

**Việt Nam: Ngành Dầu Khí**
**13 March 2024**
**PVD**
**MUA**
**Giá mục tiêu tăng +26.3%**
**Đóng cửa 12/03/2024**

Giá 30.300 đồng

Mục tiêu 12T 38.259 đồng

Mục tiêu trước đó 36.103 đồng

Thay đổi +6.0%

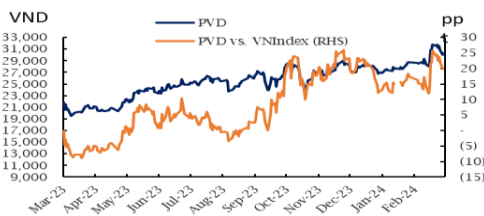
**Tiêu điểm**

- ▶ Giá định giá cho thuê giàn năm 2024 của chúng tôi là 100 nghìn USD (+28% YoY / +54% từ năm 2022).
- ▶ Giá cho thuê giàn ở Đông Nam Á sẽ duy trì ở mức cao do hiệu suất sử dụng giàn khoan trong ngành đã đạt 95%.
- ▶ Tất cả các giàn khoan của PVD đều có hợp đồng cho thuê trong giai đoạn 2024-2025.
- ▶ Ngoài ra, PVD đang có kế hoạch mua thêm giàn khoan tự nâng.

**Quan điểm**

- ▶ Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 38.259 đồng/ cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng là 26,3%.
- ▶ Chúng tôi dự báo PATMI năm 2024E sẽ tăng 114% YoY, đạt 1.239 tỷ đồng.
- ▶ PVD có vị thế tốt để phát triển kinh doanh lâu dài từ năm 2026 trở đi
- ▶ Rủi ro: Giá dầu là rủi ro chính trong giao dịch ngắn hạn. Sự trì hoãn dự án Lô B có thể tác động tiêu cực đến lợi nhuận trong tương lai.

**Hồ sơ doanh nghiệp:** PVD là nhà cung cấp các dịch vụ khoan tích hợp. Lĩnh vực kinh doanh chính của công ty là cung cấp dịch vụ khoan và kỹ thuật giếng khoan, sửa chữa cơ khí, dịch vụ nguồn nhân lực và kinh doanh phụ tùng. Công ty sở hữu bốn giàn khoan tự nâng, một giàn TAD và một giàn đất liền, đã đạt kỷ lục với thành tích những giàn không xây ra bất kỳ sự cố nào gây mất thời gian lao động (LTI).

**Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index**


Vốn hóa thị trường	625 triệu USD
GTGD BQ 6T	5,8 triệu USD
SLCP đang lưu hành	556 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	49,6%
Sở hữu nước ngoài	22,0%
Cổ đông lớn	50,4%
Nợ ròng/VCSH	1,9%
EV/EBITDA 2024E	7,0x
P/B 2024E	1,0x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	27,0%

**Tình hình tài chính (tỷ đồng)**

Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E
Doanh thu	5.812	7.402	9.565	10.272
LN hoạt động	756	1.319	2.445	2.813
LN ròng	579	1.239	2.159	2.500
EPS (đồng)	1.041	2.228	3.881	4.494
Chênh lệch EPS (%)	n/a	113.9	74.2	15.8
P/E (x)	13,6	7,8	6,7	7,0
ROE (%)	4,2	8,8	14,5	15,5
Lợi suất cổ tức (%)		2,3	2,3	2,3
DPS (đồng)		700	700	700

Chuyên viên phân tích:

Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

[Binh.truong@yuanta.com.vn](mailto:Binh.truong@yuanta.com.vn)
<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

## PV Drilling (PVD)

### Chu kỳ tăng trưởng chỉ mới bắt đầu

**Giá cho thuê giàn tăng vọt và chưa có dấu hiệu điều chỉnh trong ngắn hạn.** Giá thuê trung bình đạt 150.000 USD/ngày trong tháng 01, tăng +15% YoY nhưng tăng 114% so với năm 2022. Ngành khoan đang khá nhộn nhịp và giá cho thuê giàn tiếp tục xu hướng tăng nhờ 1) công suất sử dụng trên thị trường đạt mức cao kỷ lục khoảng 95% trong BIỂN; và 2) thâm hụt nguồn cung giàn khoan ở Đông Nam Á dự kiến sẽ giảm xuống -3 giàn khoan vào tháng 5/2024, mức đáy trong nhiều năm.

