

Việt Nam: Ngành Năng Lượng
7 April 2021
PC1
MUA
Giá mục tiêu tăng +24,5%
Đóng cửa 05/04/2021

Giá	28.000 đồng
Mục tiêu 12T	34.864 đồng
Mục tiêu trước đó	24.092 đồng
Thay đổi	+44.7%

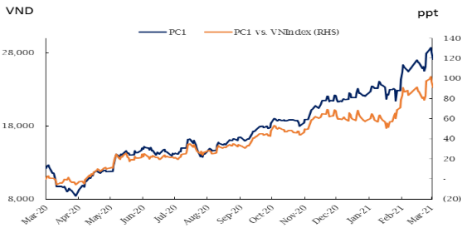
Tiêu điểm

- ▶ PC1 đạt mục tiêu doanh thu năm 2021 tăng +20,2% YoY do doanh thu bán điện được kỳ vọng tăng mạnh +46%.
- ▶ PC1 đang triển khai 3 dự án điện gió 48MW với tổng vốn đầu tư là 5,4 nghìn tỷ đồng.
- ▶ Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu năm 2021E tăng 20% so với dự báo trước đó, nhưng điều chỉnh giảm dự báo LNST sau CĐTS xuống 15% do dự án bất động sản có biên lợi nhuận cao bị trì hoãn sang 2022.

Quan điểm

- ▶ Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 45%, đạt 34.864 đồng.
- ▶ Dự báo LNST đã được điều chỉnh giảm của chúng tôi cao hơn 29% so với dự báo của các bên vì chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ đưa 3 dự án điện gió vào hoạt động trước tháng 11 năm nay.
- ▶ Rủi ro trọng yếu là khối lượng công việc lớn và thời gian hạn hẹp, dễ gây ra sự gián đoạn tiềm ẩn trong việc chuyển giao thiết bị.

Hồ sơ doanh nghiệp: PC1 dẫn đầu thị trường xây lắp, đường dây tải điện, trạm biến áp và sản xuất cột điện. Các hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty là nguồn tạo ra doanh thu chính nhưng khả năng sinh lời thường bị hạn chế bởi các quy định nhà nước. Giá trị của PC1 nằm ở các mảng kinh doanh phụ có biên lợi nhuận cao hơn – mảng phát điện và phát triển bất động sản.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	231
GTGD BQ 6T (triệu USD)	0,69
SLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	191
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	63
Sở hữu nước ngoài (%)	11,8
Cổ đông lớn (%)	29,8
Tài sản/VCSH (x)	2,3
2022E EV/EBITDA (x)	5,4
2022E P/B (x)	0,8
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	37,2

Triển vọng tài chính (tỷ đồng)

Năm	2020A	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	5.842	6.657	8.018	8.168
LN HKKD	591	818	891	1.232
LN ròng	356	506	448	563
EPS (đồng)	2.236	3.012	2.671	3.354
Chênh lệch EPS (%)	(32,1)	34,7	(11,3)	25,6
P/E (x)	9,3	10,5	8,3	6,5
ROE (%)	10,2	11,9	9,0	10,3
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-
DPS (đồng)	-	-	-	-

CTCP XÂY LẬP ĐIỆN 1 (PC1)

Kỳ Vọng Vào Điện Gió

Mảng phát điện sẽ hỗ trợ cho doanh thu năm 2021. PC1 đạt mục tiêu doanh thu năm 2021 sẽ đạt 8 nghìn tỷ đồng, tăng +20,2% YoY. PC1 kỳ vọng doanh thu bán điện năm 2021 sẽ tăng 46% YoY, đạt 1,1 nghìn tỷ đồng do công ty sẽ đưa 3 dự án điện gió quy mô lớn đi vào hoạt động trong năm nay. Ngoài ra, doanh thu xây lắp được kỳ vọng sẽ tăng 48,3%, đạt 4,5 nghìn tỷ đồng nhờ vào các dự án đã được triển khai từ năm 2020. Tuy nhiên, kế hoạch LNST của PC1 năm 2021 chỉ đạt 516 tỷ đồng, giảm nhẹ 3,9% YoY. Doanh thu mảng bất động sản (BDS) có biên lợi nhuận cao giảm 86% YoY, chỉ còn 117 tỷ đồng do dự án mới bị trì hoãn đến năm 2022E.

