

Việt Nam: Ngành Năng Lượng
24 March 2021
NT2
BÁN
Giá mục tiêu giảm -15,5%
Đóng cửa 22/03/2021

Giá 22.850 đồng

Mục tiêu 12T 19.318 đồng

Mục tiêu trước đó 25.181 đồng

Thay đổi -23,3%

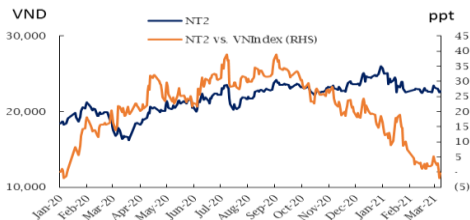
Tiêu điểm

- ▶ NT2 đạt mục tiêu LNST 2021E giảm 26,1% mặc dù tăng trưởng doanh thu đạt 26,4%
- ▶ Sản lượng điện hợp đồng thấp hơn và giá khí đầu vào cao hơn sẽ có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của NT2.
- ▶ LNST năm 2020 giảm 17,1% YoY còn 625 tỷ đồng.
- ▶ LNST năm 2020 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi 14% do chi phí tài chính ròng tăng vọt.

Quan điểm

- ▶ Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 23,3% còn 19.318 đồng. Đồng thời hạ xuống khuyến nghị **BÁN** từ khuyến nghị **MUA** trước đó.
- ▶ Chúng tôi điều chỉnh giảm 38,2% dự báo LNST 2021E so với dự báo trước đó.
- ▶ Cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu năm 2021 được kỳ vọng đạt 1.500 đồng, tương ứng với mức tỷ suất cổ tức 6,6% kém hấp dẫn.
- ▶ Nguồn cung tăng vọt do các doanh nghiệp năng lượng tái tạo đồng loạt đi vào hoạt động (ví dụ: điện mặt trời) là một rủi ro khác đối với NT2.

Hồ sơ doanh nghiệp: NT2 là công ty con của POW với 59% sở hữu, vận hành nhà máy điện hiện đại chạy bằng khí đốt có công suất đạt 750MW tại miền Nam Việt Nam, nơi có nhu cầu tiêu thụ điện cao. NT2 đã ký hợp đồng cung cấp khí đốt 25 năm với PV GAS vào năm 2010 và hợp đồng mua bán điện 10 năm (PPA) với EVN vào năm 2012.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	283
GTGD BQ 6T (triệu USD)	0,55
SLCP đang lưu hành (triệu)	288
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	27,4
Sở hữu nước ngoài (%)	15,6
Cổ đông lớn (%)	72,6
Tài sản/VCSH (x)	1,7
2021E EV/EBITDA (x)	5,5
2021E P/B (x)	1,7
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	33,4

Triển vọng tài chính (tỷ đồng)

Năm	2020A	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	6.082	7.453	7.816	8.078
LN HKKD	810	509	605	626
LN ròng	625	467	601	668
EPS (đồng)	2.128	1.590	2.046	2.272
Chênh lệch EPS (%)	(17,1)	(25,3)	28,7	11,1
P/E (x)	10,7	14,4	11,2	10,1
ROE (%)	14,8	11,6	15,9	17,5
Lợi suất cổ tức (%)	8,8	6,6	8,8	8,8
DPS (đồng)	2.000	1.500	2.000	2.000

Nhiệt Điện Khí Nhơn Trạch 2 (NT2)

Sản lượng HĐ thấp, giá khí cao ăn mòn lợi nhuận

Đặt kế hoạch LNST năm 2021 thận trọng. NT2 đạt mục tiêu doanh thu năm 2021 tăng 26,4% YoY, đạt 7,7 nghìn tỷ đồng, với sản lượng đầu ra đạt 4,6 tỷ kWh (+16% YoY). Tuy nhiên, NT2 đạt mục tiêu LNST chỉ đạt 462 tỷ đồng, tương ứng với mức giảm đáng kể 26,1% YoY. NT2 dự kiến chia cổ tức tiền mặt năm 2021E với tỷ lệ 15% mệnh giá (1.500 đồng/cổ phiếu), tương ứng với tỷ suất cổ tức là 6,6% và tỷ lệ chi trả kỳ vọng là 94%. Mức cổ tức này thấp hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi trước đó đối với năm 2021E là 2.500 đồng.