**Các giàn khoan của PVD gần như đều được kín lịch giai đoạn 2024-2025.** Trong một cuộc gặp gỡ NĐT gần đây, PVD tiết lộ rằng tất cả các giàn khoan tự nâng đều được ký hợp đồng cho thuê trong năm 2024-2025 và hiện công ty đang tập trung vào các đơn đặt hàng cho năm 2026. PVD III (giàn tự nâng) có hợp đồng 3 năm đến năm 2027 với tùy chọn gia hạn đến năm 2029. Chúng tôi dự phóng doanh thu khoan năm 2024E sẽ đạt 5.039 tỷ đồng, (+23,8% YoY), chiếm 68% tổng doanh thu dự kiến.

**Các yếu tố thúc đẩy trong ngắn hạn:** 1) Khả năng cao là giá cho thuê trung bình sẽ tiếp tục tăng đến năm 2026. 2) Chúng tôi giả định PVD sẽ đầu tư thêm một giàn khoan tự nâng khác với chi phí 90 triệu USD, cộng thêm 20 triệu USD cho các thiết bị liên quan trong năm 2024. 3) Tiềm năng khởi công dự án Lô B, Ô Môn vào năm 2025, điều này sẽ kích thích thêm nhu cầu về các dịch vụ liên quan đến khoan.

**Yuanta vs. các bên.** Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024F là 7,4 nghìn tỷ đồng (+27,4% YoY), cao hơn 9,7% so với dự báo các bên theo Bloomberg. Chúng tôi dự báo giá cho thuê giàn tăng sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp tăng +3,3 điểm phần trăm YoY, dẫn đến dự báo PATMI 2024F của chúng tôi là 1,2 nghìn tỷ đồng (+114% YoY), cao hơn 34,3% so với ước tính các bên.

**Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA** và tăng giá mục tiêu +6,0% lên 38.259 đồng/ cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời trong 12 tháng là 26,3%. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là mức giá cao nhất trong số tất cả các nhà phân tích trên thị trường được liệt kê trên Bloomberg, phản ánh triển vọng rất lạc quan của chúng tôi đối với công ty. Rủi ro, theo quan điểm của chúng tôi, bao gồm mối tương quan cao giữa giá cổ phiếu với biến động giá dầu và khả năng trì hoãn với dự án Lô B.

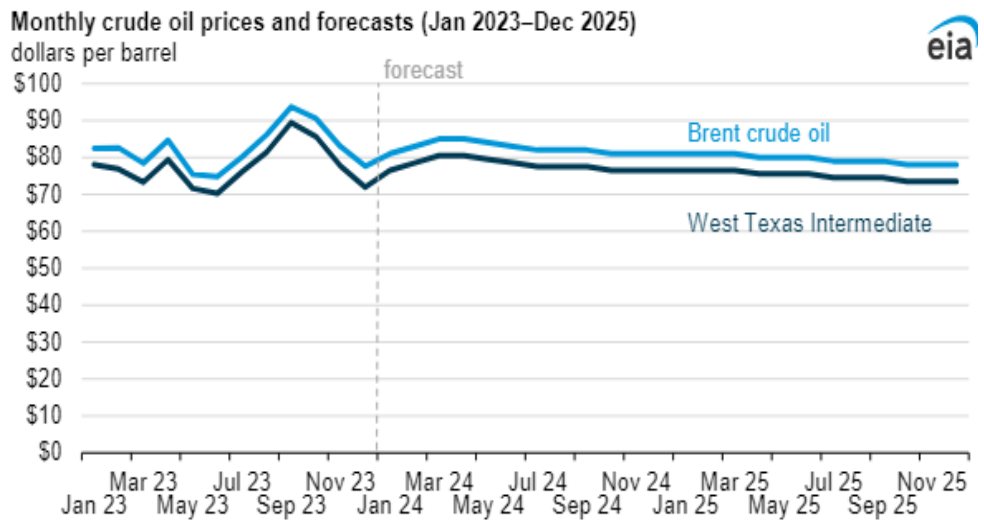
**ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.**

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.