Các dự án điện gió với tổng vốn đầu tư đạt 5,4 nghìn tỷ đồng đang trong quá trình xây dựng. PC1 đang đầu tư vào nhà máy điện gió Liên Lập 48MW, được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động trong tháng 08/2021. Theo sau đó sẽ là 2 nhà máy điện gió (mỗi nhà máy có công suất 48MW) khác tại Phong Huy và Phong Nguyên.

Điều chỉnh mô hình. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu năm 2021E +20%, đạt 8 nghìn tỷ đồng sau khi thêm vào mô hình các dự án nhà máy điện gió mới, những dự án này sẽ bù đắp cho sự sụt giảm YoY trong doanh thu BDS. Tuy nhiên, chúng tôi giảm dự báo LNST sau CĐTS năm 2021E xuống 15%, còn 448 tỷ đồng (+4% YoY), mức dự báo này cao hơn 4% so với kế hoạch của công ty. Phần lớn là do chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ giảm còn 15,5% trong năm 2021 (giảm 1,8 điểm phần trăm YoY) vì dự án BDS Vĩnh Hưng có biên lợi nhuận cao sẽ bị trì hoãn sang năm 2022E.

Yuanta vs. Các bên. Dự báo LNST năm 2021 của chúng tôi cao hơn 29% so với dự báo của các bên (dữ liệu được lấy từ Bloomberg). Dự báo LNST năm 2022-23E của chúng tôi cao hơn 70% so với các bên bởi vì chúng tôi đã đưa 3 dự án điện gió và dự án BDS Vĩnh Hưng vào vào mô hình định giá.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và tăng giá mục tiêu 45%, đạt 34.864 đồng, tương ứng với EV/EBITDA kỳ vọng năm 2022E đạt 6,0x. Chúng tôi xem 3 dự án điện gió tiềm năng sẽ là nhân tố chính thúc đẩy cho hoạt động của công ty (những dự án này đã không được các bên chú ý đến).

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@yuantacom.vn
<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

Nhà máy điện gió quy mô lớn sẽ đi vào hoạt động bắt đầu từ tháng 08

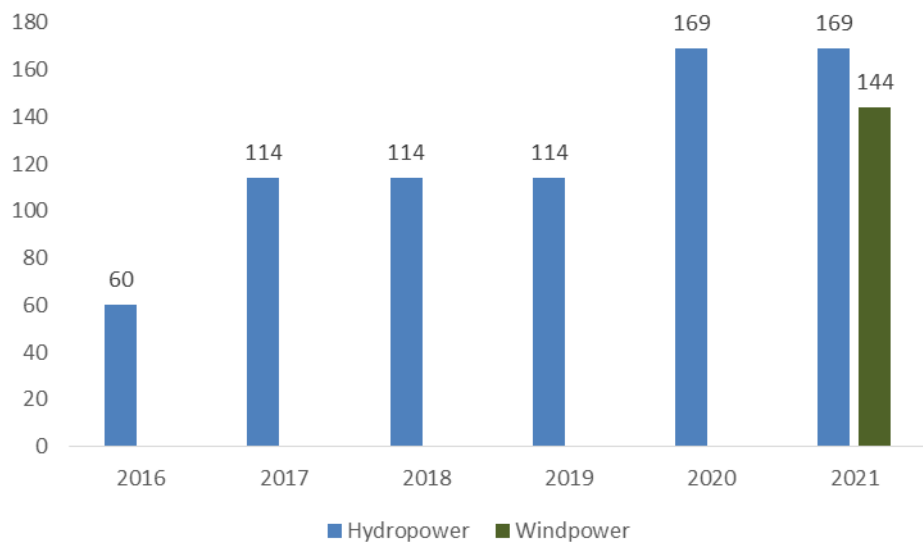
PC1 đã đầu tư rất nhiều vào các nhà máy thủy điện có quy mô nhỏ. Trong năm 2020, PC1 đã hoàn thành 3 dự án thủy điện bao gồm Bảo Lạc B (Q1/2020), Mông Ân (30MW, tháng 07) và Sông Nhiệm 4 (6MW, tháng 07).