Sản lượng điện hợp đồng thấp hơn, giá khí tự nhiên cao hơn sẽ gây tác động tiêu cực đến lợi nhuận của NT2. NT2 có thể đã được phân bổ 3,3 tỷ kWh sản lượng điện theo hợp đồng trong năm 2021, thấp hơn khoảng 11% so với năm 2020. Chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng công suất lắp đặt của mảng năng lượng tái tạo vào năm ngoài đã dẫn đến nguồn cung điện cũng tăng theo. Chúng tôi kỳ vọng sự sụt giảm trong sản lượng điện theo hợp đồng (Qc) sẽ được bù đắp bởi sản lượng điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (Qm) vốn sẽ có biên lợi nhuận thấp hơn vì giá khí tự nhiên được kỳ vọng sẽ tăng khoảng 20% YoY.

Điều chỉnh mô hình. Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu năm 2021E xuống -4,3% so với dự báo trước đó của chúng tôi, còn 7,5 nghìn tỷ đồng (+23% YoY). Đồng thời giảm 38,2% dự báo LNST năm 2021 còn 467 tỷ đồng (-25% YoY) do biên lợi nhuận gộp thấp hơn. Dự báo LNST của chúng tôi thấp hơn so với các bên lần lượt là 1,9% đối với năm 2021E và 12,2% đối với năm 2022E, và chúng tôi là đơn vị khuyến nghị **BÁN** duy nhất dành cho NT2, theo thống kê của Bloomberg.

Xem xét KQKD năm 2020. LNST năm 2020 giảm 17,1% còn 625 tỷ đồng, phần lớn là do sự sụt giảm 20,5% trong doanh thu, còn 6.082 tỷ đồng. Mức này thấp hơn dự báo của chúng tôi 14%, phần lớn là do chi phí tài chính ròng tăng 18,5% YoY mặc dù NT2 đã thanh toán toàn bộ nợ dài hạn của công ty tính đến giữa năm.

Chúng tôi hạ khuyến nghị NT2 xuống **BÁN từ khuyến nghị **MUA** trước đó** vì chúng tôi đã điều chỉnh giảm 23,3% so với giá mục tiêu trước đó xuống còn 19.318 đồng do triển vọng kinh doanh của công ty nhạy cảm với việc giá khí tăng và nguồn cung điện trong nước khi mảng năng lượng tái tạo tăng trưởng mạnh mẽ.

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.

Chuyên viên phân tích:

Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

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

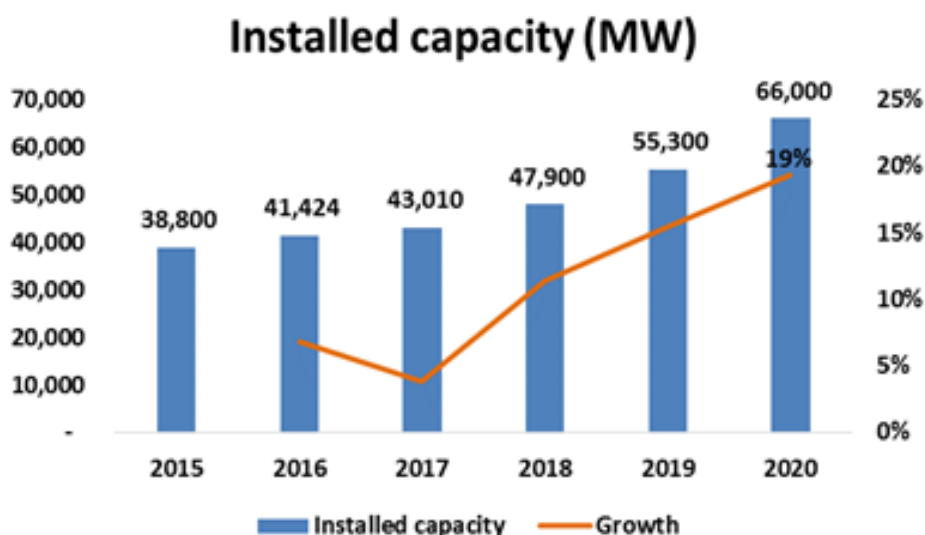
Bloomberg code: YUTA

Sản lượng điện hợp đồng thấp, giá khí tự nhiên cao tác động tiêu cực đến lợi nhuận và tỷ suất cổ tức năm 2021

Chúng tôi cho rằng [sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành năng lượng tái tạo](#) vào năm ngoái đã khiến cho nguồn cung điện bị “thừa” so với nhu cầu, đặc biệt là vào buổi trưa. Theo Bộ Công Thương (MOIT), công suất lắp đặt điện của toàn hệ thống điện Việt Nam tăng 19% YoY trong năm 2020, đạt 66.000 MW. Chủ yếu đến từ điện mặt trời, hầu hết đã đưa vào vận hành vào cuối năm 2020. Tổng công suất lắp đặt điện mặt trời tăng 92% YoY, đạt 16.500MW. Trong khi đó, sản lượng điện thương phẩm chỉ tăng 3,4% YoY vào năm 2020.

Do đó, đến cuối năm 2020, điện mặt trời chiếm 25% trong tổng công suất lắp đặt điện nhờ vào các chính sách khuyến khích của Chính phủ (Quyết định 13/2020/QĐ-TTg). Tỷ trọng này cao hơn rất nhiều so với mức tỷ trọng mục tiêu được đặt ra cho năm 2020 là 10% theo Quy hoạch điện 7 (đã sửa đổi) - RPDP7.

Biểu đồ 1: Năm 2020, tổng công suất lắp đặt trong nước tăng 19% YoY



Nguồn: MOIT

Theo quan điểm của chúng tôi, công suất lắp đặt mạnh năng lượng tái tạo sẽ vẫn còn được mở rộng một cách nhanh chóng. Chúng tôi kỳ vọng sự tăng trưởng mạnh mẽ của điện mặt trời vào năm ngoái sẽ được tiếp nối bởi sự tăng trưởng của điện gió vào những tháng tiếp theo do chính sách khuyến khích đối với điện gió có hiệu lực đến cuối tháng 10/2021. Điều này dẫn đến nguồn cung điện sẽ còn tăng trong năm 2022. Nguồn cung tăng sẽ gây áp lực lên giá trong thị trường phát điện cạnh tranh giảm, ít nhất là trong ngắn hạn.

Sản lượng điện theo hợp đồng năm 2021 phân bổ cho NT2 có thể đã giảm 11% YoY, còn 3,3 tỷ kWh. Sự suy giảm trong sản lượng điện theo hợp đồng (Qc) sẽ được bù đắp bởi sản lượng tại thị trường phát điện cạnh tranh có biên lợi nhuận thấp hơn (Qm) do giá khí được kỳ vọng sẽ tăng 20% YoY. NT2 đặt sản lượng điện đầu ra mục tiêu năm 2021 sẽ đạt 4,6 tỷ kWh, tương ứng với tỷ lệ Qc/tổng sản lượng đầu ra mục tiêu sẽ chỉ đạt 72%. Mức này thấp hơn rất nhiều so với ước tính của năm 2020 là 95% và thấp hơn một cách đáng kể so với tỷ lệ alpha năm 2021 (Qc/ tổng sản lượng) là 80% đối với nhà máy điện than và khí theo Cục Điều tiết Điện lực Việt Nam (Quyết định 123/QĐ-ĐTĐL thi thành vào ngày 31/12/2021).