# Giá cho thuê giàn tiếp tục tăng cao

Giá dầu sẽ duy trì ở mức cao trong ít nhất hai năm tới. Giá dầu Brent tương lai hiện giao dịch ở mức khoảng 82 USD/thùng, đi ngang YoY nhưng tăng +12,5% so với mức đáy gần nhất vào tháng 12. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong hai năm tới dưới giả định cung và cầu toàn cầu có sự cân bằng tương đối. Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) vào tháng 1 đã dự báo rằng giá dầu Brent sẽ đạt trung bình 82 USD/thùng trong năm 2024 và 79 USD/thùng vào năm 2025, tương đương với mức trung bình là 82 USD/thùng trong năm 2023.

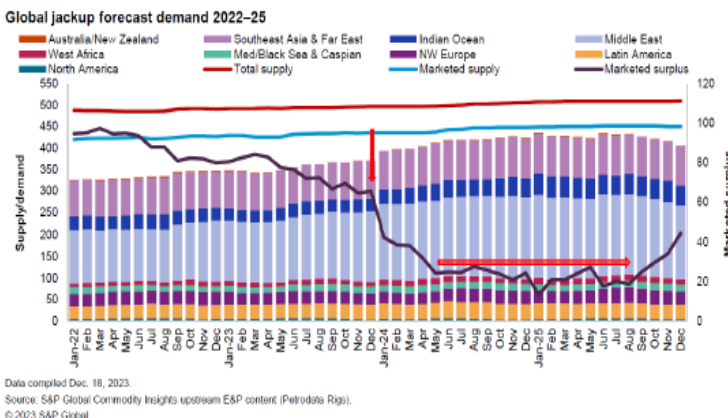
**Biểu đồ 1: EIA dự báo giá dầu Brent sẽ ổn định trong năm 2024-2025**



Nguồn: EIA

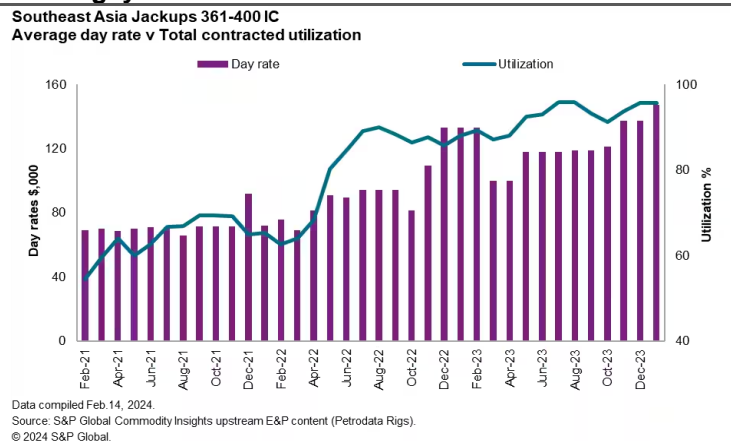
Giá cho thuê giàn khoan đang tăng cao do nhu cầu vẫn cao. Giá cho thuê trung bình ở ĐNA đạt 150.000 USD (ngày) trong tháng 1, tăng +15% YoY và tăng vọt +114% kể từ năm 2022. Nhu cầu về giàn khoan vẫn cao do tỷ lệ sử dụng giàn khoan trên thị trường đã đạt 95%. S&P Global dự báo thặng dư thị trường trên toàn thế giới (cung trừ cầu) sẽ chạm đáy vào tháng 1/2025 với ít hơn 20 giàn khoan trước khi phục hồi lên 40 giàn khoan vào tháng 12/2025. Nhưng hiện tại, nguồn cung giàn khoan cực kỳ khan hiếm – S&P kỳ vọng thặng dư thị trường ở Đông Nam Á chạm đáy vào tháng 5/2024 ở mức -3 (tức là thâm hụt ba giàn khoan).

**Biểu đồ 2: Nguồn cung giàn khoan vẫn khan hiếm đến tháng 1/2025**



Nguồn: S&P global

**Biểu đồ 3: Giá cho thuê giàn đang hướng tới mức 150 USD/ngày**



Nguồn: S&P global, Yuanta Vietnam

Tình trạng thắt chặt nguồn cung giàn khoan có thể còn kéo dài. Bất chấp nhu cầu mạnh mẽ của thị trường khoan, có rất ít giàn khoan đang được sản xuất. Theo ODS Petrodata, chỉ có 18 giàn khoan (12 trong số đó dự kiến dành cho các công ty khoan Trung Quốc) đang được triển khai sản xuất, tương đương 4,1% tổng nguồn cung thị trường. Trong số 18 giàn khoan đang được phát triển này, 10 giàn dự kiến được giao vào năm 2024, 3 giàn vào năm 2025, 3 giàn vào năm 2026 và 2 giàn cho những năm tiếp theo. Số lượng giàn khoan đang

thực hiện thấp hơn nhiều so với chu kỳ trước của năm 2014, khi có 141 giàn khoan đang được sản xuất trên tổng số 453 giàn khoan đang hoạt động trên thị trường (31,1%).

