

**Việt Nam: Ngành Dầu Khí**
**23 June 2021**
**PVD**
**MUA**
**Giá mục tiêu giảm +11,5%**
**Đóng cửa 22/06/2021**

Giá 23.850 đồng

Mục tiêu 12T 26.598 đồng

Mục tiêu trước đó 10.429 đồng

Thay đổi +159%

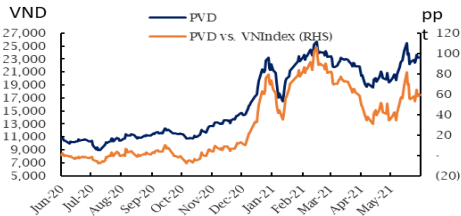
**Tiêu điểm**

- ▶ PVD lỗ ròng 103 tỷ đồng trong Q1/2021 do hiệu suất sử dụng giàn giảm khiến doanh thu cho thuê giàn giảm.
- ▶ Giá dầu Brent đã tăng +43% so với đầu năm, đạt mức 73 USD/thùng. Giá dầu tăng sẽ giúp thúc đẩy giá cho thuê.
- ▶ Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng trong năm 2021 nhưng chúng tôi rất tin tưởng vào triển vọng tích cực từ nửa 2022 trở đi.

**Quan điểm**

- ▶ Hiệu suất sử dụng giàn khoan của PVD đang dần được cải thiện lên gần 100% vì hầu hết các giàn khoan đều đã được ký kết hợp đồng cho thuê trong Q2 và Q3 sắp tới.
- ▶ Chúng tôi giả định rằng giá dầu Brent sẽ duy trì ở mức trên 60USD trong tương lai do Mỹ, EU và Trung Quốc mở cửa nền kinh tế giúp nhu cầu tăng cao hơn.
- ▶ Rủi ro. Nếu giá dầu Brent giao dịch dưới ngưỡng 60 USD, thì mô hình định giá cần thay đổi. Việc thu hồi khoản nợ khó đòi 107 tỷ đồng từ Kris Energy đã được phản ánh trong mô hình của chúng tôi.

**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 trong thành tích những giàn không xảy 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 (triệu USD)	425
GTGD BQ 6T (triệu USD)	8,85
SLCP đang lưu hành (triệu)	421
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	49
Sở hữu nước ngoài (%)	7,4
Cổ đông lớn (%)	50,46
Tài sản/VCSH (x)	1,5
2021E EV/EBITDA (x)	21,6
2021E P/B (x)	0,7
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	47,9

**Triển vọng tài chính (tỷ đồng)**

Năm	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh thu	4.369	5.229	4.141	6.400
LN HKKD	35	1	7	636
LN ròng	189	186	111	597
EPS (đồng)	448	420	263	1.415
Chênh lệch EPS (%)	(4,0)	(1,3)	(40,6)	n/m
P/E (x)	53,2	53,9	90,7	16,9
ROE (%)	1,4	1,3	0,8	4,2
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	2,9
DPS (đồng)	-	-	-	700

## PV Drilling (PVD)

### Kỳ vọng hồi phục mạnh vào năm 2022

**PVD lỗ ròng 103 tỷ đồng trong Q1/2021, so với mức lãi ròng 24 tỷ đồng trong Q1/2020** chủ yếu do doanh thu Q1/2021 giảm 67% YoY xuống còn 550 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu cung cấp dịch vụ khoan giảm 76,8% YoY xuống còn 237 tỷ đồng do 1) giá cho thuê giảm 9% YoY, và 2) hiệu suất sử dụng giàn khoan tự nâng giảm xuống còn 52% trong Q1/2021 từ mức 100% cùng kỳ. Ngoài ra, doanh thu từ các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan giảm 62,5% YoY xuống còn 212 tỷ đồng.

