

Việt Nam: Ngành Năng Lượng
11 June 2024
PC1
MUA
Giá mục tiêu tăng +19,0%
Đóng cửa 11/06/2024

Giá 28.800 đồng

Mục tiêu 12T 34.268 đồng

Mục tiêu trước đó 29.672 đồng

Thay đổi +15,5%

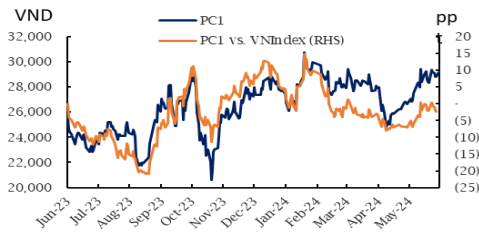
Tiêu điểm

- ▶ **Mảng năng lượng mang lại dòng tiền ổn định trong dài hạn cho PC1.**
- ▶ **Nhưng giá niken đang tăng lên do bị gián đoạn nguồn cung toàn cầu...**
- ▶ **... và chúng tôi kỳ vọng mảng BĐS KCN sẽ đóng góp thêm 100 tỷ VNĐ vào tổng LN năm 2024.**

Quan điểm

- ▶ **Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với PC1 và tăng mức giá mục tiêu thêm +15,5% lên 34.268 đồng/cp.**
- ▶ **Chúng tôi dự báo LNST CĐCT mẹ (PATMI) 2024E sẽ đạt 434 tỷ VNĐ, tăng +210% so với cùng kỳ.**
- ▶ **Rủi ro: Mức đòn bẩy tài chính cao khiến PC1 dễ bị ảnh hưởng khi lãi suất tăng.**

Hồ sơ doanh nghiệp: PC1 là công ty dẫn đầu thị trường về mảng nhà máy điện, xây dựng đường dây truyền tải & trạm biến áp điện và sản xuất cột bê tông điện. PC1 đang dần chuyển đổi mô hình kinh doanh, tăng tỉ trọng mảng xây dựng năng lượng sạch và sản xuất điện. Do đó, PC1 có lợi thế trong bối cảnh Việt Nam chuyển dần sang chú trọng năng lượng sạch trong dài hạn. PC1 cũng tham gia vào các hoạt động khai thác /tinh chế niken và hoạt động khu công nghiệp.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường	355 triệu USD
GTGD BQ 6T	5,6 triệu USD
SLCP đang lưu hành	311 triệu cp
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	73,6%
Sở hữu nước ngoài	7,9%
Cổ đông lớn	15,0%
Nợ ròng/VCSH	108%
EV/EBITDA 2025E	7,1x
P/B 2025E	14,5x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	41,1%

Tình hình tài chính (tỷ VNĐ)

Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E
Doanh thu	7.775	10.341	12.320	13.265
LN hoạt động	1.190	1.491	1.919	2.169
LN ròng	140	434	773	1.117
EPS (đồng)	428	1.327	2.361	3.413
Chênh lệch EPS (%)	(73,5)	210,3	78,0	44,5
P/E (x)	80,0	25,8	14,5	10,0
ROE (%)	2,0	5,8	9,8	13,5
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	3,6	5,3
DPS (đồng)	-	-	1.180	1.706

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

CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1)

Các mảng kinh doanh mới mang lại nhiều hy vọng

Mảng khoáng sản đang được hưởng lợi nhờ giá niken hồi phục. Việc PC1 sở hữu 57,3% cổ phần của CTCP Khoáng sản Tấn Phát giúp cho PC1 tiếp cận với hoạt động khai thác quặng niken và đồng tại Cao Bằng. Công suất khai thác hàng năm đạt 600k nghìn tấn quặng thô hoạt động từ Q3/2023. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu khai khoáng trong năm 2024E sẽ tăng +84% YoY đạt 1.299 tỷ VNĐ, đóng góp 13% vào tổng doanh thu cả năm của PC1. Mức dự báo này nhỉnh hơn so với mức mục tiêu mà PC1 đã đề ra là 1.200 tỷ VNĐ. Giá Niken trong thời gian gần đây đã đạt mức 18.343 USD/tấn, tăng +15% so với đầu năm (nhưng giảm -2,9% YoY) do vấn đề gián đoạn nguồn cung toàn cầu.