Chúng tôi tin rằng việc sản xuất các giàn khoan mới khó có thể tăng nhanh do áp lực tuân thủ ESG, và do đó tình trạng nguồn cung giàn khoan rất khan hiếm có thể sẽ còn kéo dài lâu hơn so với các lần trước.

**Biểu đồ 4: rất ít giàn khoan đang hoạt động (khoảng 63%)**

GLOBAL NEW BUILD JACKUP – JAN 2024				
No.	Rig Name	Manager	Delivered Date	Country/Area
1	West Tethys	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08-Feb-2024	China
2	West Umbriel	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08-Feb-2024	China
3	West Dione	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08-Jun-2024	China
4	Gulf Driller V	Ocean Challenger	09-Jul-2024	China
5	TS Jade	Shanhaiguan Shipyard	08-Aug-2024	China
6	TS Coral	Shanhaiguan Shipyard	08-Aug-2024	China
7	B370	Rigco Holding Pte Ltd	08-Oct-2024	Singapore
8	Ayu	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	09-Nov-2024	China
9	Vale	Borr Drilling	30-Nov-2024	Singapore
10	West Mimas	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08-Dec-2024	China
11	Var	Borr Drilling	01-Jan-2025	Singapore
12	TS Opal	Shanhaiguan Shipyard	08-Jan-2025	China
13	West Hyperion	COSL	09-Mar-2025	China
14	TS Emerald	Shanhaiguan Shipyard	06-Jan-2026	China
15	Essar 309	Essar Oilfields Services	07-Jan-2026	India
16	Essar 308	Essar Oilfields Services	07-Jan-2026	India
17	Xin Sheng Li San Hao	Shengli Offshore	Provided later	China
18	Kingdom 2	ARO Drilling	Provided later	UAE

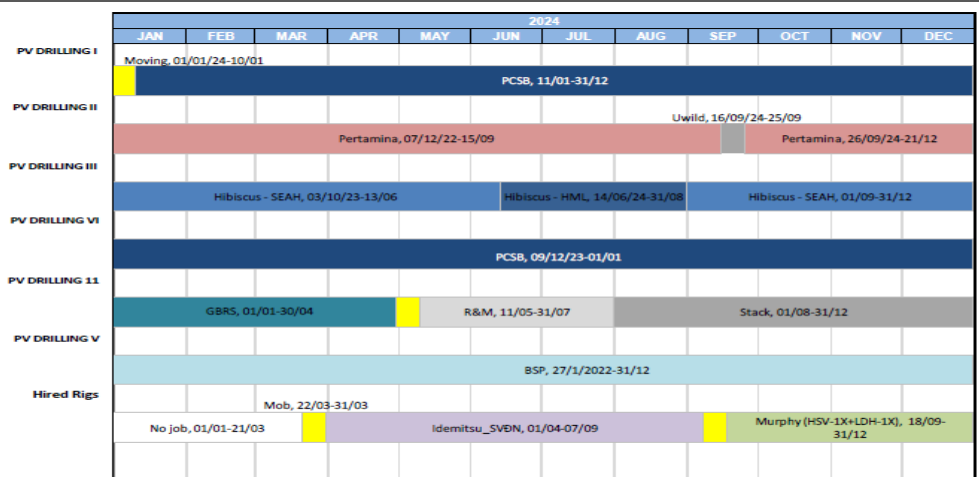
**GLOBAL NEW BUILD JACKUP IN 10 YEARS (2014 VS 2024)**

	Apr-14	Jan-24	Change since peak
Total marketed supply	453	437	-16
Total under construction	141	18	-123
% of new build order book	31.1%	4.1%	-27.0%

Nguồn: PVD, ODS Petrodata

Các giàn khoan của PVD gần như đều được cho thuê đến hết năm 2025. PVD chia sẻ rằng tất cả các giàn khoan của công ty đều được ký kết hợp đồng cho năm 2024-2025 và hiện đang tập trung tìm các cơ hội cho năm 2026. PVD III có hợp đồng 3 năm đến năm 2027 với tùy chọn gia hạn đến năm 2029. PVD đang tìm kiếm cơ hội kinh doanh lâu dài vào năm 2026.

