

Việt Nam: Ngành Năng Lượng

26 April 2023

POW

MUA

Giá mục tiêu tăng/giảm	+39.5%
Đóng cửa	28/02/2023
Giá	12.100 đồng
Mục tiêu 12T	16.724 đồng
Mục tiêu trước đây	12.157 đồng

Tiêu điểm

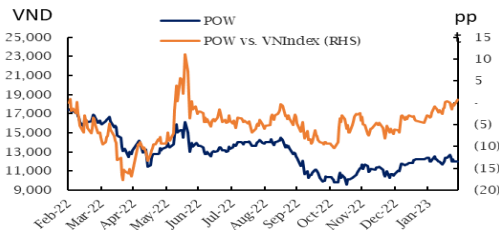
- ▶ Yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn: Nhà máy Vũng Áng khôi phục công suất trong tháng 03.
- ▶ Điều kiện thời tiết trong năm 2023 sẽ thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện hơn là thủy điện.
- ▶ Động lực tăng trưởng trong dài hạn đến từ hai nhà máy nhiệt điện khí NT3 và NT4.
- ▶ Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA từ khuyến nghị BÁN trước đó và tăng giá mục tiêu +37,6%.

Quan điểm

- ▶ Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2023E của POW sẽ đạt 18,4 Gwh (tăng +29,5% YoY), do nhà máy Vũng Áng hoạt động trở lại.
- ▶ Chúng tôi dự báo LNST của CĐCT mẹ (PATMI) năm 2023E sẽ tăng +34,2% YoY, đạt 2,622 nghìn tỷ đồng.
- ▶ Tiềm năng tăng giá: khoản bảo hiểm sự cố máy móc trị giá ~300 tỷ đồng có khả năng sẽ được ghi nhận trong năm 2023.
- ▶ Giá mục tiêu của chúng tôi là 16.724 đồng/cổ phiếu tương ứng với EV/EBITDA 2024F đạt 6,5x, thấp hơn 8% so với trung vị ngành.

Tổng quan doanh nghiệp: POW là nhà cung cấp điện năng lớn thứ hai tại Việt Nam với tổng công suất đạt 4.208MW, chiếm 6% tổng công suất lắp đặt điện tại Việt Nam. Hoạt động sản xuất điện của công ty bao gồm nhiệt điện (chiếm 65% trong cơ cấu sản xuất điện của công ty), điện than (23%), và thủy điện (11%).

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index



Vốn hóa thị trường	1,2 tỷ USD
GTGD BQ 6T	5,1 triệu USD
SLCP đang lưu hành	2.342 triệu
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	20%
Sở hữu nước ngoài	6,0%
Cổ đông lớn	80%
Tài sản/VCSH 2023	1,5x
PE 2023E	11,3x
P/B 2023E	0,8x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	43,0%

Triển vọng tài chính (tỷ đồng)

Năm	2022A	2023E	2024E	2025E
Doanh thu	28,235	29,830	29,950	38,659
LN HKKD	2,643	3,368	3,472	4,668
LN ròng	1,954	2,622	2,882	3,258
EPS (đồng)	765	1,071	1,178	1,332
Chênh lệch EPS (%)	6	40	10	13
P/E (x)	15.8	11.3	10.3	9.1
ROE (%)	7.6	7.8	8.2	7.2
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-
DPS (đồng)	0	0	0	0

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

PV POWER (POW)

Nhà máy Vũng Áng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

2023: Nhiệt điện sẽ “nóng bỏng” hơn. Theo quan điểm của chúng tôi, điều kiện thời tiết trong năm 2023 sẽ thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện hơn là thủy điện. Khả năng cao El Nino xảy ra ở Bắc bán cầu kể từ tháng 05 đã dẫn đến dự báo lượng mưa trong năm 2023 sẽ thấp hơn so với năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp nhiệt điện sẽ được huy động cao hơn, điều này sẽ mang lại lợi thế cho POW. Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2023E của POW sẽ đạt 18,4 Gwh, tăng +29,5% YoY.

Yếu tố hỗ trợ trong ngắn hạn: Nhà máy Vũng Áng hoạt động khôi phục công suất. POW cho biết các tua-bin tổ máy số 1 của nhà máy Vũng Áng đã được sửa chữa và vận chuyển trở lại nhà máy. POW dự kiến sẽ đưa các tuabin trở lại hoạt động vào ngày 15/03. Chúng tôi dự báo nhà máy Vũng Áng sẽ sản xuất được 5,64 GWh điện trong năm nay (+70% YoY).