**Giá dầu tăng sẽ giúp thúc đẩy giá cho thuê.** Giá dầu Brent đã tăng +43% so với đầu năm (YTD), đạt mức 73 USD/thùng ở thời điểm hiện tại. Dựa trên dữ liệu lịch sử, hiệu suất sử dụng và giá cho thuê của PVD sẽ cải thiện khi giá dầu Brent vượt quá 60 USD trong vòng 6 tháng. Chúng tôi giả định rằng giá dầu Brent sẽ duy trì trên mức này trong tương lai do nhu cầu về dầu sẽ phục hồi khi các thị trường lớn trên toàn cầu mở cửa trở lại, mặc dù nguồn cung có thể cũng sẽ tăng dần khi OPEC cho phép tăng sản lượng. Trên thực tế, giá cho thuê giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á đã tiệm cận 65.000 USD với hiệu suất sử dụng là 62% vào tháng 04/2021, tăng lần lượt từ mức 58.000 USD và 50% hồi tháng 01/2021.

**Tiến trình hồi phục.** Hiệu suất sử dụng đang dần được cải thiện và có thể sẽ đạt 100% vì hầu hết các giàn khoan tự nâng đều đã được kết ký hợp đồng cho thuê vào Q2-Q3/2021. Ngoài ra, giàn khoan nước sâu (PVD V) sẽ "khởi hành" đến Brunei vào Q3/2021, chấm dứt chuỗi ngày gián đoạn của giàn khoan này.

**Điều chỉnh mô hình.** Chúng tôi giữ quan điểm thận trọng đối với năm 2021. Chúng tôi giảm hiệu suất sử dụng xuống còn 81% từ mức 90% trước đó do giàn khoan PVD I không hoạt động trong Q1/2021. Giàn khoan TAD sẽ bắt đầu hoạt động vào Q4/2021, muộn hơn ba tháng so với dự kiến trước đó của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi rất tin tưởng vào triển vọng tích cực của công ty từ năm 2022E-2024E, và hiện nay chúng tôi đang kỳ vọng vào đợt phục hồi mạnh mẽ của giá cho thuê giàn khoan sẽ đạt 65 nghìn USD vào năm 2022 (so với dự báo trước đó của chúng tôi là 60 nghìn USD), năm 2023 sẽ đạt 70 nghìn USD (60 nghìn USD) và năm 2024 sẽ đạt 80 nghìn USD (65 nghìn USD).

**Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA** với giá mục tiêu là 26.598 đồng / cổ phiếu, tương ứng với P/B năm 2021E chỉ đạt 0,8x, nhưng đây là mức mà chúng tôi thấy hợp lý so với P/B trung vị ngành là 1,3x.

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

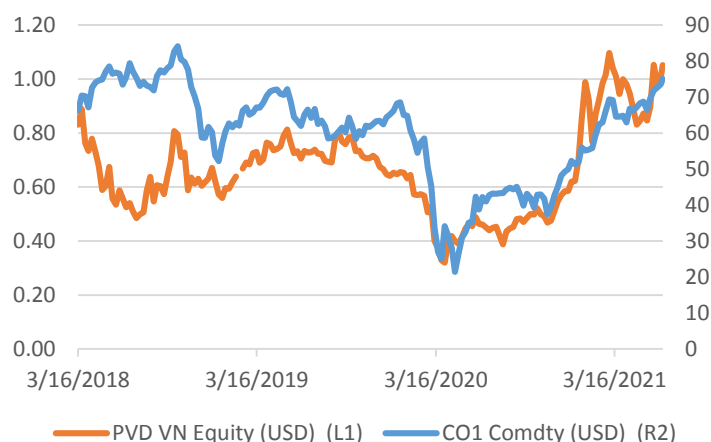
Bloomberg code: YUTA

# Hoạt động cung cấp dịch vụ khoan đã cải thiện từ mức thấp trong Q1/2021

Giá dầu đã đạt mức cao nhất trong hai năm vừa qua do các nhà đầu tư kỳ vọng nhu cầu nhiên liệu sẽ ngày càng tăng trong mùa hè ở tại Mỹ – giai đoạn mà mọi người có nhu cầu đi lại nhiều hơn, bất chấp thỏa thuận của OPEC+ cho phép tăng sản lượng. Các chương trình tiêm chủng tại EU cũng giúp hỗ trợ cho kỳ vọng hoạt động du lịch sẽ tăng cao (và từ đó thúc đẩy nhu cầu nhiên liệu) trong ngắn hạn. Cụ thể, giá dầu Brent đã tăng 43% YTD, đạt 73USD/thùng vào thời điểm hiện tại.