**Biểu đồ 5: Các giàn khoan của PVD gần như đều được cho thuê trong năm 2024-2025**



Nguồn: PVD

## Bức tranh tổng quan về KQKD gần đây

**PATMI Q4/2023: 194 tỷ đồng (tăng +28,4% QoQ / +264% YoY).** Sự phục hồi so với cùng kỳ năm trước được thúc đẩy bởi doanh thu +28,5% QoQ / +19,8% YoY và biên lợi nhuận gộp tăng vọt lên 22,7% trong Q4/2023, tăng từ mức 17,9% trong Q4/2022. Sự cải thiện trong Q4/2023 được củng cố nhờ hiệu suất sử dụng giàn tăng lên (tức 100% trong Q4/2023 so với 95% trong năm 2022) và giá cho thuê trung bình tăng (\$92,7k/ngày, +35% YoY).

**PATMI năm 2023 đạt 540 tỷ đồng, cải thiện đáng kể so với mức lỗ ròng năm 2022** là 154,9 tỷ đồng. Do đó, PVD đã vượt mục tiêu PATMI cả năm của công ty với mức tăng thuyết phục là 5,4x do biên lợi nhuận mở rộng lên 22,3%, tăng từ mức 10,6% trong năm 2022 và Giá cho thuê trung bình tăng lên 78,7 nghìn USD (+30% YoY). Vui lòng xem báo cáo đầy đủ về kết quả KQKD Q4/2023 của chúng tôi: [Chu kỳ tăng trưởng chỉ mới bắt đầu.](#)

## Điều chỉnh lợi nhuận: Tăng giả định của chúng tôi về hoạt động khoan nhưng cắt giảm dự báo kinh doanh liên quan đến khoan

Hiện chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024F sẽ đạt 7.402 tỷ đồng, tăng +27,4% YoY. Giả định này thấp hơn -17,6% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Điều này là do chúng tôi đã cắt giảm dự báo doanh thu liên quan đến khoan -57% so với dự báo trước đó do dự án Lô B bị chậm trễ. Ngược lại, chúng tôi nâng dự báo doanh thu từ hoạt động khoan thêm +21% so với ước tính trước đó sau khi điều chỉnh lại giả định về giá cho thuê giàn.

Chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu liên quan đến khoan sẽ tăng +16,8% YoY để đạt 1.856 tỷ đồng trong năm 2024E, chiếm 25% tổng doanh thu. Hoạt động kinh doanh khoan của PVD đều đã được chốt trong giai đoạn 2024-2025, nhưng PVD vẫn đang mở rộng hoạt động kinh doanh liên quan đến khoan tại thị trường nước ngoài. Lĩnh vực này sẽ phát triển vào năm 2025 khi Lô B được khởi công; do đó, chúng tôi dự báo doanh thu liên quan đến khoan năm 2025E là 2.475 tỷ đồng, tăng +33,3% YoY.

Chúng tôi dự báo doanh thu khoan năm 2024E sẽ tăng 23,8% YoY, đạt 5.039 tỷ đồng, chiếm 68% tổng doanh thu dự kiến của PVD. Chúng tôi giả định giá cho thuê trung bình vào năm 2024 là 100 nghìn USD (+28% YoY), năm 2025 sẽ đạt 110 nghìn USD (+10% YoY) và năm 2026 sẽ đạt 120 nghìn USD (+9% YoY) và duy trì ở mức đó vào năm 2027-2028 (kết thúc giai đoạn dự báo trong mô hình của chúng tôi). Các giả định về giá cho thuê trung bình của chúng tôi được cho là thận trọng vì giá cho thuê trung bình hiện tại ở Đông Nam Á là khoảng 150 nghìn USD.

