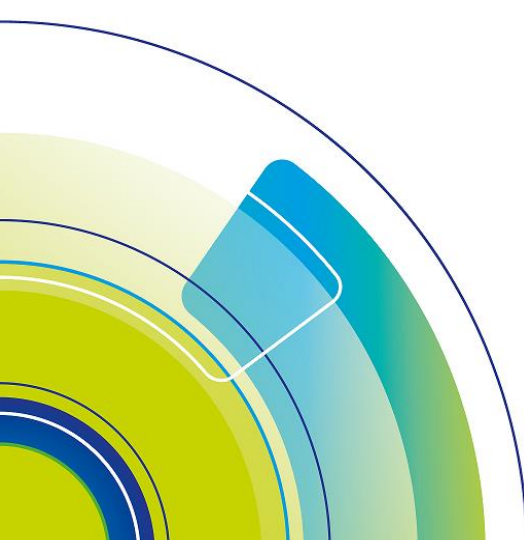




# Báo cáo lần đầu PC1 - MUA

Tuesday, February 28, 2023

---



## Phạm Đức Toàn

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250

toanpd@acbs.com.vn

## Báo cáo lần đầu

Khuyến nghị

MUA

HOSE: PC1

Xây lắp – Năng lượng

Giá hiện tại (VND) 26.200

Giá mục tiêu (VND) 30.442

Kỳ vọng tăng giá 16,2%

Kỳ vọng cổ tức 0,0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 16,2%

## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	29,0	5,8	101,6	-17,9
Tương đối	24,4	6,9	86,2	10,9

Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ giao dịch PC1



## Cơ cấu sở hữu

Trịnh Văn Tuấn 21,01%

CTCP BEHS 17,75%

## Thống kê

27-Feb-23

Bloomberg

PC1 VN

Cao/Thấp 52 tuần: VND 43.390 – 11.800

SL cp niêm yết (tr) 270,4

Vốn hóa: tỷ VND 7.084

Vốn hóa: tr USD 302

Room ngoại còn lại (tr) 118

Cp lưu hành tự do (tr) 145

Tr/bình 30 phiên: tr cp 2.2

USD/VND 23.813

Index: VNIndex / HNX 1021,9/204,2

## Công Ty Cổ Phần Tập Đoàn PC1 (HOSE: PC1)

PC1 là một trong số ít doanh nghiệp đặc biệt chuyên về xây dựng cơ sở hạ tầng năng lượng, được thành lập từ năm 1963, hơn 60 năm với lĩnh vực kinh doanh ban đầu là xây lắp các công trình truyền tải điện quốc gia. Trong quá trình hình thành và phát triển, PC1 đã phát triển thành công ty đa ngành, nhưng hoạt động kinh doanh chính vẫn là xây dựng hệ thống truyền tải và trạm biến áp (TBA). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với PC1 với giá mục tiêu là 30.442 đồng, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng 16,2%.

Năm 2022, tổng công suất lắp đặt toàn quốc đạt 79.651 MW (đã vượt lên đứng nhất Đông Nam Á), cung cấp 286,4 tỷ kWh. Để tránh tình trạng khủng hoảng năng lượng như vừa xảy ra ở Nam Phi, ngành điện nói chung và cơ sở hạ tầng cần được quan tâm và tái đầu tư liên tục, song song và đồng bộ với quy mô của nền kinh tế, đặc biệt là hệ thống truyền tải và phân phối. Chính phủ dự kiến nhu cầu vốn đầu tư trung bình hàng năm là 290.000 tỷ đồng cho ngành điện để đảm bảo an ninh năng lượng bền vững cho các hoạt động sản xuất và sinh hoạt. Như vậy, PC1 với lợi thế là công ty chuyên biệt về xây lắp hạ tầng điện, sẽ được hưởng lợi đầu tiên trong chuỗi giá trị.

