm 2020

LNST năm 2020 tăng 115% YoY, đạt 392 tỷ đồng.

Doanh thu năm 2020 tăng +102% YoY, đạt 2.888 tỷ đồng và hoàn thành 108% kế hoạch doanh thu cả năm của ban lãnh đạo. Doanh thu từ giấy bao bì tăng 134% YoY, đạt 2.538 tỷ đồng, chiếm 88% tổng doanh thu. Điều này là do việc mở rộng công suất vào năm 2019. Doanh thu từ bao bì carton vẫn giữ nguyên ở mức 348 tỷ đồng vào năm 2020.

Biên lợi nhuận gộp giảm 2,2 điểm phần trăm xuống còn 19%, chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào OCC tăng. Chi phí hoạt động năm 2020 được kiểm soát và phản ánh năng lực quản trị đáng khen ngợi của ban lãnh đạo vào hiệu quả hoạt động. Mặc dù chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp tăng 63% YoY, đạt 112 tỷ đồng, nhưng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp trên doanh thu lại giảm 90 điểm cơ bản, chỉ đạt 3,9%. Như vậy, LNST tăng 115% YoY đạt 392 tỷ đồng, hoàn thành 131% kế hoạch LNST của công ty.

Biểu đồ 22: Thành quả hoạt động kinh doanh năm 2020

Key indicators	2019	2020
Revenue (VND bn)	1,430	2,888
Revenue growth (YoY)	54%	102%
Gross margin	21%	19%
PATMI (VND bn)	178	384
PATMI growth (YoY)	35%	116%

Nguồn: DHC

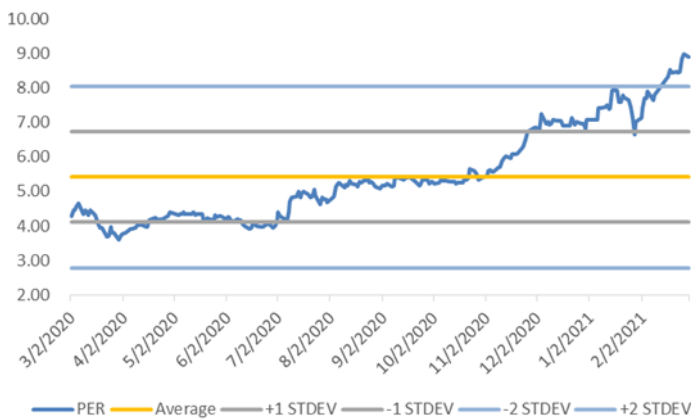
Quan Điểm, Định Giá và Rủi Ro

Quan điểm

Định giá hấp dẫn nhờ vào sự kết hợp giữa khả năng sinh lợi cao và tiềm năng tăng trưởng của công ty. Giá cổ phiếu của DHC đã tăng gấp đôi trong 12 tháng qua, một kết quả ấn tượng mà chúng tôi tin rằng có được là nhờ vào KQKD vững chắc, cũng như việc mở rộng sản xuất và nhu cầu tăng cao. DHC đang giao dịch với P/E 2021 đạt 9,1x và P/E 2022 đạt 8,6x, vẫn còn thấp so với các công ty cùng ngành trong cùng khu vực - đặc biệt là với triển vọng tăng trưởng vượt trội.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 97.871 đồng, được tính dựa trên phương pháp kết hợp của mô hình FCFF (50%) và P/E (50%). Sau khi giá cổ phiếu tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, DHC hiện giao dịch ở mức +2 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình lịch sử. Do đó, có thể để kỳ vọng một vài phiên điều chỉnh trước khi cổ phiếu tiếp tục đà tăng.

Biểu đồ 23: P/E lịch sử trong 12 tháng



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 24: P/B lịch sử trong 12 tháng



Nguồn: Bloomberg Yuanta Việt Nam

Giá mục tiêu của chúng tôi (97.871 đồng) được tính dựa trên phương pháp bình quân gia quyền

Định giá

Giá mục tiêu của chúng tôi là 97.871 đồng, được tính dựa trên phương pháp kết hợp mô hình FCFF (50%) và P/E (50%). Giá mục tiêu tương ứng với mức P/E năm 2021 đạt 11,4x và P/E 2022 đạt 10,7x.