Sự suy giảm trong sản lượng theo hợp đồng (Qc) sẽ được bù đắp bởi sản lượng trong thị trường cạnh tranh (Qm) – thị trường nhạy cảm với giá khí. Do giá khí được kỳ vọng sẽ tăng trung bình 20% YoY, nên biên lợi nhuận năm 2021E của NT2 có thể sẽ bị tác động một cách tiêu cực bởi sản lượng trên thị trường phát điện cạnh tranh (Qm). Giá khí hiện đã tăng 25% YoY.

Điều chỉnh mô hình: Giảm ước tính LNST 2021

Điều chỉnh mô hình. Chúng tôi giảm dự báo doanh thu năm 2021E xuống -4,3% so với dự báo trước đó, còn 7.453 tỷ đồng (+22,5% YoY), thấp hơn -3,4% kế hoạch doanh thu của NT2. Bên cạnh đó, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định sản lượng đầu ra còn 4,5 tỷ kWh, thấp hơn 9,1% so với dự báo trước đó của chúng tôi và thấp hơn 2,2% mục tiêu của NT2.

Như đã đề cập trước đó, doanh thu NT2 được hỗ trợ bởi sự gia tăng trong sản lượng điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (Qm), thị trường này sẽ đóng vai trò quan trọng đối với tổng sản lượng đầu ra. Điều này sẽ có tác động tiêu cực đối với biên lợi nhuận, do mảng phát điện trên thị trường cạnh tranh nhạy cảm đối với giá khí hơn so với giá trên hợp đồng. Do vậy, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2021 sẽ giảm còn 8,3%, sụt giảm đáng kể từ mức 14,7% trong năm 2020 và từ mức 11,9% giả định trước đó của chúng tôi trong năm 2021E. Điều này dựa trên giả định của chúng tôi là giá khí trung bình sẽ tăng vọt 20% YoY trong năm nay.

Kết quả, chúng tôi điều chỉnh giảm 38,2% dự báo LNST năm 2021, còn 467 tỷ đồng (-25,3% YoY), cao hơn 1,1% mục tiêu lợi nhuận của công ty, chúng tôi không nghĩ đây là kịch bản quá thận trọng

Biểu đồ 2: Điều chỉnh dự báo năm 2021E

FY Dec 31 (VND'bn)	2021E Old	2021E new	New forecast/	YoY change (%)
Revenue	7,790	7,453	-4.3%	22.5%
<i>Total volume (mn kWh)</i>	4,950	4,500	-9.1%	15.3%
<i>Qc volume (mn kWh)</i>	3,960	3,300	-16.7%	-11.4%
<i>Qm volume (mn kWh)</i>	990	1,200	21.2%	574.2%
Cost of goods sold	(6,860)	(6,833)	-0.4%	31.7%
Gross profits	929	621	-33.2%	-30.6%
Operating expenses	(117)	(112)	-4.3%	31.5%
Operating profits	813	509	-37.4%	-37.2%
Net interest expenses	(17)	(17)	0.0%	-87.8%
Net investments income/(loss)	-	-		
Net other incomes	-	-		
Pretax profits	795	492	-38.2%	-25.9%
Income taxes	(40)	(25)	-38.2%	-35.4%
Minority interests	-	-		
Net profits	755	467	-38.2%	-25.3%
<i>Core earnings</i>	755	467	-38.2%	-25.3%
EBITDA	1,510	1,206	-20.1%	-19.7%
EPS (VND)	2,572	1,590	-38.2%	-25.3%
Dividend (VND per share)	2,500	1,500	-40.0%	-25.0%