Ngoài ra, PC1 cũng đã mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực xây dựng nhà máy điện, đặc biệt là thủy điện và điện gió trong bối cảnh Việt Nam tái cam kết tại COP27 về giảm phát thải ròng cac-bon bằng 0 vào năm 2050 cùng với khoản tài trợ 15,5 tỷ USD Chương trình quan hệ đối tác về chuyển dịch năng lượng công bằng (JETP) để đẩy nhanh quá trình chuyển đổi năng lượng. Cũng theo Quy hoạch điện Quốc gia VIII (QHD8) – dự thảo lần 9 vào tháng 12/2022, dù chưa được phê duyệt chính thức nhưng nhiều dự án năng lượng tái tạo (NLTT) sẽ được sớm triển khai, đi kèm với việc nâng cấp hệ thống lưới điện thông minh để giảm bớt nhược điểm thiếu ổn định của NLTT. Do đó, PC1 sẽ không chỉ được hưởng lợi từ các dự án phát triển cơ sở hạ tầng mà còn từ các dự án xây dựng nhà máy NLTT.

Ngoài ra PC1 còn đầu tư vào các lĩnh vực khác:

- Danh mục NLTT: bảy (7) nhà máy thủy điện, tổng công suất 169 MW và ba (3) nhà máy điện gió, tổng công suất 144 MW và vẫn đang tìm kiếm phát triển thêm cơ hội đầu tư các nhà máy khác.
- Khai khoáng: dự kiến sẽ sẵn sàng vận hành thương mại vào Q3 2023.

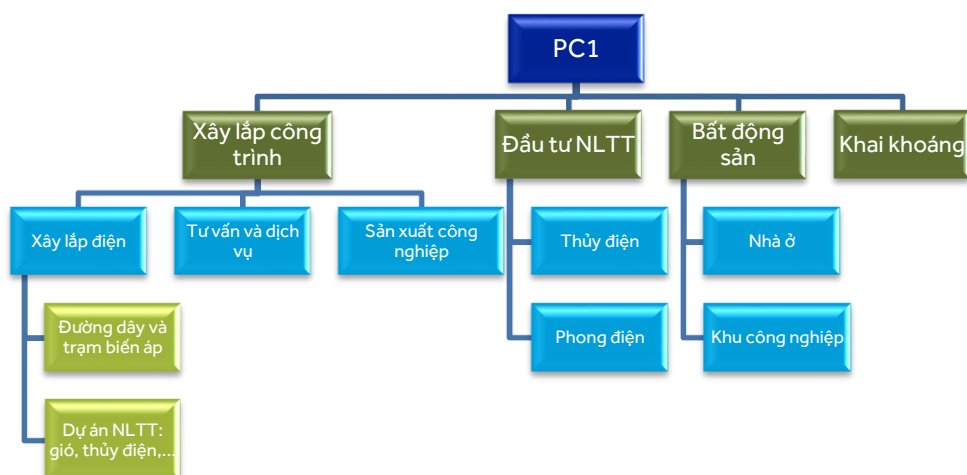
Đơn vị: tỷ VND	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	9.828	8.333	12.172	12.624	14.428
Tăng trưởng	47%	-15%	46%	4%	14%
EBITDA	914	1.308	2.069	2.101	2.533
Tăng trưởng	2%	43%	58%	2%	21%
LNST	695	449	939	963	1.391
Tăng trưởng	35%	-35%	109%	3%	44%
EPS: VND	2.955	1.661	3.473	3.561	5.143
Tăng trưởng	7%	-44%	109%	3%	44%
ROE	11%	6%	12%	11%	13%
ROA	4%	2%	4%	4%	6%
Nợ ròng / EBITDA (x)	9,9	9,1	5,4	5,0	3,8
EV / EBITDA (x)	15,0	11,8	8,5	7,4	5,7
PER (x)	10,4	16,4	7,5	7,4	5,1
PBR (x)	1,4	1,5	0,9	0,8	0,7
DPS: VND	-	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức	-	-	-	-	-

### TỔNG QUAN

PC1 được thành lập năm 1963, hoạt động chính ban đầu trong lĩnh vực xây lắp cơ sở hạ tầng điện bao gồm: xây lắp, tư vấn và dịch vụ điện với hơn 60 năm kinh nghiệm. Hiện nay, PC1 là đơn vị dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực này, đặc biệt là các công trình tổng thầu EPC, PC có cấp điện áp đến 500KV và các công trình có tính đặc thù cao (Gis trạm, công trình cấp điện ra đảo, công trình cáp ngầm...)