Biểu đồ 25: Định giá

	Target Price	Weight
FCFF	99,099	50%
PER multiple	96,643	50%
Overall	97,871	100%

Nguồn: Yuanta Việt Nam

FCFF

Các giả định định trong phương pháp định giá FCFF của chúng tôi bao gồm WACC là 9,7%. Mức định giá thận trọng này dựa trên chi phí sử dụng nợ đạt 8%, chi phí sử dụng vốn 11,8% và tốc độ tăng trưởng dài hạn khiêm tốn là 2%.

Biểu đồ 26: Định giá theo FCFF

FCFF	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	522	546	624	767	942
<i>Less: Tax</i>	(35)	(37)	(32)	(40)	(49)
<i>add: Depreciation</i>	116	116	245	239	239
<i>less: FCInvestment (Capex)</i>	(168)	-	(2,084)		
<i>less: WCInvestment</i>	90	(39)	(95)	(457)	(181)
Free cash flow	525	586	(1,342)	509	952
<i>PV of free cash flow</i>	525	534	(1,115)	385	657
<i>Total PV of free cash flow</i>	987				
Terminal value	8,875				
<i>PV of terminal value</i>	5,582				
PV of free cash flow	6,569				
<i>less: debt</i>	1,467				
<i>Add: cash</i>	448				
Equity value	5,549				
Outstanding shares (000)	55,996				
Intrinsic value /share	99,099				

Nguồn: Bloomberg Yuanta Việt Nam

Định giá so sánh P/E

Chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu là 10,5x, chiết khấu 10% so với mức P/E trung vị của các công ty cùng ngành trong cùng khu vực. Chúng tôi xem hệ số mục tiêu này là một mức định giá thận trọng cho DHC do vốn hóa thị trường tương đối thấp. Tuy nhiên, nhìn từ góc độ lý thuyết thuần túy, khả năng sinh lời vượt trội của DHC sẽ xứng đáng với mức định giá cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành trong cùng khu vực.

Biểu đồ 27: Định giá theo hệ số P/E

PER multiple	Target
Target PER (x)	10.5
DISCOUNT (%)	10%
TARGET PRICE	96,643

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Biểu đồ 28: DHC giao dịch ở mức thấp hơn so với các công ty cùng ngành

#	TICKERS	COUNTRY	MARKET CAP (VND BN)	2021 PER (X)	2022 PER (X)	ROE (%)	ROA (%)
1	2689 HK Equity	HK	183,054	8	7.5	14.3	7.2
2	3861 JP Equity	JN	156,025	18	12.6	5.3	1.9
3	2314 HK Equity	HK	98,724	11	9.5	11.2	6.7
4	600567 CH Equity	CH	64,770	12	8.6	7.0	2.4
5	3941 JP Equity	JN	51,453	8	7.5	8.9	3.1
6	ORA AU Equity	AU	51,412	18	16.8	19.2	7.1
7	7864 JP Equity	JN	28,583	15	13.6	8.0	5.2
8	002014 CH Equity	CH	18,689	14	12.4	15.7	11.0
9	002228 CH Equity	CH	16,971	16	12.3	9.2	4.1
10	468 HK Equity	CH	15,874	12	11.1	12.7	9.0
11	906 HK Equity	CH	14,182	12	9.8	6.4	2.7
12	3946 JP Equity	JN	7,637	6	5.5	7.5	3.1
13	HUIN IN Equity	IN	7,147	18	14.1	N/A	N/A
14	3951 JP Equity	JN	4,693	15	14.9	5.8	2.8
	MEDIAN		23,636	13	11.7	8.9	4.1
	DHC VN Equity	VN	4,267	10	8.8	30.7	17.9

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi

Biến động trong giá OCC. Nguyên liệu đầu vào chính của DHC là giấy thùng carton cũ (OCC), chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất. Giá OCC đã có xu hướng tăng vào năm 2020 và trong 2 tháng đầu năm 2021. Điều này chủ yếu là do nguồn cung cấp OCC đã bị gián đoạn bởi COVID-19 ở nhiều quốc gia và đặc biệt là các quốc gia trong khu vực châu Âu. Chúng tôi tin rằng với các chương trình tiêm chủng vaccine được triển khai tại nhiều nước, tình trạng gián đoạn nguồn cung này sẽ sớm được giải quyết. Tuy nhiên, chúng tôi lo rằng sự gián đoạn có thể kéo dài lâu hơn dự kiến, điều này có thể tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận của DHC.