Động lực tăng trưởng trong dài hạn đến từ hai nhà máy nhiệt điện khí với tổng công suất là 1500MW, NT3 và NT4. POW đang xây dựng hai nhà máy nhiệt điện khí (LNG) với công suất thiết kế mỗi nhà máy là 750MW (NT3 và NT4), tổng công suất là 1500MW và tổng vốn đầu tư là 1,4 tỷ USD. Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ đưa vào vận hành NT3 vào năm 2025 và NT4 vào năm 2026.

Điều chỉnh mô hình định giá. Chúng tôi dự báo LNST của CĐCT mẹ (PATMI) năm 2023 sẽ tăng +34,2% YoY, đạt 2,6 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2023E sẽ tăng +6% YoY lên 291 nghìn tỷ đồng và chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng +90 điểm cơ bản YoY dựa trên giả định về giá bán trung bình của các doanh nghiệp trong ngành và giá than sẽ giảm trong năm 2023.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA từ khuyến nghị BÁN trước đó và tăng giá mục tiêu +37,6% lên 16.724 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với EV/EBITDA 2024 đạt 6,5x, thấp hơn 8% so với trung vị ngành. Rủi ro chính đối với mô hình định giá của chúng tôi là khả năng chậm trễ trong việc đưa nhà máy Vũng Áng hoạt động trở lại. Tiềm năng tăng giá: khoản bảo hiểm sự cố máy móc trị giá ~300 tỷ đồng có khả năng sẽ được ghi nhận trong năm 2023.

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.

Nhà máy Vũng Áng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2023

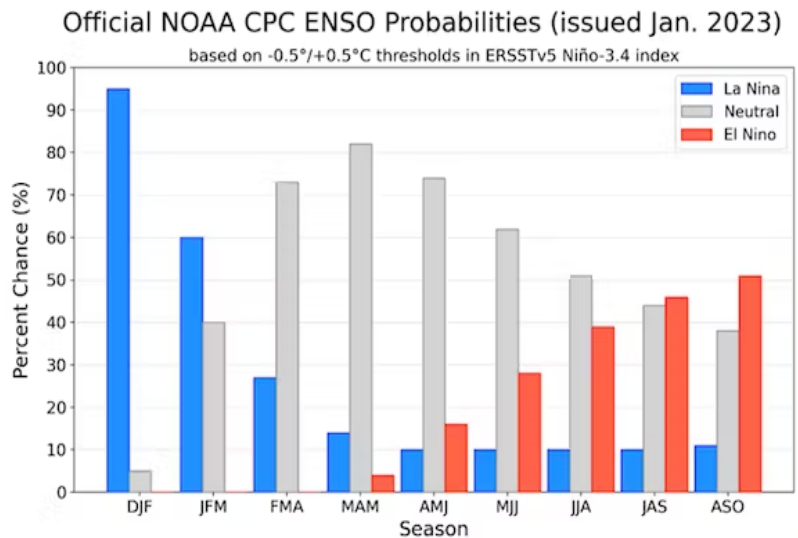
Nhà máy Vũng Áng khôi phục công suất. POW cho biết các tua-bin tổ máy số 1 gặp sự cố trước đó của nhà máy Vũng Áng đã được sửa chữa. Các tua-bin dự kiến sẽ được vận hành trở lại vào ngày 15/03. Chúng tôi dự báo nhà máy Vũng Áng sẽ sản xuất được 5,64 GWh điện trong năm 2023, tăng +70% YoY và chiếm 30,8% tổng sản lượng của POW. Do đó, kết quả kinh doanh trong Q2/2023 của POW có thể sẽ cho thấy sự cải thiện đáng kể.

Thời tiết thuận lợi cho nhiệt điện trong năm 2023. Theo Cơ quan Khí quyển và Đại dương Quốc gia Hoa Kỳ (NOAA), khu vực xích đạo Thái Bình Dương dự kiến sẽ trở lại trạng thái trung lập trong khoảng thời gian từ tháng 3 đến tháng 5 năm 2023. NOAA dự báo rằng El Nino có thể xuất hiện trong mùa thu và mùa đông ở bán cầu bắc.