Phân khúc KCN của PC1 cũng là một động lực tăng trưởng khác của công ty. Ngoài ra, PC1 còn sở hữu 30% Western Pacific, hiện đang đầu tư vào KCN 159ha tại tỉnh Bắc Ninh. Chúng tôi dự báo khoản mục lợi nhuận từ công ty liên doanh/liên kết hoạt động trong mảng KCN của PC1 sẽ ghi nhận 100 tỷ VNĐ trong năm 2024, cao hơn nhiều so với 2 tỷ VNĐ của năm 2023.

PC1 đang đầu tư vào 2 nhà máy thủy điện: Bảo Lạc A (30MW) và thủy điện Thượng Hà (13MW). Chúng tôi cho rằng các nhà máy này sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2026, và sẽ làm tăng tổng công suất thủy điện theo thiết kế của PC1 thêm + 15%, lên 202MW. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng năng lượng sẽ tăng + 13,6% YoY vào năm 2026. Mảng năng lượng thường có mức BLG cao thứ hai (hơn 50%) trong các mảng kinh doanh của PC1.

Lợi nhuận năm 2024 ước tính tăng gấp ba lần svck. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2024E đạt 10.341 tỷ VNĐ, tăng +33,0% YoY. Chúng tôi dự báo PATMI năm 2024E đạt 434 tỷ VNĐ, tăng +210% so với mức nền thấp năm 2023 là 140 tỷ VNĐ. Sau khi bổ sung các hoạt động khai thác quặng và KCN vào mô hình dự phóng hợp nhất, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024E-2028E của doanh thu là +9,2% và của PATMI là +38%.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với PC1 và tăng mức giá mục tiêu thêm +15,5% lên 34.268 đồng/cổ phiếu, tương đương hiệu suất sinh lời +19,0%, dựa trên trọng số 50-50 của phương pháp định giá FCFE và phương pháp định giá EV/EBITDA. Rủi ro: Đòn bẩy tài chính cao khiến PC1 có rủi ro lãi suất cao.

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.

Các mảng kinh doanh mới mang lại nhiều hy vọng

Mảng khai khoáng – Hương lợi từ đà tăng giá Niken

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu khai khoáng năm 2024E sẽ tăng +84% YoY, đạt 1.299 tỷ VNĐ, đóng góp 13% vào doanh thu hợp nhất năm 2024E. Mức dự báo của chúng tôi cao hơn +8,3% so với con số mục tiêu cả năm mà PC1 đã đề ra là 1.200 tỷ VNĐ (+66,2% YoY).

Lưu ý, con số dự báo và con số mục tiêu nêu trên đều có thể đang quá thận trọng. Trong báo cáo quý gần đây của PC1, doanh thu khai khoáng Q1/2024 đạt 478 tỷ VNĐ, tăng +285% QoQ, tương đương hoàn thành 37% dự báo doanh thu khai khoáng cả năm của chúng tôi và 40% mục tiêu doanh thu khai khoáng cả năm của PC1.

Bối cảnh: PC1 nắm giữ 57,3% cổ phần của CTCP Khoáng sản Tân Phát - công ty sở hữu quặng niken và đồng tại Cao Bằng, nằm ở vùng Tây Bắc của Việt Nam. Mảng kinh doanh này đã đi vào hoạt động kể từ Q3/2023 và công suất khai thác hàng năm đạt 600.000 tấn quặng thô.

Giá niken đã hồi phục lên mức 18.343 USD/tấn tại ngày 13/6, tăng +15% YTD (mặc dù giảm -2,9% YoY) do bị gián đoạn nguồn cung toàn cầu. Địa chính trị có thể là nguyên nhân chính gây ra tình trạng này, khi Mỹ và EU đã chính thức cấm nhập khẩu niken và đồng từ [Nga](#), nhà sản xuất niken lớn thứ tư thế giới trong những năm gần đây.