Biến động giá bán. Do giá nguyên liệu đầu vào biến động nên DHC phải điều chỉnh giá bán để duy trì biên lợi nhuận ổn định. Tuy nhiên, với vai trò là một trong những nhà cung cấp bao bì carton lớn nhất tại Việt Nam, chúng tôi tin rằng DHC có thể chuyển chi phí nguyên liệu cao vào giá bán cho khách hàng trong bối cảnh ngành công nghiệp đang thiếu hụt nguồn cung.

Vấn đề môi trường. Ngành công nghiệp giấy có rủi ro do tác động đến môi trường. Ban lãnh đạo cho rằng họ rất chú trọng vào việc xử lý nước thải để tuân thủ các quy định theo pháp luật, nhưng chúng tôi phải thừa nhận rằng rủi ro trong việc thay đổi các quy định hoàn toàn có thể xảy ra.

Rủi ro về chính sách. Việc mở rộng năng lực sản xuất của DHC phải có được sự chấp thuận của chính quyền địa phương và phải tuân thủ luật bảo vệ môi trường nghiêm ngặt. Nhập khẩu OCC cũng có thể bị gián đoạn bởi những thay đổi pháp lý trong tương lai, vì Việt Nam có thể hướng theo chính sách của Trung Quốc về việc nhập khẩu các nguyên liệu giấy. Ngoài ra, các khách hàng chính của DHC (ví dụ như các công ty nuôi trồng thủy sản) có thể phải chịu các hạn chế thương mại đối với việc xuất khẩu sản phẩm của chính họ, điều này sẽ gây rủi ro giảm giá cho DHC.

Rủi ro điều chỉnh giá cổ phiếu. Giá cổ phiếu đã tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước và chúng tôi cho rằng là hợp lý khi kỳ vọng một vài phiên điều chỉnh trước khi tiếp tục mở rộng đà tăng. Với nền tảng cơ bản vững chắc của công ty, chúng tôi sẽ xem việc giảm giá cổ phiếu tiềm ẩn (theo kỹ thuật) là một cơ hội tốt để mua vào.

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc ngày 31/12 (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	1,430	2,888	3,375	3,578	4,072
<i>Giấy bao bì</i>	<i>1,086</i>	<i>2,538</i>	<i>2,945</i>	<i>3,041</i>	<i>3,416</i>
<i>Bao bì carton</i>	<i>344</i>	<i>348</i>	<i>428</i>	<i>535</i>	<i>654</i>
Giá vốn hàng bán	(1,127)	(2,339)	(2,722)	(2,893)	(3,290)
Lợi nhuận gộp	303	548	653	685	782
Chi phí hoạt động	(69)	(112)	(131)	(139)	(158)
Lợi nhuận hoạt động	235	436	522	546	624
Chi phí lãi ròng	(26)	(31)	(7)	4	3
Thu nhập đầu tư ròng	-	1	-	-	-
Thu nhập khác ròng	12	3	12	13	14
Lợi nhuận trước thuế	220	410	527	563	642
Thuế	(39)	(18)	(35)	(37)	(32)
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	182	392	492	525	610
<i>Lợi nhuận cốt lõi</i>	<i>182</i>	<i>392</i>	<i>492</i>	<i>525</i>	<i>610</i>
EBITDA	293	542	639	663	869
EPS (đồng)	3,178	6,857	8,614	9,192	10,671

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu	54.3	101.9	16.9	6.0	13.8
<i>Giấy bao bì</i>	<i>68.6</i>	<i>133.7</i>	<i>16.1</i>	<i>3.3</i>	<i>12.3</i>
<i>Bao bì carton</i>	<i>21.6</i>	<i>1.2</i>	<i>22.9</i>	<i>25.0</i>	<i>22.4</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	43.1	86.0	19.7	4.6	14.3
EBITDA	45.2	84.9	17.8	3.8	31.1
Lợi nhuận ròng	35.4	115.8	25.6	6.7	16.1
EPS (đồng)	(0.0)	115.8	25.6	6.7	16.1
Chỉ số lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	21.2	19.0	19.3	19.1	19.2
Biên lợi nhuận hoạt động	16.4	15.1	15.5	15.3	15.3
Biên EBITDA	20.5	18.8	18.9	18.5	21.3
Biên lợi nhuận ròng	12.4	13.3	14.3	14.4	14.7
ROA	9.1	17.5	18.0	13.1	12.4
ROE	18.2	30.6	32.0	29.6	29.7
Chỉ số bền vững					
Nợ ròng/VCSH (x)	47.8	16.1	5.9	99.2	58.2
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	7.8	11.3	21.2	40.9	43.0
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn(x)	1.0	1.9	2.0	2.0	2.3
Số ngày phải thu tiền mặt	122.5	56.3	59.0	71.2	68.9
Hệ số thanh toán tức thời (x)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.5
Hệ số thanh toán nhanh (x)	1.0	1.1	0.9	0.7	0.9
Tiền mặt (tỷ đồng)	(534)	(224)	(96)	(1,852)	(1,253)
Hiệu suất hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	68	57	62	66	64
Vòng quay hàng tồn kho	105	49	61	78	75
Vòng quay khoản phải trả	50	50	65	72	70

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc ngày 31/12 (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Tổng tài sản	2,113	2,276	3,083	4,806	4,861
Tiền và các khoản tương đương tiền	156	202	448	126	411
Đầu tư tài chính ngắn hạn	8	9	9	9	9
Các khoản phải thu ngắn hạn	387	555	654	692	783
Hàng tồn kho	311	315	597	634	721
Tài sản ngắn hạn khác	13	15	14	14	14
Tài sản cố định	1,197	1,135	1,146	1,030	2,868
Tài sản khác	41	44	216	2,301	55
Nợ phải trả	995	881	1,467	2,938	2,707
Nợ ngắn hạn	555	736	1,205	1,241	1,324
Phải trả người bán ngắn hạn	230	408	555	590	671
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	259	290	290	290	290
Nợ dài hạn	440	145	263	1,698	1,382
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	440	145	263	1,698	1,382
Phải trả khác	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1,118	1,395	1,615	1,868	2,154
Vốn góp của chủ sở hữu	560	560	560	560	560
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Khác	30	39	39	39	39
Lợi nhuận giữ lại	293	560	781	1,033	1,320
Cổ đông thiểu số					

BÁO CÁO CHUYÊN LƯU TIỀN TỆ (tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc ngày 31/12 (tỷ đồng)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Dòng tiền từ HĐ kinh doanh	149	511	1,011	503	2,661
Thu nhập ròng	178	384	492	525	610
Khấu hao	53	103	116	116	245
Thay đổi trong VLC	(13)	(25)	90	(39)	(95)
Khác	(70)	49	312	(100)	1,901
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	47	50	(631)	(2,007)	(1,763)
Chi tiêu vốn ròng	-	-	(168)	-	(2,084)
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	10	58	(182)	(1,969)	408
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	38	(8)	(281)	(37)	(87)
Dòng tiền sau đầu tư	196	561	380	(1,504)	898
Dòng tiền từ HĐ tài chính	(68)	(516)	(134)	1,183	(614)
Thay đổi trong vốn góp CSH	189	0	-	-	-
Thay đổi trong nợ	(146)	(264)	118	1,435	(315)
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	(112)	(252)	(252)	(252)	(299)
Thay đổi ròng trong dòng tiền	128	46	246	(321)	284
Dòng tiền đầu kỳ	29	156	202	448	126
Tiền mặt cuối kỳ	156	202	448	126	411

CÁC THƯỚC ĐO CHÍNH

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PE (x)	24.5	11.4	9.1	8.5	7.3
PE pha loãng (x)	24.5	11.4	9.1	8.5	7.3
PB (x)	3.9	3.1	2.7	2.3	2.0
EBITDA/CP	5,236	9,681	11,404	11,835	15,520
DPS (đồng)	2,000	4,500	4,500	4,500	5,336
Tỷ suất cổ tức (%)	2.6	5.8	5.8	5.8	6.8
EV/EBITDA (x)	16.7	8.5	7.0	9.4	6.5
EV/EBIT (x)	20.9	10.5	8.5	11.4	9.0

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Việt Nam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Việt Nam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Việt Nam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIỆT NAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Việt Nam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3808)

Huy.nguyen@yuanta.com.vn

Trung Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)

trung.nguyen2@yuanta.com.vn