Ngoài ra, chúng tôi nâng giả định hiệu suất sử dụng lên 99%, so với giả định trước đó là 95%, do nhu cầu giàn khoan cao hơn dự báo và thực tế là các nhà phát triển sẵn sàng trả tiền cho thời gian di chuyển giàn khoan. Ngoài ra, PVD có kế hoạch thuê một giàn khoan bắt đầu từ 2H24 và chúng tôi giả định rằng PVD sẽ mua một giàn khoan tự nâng khác trong năm 2024 để triển khai đầy đủ vào năm 2025. Chúng tôi ước tính chi phí vốn năm 2024 cho việc mua giàn khoan là 90 triệu USD, cộng thêm 20 triệu USD cho các thiết bị liên quan.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp cho năm 2024E sẽ tăng thêm +3,3 điểm phần trăm YoY đạt 25,7% do giá cho thuê trung bình tăng +28% YoY. Do đó, chúng tôi dự báo PATMI năm 2024 sẽ đạt 1.239 tỷ đồng, tăng ấn tượng +114% YoY. Ngoài ra, chúng tôi dự báo PATMI năm 2025 sẽ tăng thêm +74% YoY đạt 2.159 tỷ đồng, chủ yếu nhờ doanh thu từ các dịch vụ liên quan đến khoan được cải thiện.

**Biểu đồ 5: Điều chỉnh doanh thu năm 2024**

Key Metric	FY2023A	FY2024E	% YoY change	Comments
<b>Revenue</b>	5,812	7,402	27%	
<i>Drilling</i>	4,070	5,039	24%	Average day rate rose by 28% YoY to USD 100k
<i>Trading</i>	154	508	230%	
<i>Drilling related services</i>	1,588	1,856	17%	Drilling related business to find business overseas
		(5,499)		
<b>Gross profit margin (%)</b>	22.4	25.7	+3.3 ppt	Due to improvement in the average day rate
Operating expenses	(544)	(584)	7%	
<b>Operating profits</b>	756	1,319	74%	
<b>Profit from JVs</b>	66	190	187%	
<b>Pretax profits</b>	656	1,507	130%	
<b>PATMI</b>	579	1,239	114%	

Nguồn: YSVN

## Định giá: Duy trì khuyến nghị MUA

Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị **MUA** và tăng giá mục tiêu thêm +6,0% lên 38.259 đồng/cổ phiếu, tương đương **mức sinh lời trong 12 tháng là 26,3%**. Giá mục tiêu mới của chúng tôi dựa trên phương pháp tính trọng số, áp dụng 50% cho mô hình FCFE và hệ số P/B tương đương.

**Biểu đồ 6: Bảng tóm tắt định giá**

Method	Target price (VND)	Weighting	Upside
FCFE	38,748	50%	27.9%
P/B	37,771	50%	24.7%
<b>Overall target price</b>	<b>38,259</b>	<b>100%</b>	<b>26.3%</b>

Nguồn: YSVN

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng trong việc định giá FCFE. Chúng tôi áp dụng chi phí vốn cổ phần (COE) là 15,3%, hệ số Beta là 1,3, và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 2,0%.

**Biểu đồ 7: Định giá FCFE**

FCFE (VND bn)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
PBT	1,507	2,651	3,067	2,974	2,951	2,937
(-) Tax	(301)	(530)	(613)	(595)	(590)	(587)
(-) Increase in WC	1,097	(143)	(113)	46	76	83
(-) Capex	(2,638)	(268)	(270)	(274)	(278)	(283)
(+) Depreciation	817	1,122	1,055	1,071	1,087	1,092
FCFE	481	2,832	3,126	3,222	3,245	3,242
NPV	9,375					
Terminal value	24,816					
PV of Terminal value	12,164					
Enterprise value	21,539					
Outstanding shares	555,880,006					
Fair value per share (VND)	38,748					

Nguồn: YSVN

Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 1,17x, thấp hơn 10% so với mức P/B trung vị ngành trong khu vực (1,3x) do PVD có quy mô tương đối nhỏ hơn.

**Biểu đồ 8: Hệ số P/B thấp hơn 20% so với mức trung vị ngành trong khu vực**

P/B multiple method	Target price (VND)
Book value per share	32,283
Target P/B (x)	1.2
<b>Target price</b>	<b>37,771</b>

Nguồn: YSVN

**Rủi ro theo quan điểm của chúng tôi:** Các rủi ro chính đối với nhà đầu tư bao gồm 1) sự sụt giảm trong ngắn hạn không thể tránh khỏi của giá dầu và mối tương quan cao giữa giá cổ phiếu với giá dầu và 2) về cơ bản hơn, việc trì hoãn kéo dài đối với dự án Lô B có thể tác động tiêu cực đến dự báo của chúng tôi.