Ngoài ra, giá đồng đã tăng +19,5% YTD (+26,0% YoY).

Biểu đồ 1: Giá Niken hồi phục +15% YTD (nhưng giảm -2.9%YoY)



Nguồn: Tradingeconomics.com

Biểu đồ 2: Giá đồng đã tăng vọt tính từ đầu năm đến nay



Nguồn: Tradingeconomics.com

Phân khúc khu công nghiệp tạo ra sự tăng trưởng trong lợi nhuận.

PC1 nắm giữ 70% cổ phần của NHIZ, chủ đầu tư khu công nghiệp Nomura Hải Phòng với diện tích 153ha, đóng góp 614 tỷ VNĐ vào doanh thu năm 2023 của PC1 (7,8% tổng doanh thu).

Ngoài ra, PC1 còn sở hữu 30% cổ phần CTCP Tây Thái Bình Dương, công ty bất động sản khu công nghiệp đang phát triển KCN Yên Phong với diện tích 159ha tại tỉnh Bắc Ninh.

Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024, mảng kinh doanh khu công nghiệp sẽ đóng góp thêm 100 tỷ VNĐ vào khoản mục lợi nhuận từ công ty liên doanh/liên kết trong BCTC hợp nhất của PC1, tương đương 13% tổng LNTT cả năm (so với mức khiêm tốn 1-2 tỷ VNĐ của các năm trước).

Mở rộng mảng kinh doanh sinh lời – mảng năng lượng

PC1 đang đầu tư 2 nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (30MW) và thủy điện Thượng Hà (13MW), dự kiến đưa vào vận hành thương mại trong năm 2026. Các dự án mới này sẽ nâng công suất thiết kế nhà máy thủy điện của PC1 thêm 15%, đạt 202MW. Tổng vốn đầu tư của doanh nghiệp cho các dự án này là khoảng 2.300 tỷ VNĐ.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng năng lượng sẽ tăng + 13,6% YoY vào năm 2026. Năng lượng là mảng kinh doanh có BLG cao thứ hai (hơn 50% trong các năm trước) trong số các mảng kinh doanh của PC1.

Cập nhật mô hình: Chất xúc tác ngắn hạn đến từ mảng khai khoáng và BĐS KCN

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2024E của PC1 sẽ đạt 10.341 tỷ VNĐ, tăng +33% YoY. Dự báo PATMI năm 2024E là 418 tỷ VNĐ, tương đương hiệu suất sinh lời +199% YoY so với mức nền thấp của năm ngoái.

Sau khi bổ sung doanh thu từ mảng khai khoáng và BĐS khu công nghiệp vào mô hình định giá, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng CAGR mới giai đoạn 2024E-2028E của doanh thu là +9,2%, và của PATMI là +38%.