Nguồn: YSVN

Đồng thời, chúng tôi cũng giảm giả định cổ tức tiền mặt xuống còn 1.500 đồng/cổ phiếu (15% mệnh giá), tương ứng với tỷ lệ chi trả năm 2021E là 94%. Thêm vào đó, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm cổ tức tiền mặt năm 2022-24E xuống còn 2.000 đồng (từ mức 2.500 đồng). Dự báo cổ tức tiền mặt năm 2021 của chúng tôi tương ứng với tỷ suất cổ tức 6,6% tại mức giá hiện nay, mức tỷ suất tương đối kém hấp dẫn trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng thấp và biến động lợi nhuận theo chiều hướng kém hấp dẫn (xem biểu đồ 4).

Định giá: Giá mục tiêu giảm 23,3%

Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **BÁN** từ khuyến nghị MUA trước đó sau khi giảm 23,3% giá mục tiêu còn 19.318 đồng. Quan điểm của chúng tôi dựa trên sự nhạy cảm của triển vọng kinh doanh đối với việc giá khí tăng và nguồn cung dồi dào đến từ mảng năng lượng tái tạo, cho thấy một triển vọng kém hấp dẫn.

Giá mục tiêu mới tương ứng với EV/EBITDA năm 2021E đạt 4,6x. Nhắc lại, mức giá này của chúng tôi dựa trên 3 phương pháp định giá với tỷ trọng 50% theo mô hình DDM, 40% theo EV/EBITDA và 10% theo mô hình FCFF.

Biểu đồ 3 : Giá mục tiêu được ước tính dựa trên phương pháp kết hợp

	Target Price	Weight
Dividend discount model	18,873	50%
EV/EBITDA multiple	20,404	40%
FCFF	17,192	10%
Overall	19,318	