Ngoài ra, việc chốt lời ngắn hạn trên thị trường chứng khoán chủ yếu do các nhà đầu tư cá nhân thống trị này có thể làm giảm giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, các yếu tố cơ bản của PVD rất vững chắc và chúng tôi sẽ xem những đợt điều chỉnh giá cổ phiếu là cơ hội mua vào.



PROFIT AND LOSS (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Revenue</b>	<b>5,432</b>	<b>5,812</b>	<b>7,402</b>	<b>9,565</b>	<b>10,272</b>
<i>Drilling</i>	3,535	4,070	5,039	6,528	7,031
<i>Trading</i>	115	154	508	563	591
<i>Drilling related ser.</i>	1,781	1,588	1,856	2,475	2,650
Cost of goods sold	(4,854)	(4,511)	(5,499)	(6,496)	(6,823)
<b>Gross profits</b>	<b>577</b>	<b>1,301</b>	<b>1,904</b>	<b>3,069</b>	<b>3,449</b>
Operating expenses	(510)	(544)	(584)	(624)	(637)
<b>Operating profits</b>	<b>67</b>	<b>756</b>	<b>1,319</b>	<b>2,445</b>	<b>2,813</b>
Net interest expenses	(195)	(258)	(2)	13	58
Net investments income/(loss)	45	66	190	193	197
Net other incomes	(56)	91	-	-	-
<b>Pretax profits</b>	<b>(139)</b>	<b>656</b>	<b>1,507</b>	<b>2,651</b>	<b>3,067</b>
Income taxes	(16)	(115)	(301)	(530)	(613)
Minority interests	(52)	(39)	(15)	(19)	(27)
<b>Net profits</b>	<b>(103)</b>	<b>579</b>	<b>1,239</b>	<b>2,159</b>	<b>2,500</b>
<i>Core earnings</i>	(103)	579	1,239	2,159	2,500
EBITDA	671	1,613	2,137	3,567	3,868
EPS (VND)	(185)	1,041	2,228	3,881	4,494

KEY RATIOS					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	35.9	7.0	27.4	29.2	7.4
<i>Drilling</i>	92	15	24	30	8
<i>Trading</i>	(77)	34	230	11	5
<i>Drilling related ser.</i>	7	(11)	17	33	7
<i>Other</i>	4	5	6	7	8
Operating profit	67	756	1,319	2,445	2,813
EBITDA	16	140	32	67	8
Net profit	(521)	n/a	114	74	16
EPS (VND)	(499)	n/a	114	74	16
<b>Profitability ratio (%)</b>					
Gross margin	10.6	22.4	25.7	32.1	33.6
Operating margin	1.2	13.0	17.8	25.6	27.4
EBITDA margin	12.4	27.8	28.9	37.3	37.7
Net margin	(2.9)	9.3	16.3	22.2	23.9
ROA	(0.5)	2.7	5.7	9.2	9.8
ROE	(0.7)	4.2	8.8	14.5	15.5
<b>Stability</b>					
Net debt/equity (%)	9.5	net cash	1.9	net cash	net cash
Int. coverage (x)	0.2	3.6	14.7	27.4	34.3
Int. & ST debt coverage (x)	0.0	1.1	2.7	4.3	5.1
Cash conversion days	184.4	191.6	123.3	72.5	72.2
Current ratio (X)	2.0	2.2	1.5	2.2	3.0
Quick ratio (X)	1.7	1.9	1.2	1.9	2.7
Net cash/(debt) (VND mn)	(1,332)	193	(301)	2,003	4,654
<b>Efficiency</b>					
Days receivable outstanding	138	141	90	51	51
Days inventory outstanding	56	60	43	30	31
Days payable outstanding	9	10	9	9	9