Biểu đồ 3: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2028

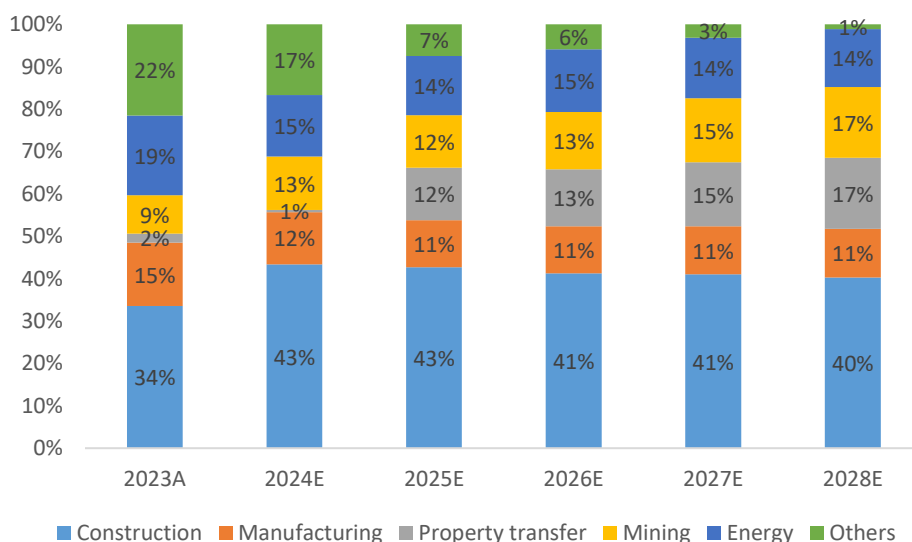
FY Dec 31 (VND'bn)	2023A	2024E	YoY Change	2024E-2028E CAGR	Notes
Revenue	7,775	10,341	33%	9%	
Construction	2,607	4,487	72%	7%	PC1 has secured 500kV Circuit 3 project, total value mounted to VND 2100bn upto 2024E
Manufacturing	1,166	1,274	9%	7%	Manufacturing business has secured contracts to supply poles for Circuit 3 projects
Investment property	27	31	15%	3%	
Property transfer	160	52	-68%	85%	We expect recovery in 2025E going forward from low base
Mining	705	1,299	84%	17%	We forecast 2024E mining revenue to reach VND 1,299bn (above company target of VND 1262bn) on increase Nickel prices.
Energy	1,461	1,500	3%	8%	
Trading	995	1,024	3%	4%	
Industrial property	614	633	3%	4%	
Others	39	41	4%	4%	
Net investments income/(loss) from JV	2	100	6240%	0%	Western Pacific is expected add VND 100bn to profit from JV
PATMI	140	418	199%	38%	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Sự tăng trưởng trong con số dự báo của chúng tôi chủ yếu đến từ sự tăng trưởng trong tỉ trọng đóng góp của mảng khai khoáng và BĐS khu công nghiệp mới của PC1.

Trong dài hạn, PC1 dự kiến bổ sung thêm 2 nhà máy thủy điện là Bảo Lạc A (30MW) và thủy điện Thượng Hà (13MW). Ban lãnh đạo kỳ vọng các nhà máy này sẽ đi vào hoạt động thương mại vào năm 2026, và nâng công suất thiết kế thủy điện PC1 thêm +15% lên mức 202MW.

Biểu đồ 3: Tỉ trọng doanh thu giai đoạn 2024-2028



Nguồn: Yuanta Việt Nam

Định giá: Giá mục tiêu tăng 15,5%

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với **PC1** và nâng mức giá mục tiêu thêm +15,5% lên 34.268 đồng/cp, tương đương hiệu suất sinh lời 19,0%. Mức giá mục tiêu mới của chúng tôi được tính toán dựa trên tỉ trọng 50-50 của phương pháp định giá FCFE và phương pháp EV / EBITDA.

Mức giá mục tiêu mới này cao hơn +9,1% so với mức giá mục tiêu của các bên, nguồn: Bloomberg.

Biểu đồ 4: Tóm tắt kết quả định giá

Valuation methods	Target Price	Weight	Upside
FCFF	34,200	50%	18.8%
EV/EBITDA multiple	34,336	50%	19.2%
Overall	34,268	100%	19.0%

Nguồn: YSVN

Phương pháp định giá FCFF. Chúng tôi áp dụng WACC là 10,1% (tăng nhẹ so với mức 8,6% trước đó, dựa trên lãi suất phi rủi ro 5,5%), Beta là 1,3 và giá trị tăng trưởng bền vững (terminal growth) là 2,5%. Áp dụng tỷ lệ chiết khấu này cho các giả định về dòng tiền của chúng tôi để tính ra giá trị hợp lý theo FCFF là 34.200 đồng/cp (tương đương với mức tăng + 15,9%).