Như vậy, PC1 hiện đang sở hữu 7 nhà máy thủy điện quy mô nhỏ với tổng công suất đạt 169MW, tăng từ 60MW vào năm 2016, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2016-2020 là 30%. Hầu hết các nhà máy thủy điện được xây dựng tại các khu vực thuận lợi về mặt địa lý với lượng mưa ổn định. Trong trung hạn, PC1 sẽ đầu tư vào nhà máy thủy điện Bảo Lạc A và Thượng Hà.

Tuy nhiên, trong ngắn hạn, PC1 sẽ chỉ tập trung vào việc phát triển các nhà máy điện gió để có thể kịp thời hưởng lợi từ giá FIT, hạn cuối để hưởng giá FIT cho điện gió sẽ kết thúc vào tháng 11 năm nay.

Cụ thể, PC1 đang đầu tư vào nhà máy điện gió Liên Lập với công suất 48MW (PC1 sở hữu 54,73% cổ phần), sẽ được đi vào hoạt động bắt đầu từ tháng 08/2021. Chúng tôi kỳ vọng theo sau đó sẽ là 2 nhà máy điện gió với công suất 48MW khác tại Phong Huy (PC1 sở hữu 54,7%) và Phong Nguyên (PC1 cũng sở hữu 54,7%) với tổng vốn đầu tư đạt 4,0 nghìn tỷ đồng, được lên kế hoạch sẽ đi vào hoạt động trước tháng 11/2021. Khi đó, những nhà máy này sẽ hưởng giá FIT ưu đãi với 8,5 cent/kWh, theo Quyết định 39/2018/QĐ-TTg.

Biểu đồ 1: Công suất lắp đặt



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Chúng tôi tin rằng PC1 sẽ có thể đưa cả 3 nhà máy điện gió đi vào hoạt động đúng thời hạn và các nhà máy này sẽ có những đóng góp đáng kể vào kết quả tài chính nửa đầu năm 2021 và hơn thế nữa. Vì công ty đã xác nhận sẽ vận hành cả ba dự án điện gió này trước tháng 11/2021, nên chúng tôi cho rằng việc thêm các dự án này vào mô hình là hoàn toàn hợp lý, đây là yếu tố khác biệt chính trong mô hình của chúng tôi so với các bên. Do đó, chúng tôi đã tăng dự báo doanh thu bán điện năm 2021E lên 31%, đạt 988 tỷ đồng (+32% YoY).

Thêm vào đó, PC1 kỳ vọng mảng xây lắp của công ty sẽ tăng mạnh trong năm nay sau khi giá trị hợp đồng mới được ký kết vào năm ngoái tăng 20% YoY, đạt 3,5 nghìn tỷ đồng. Hoạt động kinh doanh này đã bị ảnh hưởng nhẹ bởi COVID-19 do lượng các hợp đồng tồn đọng tính đến cuối Q4/2020 đạt 3,2 nghìn tỷ đồng, tăng 7% YoY. Chúng tôi dự báo doanh thu xây lắp sẽ tăng trưởng 49% YoY, đạt 4.528 tỷ đồng trong năm nay.