Các nhà khoa học cũng đã cảnh báo rằng El Nino có thể gây ra những đợt nắng nóng chưa từng có và có nhiều khả năng lập kỷ lục nhiệt độ toàn cầu mới. Dự báo này cho thấy nguy cơ cao sẽ xảy ra hạn hán, lũ lụt và các đợt nắng nóng khắc nghiệt, có khả năng dẫn đến mất an ninh lương thực và nước.

Nhiệt điện hấp dẫn trở lại. Khả năng cao El Nino xảy ra vào tháng 05 có nghĩa là thủy điện sẽ gặp bất lợi. Đây sẽ là một sự thay đổi lớn so với năm 2022, khi thủy điện chiếm 36% tổng sản lượng điện của Việt Nam trong năm 2022. Trong trường hợp này cần phải tăng cường sản xuất nhiệt điện để bù vào khoảng thiếu hụt. Nhiệt điện chiếm 48% tổng sản lượng điện của Việt Nam trong năm 2022, bao gồm nhiệt điện than (38%) và nhiệt điện khí (10%).

Khả năng cao El Nino xuất hiện ở Bắc bán cầu trong mùa hè năm 2023



Nguồn: NOAA, được trích dẫn trong [theconversation.com](https://www.theconversation.com)

Giá than giảm sẽ giúp nhiệt điện than tăng sức cạnh tranh. Giá than đã giảm mạnh so với đầu năm do nhu cầu giảm. Cụ thể, than kỳ hạn ở Newcastle đã giảm -28,2% YoY xuống còn 200 USD/tấn.

Sự suy giảm chủ yếu là do nhu cầu giảm hơn là vì những lo ngại về sự gián đoạn nguồn cung từ Úc, một nhà xuất khẩu quan trọng. Thời tiết ấm áp ở Mỹ và châu Âu đã làm giảm nhu cầu sử dụng than để phát điện. Ngoài ra, giá khí đốt tự nhiên giảm cũng là một nguyên nhân dẫn đến sự suy giảm.

Theo chúng tôi, giá than giảm sẽ giúp nhiệt điện than tăng lợi thế cạnh tranh và từ đó mở rộng thị phần trong ngành sản xuất điện.

Giá than đang giảm (USD/tấn)



Nguồn: Trading economics

Động lực tăng trưởng trong dài hạn từ nhà máy nhiệt điện khí NT3 và NT4

Động lực tăng trưởng trong dài hạn đến từ hai nhà máy nhiệt điện khí với tổng công suất là 1500MW, NT3 và NT4. POW đang trong quá trình xây dựng hai nhà máy nhiệt điện khí với tổng công suất thiết kế là 1500MW: NT3 và NT4. Tổng vốn đầu tư cho các dự án này là 1,4 tỷ USD. POW dự kiến sẽ đưa vào vận hành NT3 vào năm 2024 và NT4 vào năm 2025, do đó sẽ mở rộng công suất lên thêm +35%.

Tổng công suất phát điện dự kiến của NT3 & NT4 là 10,5 tỷ kWh. Trong mô hình định giá, chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng rằng POW sẽ đưa vào vận hành NT3 vào năm 2025 và NT4 vào năm 2026, muộn hơn một năm so với kế hoạch của công ty. Chúng tôi cũng đã đưa ra các dự báo thận trọng cho hiệu suất sử dụng của NT3 & NT4 là 51% vào năm 2025 và 57% vào năm 2026.

COP26: Năng lượng tái tạo vẫn hấp dẫn, nhưng nhiệt điện khí cũng đầy tiềm năng. Theo quan điểm của chúng tôi, việc kết hợp nhiệt điện khí cùng với năng lượng tái tạo có thể giúp Việt Nam giảm phát thải khí carbon và tiến tới đạt được cam kết COP26 của chính phủ về đạt phát thải ròng bằng "0" vào năm 2050.

Nhiệt điện khí (LNG) sạch hơn so với nhiệt điện than. Mặc dù các nguồn năng lượng tái tạo như năng lượng mặt trời và năng lượng gió đều sạch và có thể tái tạo, nhưng hoạt động của các nguồn năng lượng này cũng không liên tục do chỉ tạo ra điện khi có nắng hoặc gió thổi.