Biểu đồ 5: Phương pháp định giá FCFF

FCFF	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	1,591	2,021	2,273	2,365	2,517	2,589
Less: Tax	(156)	(241)	(328)	(390)	(440)	(475)
add: Depreciation	655	853	870	888	905	924
less: FCInvestment (Capex)	(390)	(2,500)	(4,900)	(200)	(202)	(204)
less: WCInvestment	719	(125)	2	(80)	(78)	(52)
Free cash flow	2,418	8	(2,083)	2,583	2,703	2,781
PV of free cash flow	2,418	7	(1,707)	1,916	1,815	1,691
Total PV of free cash flow	6,140					
Terminal value	21,743.93					
PV of terminal value	13,217					
PV of free cash flow	19,357					
less: debt	(10,750)					
Add: cash	2,029					
Equity value	10,636					
Outstanding shares (000)	310.995558					
Intrinsic value/share	34,200					

Nguồn: YSVN

Kết quả định giá theo phương pháp FCFF của chúng tôi tương đương với hệ số EV/EBITDA năm 2024E là 8,6x, thấp hơn 20% so với mức trung vị ngành.

Biểu đồ 6: Phân tích độ nhạy

Terminal growth rate	WACC					
	34,200	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
1.5%	38,005	33,121	29,093	25,075	21,735	
2.00%	41,298	35,909	31,496	27,119	23,502	
2.5%	45,061	39,070	34,200	29,404	25,465	
3.0%	49,403	42,682	37,266	31,975	27,659	
3.5%	54,469	46,849	40,773	34,888	30,128	

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Phương pháp so sánh EV/EBITDA. Chúng tôi áp dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 8,6x, tương đương chiết khấu -20% so với mức trung vị của ngành là 10,8x. Theo quan điểm của chúng tôi, mức chiết khấu nêu trên là hợp lý do quy mô tương đối nhỏ về vốn hóa thị trường và thanh khoản giao dịch của PC1.

Biểu đồ 7: PC1 đang giao dịch ở mức thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực

Company Name	COUNTRY	Market cap (USD mn)	2025E PER (x)	5 Yrs Average PER	5 Yrs Average PB (x)	Current P/B (x)	2024E EV/EBITDA (x)
Power Construction Corp of Chi	CN	12,693	5.5	10.0	0.8	0.7	11.7
JSTI Group	CN	1,204	16.9	14.5	1.1	1.0	13.0
KNR Constructions Ltd	IN	1,337	N/a	14.1	2.6	3.1	N/a
Refrigeration Electrical Engin	VN	1,146	8.3	9.5	1.4	1.7	8.7
Coteccons Construction JSC	VN	284	21.4	N/a	N/a	0.8	25.5
Yutong Heavy Industries Co Ltd	CN	633	13.7	18.2	2.5	1.8	9.9
Vinh Son - Song Hinh Hydropowe	VN	456	N/a	16.8	1.6	2.5	N/a
Power Engineering Consulting J	VN	128	N/a	21.7	1.8	2.4	N/a
Can Don Hydro Power JSC	VN	43	N/a	8.7	1.2	1.1	N/a
FECON Corp	VN	93	N/a	N/a	0.9	1.0	N/a
Vietnam Electricity Constructi	VN	18	N/a	N/a	0.7	0.5	N/a
PC1 Group JSC	VN	353	15.5	23.5	1.3	1.7	8.0
Median		404.5	14.6	14.5	1.3	1.4	10.8

Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Rủi ro định giá:

Đòn bẩy tài chính ở mức cao. BCTC năm 2023 cho thấy PC1 có mức đòn bẩy tài chính cao, với chỉ số nợ ròng trên VCSH đạt 108,3%. Điều này ngụ ý một mức Beta cơ bản cao hơn và dễ bị ảnh hưởng trước rủi ro tăng lãi suất.

Rủi ro tỷ giá. VNĐ mất giá là một rủi ro lớn đối với PC1 khi công ty đang có khoản vay bằng USD với giá trị tương đương 3,9 nghìn tỷ VNĐ tính đến cuối Q1/2024. Tuy nhiên, khoản vay này đã được dùng cho việc phát triển điện gió. Do đó, rủi ro này được giảm thiểu nhờ doanh thu điện gió của công ty được tính theo USD, tương đương 911 tỷ VNĐ trong năm 2023 (12% doanh thu năm 2023 và 23% giá trị khoản vay bằng USD).