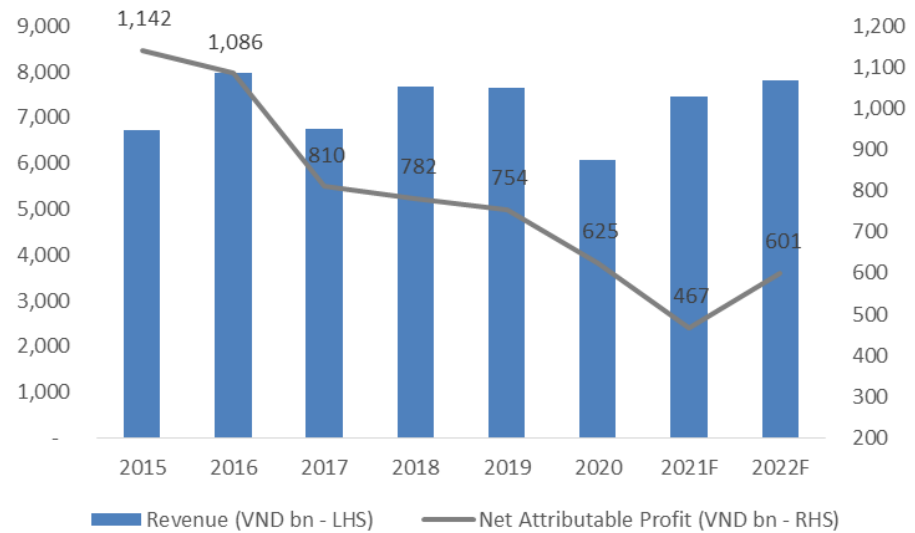
Nguồn: YSVN

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi

Rủi ro trọng yếu đối với khuyến nghị của chúng tôi là sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng năng lượng tái tạo vốn đang được hỗ trợ bởi chính sách của chính phủ, bao gồm điện mặt trời và điện gió. Công suất lắp đặt điện mặt trời tăng 92% YoY, đạt 16.500 MW nhờ vào các chính sách khuyến khích của chính phủ năm 2020. Do đó, theo Bộ Công Thương, công suất lắp đặt của toàn hệ thống điện trong nước tăng 19% YoY, đạt 66.000 MW năm 2020. Điều này dẫn đến việc tăng nguồn cung điện trong ngắn hạn, ảnh hưởng đến việc cạnh tranh với các nguồn điện truyền thống khác. Tuy nhiên, chúng tôi phải nhấn mạnh rằng, nhiệt điện vẫn đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì sự ổn định cho hệ thống điện trong dài hạn. Tuy nhiên, Qc được phân bổ của NT2 là 3,3 tỷ kWh, chiếm 72% trong mục tiêu sản lượng đầu ra của NT2 và thấp hơn đáng kể so với tỷ lệ alpha (80%) theo quy định của Cục Điều tiết Điện lực (Quyết định 123/QĐ-ĐTĐL ban hành ngày 31/12/2020).

Nhạy cảm với giá khí. Do giá khí trung bình được kỳ vọng sẽ tăng 20% YoY vào năm 2021E (đây là giả định của chúng tôi và cũng là của NT2), sẽ không bất hợp lý khi cho rằng biên lợi nhuận năm 2021E giảm do thị trường phát điện cạnh tranh có mức độ nhạy cảm cao đối với giá khí. Hiện nay, giá khí đã tăng 25% YoY.

Biểu đồ 4 : Lợi nhuận đang có xu hướng giảm kể từ năm 2015



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

Tái đàm phán PPA. Ban lãnh đạo của NT2 cho biết rằng việc đàm phán vẫn chưa hoàn thành, nhưng giá theo hợp đồng sẽ không giảm quá 40 đồng/kWh bắt đầu từ năm 2021 trở về sau (so với “kịch bản xấu nhất” của chúng tôi ước tính là 35 đồng trong [báo cáo lần đầu](#)). Trong lần [điều chỉnh](#) trước đó, chúng tôi đã thêm vào toàn bộ khả năng giá sẽ điều chỉnh giảm 40 đồng/kWh để phản ánh đầy đủ những gì chúng tôi nghĩ rằng sẽ trở thành rủi ro giảm giá đối với lợi nhuận dự báo của NT2. Tất nhiên, kết quả cuối cùng có thể tốt hơn hoặc tệ hơn so với kế hoạch của ban lãnh đạo

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

Năm tài chính	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	7.654	6.082	7.453	7.816	8.078
<i>Khí đốt</i>	<i>7.654</i>	<i>6.082</i>	<i>7.453</i>	<i>7.816</i>	<i>8.078</i>
Giá vốn hàng bán	(6.679)	(5.187)	(6.833)	(7.094)	(7.331)
Lợi nhuận gộp	974	895	621	722	747
Chi phí hoạt động	(87)	(85)	(112)	(117)	(121)
Lợi nhuận từ HĐKD	888	810	509	605	626
Chi phí lãi vay	(120)	(143)	(17)	28	77
Thu nhập ròng từ HĐĐT	-	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	30	(4)	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	797	663	492	633	703
Thuế TNDN	(43)	(38)	(25)	(32)	(35)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	754	625	467	601	668
EBITDA	754	625	467	601	668
EPS (đồng)	1.578	1.502	1.206	1.300	1.320