Các nhà máy nhiệt điện khí có thể được sử dụng để bổ sung/chạy nền cho các nguồn năng lượng tái tạo, do đó cung cấp nguồn điện ổn định hơn trong bối cảnh quá trình chuyển đổi hướng tới tập trung nhiều hơn vào sản xuất điện tái tạo trong những năm tới.

Kết quả kinh doanh cải thiện đáng kể trong Q4/2022. POW báo lãi 683 tỷ đồng trong quý Q4/2022 so với mức lỗ ròng 63 tỷ đồng trong quý Q4/2021. Sự phục hồi này là do doanh thu tăng +113% YoY lên 7.669 tỷ đồng, bao gồm khoản hoàn nhập lỗ chênh lệch tỷ giá bất thường là 584 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp đạt 14,4% trong Q4/2022, cải thiện nhiều so với mức lỗ gộp của Q4/2021. Trong Q4/2022, POW ghi nhận lợi nhuận ròng 115,3 tỷ đồng từ hoạt động tài chính, so với Q4/2021 lỗ 59 tỷ đồng.

PATMI năm 2022 tăng +5,3% YoY lên 1.893 tỷ đồng. Doanh thu tăng +15% YoY đạt 28.235 tỷ đồng, bao gồm khoản hoàn nhập lỗ chênh lệch tỷ giá bất thường là 584 tỷ đồng. Sản lượng giảm -3,4% YoY xuống 14,1 tỷ kWh, chủ yếu do sản lượng điện giảm -40% tại nhà máy Vũng Áng. Biên lợi nhuận gộp cả

năm tăng thêm +3 điểm phần trăm, đạt 13,3%. Lợi nhuận ròng từ hoạt động tài chính là 201,5 tỷ đồng so với năm 2021 lỗ 37,1 tỷ đồng.

Financial performance is improving

Key matrix	4Q21	4Q22	FY21	FY22
Revenue (VND bn)	3,598	7,669	24,561	28,235
Revenue growth (% YoY)		113.1%		15.0%
Gross margin	-9.1%	14.4%	10.3%	13.3%
Gain/Loss from JVs	0.00	37.43	22.49	62.65
PATMI	-63	684	1799	1894
Profit growth (% YoY)		n.m		5.3%

Nguồn: Fiinpro

Điều chỉnh mô hình định giá: Nhiệt điện than thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng +6% YoY lên 29.830 tỷ đồng trong năm 2023E và tăng +0,4% YoY lên 29.950 tỷ đồng vào năm 2024.

Dự báo này chủ yếu đến từ việc nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng hoạt động trở lại, do đó chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng +47,6% YoY đạt 9.247 tỷ đồng trong năm 2023E và tăng nhẹ +2,5% YoY lên 9.483 tỷ đồng vào năm 2024E.

Ngược lại, chúng tôi dự báo doanh thu thủy điện sẽ giảm -15,4% YoY xuống 1.754 tỷ đồng trong năm 2023E do thời tiết không thuận lợi. Chúng tôi dự báo doanh thu thủy điện sẽ tăng +6,1% YoY vào năm 2024, đạt 1.860 tỷ đồng

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng +90 điểm cơ bản trong năm 2023E lên 14,2%, chủ yếu dựa trên giả định giá bán trung bình giảm ít hơn so với chi phí than đầu vào. Vào năm 2024, biên lợi nhuận gộp sẽ tăng +30 điểm cơ bản YoY lên 13% nhờ doanh thu thủy điện, vốn có biên lợi nhuận cao hơn so với nhiệt điện than, sẽ phục hồi với giả định thời tiết thuận lợi trở lại.

Do đó, chúng tôi dự báo PATMI sẽ tăng +34,2% YoY đạt 2.622 tỷ đồng trong năm 2023E và tăng +9,9% YoY đạt 2.882 tỷ đồng vào năm 2024.

Nhà máy nhiệt điện than khôi phục

<i>FY Dec 31 (VND'bn)</i>	2023E	Y/Y Growth	2024E	Y/Y Growth
Revenue	29,830	5.7%	29,950	0.4%
<i>Gas fired</i>	18,612	-5.4%	18,389	-1.2%
<i>Coal fired</i>	9,247	47.6%	9,483	2.5%
<i>Hydropower</i>	1,754	-15.4%	1,860	6.1%
Gross profits	4,247	13%	4,354	2.5%
Operating profits	3,368	27.5%	3,472	3.1%
PATMI	2,622	34.2%	2,882	9.9%
Gross margin	14.2		14.5	

Nguồn: YSVN

Định giá: Nâng khuyến nghị lên MUA

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA từ khuyến nghị BÁN trước đó. Chúng tôi đã từng cho rằng mảng điện than của công ty sẽ mang lại kết quả kém khả quan trong năm 2022. Và phần lớn thực tế đã diễn ra như những gì chúng tôi dự báo, nhưng thực tế đã thay đổi và đây cũng là lý do khiến chúng tôi nâng lên thành khuyến nghị MUA.