Bên cạnh đó, Tập đoàn đã thành công tiến qua lĩnh vực mới: thực hiện tổng thầu các nhà máy điện NLTT, đặc biệt là các dự án đòi hỏi kỹ thuật cao như điện gió, điện mặt trời; và đầu tư đa dạng hóa sang các lĩnh vực khác bao gồm: sở hữu riêng danh mục **NLTT**; **khai thác khoáng sản**: niken và đồng; **kinh doanh bất động sản (BDS)**: nhà ở và khu công nghiệp; và **sản xuất công nghiệp**: thiết kế, chế tạo cột thép đơn thân 110 KV, 220 KV – 1, 2, 4 mạch và cột thép liên kết thanh đến 750kV, với dây truyền công nghệ hiện đại tích hợp hệ thống điều khiển CNC tổng công suất trên 50.000 tấn sản phẩm/năm.

### Sơ đồ lĩnh vực kinh doanh của Tập đoàn.



### Xây lắp công trình

#### Xây Lắp Điện và Tư Vấn

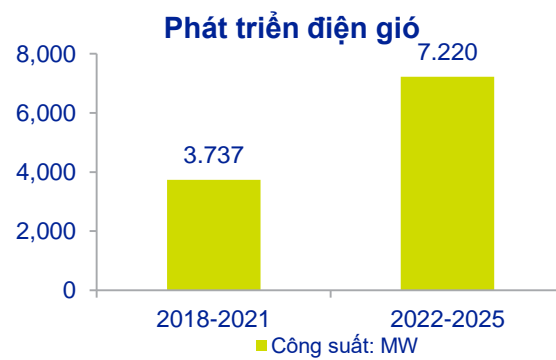
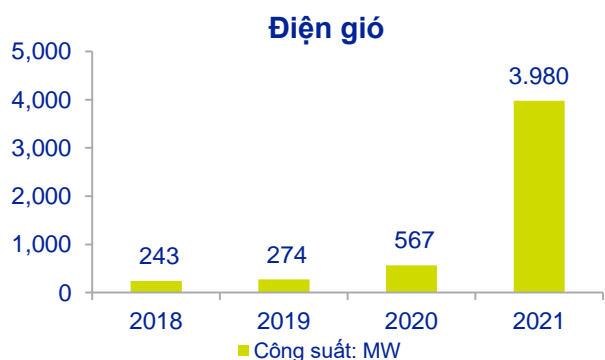
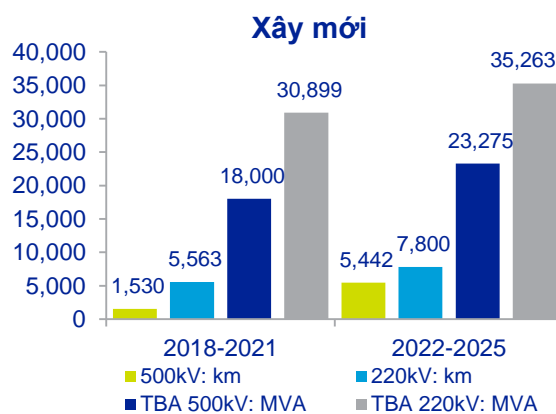
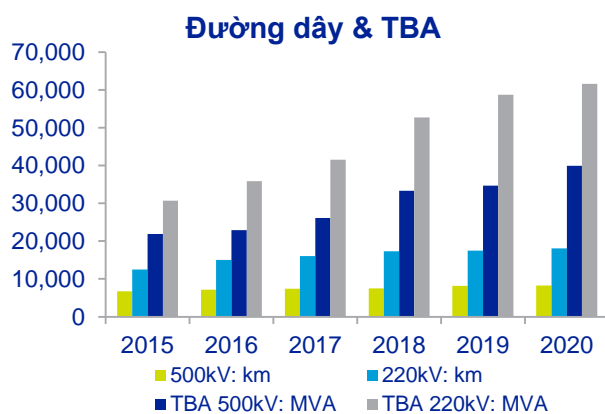
Đây là thế mạnh truyền thống của Tập đoàn, là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi từ những ngày đầu thành lập cho đến nay.