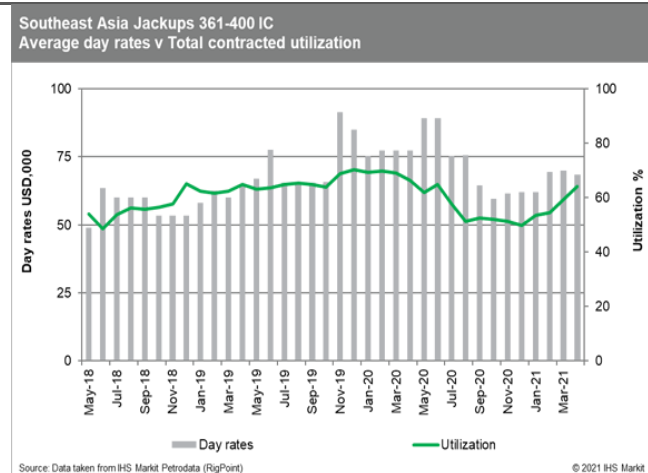
Hoạt động cung cấp dịch vụ khoan tại các thị trường trong cùng khu vực đang hồi phục. Giá cho thuê giàn khoan tại Đông Nam Á đạt ~ 65.000 USD vào tháng 04/2020, tăng từ ~ 58.000 hồi tháng 01/2020. Ngoài ra, hiệu suất sử dụng trong khu vực cũng tăng từ mức 50% hồi tháng 01/2020 lên 62% vào tháng 04/2020 và đang trong xu hướng tăng.

**Biểu đồ 1: Giá PVD và giá dầu có tương quan khá cao (~60%)**



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 2: Giá thuê giàn và hiệu suất tăng tại ĐNA**



Nguồn Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Khối lượng công việc của PVD đang tăng lên, do đó, hiệu suất sử dụng có thể đã và đang cải thiện từ mức đáy hồi Q1/2021. Hiệu suất sử dụng đã giảm xuống chỉ còn 52% trong Q1/2021 do PVD I đã không hoạt động trong suốt quý đó và PVD II cũng đã không hoạt động trong tháng 3.

Tuy nhiên, hiệu suất sử dụng hiện đang dần được cải thiện và sẽ sớm đạt gần 100%, vì hầu hết các giàn khoan tự nâng của PVD đều đã được thuê trong Q2/2021 hoặc Q3/2021 và các giai đoạn sau đó. Ngoài ra, giàn khoan nước sâu (PVD V) sẽ “khởi hành” đến Brunei vào Q3/2021, chấm dứt chuỗi ngày bị gián đoạn của giàn khoan này.

**Biểu đồ 3: Hiệu suất sử dụng đã cải thiện trong Q2/2021 và sẽ tiếp tục duy trì**

	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Aug-20	Sep-20	Oct-20	Nov-20	Dec-20
	1Q21			2Q21			3Q21			4Q21		
PVD I JU				Cuu Long JOC						TBC		
PVD II JU	Vietsopetro						Hoang Long JOC					
PVD III JU	Kris Energy			JVPC						Repsol		
PVD 11 Land Rig							Algeria					
PVD V TAD										Shell Brunei		
PVD VI JU	ENI									Thang Long JOC		

Nguồn: PVD, ước tính của YSVN

Với tình hình kinh doanh Q1/2021 mặc dù không khả quan nhưng khối lượng công việc sẽ được cải thiện trong nửa cuối năm 2021, chúng tôi tin rằng hiệu suất sử dụng cả năm sẽ đạt khoảng 80%. Với hầu hết các giàn khoan tự nâng của công ty đều đã được cam kết cho thuê và giàn khoan nước sâu của công ty sẽ được vận chuyển đến Brunei, doanh thu cung cấp dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD cũng sẽ phục hồi do các dịch vụ này đi kèm với các hợp đồng cho thuê.