Biến động giá niken. Giá niken biến động mạnh do lo ngại địa chính trị. PC1 ghi nhận biên lợi nhuận gộp 34% của mảng khai khoáng vào năm 2023, giúp cho công ty có thể chống chọi với rủi ro biến động giá, nhưng tính minh bạch về hoạt động khai khoáng vẫn là một vấn đề cần cải thiện.

Rủi ro tăng đối với dự báo của chúng tôi đến từ kế hoạch mở rộng điện gió: PC1 có kế hoạch mở rộng công suất mảng kinh doanh điện gió – là mảng kinh doanh có biên lợi nhuận cao - lên mức 350MW vào năm 2026 (gấp 2,4 lần công suất hiện tại) và 1000 MW vào năm 2035 (gấp 6,9 lần). Chúng tôi không đưa kế hoạch mở rộng công suất này vào mô hình định giá của mình, và do đó tạo ra rủi ro tăng giá đối với con số dự báo dài hạn và mức định giá của chúng tôi.

PROFIT AND LOSS (VND bn)

<i>FY Dec 31 (VND'bn)</i>	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Revenue	8,358	7,775	10,341	12,320	13,265
<i>Construction</i>	4,864	2,607	4,487	5,260	5,473
<i>Manufacturing</i>	645	1,166	1,274	1,365	1,468
<i>Investment property</i>	28	27	31	32	33
<i>Property transfer</i>	23	160	52	655	714
<i>Mining</i>	-	705	1,299	1,524	1,788
<i>Energy</i>	1,715	1,461	1,500	1,729	1,963
<i>Trading</i>	957	995	1,024	1,055	1,097
<i>Industrial Property</i>	80	614	633	658	685
<i>Others</i>	46	39	41	43	44
Cost of goods sold	(6,763)	(6,194)	(8,330)	(9,781)	(10,429)
Gross profits	1,595	1,581	2,011	2,539	2,837
Operating expenses	(277)	(391)	(520)	(620)	(667)
Operating profits	1,318	1,190	1,491	1,919	2,169
Net interest expenses	(671)	(785)	(821)	(829)	(647)
Net investments Income	1	2	100	102	104
Net other incomes	(41)	(18)	12	15	16
Pretax profits	605	389	782	1,207	1,642
Income taxes	(69)	(86)	(156)	(241)	(328)
Minority interests	77	163	191	193	197
Net profits	460	140	434	773	1,117
<i>Core earnings</i>	460	140	434	773	1,117
EBITDA	1,944	1,953	2,245	2,875	3,144
EPS (VND)	1,615	428	1,327	2,361	3,413

KEY RATIOS

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Growth (%YoY)					
Sales	(15.0)	(7.0)	33.0	19.1	7.7
<i>Construction</i>	(27.6)	(46.4)	72.1	17.2	4.0
<i>Manufacturing</i>	(0.7)	80.8	9.3	7.1	7.6
<i>Investment property</i>	1.4	(3.2)	14.6	3.0	3.0
<i>Property transfer</i>	(70.7)	595.5	(67.6)	1,159.6	9.0
<i>Mining</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	84.2	17.3	17.3
<i>Energy</i>	84.8	(14.8)	2.7	15.3	13.6
<i>Trading</i>	(30.5)	4.0	3.0	2.9	4.0
<i>Industrial Property</i>	<i>n.m</i>	671.8	3.0	4.0	4.0
<i>Others</i>	(14.8)	(14.3)	4.0	4.0	4.0
Operating profit	53	(10)	25	29	13
EBITDA	59.0	0.5	15.0	28.0	9.4
Net profit	(34)	(70)	210	78	45
EPS (VND)	(42)	(74)	210	78	45
Profitability ratio (%)					
Gross margin	19.1	20.3	19.4	20.6	21.4
Operating margin	15.8	15.3	14.4	15.6	16.4
EBITDA margin	23.3	25.1	21.7	23.3	23.7
Net margin	5.5	1.8	4.2	6.3	8.4
ROA	2.4	0.7	2.1	3.6	5.2
ROE	6.9	2.0	5.8	9.8	13.5
Stability					
Net debt/equity (x)	120.7	108.3	113.6	121.2	41.9
Int. coverage (x)	2.2	1.4	1.9	2.6	3.1
Int.&ST debt coverage(x)	0.7	0.7	0.8	1.1	1.2
Cash conversion days	63.3	81.2	55.2	40.1	38.4
Current ratio (X)	1.4	1.5	1.1	0.9	1.9
Quick ratio (X)	1.2	1.3	0.9	0.6	1.6
Net cash (VND bn)	(8,512)	(7,877)	(8,721)	(9,744)	(3,583)
Efficiency					
Days receivable outstanding	85	83	69	62	60
Days inventory outstanding	52	58	46	46	49
Days payable outstanding	73	59	59	68	71