Chúng tôi tăng giá mục tiêu +37,6% lên 16.724 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với EV/EBITDA 2024 đạt 6,5x, thấp hơn 8% so với trung vị ngành.

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp áp dụng trọng số 50% cho FCFF và 50% cho EV/EBITDA.

Tính toán giá mục tiêu

Methods	Target price (VND)	Weight (%)	Weighted target price (VND)
EV/EBITDA multiple	16,240	50%	8,120
FCFF	17,207	50%	8,604
Overall target price			16,724
Upside			39.4%

Nguồn: YSVN

EV/EBITDA

Chúng tôi sử dụng EV/EBITDA mục tiêu năm 2024E là 6,4x, thấp hơn -10% so với mức trung vị ngành trong khu vực. Mức chiết khấu so với mức trung bình vị ngành được chứng minh là do quy mô tương đối nhỏ của POW so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Tuy nhiên, POW là công ty xây lắp điện được niêm yết lớn nhất tại Việt Nam về mức vốn hóa và doanh thu thị trường, và hệ số này thấp hơn mức EV/EBITDA trung bình 5 năm của POW là 6,9x. Những yếu tố này cho thấy chúng tôi đang đưa ra những dự báo thận trọng POW.

Target price calculation

Ticker	Name	Mkt Cap (USD mn)	2024E EV/EBITDA (x)	2023E P/B (x)	ROE (%)
MER PM EQUITY	BANPU POWER PCL	6,377	N/A	3.1	12.9
JSW IN Equity	FIRST GEN CORPORATIC	4,403	N/A	1.9	10.0
RATCH TB EQUITY	SHANGHAI NENGHUI TEC	2,698	16.2	0.8	4.7
579 HK Equity	GEPIC ENERGY DEVELOP	2,123	8.2	0.4	4.5
POW VN Equity	PETROVIETNAM POWER	1,196	7.1	0.8	6.4
FGEN PM Equity	SJVN LTD	1,171	3.4	0.4	7.6
CKP TB Equity	NINGXIA JIAZE RENEWA	1,025	N/A	1.1	15.8
MLK MK Equity	CK POWER PCL	767	N/A	0.5	9.5
816 HK Equity	ZHEJIANG XINNENG SOL	533	4.3	2.2	10.5
NT2 VN EQUITY	POWER GENERATION CC	348	N/A	1.8	13.7
PPC VN EQUITY	DA NHIM-HAM THUAN-D	201	N/A	N/A	22.4
Median		1,171	7.06	1.0	10.0

Nguồn: Bloomberg

FCFF

Mức định giá 17.207 theo phương pháp FCFF của chúng tôi dựa trên các giả định rằng nhà máy NT3 và NT4 sẽ được đưa vào vận hành trong năm 2025E và 2026E, muộn hơn một năm so với kế hoạch của POW. Chúng tôi giả định WACC là 12%, dựa trên chi phí vốn chủ sở hữu là 15% và chi phí nợ là 8%.

FCFF

FCFF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	3,413	3,518	4,668	5,000	5,363
Less: Tax	(385)	(418)	(472)	(448)	(472)
add: Depreciation	2,721	2,721	3,485	3,636	3,636
less: FCInvestment (Capex)	(2,213)	(9,000)	(20,493)	(300)	(301)
less: WCInvestment	1,114	56	3,197	618	469
Free cash flow	4,651	(3,122)	(9,614)	8,506	8,695
PV of free cash flow	4,651	(2,787)	(7,661)	6,051	5,521
Total PV of free cash flow	5,775				
Terminal value	56,181				
PV of terminal value	31,844				
PV of free cash flow	37,619				
less: debt	6,799				
Add: cash	9,478				
Equity value	40,297				
Outstanding shares	2,342				
Intrinsic value/share	17,207				

Nguồn: YSVN

Các rủi ro

Sự suy giảm trong sản xuất công nghiệp có thể ảnh hưởng đến tiêu thụ điện. Sự suy giảm trở nên rõ ràng trong Q4/2022 và chúng tôi cho rằng lĩnh vực sản xuất sẽ phải đối mặt với các điều kiện kinh doanh đầy thách thức trong 1H23. Chỉ số Nhà Quản trị Mua hàng (PMI®) của S&P Global Việt Nam vào tháng 01 là 47,4, tăng nhẹ so với tháng trước (46,4) tuy nhiên vẫn dưới ngưỡng 50 điểm. Đây là tháng thứ 3 liên tiếp ghi nhận kết quả ở vùng điểm kém khả quan (tức dưới 50 điểm).

Chúng tôi dự báo sản xuất công nghiệp sẽ có sự phục hồi trong 2H23 khi lượng hàng tồn kho được giải quyết, tuy nhiên bối cảnh thị trường hiện tại có thể kéo dài, do đó làm giảm nhu cầu tiêu thụ điện.

Rủi ro chậm trễ trong việc cài đặt/vận hành tuabin tại Vũng Áng. POW đã thông báo rằng việc sửa chữa tuabin đã được hoàn thành và các máy móc sẽ sẵn sàng cho việc chạy thử nghiệm vào ngày 03/03. Các tuabin dự kiến sẽ được đưa vào vận hành chính thức vào ngày 15/03. Tuy nhiên, bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc nhà máy Vũng Áng hoạt động trở lại cũng có thể sẽ tác động đến dự báo về sản lượng điện của POW trong năm 2023 của chúng tôi.

Tiềm năng tăng giá: Chúng tôi cho rằng có thể có một khoản bảo hiểm sự cố máy móc trị giá ~300 tỷ đồng có khả năng sẽ được ghi nhận trong năm 2023E. Khoản bảo hiểm này có liên quan đến sự cố Vũng Áng trong năm 2021.

Tất nhiên, chúng tôi không đưa khoản này vào mô hình định giá với mục đích duy trì quan điểm thận trọng. Tuy nhiên, một khoản thanh toán bảo hiểm trị giá ~300 tỷ đồng sẽ tăng dự báo PATMI 2023E của chúng tôi lên 2,9 nghìn tỷ đồng (+50% YoY và +12% so với dự báo trong trường hợp cơ sở của chúng tôi).

PROFIT AND LOSS (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026A
Revenue	28,235	29,830	29,950	38,659	40,384
Gas fired	19,680	18,612	18,389	18,811	19,245
Coal fired	6,265	9,247	9,483	9,725	9,973
Hydropower	2,072	1,754	1,860	1,972	2,092
Others					
Cost of goods sold	(24,468)	(25,583)	(25,595)	(32,851)	(34,194)
Gross profits	3,767	4,247	4,354	5,808	6,190
Operating expenses	(1,124)	(879)	(883)	(1,140)	(1,190)
Operating profits	2,643	3,368	3,472	4,668	5,000
Net interest expenses	(201)	142	341	(428)	(983)
Net investments income/(loss)	63	25	25	26	27
Net other incomes	61	20	21	27	28
Pretax profits	2,564	3,555	3,859	4,293	4,072
Income taxes	(241)	(385)	(418)	(472)	(448)
Minority interests	370	549	559	563	566
Net profits	1,954	2,622	2,882	3,258	3,058
Core earnings	1,954	2,622	2,882	3,258	3,058
EBITDA	5,452	6,089	6,193	8,153	8,636
EPS (VND)	765	1,071	1,178	1,332	1,250

KEY RATIOS					
	2022A	2023E	2024E	2025E	2026A
Growth (% YoY)					
Sales	15%	6%	0%	29%	4%
Gas fired	-7%	-5%	-1%	2%	2%
Coal fired	-37%	48%	3%	3%	3%
Hydropower	52%	-15%	6%	6%	6%
Others					
Operating profit	10.1	27.5	3.1	34.5	7.1
EBITDA	0.0	12%	2%	32%	6%
Net profit	16.0	34.2	9.9	13	(6)
EPS (VND)	5.6	40	10	13	(6)
Profitability ratio (%)					
Gross margin	13.3	14.2	14.5	15.0	15.3
Operating margin	9.4	11.3	11.6	12.1	12.4
EBITDA margin	19.3	20.4	20.7	21.1	21.4
Net margin	6.7	8.8	9.6	8.4	7.6
ROA	3.5	4.7	4.8	4.6	3.8
ROE	5.9	7.6	7.8	8.2	7.2
Stability					
Net debt/equity (x)	-2.7	-11.7	-0.4	40.4	27.5
Int. coverage (x)	6.0	17.4	88.8	7.4	4.3
Int. &ST debt coverage (x)	0.6	0.9	1.3	2.3	3.3
Cash conversion days	18.2	74.1	103.7	96.6	110.8
Current ratio (X)	1.3	1.6	1.7	1.4	2.1
Quick ratio (X)	1.2	1.3	1.5	1.1	1.8
Net cash/(debt) (VND mn)	884	4,171	173	(16,758)	(12,011)
Efficiency					
Days receivable outstanding	98	105	90	80	88
Days inventory outstanding	29	41	52	46	51
Days payable outstanding	109	71	38	29	28

Source: Company data, YSVN

BALANCE SHEET (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026A
Total assets	56,642	54,916	64,143	76,276	83,340
Cash & cash equivalents	8,277	7,854	10,307	2,371	11,955
ST Investment	1,624	1,624	1,640	1,657	1,657
Accounts receivable	12,284	9,861	9,891	12,038	12,464
Inventories	2,086	3,610	3,638	4,689	4,882
Other current assets	414	414	414	414	414
Net fixed assets	29,155	26,430	23,704	36,991	49,598
Others	2,801	5,123	14,549	18,116	2,370
Total liabilities	23,535	19,303	25,771	34,784	39,623
Current liabilities	18,307	14,804	14,805	14,806	14,807
Accounts payable	7,350	2,653	2,653	2,653	2,653
ST debts	5,635	2,653	2,653	2,653	2,653
Long-term liabilities	5,229	4,498	10,966	19,978	24,816
Long-term debts	3,382	2,654	9,122	18,133	22,969
Others	1,847	1,845	1,845	1,846	1,847
Shareholder's equity	33,106	35,614	38,372	41,492	43,717
Share capital	23,419	23,419	23,419	23,419	23,419
Treasury stocks	-	-	-	-	-
Others	3,678	3,678	3,678	3,678	3,678
Retained earnings	3,308	5,815	8,573	11,694	13,918
Minority interest	2,702	2,702	2,702	2,702	2,702

CASH FLOW (VND bn)					
FY (VND'bn)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026A
Operating cash flow	1,487	7,822	14,427	7,130	1,607
Net income	1,851	2,507	2,758	3,121	2,927
Dep. & amortisation	2,806	2,726	2,726	3,489	3,640
Change in working capital	(4,490)	379	(56)	(3,197)	(618)
Others	1,321	2,211	9,000	3,717	(4,342)
Investment cash flow	(1,993)	(4,535)	(18,441)	(24,076)	3,139
Net capex	(787)	(2,213)	(9,000)	(20,493)	-
Change in LT investment	(113)	(2,322)	(9,425)	(3,567)	3,139
Change in other assets	(1,093)	-	(16)	(16)	-
Cash flow after invt.	(506)	3,287	(4,014)	(16,947)	4,747
Financing cash flow	559	(3,710)	6,468	9,011	4,837
Change in share capital	-	0	-	-	-
Net change in debt	559	(3,710)	6,468	9,011	4,837
Change in other LT liab.	-	-	-	-	-
Net change in cash flow	53	(423)	2,453	(7,936)	9,584
Beginning cash flow	8,224	8,277	7,854	10,307	2,371
Ending Cash Balance	8,277	7,854	10,307	2,371	11,955

KEY METRICS					
	2022A	2023E	2024E	2025E	2026A
PE (x)	15.8	11.3	10.3	9.1	9.7
Diluted PE (x)	15.8	11.3	10.3	9.1	9.7
PB (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDA/share	2,328	2,600	2,644	3,482	3,688
DPS		0	0	0	300
Dividend yield (%)	-	-	-	-	2.5
EV/EBITDA (x)	5.0	4.0	4.5	5.5	4.7
EV/EBIT (x)	44.0	10.4	7.2	8.1	8.1

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

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

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

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

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

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

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

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3958)

an.nguyen@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 (3890)

trung.nguyen2@yuanta.com.vn