## Điều chỉnh mô hình: Chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng đối với mảng khoan năm 2021, nhưng chúng tôi rất tin tưởng vào triển vọng từ năm 2022 trở đi.

Hiện nay chúng tôi dự báo doanh thu năm 2021F sẽ giảm 21%YoY, đạt 4.141 tỷ đồng. Giá định này cao hơn 11% so với dự báo trước đây của chúng tôi.

Cụ thể, chúng tôi dự báo doanh thu từ cung cấp dịch vụ khoan năm 2021F sẽ giảm 30% YoY xuống còn 2.143 tỷ đồng, thấp hơn 9% so với dự báo trước đó của chúng tôi. Chúng tôi giảm giá định về hiệu suất sử dụng xuống 81%, so với giá định cũ là 90%. Sự sụt giảm này là do giàn khoan tự nâng PVD I đã không hoạt động trong suốt Q1/2021 và PVD II cũng đã không hoạt động trong tháng 3. Chúng tôi hiện giá định rằng TAD – giàn khoan nước sâu (PVD V) sẽ bắt đầu hoạt động vào đầu Q4/2021, muộn hơn ba tháng so với giá định trước đây của chúng tôi.

Chúng tôi dự báo doanh thu từ cung cấp dịch vụ kỹ thuật giếng khoan trong năm 2021F sẽ giảm 7% YoY, xuống còn 1.700 tỷ đồng. Mặc dù mô hình của chúng tôi bao gồm nhiều sự sụt giảm, nhưng giá định mới của chúng tôi cho thấy sự cải thiện 67% so với dự báo trước đó.

Về mặt tiêu cực, chúng tôi cũng đã tính đến khoản dự phòng 107 tỷ đồng của PVD cho khoản nợ phải thu khó đòi từ Kris Energy - công ty đã tuyên bố phá sản vào tháng trước. Tuy nhiên, tác động này được giảm bớt nhờ lợi nhuận từ liên doanh liên kết ước tính sẽ đạt 179 tỷ đồng vào năm 2021 (-18% YoY). Con số lợi nhuận cho thấy mức cao hơn 180% so với dự báo trước đó của chúng tôi.

Chúng tôi dự báo LNST sau CĐTS đạt 111 tỷ đồng, mặc dù giảm 41%YoY nhưng vẫn còn tốt hơn nhiều so với dự báo lỗ ròng 43 tỷ đồng trước đó của chúng tôi.

**Biểu đồ 4: Điều chỉnh doanh thu năm 2021F**

Key Metric	Old forecast	New Forecast	New forecast/ Old forecast	YoY change
<b>Revenue</b>	3,714	4,141	11%	-21%
<i>Drilling</i>	2,365	2,143	-9%	-30%
<i>Trading</i>	330	299	-10%	-9%
<i>Drilling related services</i>	1,019	1,700	67%	-7%
<i>Others</i>				
Cost of goods sold	(3,401)	(3,788)	11%	-23%
<b>Gross profits</b>	312	352	13%	7%
Operating expenses	(425)	(345)	-19%	5%
<b>Operating profits</b>	(113)	7	-107%	547%
<b>Profit from JVs</b>	64	179	180%	-17%
<b>Pretax profits</b>	(41)	109	-366%	-46%
<b>Net profits</b>	(43)	111	-361%	-41%
EBITDA	374	562	51%	15%

Nguồn: YSVN

Ước tính của chúng tôi có vẻ thận trọng so với ước tính của một vài công ty chứng khoán trong nước. Theo Bloomberg, dự báo doanh thu năm 2021F mới của chúng tôi thấp hơn 17% so với các bên và dự báo LNST sau CĐTS của chúng tôi thấp hơn 57% so với các bên. Chúng tôi có lẽ thận trọng hơn khi xét về doanh thu năm 2021 so với họ, và chúng tôi thấy ổn với điều này. Tuy nhiên, dự báo lợi nhuận thấp hơn nhiều so với các bên có lẽ chủ yếu là do chúng tôi đã tính đến khoản dự phòng nợ khó đòi 107 tỷ đồng.

Chúng tôi rất tin tưởng vào triển vọng tích cực của công ty từ năm 2022 trở đi vì chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê giàn khoan sẽ phục hồi mạnh mẽ lên 65 nghìn USD vào năm 2022 (so với dự báo trước đó của chúng tôi là 60 nghìn USD), năm 2023 kỳ vọng sẽ đạt 70 nghìn USD (60 nghìn USD) và năm 2024 sẽ đạt 80 nghìn USD (65 nghìn USD).

## Định giá: Nâng lên thành khuyến nghị MUA

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên MUA (từ mức NẴM GIỮ-Khả quan) sau khi tăng giá mục tiêu thêm 159% lên 26.598 đồng/cổ phiếu. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng tỷ lệ P/B năm 2021E là 0,78x, chúng tôi thấy đây là mức hoàn toàn hợp lý. Giá mục tiêu mới của chúng tôi được tính theo phương pháp sử dụng trọng số 50% theo mô hình FCFE của chúng tôi và 50% theo hệ số EV / EBITDA lũy kế có thể so sánh với các bên.

**Biểu đồ 5: Bảng định giá tóm tắt**

Method	Target price	Weighting
FCFE	26,151	50%
EV/EBITDA	27,046	50%
<b>Overall target price</b>	<b>26,598</b>	

Nguồn: YSVN

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng khi định giá bằng mô hình FCFE. Chúng tôi áp dụng hệ số WACC là 14,0% (giảm từ 15,5% tương ứng với sự suy giảm của lãi suất phi rủi ro), Beta là 1,4 và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1,5%.

**Biểu đồ 6: Bảng định giá theo mô hình FCFE**

FCFE	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
PBT	109	750	1,373	2,175	2,716
(-) Tax	(22)	(150)	(275)	(435)	(543)
(-) Increase in WC	1,342	(719)	(251)	(508)	(660)
(-) Capex	(327)	(332)	(337)	(342)	(347)
(+) Depreciation	555	733	713	716	703
FCFE	1,657	282	1,224	1,606	1,869
NPV	4,147				
Terminal value	12,647				
PV of Terminal value	6,866				
Enterprise value	11,013				
Outstanding shares	421,129,789				
Fair value per share	26,151				

Nguồn: YSVN

Chúng tôi sử dụng tỷ lệ EV/EBITDA mục tiêu là 9,5x, tương đương với mức trung vị của các công ty cùng ngành trong cùng khu vực.

**Biểu đồ 7: EV/EBITDA tương ứng với trung vị của các công ty cùng ngành**

EV / EBITDA	
Implied EV/EBITDA (x)	9.5
EV (VND bn)	13,006
Market cap (VND bn)	11,406
Price (VND)	27,046

Nguồn: YSVN

Giá mục tiêu của chúng tôi đối với PVD tương ứng với P/B năm 2021E là 0,8x, chúng tôi nhận thấy đây là mức hoàn toàn hợp lý khi so với tỷ lệ P/B trung vị ngành là 1,3x.

**Biểu đồ 8: Các công ty cùng ngành trong cùng khu vực**

Name	Ticker2	Country	Mkt Cap (USD)	2022 PER (x)	Current P/B (x)	FY2022 EV/EBITDA (X)	ROE (%)	ROA (%)	Net D/E (%)
NANJING DEVELOP ADVANCED M	2883 HK	HK	8,183	7.3	0.7	7.8	7.2	5.3	-36.3
ZHONGMAN PETROLEUM AND N	002353 CH	CH	6,319	19.0	3.6	14.2	-23.7	-9.7	76.1
VELESTO ENERGY BHD	600871 CH	CH	4,635	43.9	5.3	9.7	-21.7	-14.5	31.7
JIANGSU RUTONG PETRO-MACHI	900913 CH	CH	861	N/A	0.6	N/A	6.3	5.6	-58.7
PETROVIETNAM TECHNICAL SERVI	PVS VN	VN	631	18.8	1.2	9.3	-11.6	-2.8	55.8
TONG PETROTECH CORP-A	603619 CH	CH	630	N/A	2.2	N/A	-69.6	-43.8	36.0
SAPURA ENERGY BHD	SAPE MK	MA	539	N/A	0.3	13.8	-11.6	-2.8	55.8
CHINA OILFIELD SERVICES-H	300164 CH	CH	340	N/A	2.4	N/A	4.6	2.3	39.8
VELESTO ENERGY BHD	VEB MK	MA	297	N/A	0.5	8.0	-11.6	-2.8	55.8
JIANGSU RUTONG PETRO-MACHI-A	603036 CH	CH	265	N/A	1.5	N/A	-11.6	-2.8	55.8
<b>Median</b>			<b>631</b>	<b>18.9</b>	<b>1.3</b>	<b>9.5</b>	<b>-11.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>47.8</b>
PETROVIETNAM DRILLING AND V	PVD VN	VN	425	31.3	0.7	9.4	0.4	0.3	12.8

Nguồn: Bloomberg, YSVN

## Rủi ro

Dữ liệu lịch sử cho thấy hệ số tương quan giữa giá cổ phiếu PVD và giá dầu Brent là 60%. Sự hồi phục gần đây của giá cổ phiếu được hỗ trợ một phần bởi giá dầu và sự điều chỉnh của giá dầu có thể sẽ gây tác động bất lợi đối với giá cổ phiếu PVD.

Cụ thể, chuyên viên phân tích hàng hóa của các thị trường trong khu vực của chúng tôi - Sabrina Huang - tin rằng giá dầu có thể sẽ bước vào giai đoạn tích lũy sau đợt tăng mạnh gần đây khi OPEC+ có kế hoạch tăng sản lượng. Tuy nhiên, giả định của chúng tôi là giá dầu Brent sẽ duy trì trên mức 60 USD/thùng trong thời gian tới. Nếu giá dầu Brent giao dịch dưới ngưỡng 60USD trên cơ sở trung hạn, thì mức định giá của chúng tôi có thể sẽ phải điều chỉnh giảm.

**Biểu đồ 9: Việc OPEC+ cho phép tăng sản lượng sẽ giúp giá dầu trong tháng tới có thể sẽ tích lũy**

Scale of production Cuts (thousand barrels/day)	Apr.	May	Jun.	Jul.
OPEC	4,564	4,287	4,010	3,650
Others	2,336	2,263	2,190	2,109
OPEC+	6,900	6,550	6,200	5,759
Voluntary cuts of Saudi Arabia	1,000	750	400	0
Change	150	600	700	841

*Nguồn: Tư vấn Đầu tư Yuanta*

Cuối cùng, chúng tôi đã tính đến khoản dự phòng nợ phải thu khó đòi ~107 tỷ đồng từ Kris Energy. Vì vậy, các khoản lỗ được phản ánh đầy đủ trong mô hình của chúng tôi và do đó có thể dẫn đến tiềm năng tăng lợi nhuận và mức định giá của chúng tôi, với điều kiện là công tác thu hồi nợ thành công.



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

Năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Doanh thu</b>	<b>5.500</b>	<b>4.369</b>	<b>5.229</b>	<b>4.141</b>	<b>6.400</b>
<i>DV khoan</i>	2.085	2.178	3.076	2.143	3.438
<i>Bán hàng hóa</i>	1.350	425	328	299	445
<i>DV khoan có liên quan.</i>	2.066	1.770	1.825	1.700	2.517
<i>Khác</i>					-
Giá vốn hàng bán	(5.103)	(3.921)	(4.900)	(3.788)	(5.396)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>397</b>	<b>449</b>	<b>329</b>	<b>352</b>	<b>1.003</b>
Chi phí hoạt động	(297)	(414)	(328)	(345)	(367)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>100</b>	<b>35</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>636</b>
Chi phí lãi vay	(67)	(71)	(44)	(77)	(69)
Thu nhập ròng từ HĐĐT	61	113	216	179	182
Thu nhập ròng khác	140	119	30	-	-
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>233</b>	<b>196</b>	<b>204</b>	<b>109</b>	<b>750</b>
Thuế TNDN	(60)	(18)	(20)	-	(150)
Lợi ích cổ đông thiểu số	24	12	(3)	2	22
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>197</b>	<b>189</b>	<b>186</b>	<b>111</b>	<b>597</b>
<i>Lợi nhuận cốt lõi</i>	43	189	186	111	597
EBITDA	708	577	489	562	1.369
EPS (đồng)	467	448	420	263	1.415

**CÁC HỆ SỐ TRỌNG YẾU**

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Tăng trưởng (%YoY)</b>					
Doanh thu	41	(21)	20	(21)	54,6
<i>DV khoan</i>	20	4	41	(30)	60
<i>Bán hàng hóa</i>	230	(69)	(23)	(9)	49
<i>DV khoan có liên quan,</i>	19	(14)	3	(7)	48
<i>Khác</i>					
Lợi nhuận từ HĐKD	100	35	1	7	n/a
EBITDA	80	-18	-7	5	143
Lợi nhuận ròng	335	(4)	(1)	(41)	449
EPS (đồng)	335	(4)	(1)	(41)	438
<b>Hệ số sinh lời (%)</b>					
Biên lợi nhuận gộp	7,2	10,3	6,3	8,5	15,7
Biên lợi nhuận từ HĐKD	1,8	0,8	0,0	0,2	9,9
Biên EBITDA	12,9	13,2	10,3	13,6	21,4
Biên lợi nhuận ròng	3,1	4,1	3,5	2,6	9,4
ROA	0,9	0,9	0,9	0,5	2,9
ROE	1,4	1,4	1,3	0,8	4,2
<b>Hệ số bền vững</b>					
Nợ ròng/VCSH (x)	4,1	5,9	12,2	2,9	2,7
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	2,4	2,2	2,5	1,8	7,0
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn(x)	0,8	0,5	0,4	0,3	1,3
Số ngày phải thu tiền mặt	96,6	130,7	108,5	100,5	70,4
Hệ số thanh toán tức thời (x)	2,0	2,1	1,9	1,6	1,8
Hệ số thanh toán nhanh (x)	1,8	1,8	1,6	1,4	1,5
Tiền mặt (triệu đồng)	(562)	(829)	(1.744)	(410)	404
<b>Hiệu suất hoạt động</b>					
Vòng quay khoản phải thu	105	148	116	113	83
Vòng quay hàng tồn kho	50	66	51	53	37
Vòng quay khoản phải trả	59	83	58	66	49

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)**

Năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>21.004</b>	<b>20.877</b>	<b>20.856</b>	<b>20.302</b>	<b>20.668</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.265	1.890	925	1.441	1.247
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.012	1.033	1.196	1.196	1.196
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.613	1.934	1.949	1.191	1.721
Hàng tồn kho	760	810	959	553	728
Tài sản ngắn hạn khác	25	50	78	34	45
Tài sản cố định	14.462	13.926	13.496	14.084	13.746
Tài sản khác	867	1.234	2.253	1.804	1.985
<b>Nợ phải trả</b>	<b>7.154</b>	<b>6.820</b>	<b>6.814</b>	<b>5.934</b>	<b>5.950</b>
Nợ ngắn hạn	2.800	2.760	2.799	2.815	2.812
Phải trả người bán ngắn hạn	2.438	2.239	696	2.057	2.272
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	362	521	635	758	540
Nợ dài hạn	4.354	4.060	4.016	3.119	3.137
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	3.477	3.231	3.231	2.289	2.307
Phải trả khác	877	829	785	830	830
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.850</b>	<b>14.057</b>	<b>14.042</b>	<b>14.369</b>	<b>14.719</b>
Vốn góp của chủ sở hữu	3.833	4.215	4.215	4.215	4.215
Cổ phiếu quỹ	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
Khác	5.962	6.051	5.228	6.125	6.266
Lợi nhuận giữ lại	4.076	3.812	1.938	4.050	4.259
<b>Cổ đông thiểu số</b>	<b>257</b>	<b>247</b>	<b>248</b>	<b>261</b>	<b>283</b>

**DÒNG TIỀN (tỷ đồng)**

Năm tài chính	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>Dòng tiền từ HĐKD</b>	<b>163</b>	<b>(199)</b>	<b>1.867</b>	<b>1.605</b>	<b>536</b>
Thu nhập ròng	43	189	186	111	597
Khấu hao	608	542	435	555	733
Thay đổi trong VLC	(66)	(456)	(382)	1.342	(719)
Khác	(421)	(474)	1.628	(403)	(75)
<b>Dòng tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>1.141</b>	<b>(88)</b>	<b>(1.049)</b>	<b>(271)</b>	<b>(262)</b>
Chi tiêu vốn ròng	(78)	(154)	-	(327)	(332)
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	1	-	(562)	-	-
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	1.219	66	(487)	56	70
Dòng tiền sau đầu tư	1.305	(288)	818	1.334	274
<b>Dòng tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>(931)</b>	<b>(87)</b>	<b>(1.783)</b>	<b>(818)</b>	<b>(468)</b>
Thay đổi trong vốn góp CSH	-	-	-	-	-
Thay đổi trong nợ	(929)	(87)	114	(818)	(200)
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	(3)	-	(1.897)	-	(268)
<b>Thay đổi ròng trong dòng tiền</b>	<b>462</b>	<b>(375)</b>	<b>(965)</b>	<b>516</b>	<b>(194)</b>
Dòng tiền đầu kỳ	1.803	2.265	1.890	925	1.441
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>2.265</b>	<b>1.890</b>	<b>925</b>	<b>1.441</b>	<b>1.247</b>

**CÁC THƯỚC ĐO CHÍNH**

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
P/E (x)	51,1	53,2	53,9	90,7	16,9
P/E pha loãng (x)	51,1	53,2	53,9	90,7	16,9
P/B (x)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
EBITDA/CP	1.679	1.368	1.275	1.333	3.246
DPS	0	0	0	0	700
Tỷ suất cổ tức(%)	-	-	-	-	2,9
EV/EBITDA (x)	17,2	21,1	22,6	21,6	8,9
EV/EBIT (x)	122,2	347,6	10,665	1,647	19,1

# Appendix A: Important Disclosures

## Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report,

## Ratings Definitions

**BUY:** We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period, Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile, We recommend investors add to their position,

**HOLD-Outperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price, Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile,

**HOLD-Underperform:** In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price, Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile,

**SELL:** We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period, Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile, We recommend investors reduce their position,

**Under Review:** We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review,

**Restricted:** The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies,

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months, Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report,

## Global Disclaimer

© 2019 Yuanta, All rights reserved, The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy, It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities, All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice,

This report provides general information only, Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments, This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report, Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report, The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness, This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction,

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof), All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended, Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting, Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co, Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities), In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co, Limited,

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

Attn: Research  
Yuanta Securities Investment Consulting  
4F, 225,  
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104  
Taiwan

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

Attn: Research  
Yuanta Securities (Hong Kong) Co, Ltd  
23/F, Tower 1, Admiralty Centre  
18 Harcourt Road,  
Hong Kong

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

Head Office  
Yuanta Securities Building  
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845  
Tel: +822 3770 3454

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

Attn: Research  
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA  
(A member of the Yuanta Group)  
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH  
SCBD Lot 9  
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53  
Tel: (6221) – 5153608 (General)

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

Research department  
Yuanta Securities (Thailand)  
127 Gaysorn Tower, 16th floor  
Ratchadamri Road, Pathumwan  
Bangkok 10330

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

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



# YUANTA SECURITIES NETWORK



## YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

**Head office:** 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)

**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 (3874)

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

### Institutional Sales

**Huy Nguyen**

Head of Institutional sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3808)

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

**Trung Nguyen**

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext, 3890)

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