Ngược lại, mảng kinh doanh BĐS của PC1 (mảng này có biên lợi nhuận cao) rất có khả năng sẽ bị trì hoãn do dự án Vĩnh Hưng vẫn đang còn trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu. Chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ ghi nhận 525 tỷ đồng doanh thu từ dự án Vĩnh Hưng vào năm 2022, thay vì 2021 như kỳ vọng của chúng tôi lúc ban đầu.

Điều chỉnh: Đưa điện gió vào mô hình 2021.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu năm 2021E lên 20%, đạt 8.018 tỷ đồng (+20% YoY), cao hơn 0,2% so với kế hoạch doanh thu của PC1.

Chúng tôi đã đưa vào mô hình định giá 3 nhà máy điện gió (mỗi nhà máy có công suất 48MW) tại Liên Lập, Phong Huy và Phong Nguyên. Chúng tôi kỳ vọng tất cả 3 trang trại điện gió này sẽ đi vào hoạt động trước tháng 11/2021. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu bán điện lên 31% YoY trong năm nay, mức tăng trưởng này vẫn còn khá thận trọng đối với chúng tôi do trang trại điện gió Liên Lập được lên kế hoạch sẽ đi vào hoạt động bắt đầu từ tháng 08/2021.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng mảng xây dựng sẽ tăng mạnh nhờ vào các hợp đồng đã được ký kết vào năm ngoái, tăng 20% YoY. Vì vậy, chúng tôi cũng tăng dự báo năm 2021E lên 47%, đạt 4.528 tỷ đồng.

Ngược lại, chúng tôi giảm 77% dự báo doanh thu mảng BĐS năm 2021E. Chúng tôi không còn kỳ vọng PC1 có thể hoàn thành dự án Vĩnh Hưng trong năm nay, nhưng thay vào đó, doanh thu này sẽ được ghi nhận vào năm 2022E.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng sẽ giảm còn 15,5% (so với dự báo của chúng tôi trước đó là 16,9%). Sự sụt giảm này là do dự án BĐS bị trì hoãn, đây là mảng có biên lợi nhuận cao của PC1. Mảng BĐS sẽ được bù đắp bởi sự gia tăng trong doanh thu xây lắp, nhưng mảng xây lắp lại có biên lợi nhuận tương đối thấp.

Biểu đồ 2: Điều chỉnh dự báo năm 2021E

FY Dec 31 (VND'bn)	2020A	2021F Old forecast	2021F New	New/Old forecast	YoY growth (%)
Revenue	6,657	6,660	8,018	20%	20%
Construction	3,041	3,077	4,528	47%	49%
Manufacturing	824	1,096	677	-38%	-18%
Investment property	21	20	-	-	-
Property transfer	835	525	120	-77%	-86%
Electricity sales	748	754	988	31%	32%
Trading	1,122	1,080	1,635	51%	46%
Others	66	108	69	-36%	4%
Cost of goods sold	(5,504)	(5,536)	(6,777)	22%	23%
Gross profits	1,153	1,124	1,241	10%	8%
Operating expenses	(335)	(291)	(351)	20%	5%
Operating profits	818	833	891	7%	9%
Pretax profits	643	632	602	-5%	-6%
Minority interests	32	19	87	363%	172%
Net profits	506	528	448	-15%	-11%
EBITDA	1,003	1,062	1,167	10%	16%
Gross profit margin (%)	17.3	16.9	15.5	-8%	-11%

Nguồn: YSVN

Kết quả là chúng tôi giảm dự báo LNST sau CĐTS năm 2021E xuống 15% so với dự báo của chúng tôi trước đó, đạt 448 tỷ đồng (+4% YoY). Mức dự báo này vẫn cao hơn 4% so với kế hoạch đặt ra của công ty.

Định giá: Giá mục tiêu tăng 45%

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA PC1 và điều chỉnh tăng 45% giá mục tiêu lên 34.864 đồng. Mô hình của chúng tôi đã bao gồm cả 3 dự án điện gió do PC1 đã lên kế hoạch sẽ hoàn thành việc xây dựng cả 3 nhà máy trước tháng 11.

Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với EV/EBITDA năm 2022E đạt 6,0x, thấp hơn 11,8% so với trung vị của các công ty cùng ngành trong cùng khu vực. Như đã đề cập trước đó, giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên 2 phương pháp định giá với tỷ trọng 50% theo mô hình FCFF và 50% theo EV/EBITDA. Đáng chú ý, PC1 là công ty xây lắp điện lớn nhất trong số các công ty được niêm yết tại Việt Nam về mặt vốn hóa thị trường và doanh thu.

Biểu đồ 3 : Tính toán giá mục tiêu

Valuation methods	Target Price	Weight
FCFF	33,693	50%
EV/EBITDA multiple	36,036	50%
Overall	34,864	100%

Nguồn: YSVN

Biểu đồ 4 : Phân tích độ nhạy

		WACC				
		7.5%	8.0%	8.3%	8.5%	9.0%
Terminal growth rate	34,864					
	2.0%	36,499	32,303	29,831	28,780	25,785
	2.5%	39,825	34,961	32,132	30,938	27,559
	3.0%	43,890	38,151	34,864	33,488	29,630
	3.5%	48,971	42,050	38,161	36,548	32,076
	4.0%	55,505	46,923	42,217	40,288	35,012

Nguồn: YSVN

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi

Rủi ro trọng yếu đối với khuyến nghị của chúng tôi là áp lực về thời gian. PC1 chỉ còn 7 tháng để hoàn thiện 3 dự án điện gió và công ty phải thực hiện gần như là cùng một lúc đối với 3 dự án này. Sự chậm trễ nguồn cung thiết bị xây dựng bị gián đoạn do ảnh hưởng của COVID-19 là điều có thể xảy ra. Vì vậy, chúng tôi sẽ không loại trừ khả năng công ty sẽ kéo dài thời hạn đến cuối tháng 10 để có thể vẫn đủ điều kiện hưởng giá ưu đãi FIT; tuy nhiên, chúng tôi cũng không giả định rằng việc gia hạn sẽ diễn ra.

Huy động vốn và đòn bẩy tài chính. Ngành công nghiệp năng lượng có khả năng sinh lợi cao, nhưng cũng cần nhiều vốn như đã lưu ý trong [báo cáo lần đầu](#) của chúng tôi. Do đó, mặc dù chúng tôi đánh giá cao sự tăng trưởng của ngành năng lượng, nhưng PC1 nên thận trọng trong việc sử dụng đòn bẩy tài chính. Việc thực hiện 3 dự án điện gió cùng một lúc đòi hỏi tổng vốn đầu tư là 5,4 nghìn tỷ đồng, điều này có thể làm ảnh hưởng đến sức khỏe tài chính của công ty. Chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của PC1 có thể đạt 120,1% vào tháng 12/2021 (tăng từ 46,6% vào tháng 12/2020), nhưng chúng tôi dự kiến tỷ lệ này sẽ giảm xuống còn 85,4% vào năm 2022 và còn 60,1% vào năm 2023, với giả định là không chia cổ tức.

Nguồn cung điện dư thừa trong ngắn hạn. Theo Bộ Công Thương (MoIT), vào năm 2020, tổng công suất lắp đặt của toàn hệ thống điện trong nước tăng 19% YoY, đạt 66.000MW. Một phần đáng kể trong lượng công suất mới đến từ điện mặt trời, với tổng công suất lắp đặt tăng 92% YoY, đạt 16.500 MW, hầu hết trong số đó đã đi vào hoạt động từ cuối năm. Điều này dường như đã tạo ra áp lực lên doanh thu bán điện của các công ty khác (ví dụ: [NT2 \(BÁN\)](#)) và có thể tạo ra những khó khăn trong ngắn hạn đối với PC1.