Nguồn: Company data, Yuanta Việt Nam

BALANCE SHEET (VND bn)

<i>FY Dec 31 (VND'bn)</i>	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Total assets	19,717	20,235	21,333	21,373	21,478
Cash & cash equivalents	949	2,082	1,240	230	5,813
ST Investment	1,086	781	789	200	202
Accounts receivable	2,676	2,821	2,588	2,798	2,785
Inventories	1,010	944	1,141	1,313	1,486
Other current assets	248	240	239	239	239
Net fixed assets	11,113	10,760	11,059	12,012	13,480
Others	2,634	2,606	4,277	4,580	-
Total liabilities	12,665	12,964	13,655	13,336	12,921
Current liabilities	4,192	4,715	5,247	5,515	5,686
Accounts payable	965	1,049	1,666	1,956	2,086
ST debts	2,415	2,838	2,689	2,700	2,710
Long-term liabilities	8,473	8,250	8,408	7,821	7,235
Long-term debts	8,132	7,902	8,061	7,475	6,888
Others	340	348	347	347	347
Shareholder's equity	7,052	7,270	7,678	8,037	8,557
Share capital	2,704	3,110	3,110	3,110	3,110
Treasury stocks	-	-	-	-	-
Others	400	406	405	405	405
Retained earnings	1,218	957	1,365	1,724	2,244
Minority interest	2,018	2,087	2,101	2,110	2,121

CASH FLOW (VND bn)

<i>FY (VND'bn)</i>	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Operating cash flow	3,399	(1,778)	1,811	1,341	2,159
Net income	460	140	434	773	1,117
Dep. & amortization	627	763	717	916	933
Change in working capital	(1,004)	28	719	(125)	2
Others	3,316	(2,710)	(60)	(222)	108
Investment cash flow	(4,973)	681	(2,662)	(1,408)	4,530
Net capex	(2,163)	(32)	(780)	(2,110)	(2,400)
Change in LT investment	(697)	28	(1,670)	(303)	7,107
Change in other assets	(2,113)	685	(212)	1,005	(177)
Cash flow after invt.	(1,574)	(1,098)	(852)	(67)	6,689
Financing cash flow	1,863	598	10	(943)	(1,107)
	-	-	-	-	-
Change in share capital	353	406	-	-	-
Net change in debt	1,510	193	10	(576)	(576)
Change in other LT liab.	-	-	-	(367)	(531)
Net change in cash flow	289	(499)	(842)	(1,010)	5,583
Beginning cash flow	2,292	2,581	2,082	1,240	230
Ending Cash Balance	2,581	2,082	1,240	230	5,813

KEY METRICS

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
PE (x)	18.1	68.3	22.0	12.4	8.6
Diluted PE (x)	18.1	68.3	22.0	12.4	8.6
PB (x)	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA/share	7,189	6,281	7,220	9,244	10,108
DPS (VND)	-	-	-	1,180	1,706
Dividend yield (%)	-	-	-	4.0	5.8
EV/EBITDA (x)	8.4	8.7	7.9	6.5	4.0
EV/EBIT (x)	12.5	14.3	11.2	9.3	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

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

Institutional Research

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

Di Luu

Assistant Analyst

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

Tanh Tran

Analyst (Banks)

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

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

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

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

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

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

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn