

Vài nét về doanh nghiệp

PC1 là doanh nghiệp đa ngành với trọng tâm ban đầu tập trung trong lĩnh vực xây lắp. Hiện tại, PC1 đã mở rộng sang đầu tư năng lượng, bất động sản, khai khoáng, khu công nghiệp.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu (16/05/2024)	33.00
Tiềm năng tăng giá	19%
Cổ tức (tiền mặt/cp)	0%
Tỷ suất sinh lời	19%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Xây lắp điện
Thị giá (17/05/2024)	27.70
Biến động 1 năm	21,4 – 31,2
KLGD bình quân 52T (tr.cp)	3,73
Vốn hóa (Tỷ đồng)	8.615
P/E	57,66
P/B	1,6x
%NN sở hữu	7,5%

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
PC1	+7%	-5%	+10%
VNIndex	+7%	+5%	+20%

Tỷ lệ sở hữu

Trịnh Văn Tuấn	21.38%
Khác	78.62%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Quang Nhựt

nqnhut@vcbs.com.vn

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

BƯỚC CHUYỂN MÌNH

ĐÁNH GIÁ: MUA

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá SOTP và FCF xác định giá trị hợp lý của PC1 ở mức 33.000 đồng/cp. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với PC1 kỳ vọng: (1) Sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng xây lắp với lượng backlog khả quan (2) Mảng năng lượng phục hồi khi thời tiết bất lợi qua đi; (3) Mảng khai khoáng tiếp tục bứt phá khi sản lượng Niken dự kiến tăng trên 70% YoY.

CẬP NHẬT KQKD

KQKD Q1.2024 tích cực nhờ vào sự phục hồi của mảng xây lắp và đóng góp doanh thu mới từ mảng khai khoáng. Doanh thu và LNST của PC1 lần lượt đạt 2.165 tỷ đồng (+44 YoY) và 129 tỷ đồng (+63 YoY). LNST có sự cải thiện nhờ vào sự gia tăng của hầu hết các mảng kinh doanh cùng với ghi nhận doanh thu từ công ty liên doanh liên kết Western Pacific.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng xây lắp điện phục hồi nhờ hoạt động xây lắp lưới điện. Giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh, tổng lượng backlog Q1/2024 ở mức 5.580 tỷ đồng (+44% YoY). Với việc kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII được phê duyệt, các dự án truyền tải và phát triển nguồn điện dự kiến sẽ đem về lượng backlog khả quan.

Mảng điện phục hồi trở lại khi thời tiết bất lợi qua đi và kế hoạch nâng công suất tiềm năng. Sản lượng nhóm thủy điện dự kiến tăng 20% YoY so với nền thấp năm 2023 dựa trên kỳ vọng El Nino sẽ kết thúc vào 2H2024. Bên cạnh đó, hai nhà máy thủy điện mới dự kiến gia tăng công suất thủy điện thêm 25% so với hiện tại.

Sản lượng mảng khai khoáng tăng trên 70% YoY. Nhà máy Niken – Đồng chỉ hoạt động ổn định từ tháng 4/2023 nên năm 2024 dự kiến mảng Niken sẽ đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào doanh thu của PC1 khi sản lượng kỳ vọng +72% YoY.

PC1 đẩy mạnh phát triển sang mảng KCN, Western Pacific đóng góp lợi nhuận từ 2024. Công ty liên doanh, liên kết của PC1 là Western Pacific dự kiến bàn giao và ghi nhận doanh thu của KCN Yên Phong 2A, Cụm công nghiệp Yên Lệnh. Về dự án mới, PC1 đặt mục tiêu sẽ hoàn thành pháp lý KCN Nomura 2 (diện tích 200ha) và bắt đầu khởi công trong năm 2024.

Rủi ro: (1) Nhu cầu xây lắp điện và tiến độ không đạt kỳ vọng; (2) Thời tiết bất lợi kéo dài; (3) Giá và sản lượng Niken thấp hơn dự báo; (4) Tốc độ cho thuê và giá BĐS KCN không đạt kỳ vọng; (5) Rủi ro tỷ giá.

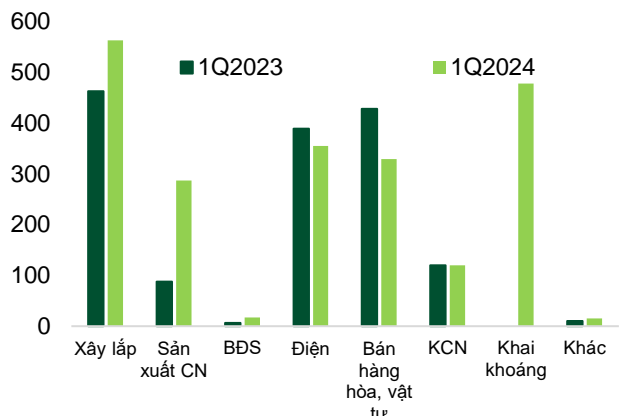
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Tăng trưởng DT	-15%	-7%	30%	7%
Tăng trưởng LNST	-30%	-44%	93%	24%
Nợ/TTS (%)	55%	53%	49%	44%
TS LN gộp (%)	19%	20%	17%	18%
ROE – TTM (%)	2%	1%	3%	3%
EPS - TTM (đồng)	1.519	405	1.478	1.589
P/E	18,1	57,7	25,2	21,9
P/B	1,6	1,6	1,7	2,0

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH KINH DOANH Q1/2024

Tiêu chí	Q1.2024	%YoY	Theo Nghị quyết ĐHCĐ 2024 & Bản tin IR Q1/2024	Đạt % KH	Thuyết minh
Doanh thu	2.165	44%	10.822	20%	
Xây lắp	563	22%	4.784	12%	Mảng xây lắp điện có kết quả kinh doanh +22% YoY nhờ lượng backlog khả quan, đặc biệt là khối lượng công việc từ đường dây 500kV mạch 3 của EVN. PC1 hiện đang kiểm soát tốt tiến độ của các dự án trọng điểm.
Năng lượng	355	-9%	1.588	22%	Mảng có kết quả giảm sút do ảnh hưởng của El Nino và việc tích nước chủ động chuẩn bị cho mùa khô đã ảnh hưởng đến sản lượng.
Thủy điện	99	-6%	688	14%	Do sản lượng giảm 8% YoY do El Nino ảnh hưởng và các nhà máy tích nước chủ động để chuẩn bị phát điện vào cao điểm mùa nắng nóng
Điện gió	242	-15%	900	27%	Do sản lượng tương đương năm 2022, giảm 11% YoY do Q1/2023 có mức sản lượng tốt.
Sản xuất CN	287	226%	1.290	22%	Mảng sản xuất công nghiệp và hàng hóa vật tư tăng trưởng tốt nhờ vào nhu cầu tăng cao, đặc biệt là nhu cầu vật tư cho đường dây 500 kV mạch 3.
Khai khoáng	478	N.A	1.262	38%	Mảng khai khoáng Niken tiếp tục đóng góp doanh thu vào Q1/2024 trong khi cùng kì chưa ghi nhận doanh thu mảng kinh doanh này.
BĐS KCN & Dân dụng	137	7%	654	14%	Mảng KCN được đóng góp chủ yếu đến từ KCN Nomura với nhà máy điện công suất 50 MW đem về doanh thu tương đối ổn định.
Khác	437	-21%	1.240	35%	
Biên lợi nhuận gộp	20%	-22 bpts			Biên lợi nhuận gộp của PC1 Q1/2024 giảm nhẹ so với cùng kỳ chủ yếu do mảng điện. Cụ thể, BLG gộp mảng điện đạt 50% giảm sâu so với mức 57% của Q1/2023 lý do chủ yếu đến từ do sản lượng suy giảm. Trong khi đó, BLN gộp mảng xây lắp ổn định ở mức 9.6% (+30 bpts), BLG mảng khai khoáng đạt 28% xấp xỉ các quý trước đó.
LNST	129	63%	525	25%	LNST có sự cải thiện nhờ vào sự gia tăng của hầu hết các mảng kinh doanh cùng với ghi nhận doanh thu từ công ty liên doanh liên kết Western Pacific (42 tỷ đồng). Chi phí lãi vay có sự giảm sút nhờ mặt bằng lãi vay giảm. Tuy nhiên, tỷ giá tăng mạnh đã khiến PC1 lỗ tỷ giá 84 tỷ trong Q1/2024.

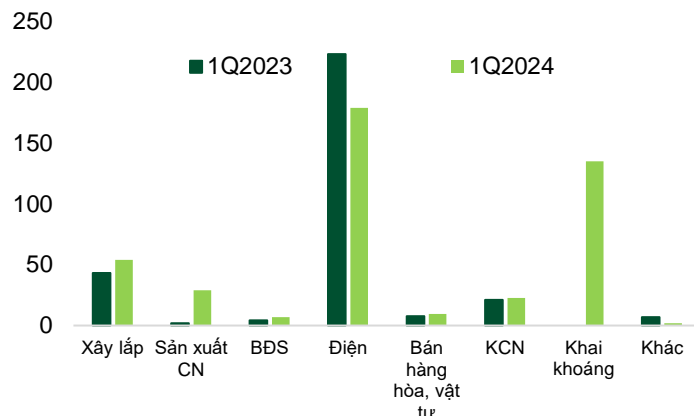
Nguồn: PC1, VCBS

Hình 1: Doanh thu của PC1 theo từng mảng kinh doanh



Nguồn: PC1, VCBS

Hình 2: LNG của PC1 theo từng mảng kinh doanh



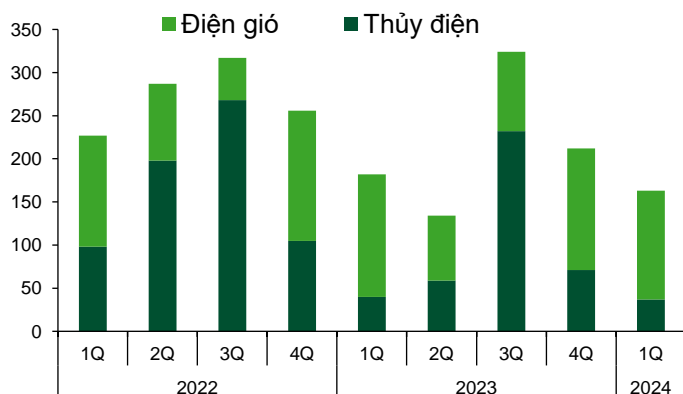
Nguồn: PC1, VCBS

Doanh thu của PC1 tăng trưởng ấn tượng nhờ vào các mảng kinh doanh chính

Doanh thu trong Q1/2024 của PC1 tăng 44% YoY nhờ vào sự phục hồi của mảng xây lắp và đóng góp doanh thu mới từ mảng khai khoáng. Lượng backlog khả quan của PC1 nhờ backlog chuyển tiếp từ năm 2023 và dự án đường dây 500kV mạch 3 đã thúc đẩy doanh thu xây lắp, sản xuất công nghiệp và hàng hóa vật tư. Mảng khai khoáng đóng góp doanh thu đến 478 tỷ đồng trong bối cảnh giá Niken phục hồi đã bổ sung cho đà tăng trưởng của PC1.

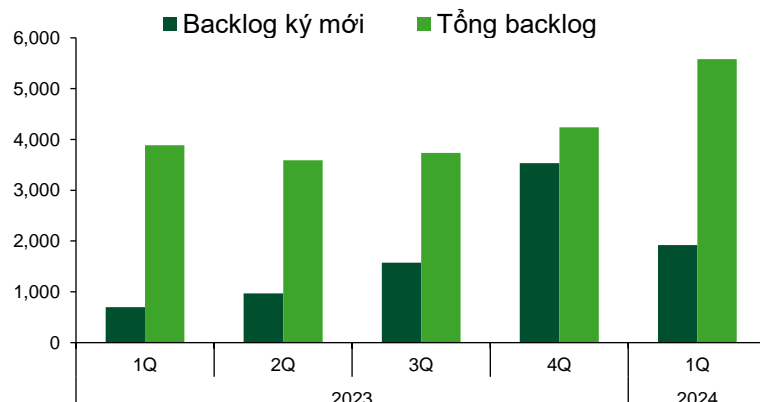
Bên cạnh đó, doanh thu từ mảng điện giảm 9% YoY do sản lượng giảm 10% YoY. Nhóm thủy điện có kết quả tiêu cực do hiện tượng El Nino tác động cùng việc tích nước chủ động để phát điện vào quý 2-cao điểm mùa nắng nóng.

Hình 3: Sản lượng điện của PC1 (triệu kWh)



Nguồn: PC1, VCBS

Hình 4: Backlog ký mới và tổng backlog tồn đọng (tỷ đồng)

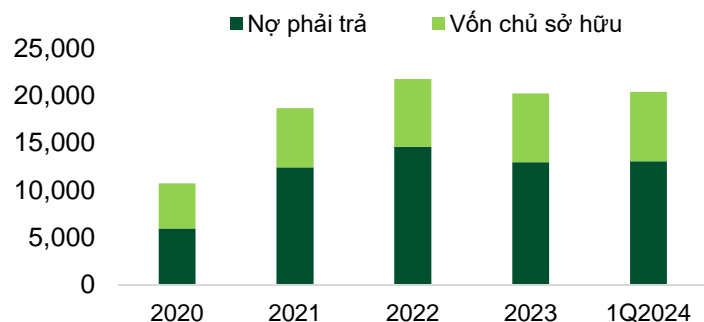


Nguồn: PC1, VCBS

Sức khỏe tài chính

Tổng tài sản của PC1 đạt 20.415 tỷ đồng (+0.88% so với đầu năm), tài sản dài hạn chiếm 65%, chủ yếu là tài sản cố định. Về nguồn vốn, nợ phải trả của PC1 chiếm 64% tổng nguồn vốn, chủ yếu là trái phiếu, vay nợ ngắn và dài hạn với 10.833 tỷ đồng (+0.86% so với đầu năm) và giảm khoảng 10% so với cuối năm 2022. **Chúng tôi đánh giá rằng PC1 có dự nợ vay lớn, nhiều khoản vay với lãi suất thả nổi cùng với các khoản vay đồng USD sẽ đối mặt trực tiếp rủi ro lãi suất và tỷ giá.** Ngoài ra, chúng tôi cho rằng tổng dư nợ của PC1 trong thời gian tới có thể tiếp tục gia tăng khi triển khai các dự án mới (NMTĐ Thượng Hà, Bảo Lạc A). Tuy nhiên, dòng tiền tương đối ổn định từ mảng năng lượng dự kiến sẽ giúp PC1 có thể hoàn thành nghĩa vụ tài chính của doanh nghiệp này.

Hình 5: Cơ cấu nguồn vốn của PC1



Nguồn: PC1, VCBS

Hình 6: Dòng tiền của PC1



Nguồn: PC1, VCBS

Chi phí tài chính gia tăng do áp lực tỷ giá

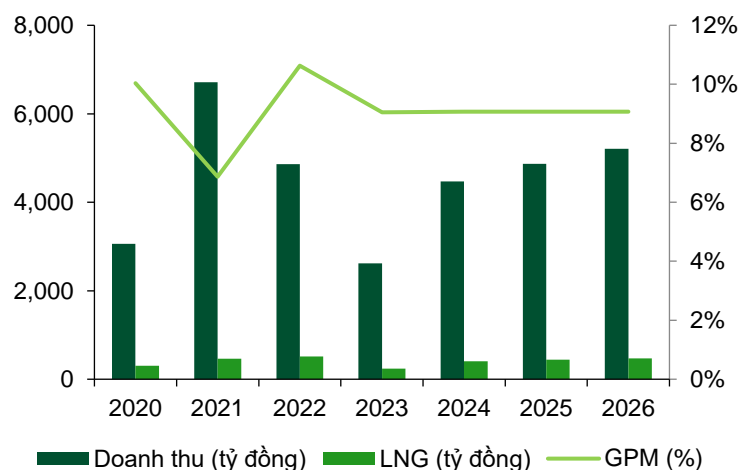
Chi phí tài chính trong Q1/2024 của PC1 ghi nhận 270 tỷ đồng (+28% YoY), trong đó chi phí lãi vay giảm 10% YoY tuy nhiên khoản lỗ tỷ giá tới 84 tỷ đồng đã bào mòn biên lợi nhuận của PC1.

TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

Mảng xây lắp điện phục hồi dựa trên nền thấp năm 2023 và backlog khả quan

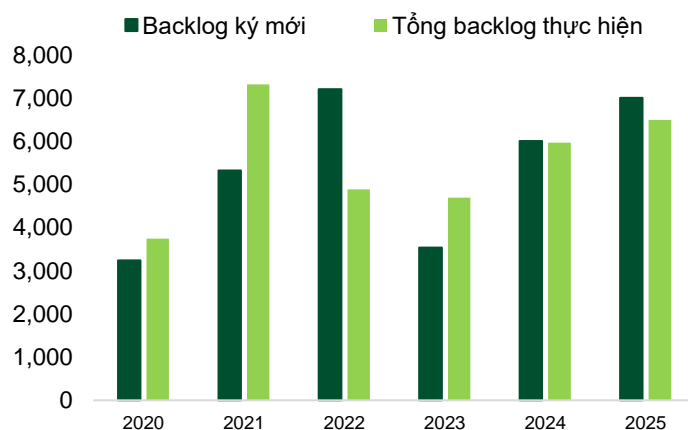
Theo doanh nghiệp chia sẻ, tổng giá trị hợp đồng của PC1 đến hết Q1/2024 ước tính khoảng **5.580 tỷ đồng (+44% YoY)**. Trong đó, backlog ký mới 1.919 tỷ đồng (+174% YoY). PC1 đặt kế hoạch năm 2024 sẽ ký mới được thêm khoảng 7.500 tỷ đồng và doanh thu mảng xây lắp đạt 4.784 tỷ đồng (+83% so với thực hiện 2023). PC1 đã trúng nhiều gói thầu thuộc dự án đường dây 500 KV Mạch 3 mở rộng với tổng giá trị trúng thầu khoảng 2.083 tỷ đồng (khoảng 9,5% tổng giá trị dự án) bao gồm khối lượng công việc xây lắp, cung cấp cột thép, máy móc, thiết bị. Dựa trên dự phóng backlog tăng trưởng tốt, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu mảng xây lắp của PC1 năm nay sẽ đạt 4.473 tỷ đồng (+71% YoY).

Hình 7: Doanh thu, LNG và GPM



Nguồn: PC1, VCBS

Hình 8: Backlog ký mới và tổng backlog thực hiện ước tính (tỷ đồng)

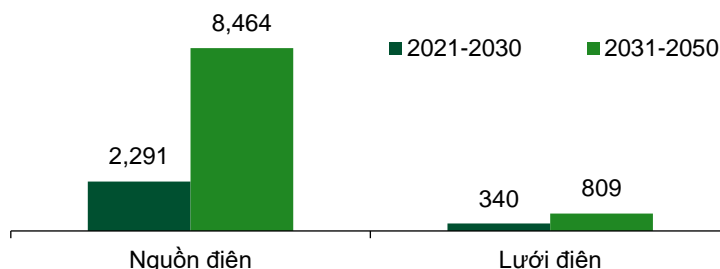


Nguồn: PC1, VCBS

Triển vọng phát triển đối với lĩnh vực xây lắp điện và tổng thầu EPC: Chúng tôi đánh giá rằng Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII được thông qua vào ngày 3/4/2024 và năng lực, uy tín của PC1 thì mảng xây lắp điện của PC1 có nhiều dư địa để phát triển, đặc biệt các hợp đồng tổng thầu xây lắp các nhà máy điện. Kế hoạch có tổng cộng 103 đường dây được xây mới và cải tạo trong giai đoạn 2023-2030. Trong đó, 31 đường dây sẽ được xây mới và cải tạo trong giai đoạn 2023-2025.

Mặc dù việc triển khai các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) mới còn gặp nhiều khó khăn nhưng phần việc về xây dựng hệ thống truyền tải sẽ gia tăng khối lượng công việc cho PC1 trong thời gian tới. Về dài hạn, PC1 kỳ vọng sẽ có thể dành được lượng backlog lớn trong lĩnh vực NLTT khi khung pháp lý dần hoàn chỉnh. Ngoài ra, PC1 cũng đã bắt đầu mở rộng kinh doanh sang thị trường quốc tế (Úc, Philippines, Lào).

Hình 9: Vốn đầu tư phát triển điện lực quốc gia (nghìn tỷ đồng)

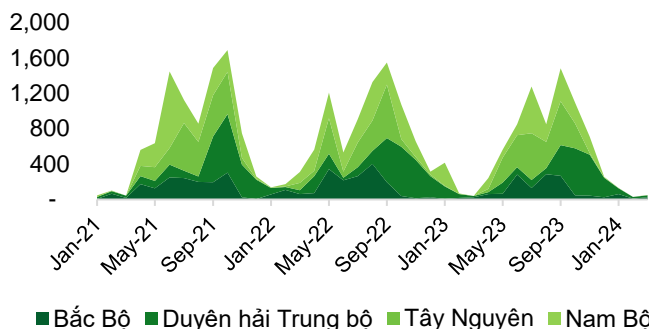


Nguồn: Quy hoạch điện VIII, VCBS

Mảng năng lượng kỳ vọng sẽ phục hồi khi thời tiết bất lợi qua đi và sự đóng góp của hai nhà máy mới

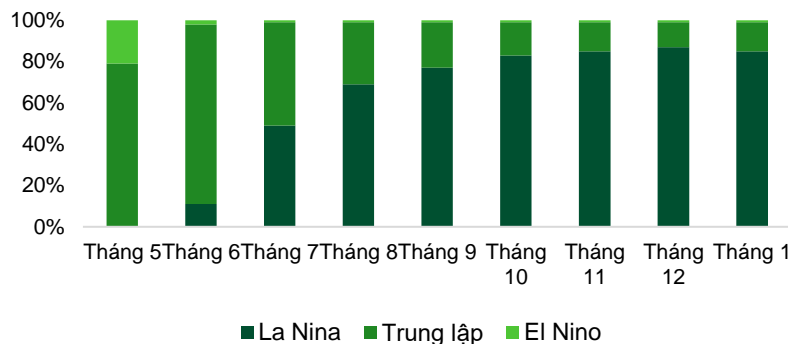
Mảng năng lượng dự kiến sẽ phục hồi từ nền thấp của năm 2023 khi El Nino dự báo sẽ kết thúc vào 2H2024. Trong năm 2023, sản lượng thủy điện của PC1 ghi nhận mức thấp trong nhiều năm khiến cho doanh thu của mảng kinh doanh này giảm sút.

Hình 10: Lượng mưa bình quân tại 8 trạm quan trắc (mm)



Nguồn: IMHEN, VCBS

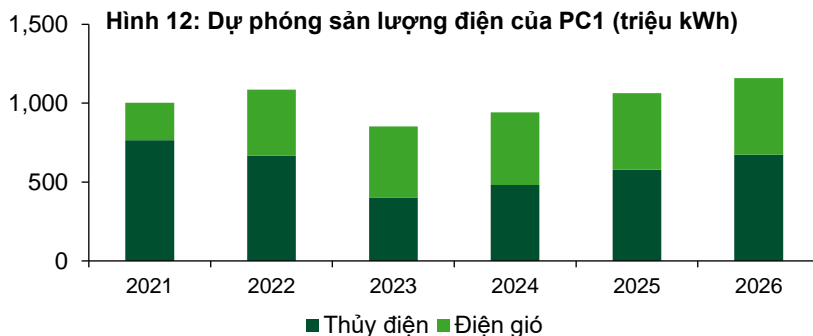
Hình 11: Xác suất diễn ra La Nina, Trung lập và El Nino



Nguồn: IRI, VCBS

Theo dự báo của IRI, trạng thái thời tiết La Nina có xác suất cao quay trở lại vào Q3/2024. Đồng thời, Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn quốc gia dự báo rằng lượng mưa tại khu vực Bắc Bộ sẽ duy trì ngang mức trung bình nhiều năm từ tháng 5 đến tháng 8, trong tháng 9 sẽ có lượng mưa cao hơn từ 10% đến 30% so với trung bình nhiều năm. Dựa trên giả định La Nina quay lại nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng rằng sản lượng của mảng thủy điện sẽ phục hồi 20% YoY.

Song song với mảng thủy điện, chúng tôi dự báo mảng điện gió sẽ tiếp tục hoạt động ổn định đem về sản lượng khoảng 459 triệu kWh xấp xỉ năm 2023. Tổng hợp lại, chúng tôi kỳ vọng mảng năng lượng sẽ ghi nhận doanh thu 1.585 tỷ đồng (+9% YoY) trong năm 2024 nhờ vào sản lượng đạt 941 triệu kWh (+11% YoY).



Nguồn: PC1, VCBS

PC1 có kế hoạch nâng công suất mảng thủy điện tăng 25% so với hiện tại

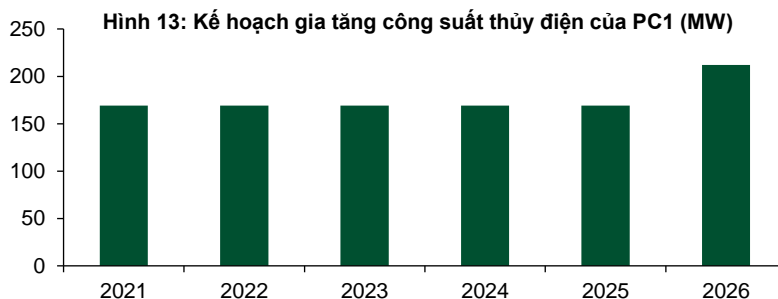
PC1 dự kiến sẽ triển khai hai nhà máy thủy điện (NMTĐ) Thượng Hà và Bảo Lạc A với tổng công suất 43 MW nâng tổng công suất mảng thủy điện lên 212 MW (+25% so với hiện tại).

NMTĐ	Công suất (MW)	Capex (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ/MW)	IRR ước tính
Bảo Lạc A	30	863	28.8	11,7%
Thượng Hà	13	400	30.8	11,2%

Nguồn: PC1, VCBS

Hiện tại, PC1 đang triển khai các công tác chuẩn bị để khởi công hai NMTĐ vào quý 3/2024. Chúng tôi kỳ vọng rằng hai nhà máy sẽ phát điện thương mại vào năm 2026 đem về sản lượng và doanh thu hằng năm lần lượt là 128 triệu kWh và 178 tỷ đồng.

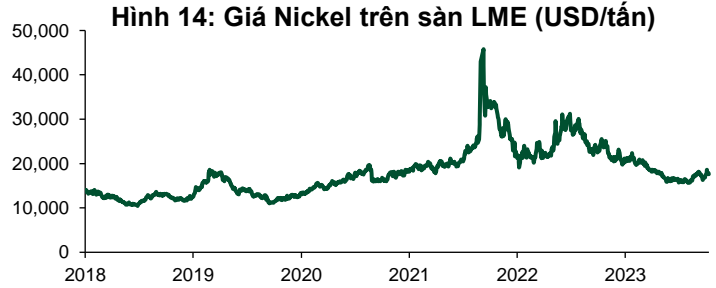
Bên cạnh đó, những văn bản pháp lý quan trọng đã được ban hành trong thời gian gần đây. Chúng tôi cho rằng sau khi khung pháp lý được hoàn thiện, PC1 sẽ tiếp tục đẩy mạnh việc gia tăng công suất đặc biệt trong mảng điện gió.



Nguồn: PC1, VCBS

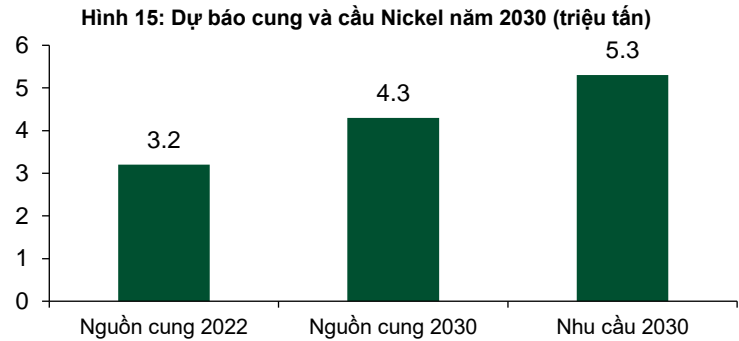
Doanh thu mảng khai khoáng kỳ vọng tăng trên 30% YoY khi nhà máy hoạt động cả năm

Trong năm 2023, sản lượng của mảng khai khoáng ước tính khoảng 29.000 tấn. Tính đến hết Q1/2024, PC1 ghi nhận sản lượng đạt 12.375 tấn đem về 478 tỷ đồng doanh thu. **Chúng tôi kỳ vọng sản lượng niken sẽ đạt khoảng 50.000 tấn (+72% YoY) khi nhà máy vận hành trọn năm.**



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Trong khi đó, giá Niken hiện đang có diễn biến tích cực, giá Niken trên sàn LME đã tăng 6% YTD sau khi giảm sâu trong năm 2023 do nhu cầu giảm sút và nguồn cung đã gia tăng. Hai quốc gia xuất khẩu hàng đầu là Indonesia và Trung Quốc (cả hai chiếm khoảng 70% thị phần) đã lên kế hoạch cắt giảm nguồn cung khoảng 100.000 tấn trong năm 2024 để củng cố giá Niken. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt của mảng khai khoáng sẽ đạt 996 tỷ đồng (+41% YoY).



Nguồn: EIA, VCBS

Ngoài ra, PC1 hiện đang bắt đầu triển khai dự án mở rộng nhà máy khai thác. Hiện tại, dự án này đang nằm trong giai đoạn chuẩn bị hồ sơ, dự kiến sẽ kéo dài khoảng 3 năm. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa phản ánh thông tin này vào mô hình định giá.

PC1 bước vào mảng BĐS KCN với nhiều tiềm năng tăng trưởng

PC1 đang dần bước vào mảng khu công nghiệp (KCN) thông qua hoạt động M&A. Vào năm 2022, PC1 đã ghi dấu ấn khi mua lại KCN Nhật Bản – Hải Phòng với diện tích 153 ha, tỷ lệ lấp đầy đã đạt 100%, doanh thu hàng năm đóng góp khoảng 600 tỷ, lợi nhuận ròng trên 100 tỷ.

Trong thời gian tới PC1 dự kiến sẽ triển khai dự án KCN Nomura 2 với diện tích 200 ha. Về tiến độ, PC1 đặt kế hoạch sẽ hoàn tất pháp lý vào quý 3/2024 và tiến hành triển khai trong năm 2024. **Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá.**

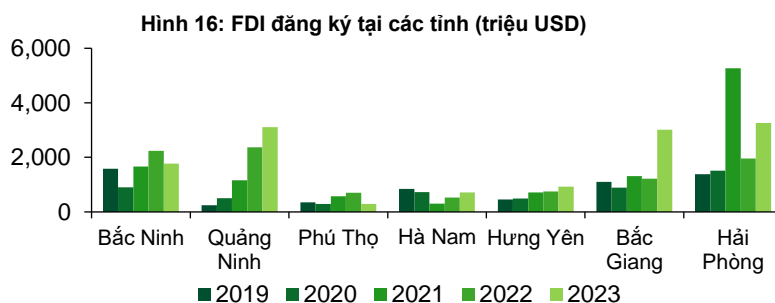
Đối với Western Pacific (WP), PC1 hiện đang nắm giữ 30,08% công ty này. Công ty chia sẻ, việc hợp tác cùng với WP sẽ phát huy thế mạnh PC1 như kinh nghiệm đầu tư, quản lý các dự án KCN cũng như khả năng tiếp cận nguồn vốn vay và huy động vốn để triển khai dự án. Trong năm 2024, doanh thu của WP chủ yếu đến từ KCN Yên Phong 2A, Cụm công nghiệp (CCN) Yên Lệnh. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận đóng góp từ WP vào PC1 thông qua lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết dự phóng ở mức 108 tỷ đồng.

KCN/CCN	Chủ đầu tư	Tỉnh	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Capex (tỷ VND)	Giá thuê ước tính (USD/m2)
Yên Phong 2A	WP	Bắc Ninh	159	101.6	1.830	170
Yên Lệnh	WP	Hà Nam	69	45	624	85
Nomura	PC1	Hải Phòng	153	123		
KCN	Chủ đầu tư	Tỉnh	Tổng diện tích (ha)	Tiến độ		
Đồng Văn 5	WP	Hà Nam	250	Đã được ban hành quy hoạch 1/2.000		
Yên Lư mở rộng	WP	Bắc Giang	230	Đã được ban hành quy hoạch 1/2.000		
Nomura 2	PC1	Hải Phòng	200	Đã được ban hành quy hoạch 1/2.000, PC1 kỳ vọng hoàn thành pháp lý và khởi công trong năm 2024		

Nguồn: PC1, Western Pacific, VCBS

PC1 có kế hoạch tham vọng trong lĩnh vực KCN với mục tiêu tối thiểu 1.500ha

Về chiến lược dài hạn, PC1 dự kiến sẽ tiếp tục đẩy mạnh phát triển KCN với mục tiêu sẽ hoàn thành tối thiểu 1.500 ha đến năm 2033. Cụ thể, mỗi dự án từ 200-500ha tương ứng với tổng mức đầu tư từ 2.500-6.000 tỷ đồng. Về phương pháp thực hiện kế hoạch trên, PC1 cho biết sẽ tiến hành M&A, hợp tác liên doanh liên kết hoặc tự phát triển. Hiện tại, PC1 đang tiếp cận và làm việc với các KCN tiềm năng có tổng diện tích khoảng 1.000 ha. Doanh nghiệp này kỳ vọng các dự án KCN sẽ có IRR tối thiểu 20%, thời gian thu hồi vốn dưới 5 năm. Chúng tôi đánh giá rằng việc phát triển các khu công nghiệp là một hướng đi phù hợp của PC1 trong bối cảnh dòng vốn FDI gia tăng, đặc biệt là tại các tỉnh thành phía Bắc.



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VCBS

Bên cạnh đó, PC1 dự định sẽ nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Kho Bãi Phú Bình lên mức tối thiểu là 55%. Bước đi chiến lược này của PC1 giúp PC1 triển khai các dự án tại Vũng Tàu với quy mô khoảng 300 ha/dự án.

Đối với mảng bất động sản dân dụng, PC1 đặt kế hoạch doanh thu 52 tỷ đồng trong năm 2024. Về các dự án mới, PC1 cho biết sẽ khởi công dự án Gia Lâm và 1 dự án khác.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Một số giả định chính trong dự báo KQKD

Tiêu chí	2023	2024F	% YOY	2025F	%YOY	Thuyết minh
Doanh thu	7.775	10.140	30%	10.830	7%	
Xây lắp	2.607	4.474	72%	4.867	9%	Backlog ký mới kỳ vọng đạt khoảng 6.000 tỷ đồng trong năm 2024 nhờ sự phục hồi của nhu cầu xây lắp đặc biệt là các dự án truyền tải điện giúp gia tăng doanh thu.

Năng lượng	1.461	1.585	8%	1.755	11%	Sản lượng măng điện dự kiến sẽ phục hồi nhờ vào thời tiết bất lợi qua đi vào 2H2024 thúc đẩy sản lượng của thủy điện cùng với sản lượng điện gió ổn định.
Sản xuất CN	1.166	1.399	20%	1.441	3%	Nhóm sản xuất CN dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng khi nhu cầu cột thép tăng cao nhằm phục vụ cho các dự án truyền tải điện năng.
Khai khoáng	705	996	41%	1.032	4%	Mảng khai khoáng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ vào việc gia tăng sản lượng khi hoạt động cả năm.
BDS KCN & Dân dụng	800	644	-20%	644	0%	Mảng KCN dự kiến tiếp tục đóng góp doanh thu ổn định khi tỷ lệ lấp đầy đã đạt 100% tại KCN Nomura.
Khác	1.222	1.041	-15%	1.090	5%	
Lợi nhuận gộp	1.581	1.752	11%	1.928	10%	
LN sau thuế	303	585	93%	724	24%	
Biên LNG	20%	17%		18%		Biên lợi nhuận có xu hướng giảm trong năm 2024 khi mảng xây lắp (có biên LNG thấp) đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào doanh thu.
Biên LNHD	15%	12%		13%		
Biên LNST	4%	6%		7%		Lợi nhuận ròng dự kiến sẽ cải thiện nhờ vào chi phí lãi vay giảm sút.

Định giá

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **33.000 đồng/cp**, dựa trên 2 phương pháp chiết khấu FCFF và SOTP với tỷ trọng 50/50.

Giả định tính toán hệ số chiết khấu:

Chi phí VCSH = 13% theo CAPM ($R_f = 2.8\%$, Risk premium = 9%, $\beta = 1.1$)

Chi phí vay = 9%/năm

WACC = 10%

Định giá bằng FCFF:

FCFF: tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NOPAT	1.086	1.218	1.135	1.229	1.274
Khấu hao	812	821	836	873	872
Thay đổi WC	-294	-329	-82	-183	-42
CAPEX	291	524	485	23	22
FCFF	1.313	1.187	1.405	1.896	2.082
NPV giai đoạn 2024-2028F					5.802
NPV giai đoạn tăng trưởng vĩnh viễn ($g = 0.3\%$)					13.173
Tổng giá trị doanh nghiệp					18.974
Trừ: Vay nợ ròng					8.658
Giá trị VCSH					10.316
Số lượng CPLH (tr.cp)					311

Định giá 33.200

Định giá bằng phương pháp so sánh SOTP

Tài sản	Phương pháp	Giá trị (tỷ VNĐ)
Điện	DCF	4.547
Thủy điện	DCF	2.924
Điện gió	DCF	1.622
Xây lắp	PE	1.986
Sản xuất công nghiệp	PE	883
Khai khoáng	DCF	916
Liên doanh liên kết	Hỗn hợp	1.858
Tổng	DCF	10.189
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tr. cp)		311
Định giá		32.800

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng của mảng điện

Khoảng 50% sản lượng điện của PC1 đóng góp bởi nhóm thủy điện nên sản lượng của PC1 bị ảnh hưởng tiêu cực khi El Nino tác động thời tiết.

Nhu cầu xây lắp và tiến độ không đạt kỳ vọng

Mảng xây lắp của PC1 gắn liền với nhu cầu xây dựng nguồn điện và hệ thống truyền tải. Nếu các vướng mắc pháp lý kéo dài lâu sẽ ảnh hưởng đến lượng backlog trong tương lai của PC1.

Giá và sản lượng Niken thấp hơn dự phóng

Giá của Niken vốn có sự biến động cao và bị chi phối bởi nhiều yếu tố khó kiểm soát. Đồng thời, giá Niken ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả kinh doanh của PC1. Do vậy, đây là một rủi ro lớn cần theo dõi sát sao.

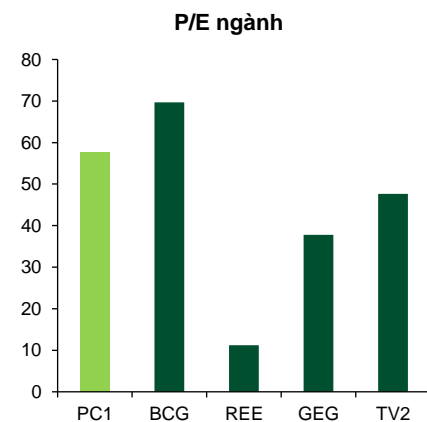
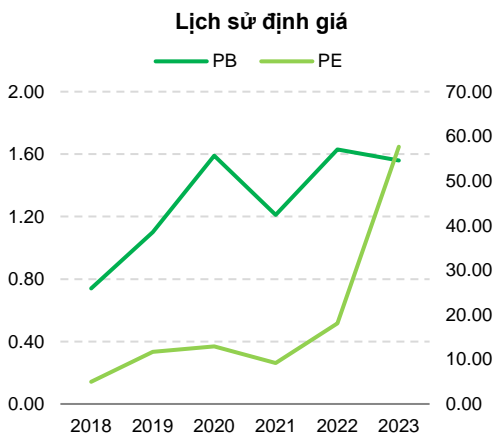
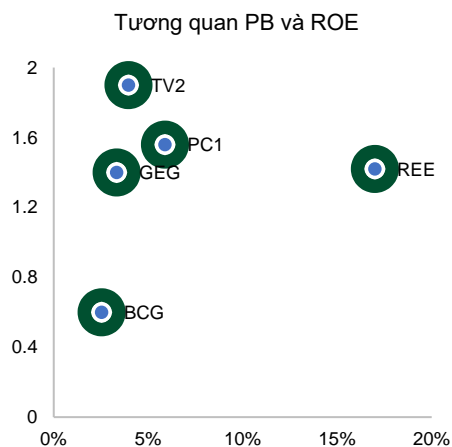
Tốc độ cho thuê và giá BĐS KCN không đạt kỳ vọng

Dòng vốn FDI ảnh hưởng trực tiếp tới tốc độ cho thuê và giá của các khu đất KCN. Vì vậy yếu tố này ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh mảng BĐS KCN.

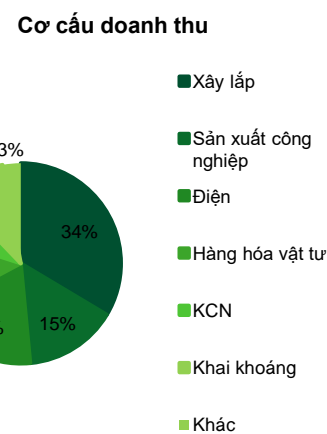
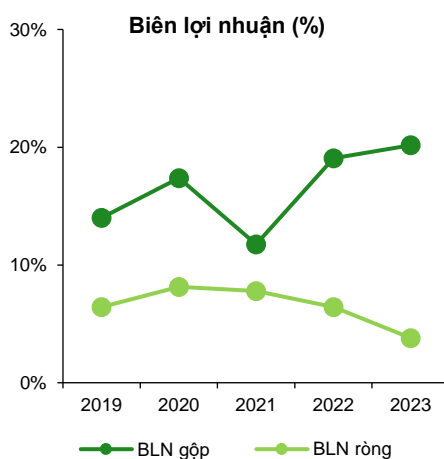
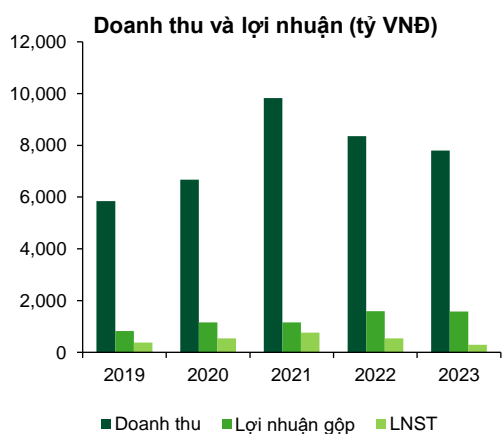
Chi phí tài chính cao hơn dự kiến

PC1 có nợ vay lớn và lãi suất thả nổi nên chi phí lãi vay của PC1 khi mặt bằng lãi suất gia tăng sẽ bào mòn lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngoài ra, PC1 cũng sở hữu khoản vay ngoại tệ (USD) khiến doanh nghiệp đối mặt với rủi ro tỷ giá.

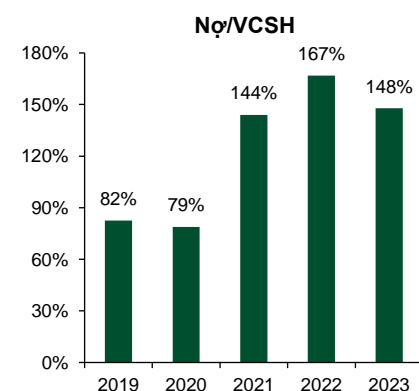
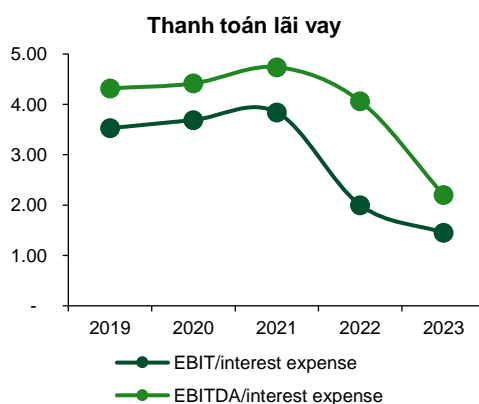
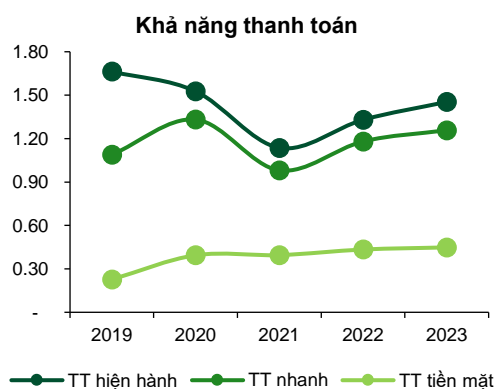
ĐỊNH GIÁ TƯƠNG ĐỐI



KẾT QUẢ KINH DOANH



SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH



BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG – Đơn vị: tỷ đồng

Kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	9.828	8.358	7.775	10.140	10.830
- Giá vốn hàng bán	-8.673	-6.763	-6.194	-8.388	-8.902
Lợi nhuận gộp	1.156	1.595	1.581	1.752	1.928
- Chi phí bán hàng	-56	8	-56	-91	-78
- Chi phí quản lí DN	-241	-285	-335	-437	-467
Lợi nhuận HĐKD	859	1.318	1.190	1.224	1.383
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	-16	-147	-81	-112	-112
- Lợi nhuận khác	369	40	124	167	170
EBIT	1.212	1.210	1.233	1.279	1.441
- Chi phí lãi vay	-315	-605	-844	-628	-637
LNTT	896	605	389	651	805
- Thuế TNDN	-132	-69	5	-65	-81
LNST	764	537	303	585	724
- Lợi ích CĐTS	69	77	163	57	70
LNST CĐ CT Mẹ	695	460	140	529	654
EPS (đ)	2.858	1.519	405	1.478	1.589
EBITDA	1.576	1.837	1.996	2.092	2.263
Tăng trưởng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	47%	-15%	-7%	30%	7%
LN HĐKD	4%	53%	-10%	3%	13%
LN Hợp nhất	40%	-30%	-44%	93%	24%
LNST	36%	-34%	-70%	278%	24%
EBIT	36%	0%	2%	4%	13%
EPS	7%	-47%	-73%	265%	8%
Tổng tài sản	74%	16%	-7%	3%	0%
Nợ vay	140%	32%	-10%	-6%	-9%
VCSH	32%	14%	1%	7%	9%
Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tỷ suất LNG	12%	19%	20%	17%	18%
Tỷ suất LNST	8%	6%	4%	6%	7%
ROE DuPont	11%	6%	2%	7%	8%
ROA DuPont	4%	2%	1%	3%	3%
Tỷ suất EBIT	12%	14%	16%	13%	13%
LNTT / LNST	117%	113%	128%	111%	111%
LNTT / EBIT	74%	50%	32%	51%	56%
Vòng quay TTS	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
Đòn bẩy tài chính	3.0	3.0	2.8	2.7	2.4
ROIC	7%	6%	7%	6%	7%
Hiệu quả hoạt động	2021	2022	2023	2024F	2025F
Số ngày tồn kho	34	48	54	46	50
Số ngày phải thu	121	138	141	113	123
Số ngày phải trả	53	66	55	45	50
Luân chuyển tiền	102	120	140	114	123
COGS/Hàng tồn kho	11	8	7	8	7
An toàn tài chính	2021	2022	2023	2024F	2025F
TT hiện hành	1.1	1.3	1.5	1.6	1.5
TT nhanh	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3
TT tiền mặt	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Nợ / Tài sản	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
Nợ / Vốn sử dụng	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
Nợ / Vốn CSH	1.4	1.7	1.5	1.3	1.1
Khả năng TT lãi vay	3.8	2.0	1.5	2.0	2.3

Cân đối kế toán	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản					
+ Tiền	2.292	2.581	2.082	1.988	1.635
+ ĐTTC ngắn hạn	144	1.006	781	1.014	1.083
+ Phải thu	3.124	3.174	2.821	3.476	3.821
+ Hàng tồn kho	904	890	944	1.160	1.276
+ Khác	126	261	240	315	336
Tài sản ngắn hạn	6.589	7.913	6.868	7.953	8.152
+ Tài sản dài hạn	10.160	9.904	10.760	10.036	9.263
+ Khấu hao lũy kế	-1.046	-2.351	-3.048	-3.838	-4.635
+ TSDH khác	221	271	146	123	99
+ ĐTTC dài hạn	639	1.538	1.607	1.607	1.607
+ Khác	1.077	2.128	854	1.079	1.579
Tài sản dài hạn	12.098	13.841	13.366	12.845	12.548
Tổng Tài sản	18.687	21.754	20.235	20.798	20.699
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	1.756	1.285	1.049	1.463	1.512
+ Vay ngắn hạn	2.800	3.677	2.838	2.579	2.634
+ Khác	1.243	988	828	1.064	1.170
Nợ ngắn hạn	5.799	5.950	4.715	5.107	5.315
+ Vay dài hạn	6.238	8.284	7.902	7.539	6.558
+ Phải trả dài hạn	370	347	348	348	348
Nợ dài hạn	6.607	8.631	8.250	7.887	6.906
Tổng nợ	12.406	14.582	12.964	12.993	12.221
+ Vốn điều lệ	2.352	2.704	3.110	3.577	4.114
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
+ Thặng dư	711	711	711	711	711
+ LN giữ lại	1.638	1.701	1.363	1.373	1.439
+ Lợi ích CĐTS	1.580	2.057	2.087	2.144	2.214
Vốn chủ sở hữu	6.281	7.173	7.270	7.805	8.478
Tổng nguồn vốn	18.687	21.754	20.235	20.798	20.699
Lưu chuyển tiền	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tiền đầu năm	1.476	2.292	2.581	2.082	1.988
LNST	764	537	303	585	724
+ Khấu hao lũy kế	364	627	763	812	821
+ Điều chỉnh	105	697	843	-97	-93
+ Thay đổi VLĐ	-1.140	-572	-877	-294	-329
Tiền từ HĐKD	93	1.289	1.032	1.007	1.124
+ Thanh lý TSCĐ	3	3	-475	-55	0
+ Mua sắm TSCĐ	-3.991	-1.729	-55	-291	-524
+ Đầu tư ròng	-639	-1.761	157	-233	-69
+ Khác	-323	-322	471	152	93
Tiền từ HĐĐT	-4.949	-3.808	99	-427	-500
+ Cổ tức đã trả	-24	-40	-2	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	422	97	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	1.213	878	-839	-259	55
+ Nợ dài hạn	4.066	2.046	-382	-363	-981
+ Khác	4	-170	-269	-51	-51
Tiền từ HĐTC	5.682	2.812	-1.492	-673	-977
Lưu chuyển tiền	826	292	-514	-94	-353
Tiền cuối năm	2.292	2.581	2.082	1.988	1.635

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Nhựt

Chuyên viên Phân tích

nqnhut@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>