Source: Company data, YSVN

BALANCE SHEET (VND bn)					
FY Dec 31 (VND'bn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Total assets</b>	<b>20,704</b>	<b>21,650</b>	<b>21,800</b>	<b>23,500</b>	<b>25,527</b>
Cash & cash equivalents	2,079	2,256	903	2,998	5,458
ST Investment	424	1,278	1,278	1,278	1,278
Accounts receivable	2,163	2,340	1,292	1,396	1,456
Inventories	909	1,000	734	845	892
Other current assets	71	79	58	67	71
Net fixed assets	13,567	13,115	14,911	14,101	13,361
Others	1,491	1,581	2,623	2,816	3,012
<b>Total liabilities</b>	<b>6,626</b>	<b>6,756</b>	<b>5,713</b>	<b>5,541</b>	<b>5,365</b>
Current liabilities	2,868	3,176	2,938	3,017	3,015
Accounts payable	2,033	2,623	2,438	2,476	2,491
ST debts	835	553	500	541	525
Long-term liabilities	3,757	3,580	2,775	2,524	2,349
Long-term debts	3,000	2,788	1,983	1,732	1,557
Others	758	792	792	792	792
<b>Shareholder's equity</b>	<b>14,079</b>	<b>14,894</b>	<b>16,087</b>	<b>17,959</b>	<b>20,163</b>
Share capital	5,563	5,563	5,563	5,563	5,563
Treasury stocks	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
Others	8,101	8,661	8,959	9,016	9,065
Retained earnings	436	691	1,586	3,401	5,556
<b>Minority interest</b>	<b>229</b>	<b>237</b>	<b>222</b>	<b>204</b>	<b>176</b>

CASH FLOW (VND bn)					
FY (VND'bn)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>Operating cash flow</b>	<b>412</b>	<b>1,986</b>	<b>2,319</b>	<b>2,782</b>	<b>3,077</b>
Net income	(103)	579	1,239	2,159	2,500
Dep. & amortisation	604	857	817	1,122	1,055
Change in working capital	569	(823)	1,097	(143)	(113)
Others	(658)	1,373	(835)	(356)	(365)
<b>Investment cash flow</b>	<b>924</b>	<b>(1,046)</b>	<b>(2,545)</b>	<b>(210)</b>	<b>(157)</b>
Net capex	(256)	(259)	(2,638)	(268)	(270)
Change in LT investment	-	(113)	-	-	-
Change in other assets	1,179	(787)	94	58	113
Cash flow after invt.	1,335	827	(226)	2,572	2,920
<b>Financing cash flow</b>	<b>(387)</b>	<b>(762)</b>	<b>(1,127)</b>	<b>(478)</b>	<b>(460)</b>
Change in share capital	-	-	-	-	-
Net change in debt	(119)	(494)	(858)	(209)	(191)
Change in other LT liab.	(268)	(268)	(268)	(268)	(269)
<b>Net change in cash flow</b>	<b>948</b>	<b>177</b>	<b>(1,353)</b>	<b>2,094</b>	<b>2,460</b>
Beginning cash flow	1,131	2,079	2,256	903	2,998
<b>Ending Cash Balance</b>	<b>2,079</b>	<b>2,256</b>	<b>903</b>	<b>2,998</b>	<b>5,458</b>

KEY METRICS					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
PE (x)	(163.7)	29.1	13.6	7.8	6.7
Diluted PE (x)	(163.7)	29.1	13.6	7.8	6.7
PB (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA/share	1,207	2,900	3,841	6,412	6,953
DPS			700	700	700
Dividend yield (%)			2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA (x)	22.2	9.2	7.0	4.2	3.8

# 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

**For U.S. persons only:** This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

# YUANTA SECURITIES NETWORK



## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

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

### Institutional Research

## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

**Head office:** 4<sup>th</sup> 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](mailto:matthew.smith@yuanta.com.vn)

#### Tam Nguyen

Analyst (Property)

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

[tam.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:tam.nguyen@yuanta.com.vn)

#### Di Luu

Assistant Analyst

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

[di.luu@yuanta.com.vn](mailto: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](mailto:binh.truong@yuanta.com.vn)

#### Tanh Tran

Analyst (Banks)

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

[tanh.tran@yuanta.com.vn](mailto:tanh.tran@yuanta.com.vn)

#### An Nguyen

Assistant Analyst

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

[an.nguyen@yuanta.com.vn](mailto:an.nguyen@yuanta.com.vn)

### Institutional Sales

#### Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

[lawrence.heavey@yuanta.com.vn](mailto:lawrence.heavey@yuanta.com.vn)

#### Hien Le

Sales Trader

[hien.le@yuanta.com.vn](mailto:hien.le@yuanta.com.vn)

#### Dat Bui

Sales Trader

[dat.bui@yuanta.com.vn](mailto:dat.bui@yuanta.com.vn)

#### Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

[anh.nguyen2@yuanta.com.vn](mailto:anh.nguyen2@yuanta.com.vn)

#### Vi Truong

Sales Trader

[vi.truong@yuanta.com.vn](mailto:vi.truong@yuanta.com.vn)