Rủi ro giảm huy động. PC1 cũng như những nhà cung cấp điện khác đang phải đối mặt với vấn đề là chỉ có một bên mua mua điện – đó là EVN. Cho đến nay, phân khúc thủy điện có quy mô nhỏ của PC1 đã không gặp khó khăn, có thể là do giá bán điện từ các nhà máy thủy điện thường thấp hơn so với hầu hết các nguồn năng lượng khác. Các nhà máy điện gió đi vào hoạt động vào tháng 11 sẽ có thể bán điện với mức giá FIT ưu đãi; nói cách khác, mức giá này sẽ đắt hơn đối với EVN so với thủy điện. Rủi ro là tình trạng này có thể dẫn đến việc giảm nhu cầu huy động đối với mảng năng lượng này, giống như những gì các nhà máy điện mặt trời đã trải qua.

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

<i>Năm tài chính</i>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	5.842	6.657	8.018	8.168	9.138
<i>Xây lắp</i>	3.000	3.041	4.528	3.832	4.257
<i>Sản xuất công nghiệp</i>	981	824	677	774	829
<i>Đầu tư BĐS</i>	19	21	-	-	-
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	194	835	120	100	525
<i>Bán điện</i>	551	748	988	1.710	1.727
<i>Bán hàng hóa, vật tư</i>	998	1.122	1.635	1.680	1.725
<i>Khác</i>	100	66	69	71	74
Giá vốn hàng bán	(5.026)	(5.504)	(6.777)	(6.579)	(7.361)
Lợi nhuận gộp	816	1.153	1.241	1.589	1.777
Chi phí hoạt động	(225)	(335)	(351)	(357)	(399)
Lợi nhuận từ HĐKD	591	818	891	1.232	1.378
Chi phí lãi vay	(131)	(210)	(298)	(424)	(371)
Thu nhập ròng từ HĐĐT	(34)	18	-	-	-
Thu nhập ròng khác	6	17	10	10	11
Lợi nhuận trước thuế	431	643	602	817	1.018
Thuế TNDN	(56)	(105)	(67)	(71)	(110)
Lợi ích cổ đông thiểu số	19	32	87	183	185
Lợi nhuận ròng	356	506	448	563	723
<i>Lợi nhuận cốt lõi</i>	356	506	448	563	723
EBITDA	756	1.003	1.167	1.745	1.891
EPS (đồng)	2.236	3.012	2.671	3.354	4.310

CÁC HỆ SỐ TRỌNG YẾU

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu	14,9	13,9	20,4	1,9	11,9
<i>Xây lắp</i>	73,4	1,3	48,9	(15,4)	11,1
<i>Sản xuất công nghiệp</i>	96,7	(16,0)	(17,8)	14,4	7,1
<i>Đầu tư BĐS</i>	33,2	13,4	n/a	n/a	n/a
<i>Chuyển nhượng BĐS</i>	(79,7)	330,1	(85,6)	(16,7)	425,0
<i>Bán điện</i>	(1,6)	35,9	32,1	73,0	1,0
<i>Bán hàng hóa, vật tư</i>	(20,5)	12,4	45,8	2,7	2,7
<i>Khác</i>	37,5	(33,7)	4,0	4,0	4,0
Lợi nhuận từ HĐKD	(10,1)	38,4	8,9	0	0
EBITDA	(6,8)	32,6	16,4	49,6	8,4
Lợi nhuận ròng	(23,6)	42,0	(11,5)	26	29
EPS (đồng)	(32,1)	34,7	(11,3)	26	29
Hệ số sinh lời (%)					
Biên lợi nhuận gộp	14,0	17,3	15,5	19,5	19,4
Biên lợi nhuận từ HĐKD	10,1	12,3	11,1	15,1	15,1
Biên EBITDA	12,9	15,1	14,6	21,4	20,7
Biên lợi nhuận ròng	6,1	7,6	5,6	6,9	7,9
ROA	4,8	5,3	3,6	4,1	5,3
ROE	10,2	11,9	9,0	10,3	12,3
Hệ số bền vững					
Nợ ròng/VCSH (x)	62,2	46,6	120,1	85,4	60,1
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	3,5	3,4	2,7	2,7	3,5
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn(x)	1,1	0,8	1,0	3,5	5,8
Số ngày phải thu tiền mặt	92,0	86,4	43,8	31,0	27,8
Hệ số thanh toán tức thời (x)	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6
Hệ số thanh toán nhanh (x)	1,1	1,3	1,1	1,3	1,3
Tiền mặt (tỷ đồng)	(2.299)	(2.219)	(6.224)	(4.877)	(3.636)
Hiệu suất hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	70	78	67	59	52
Vòng quay hàng tồn kho	79	72	43	46	45
Vòng quay khoản phải trả	57	64	66	74	69

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)

<i>Năm tài chính</i>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Tổng tài sản	8.314	10.724	13.845	13.706	14.084
Tiền và các khoản tương đương tiền	568	1.476	386	888	1.677
Đầu tư tài chính ngắn hạn	180	63	63	63	63
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.865	3.421	2.674	2.598	2.507
Hàng tồn kho	1.429	750	835	811	1.008
Tài sản ngắn hạn khác	119	57	57	57	57
Tài sản cố định	2.414	3.804	3.655	8.541	8.027
Tài sản khác	1.739	1.154	6.175	748	744
Nợ phải trả	4.619	5.961	8.662	7.994	7.693
Nợ ngắn hạn	2.592	3.744	2.809	2.857	3.143
Phải trả người bán ngắn hạn	823	1.099	1.355	1.316	1.472
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	1.046	1.586	866	737	529
Nợ dài hạn	2.028	2.218	5.853	5.137	4.550
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	2.000	2.171	5.807	5.091	4.504
Phải trả khác	28	46	46	46	46
Vốn chủ sở hữu	3.695	4.763	5.183	5.712	6.391
Vốn góp của chủ sở hữu	1.593	1.912	1.912	1.912	1.912
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Khác	201	256	255	255	255
Lợi nhuận giữ lại	933	1.102	1.523	2.052	2.731
Cổ đông thiểu số	257	782	782	782	782

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)

<i>Năm tài chính</i>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Dòng tiền từ HĐKD	557	2.728	954	1.022	1.506
Thu nhập ròng	356	505	448	563	723
Khấu hao	136	186	277	514	514
Thay đổi trong VLC	(834)	(203)	448	276	388
Khác	899	2.239	(219)	(331)	(119)
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	(2.033)	(2.849)	(4.959)	325	79
Chi tiêu vốn ròng	(405)	(3.021)	-	(241)	(241)
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	(707)	(804)	(4.873)	542	517
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	(921)	976	(85)	24	(197)
Dòng tiền sau đầu tư	(1.476)	(121)	(4.005)	1.347	1.585
Dòng tiền từ HĐ tài chính	1.343	1.030	2.915	(844)	(795)
Thay đổi trong vốn góp CSH	266	319	-	-	-
Thay đổi trong nợ	1.077	711	2.915	(844)	(795)
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Thay đổi ròng trong dòng tiền	(134)	908	(1.090)	502	789
Dòng tiền đầu kỳ	701	568	1.476	386	888
Tiền mặt cuối kỳ	568	1.476	386	888	1.677

CÁC THƯỚC ĐO CHÍNH

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PE (x)	12,5	9,3	10,5	8,3	6,5
PE pha loãng (x)	12,5	9,3	10,5	8,3	6,5
PB (x)	1,2	0,9	0,9	0,8	0,7
EBITDA/CP	4.745	6.293	7.324	10.954	11.871
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	8,9	6,7	9,2	5,4	4,1
EV/EBIT (x)	11,4	8,2	12,0	7,6	5,6

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