CÁC CHỈ SỐ TRỌNG YẾU

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu	0%	-21%	23%	5%	3%
Lợi nhuận từ HĐKD	(2,9)	(8,8)	(37,2)	18,9	3,5
EBITDA	(1,9)	(4,8)	(19,7)	7,8	1,5
Lợi nhuận ròng	(3,6)	(17,1)	(25,3)	28,7	11,1
EPS (đồng)	(2,7)	(17,1)	(25,3)	28,7	11,1
Hệ số sinh lời (%)					
Biên lợi nhuận gộp	12,7	14,7	8,3	9,2	9,2
Biên lợi nhuận từ HĐKD	11,6	13,3	6,8	7,7	7,7
Biên EBITDA	20,6	24,7	16,2	16,6	16,3
Biên lợi nhuận ròng	9,9	10,3	6,3	7,7	8,3
ROA	9,2	9,0	7,4	9,6	10,4
ROE	19,3	14,8	11,6	15,9	17,5
Hệ số bền vững					
Nợ ròng/VCSH (x)	28,9	16,6	0,3	-17,7	-37,0
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	10,1	21,2	19,7	59,3	61,4
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn(x)	0,7	0,8	1,1	3,2	3,3
Số ngày phải thu tiền mặt	57,3	83,6	36,5	8,4	8,8
Hệ số thanh toán tức thời (x)	0,8	0,9	0,9	1,2	1,5
Hệ số thanh toán nhanh (x)	0,7	0,8	0,8	1,1	1,4
Tiền mặt (tỷ đồng)	(1.191)	(713)	(12)	668	1.428
Hiệu suất hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	90	83	74	78	79
Vòng quay hàng tồn kho	15	22	16	15	15
Vòng quay khoản phải trả	48	21	54	84	85

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)

Năm tài chính	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Tổng tài sản	7.564	6.381	6.231	6.320	6.466
Tiền và các khoản tương đương tiền	451	62	188	868	1.628
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	0	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.459	1.489	1.736	1.815	1.873
Hàng tồn kho	302	315	281	292	301
Tài sản ngắn hạn khác	4	20	0	0	0
Tài sản cố định	4.876	4.184	3.578	2.882	2.187
Tài sản khác	272	311	448	463	477
Nợ phải trả	3.437	2.084	2.465	2.541	2.609
Nợ ngắn hạn	2.944	2.083	2.426	2.502	2.570
Phải trả người bán ngắn hạn	195	397	1.611	1.672	1.728
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1.350	775	200	200	200
Nợ dài hạn	493	1	38	38	38
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	492	-	-	-	-
Phải trả khác	1	1	38	38	38
Vốn chủ sở hữu	4.127	4.298	3.766	3.779	3.858
Vốn góp của chủ sở hữu	2.879	2.879	2.879	2.879	2.879
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Khác	137	137	137	137	137
Lợi nhuận giữ lại	1.111	1.282	750	763	842
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)

Năm tài chính	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Dòng tiền từ HĐKD	1.907	1.435	1.361	1.271	1.350
Thu nhập ròng	754	625	467	601	668
Khấu hao	688	693	704	696	695
Thay đổi trong VLC	430	(345)	724	(14)	1
Khác	35	462	(533)	(12)	(13)
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	(29)	161	(237)	(16)	(14)
Chi tiêu vốn ròng	-	-	(101)	-	-
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	171	(39)	(136)	(16)	(14)
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	(200)	200	0	-	-
Dòng tiền sau đầu tư	1.878	1.596	1.125	1.256	1.336
Dòng tiền từ HĐ tài chính	(1.826)	(1.643)	(1.006)	(576)	(576)
Thay đổi trong vốn góp CSH	-	-	0	-	-
Thay đổi trong nợ	(1.107)	(1.067)	(575)	-	-
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	(720)	(576)	(432)	(576)	(576)
Thay đổi ròng trong dòng tiền	51	(47)	118	680	760
Dòng tiền đầu kỳ	65	117	69	188	868
Tiền mặt cuối kỳ	117	69	188	868	1.628

CÁC THƯỚC ĐO CHÍNH

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PE (x)	8,9	10,7	14,4	11,2	10,1
PE pha loãng (x)	8,9	10,7	14,4	11,2	10,1
PB (x)	1,6	1,5	1,7	1,7	1,7
EBITDA/CP	5.481	5.219	4.190	4.515	4.584
DPS (đồng)	2.500	2.000	1.500	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	10,9	8,8	6,6	8,8	8,8
EV/EBITDA (x)	4,9	4,9	5,5	4,5	3,9
EV/EBIT (x)	9,6	8,0	9,6	9,8	8,2

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

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