Lĩnh vực xây dựng mang về 4.819 tỷ đồng năm 2022, **-28%** so với cùng kỳ (svck) do thiếu động lực từ các dự án điện gió như 2021. Năm 2021, nhiều dự án điện gió chạy đua hòa lưới điện quốc gia để kịp hưởng chính sách giá ưu đãi FIT hết hiệu lực vào tháng 11. Nhờ vậy, PC1 đã đấu thầu thành công 120 MW công trình điện gió, dẫn đến doanh thu **+121%** svck.

Ngược lại, lợi nhuận gộp năm 2022 tăng tăng **+15%** svck từ các dự án đường dây và TBA có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Đơn vị: tỷ VND	2021	2022	svck
<b>Doanh thu</b>	6.714	4.819	-28%
<b>Lãi gộp</b>	451	518	15%
<i>Biên lãi gộp</i>	7%	11%	

Theo dự thảo QHD8 mới nhất, khối lượng công việc trung bình của hệ thống lưới điện, cụ thể là đường dây và TBA 500 và 220kV trong giai đoạn 2021 - 2025 cao hơn 17% so với giai đoạn 2016 - 2020 trước đó. Ngoài ra, chúng tôi dự báo PC1 có thể tiếp tục duy trì thị phần nhờ vào quy mô, danh tiếng và kinh nghiệm của mình. Do đó, công ty có thể đạt được mức tăng trưởng tương đương trong lĩnh vực lắp đặt đường dây và TBA.



Nguồn: BCT, ACBS

Bên cạnh đó, công suất điện gió dự kiến đạt 11.200 MW cuối giai đoạn 2021 – 2025, bổ sung thêm 7.220 MW điện gió vào danh mục năng lượng toàn quốc, tương ứng trung bình 1.925 MW mỗi năm. Do đó, tiềm năng phát triển NLTT là rất lớn và đầy hứa hẹn. Theo đó, chúng tôi dự báo PC1 có thể thể tăng trưởng năng lực thi công và doanh thu trung bình 10% mỗi năm trong lĩnh vực đấu thầu các công trình điện gió.

Tổng kết cho lĩnh vực xây lắp công trình, chúng tôi kỳ vọng mảng này mang lại 6.104 tỷ đồng năm 2023, **+27%** svck, với tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn – trung bình khoảng 10% – một phần nhờ vào các dự án phát triển hệ thống truyền tải từ EVN.

Đơn vị: tỷ VND	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	6.104	6.852	7.699
<i>Đường dây &amp; TBA</i>	2.045	2.392	2.798
<i>NLTT</i>	4.059	4.460	4.902
<b>Lãi gộp</b>	607	685	775
<i>Biên lãi gộp</i>	10%	10%	10%

### Rủi ro

Chúng tôi cũng lưu ý rằng cơ chế giá mới cho NLTT chuyển tiếp trung bình thấp hơn khoảng 23% so với FIT trước đây, điều này làm giảm tỷ suất thu nhập nội bộ các dự án điện gió và ảnh hưởng đến khả năng kêu gọi vốn từ các nhà đầu tư. Do đó, công suất mục tiêu phát triển điện gió có thể không đạt.

### Sản Xuất Công Nghiệp

Trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp, PC1 Group là đơn vị duy nhất và lớn nhất Việt Nam về thiết kế, sản xuất cột thép ống 110 KV, 220 KV - 1, 2, 4 mạch và thanh thép liên kết đến 750 KV, với dây chuyền công nghệ hiện đại tích hợp với hệ thống điều khiển CNC với tổng công suất trên 50.000 tấn sản phẩm/năm.

Năm 2022, doanh thu đạt 653 tỷ đồng, **+3%** svck, lợi nhuận gộp đạt 45 tỷ đồng, **-52%** svck, tỷ suất lợi nhuận gộp là 7%, giảm từ 15% so với năm ngoái. Nguyên nhân chủ yếu khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm là do giá đầu vào kim loại như thép tăng.

Đơn vị: tỷ VND	2021	2022	svck
<b>Doanh thu</b>	634	653	3%
<b>Lãi gộp</b>	93	45	-52%
<i>Biên lãi gộp</i>	15%	7%	

Dựa theo kế hoạch phát triển điện quốc gia được trình bày trong QHD8, chúng tôi ước tính lĩnh vực sản xuất công nghiệp của PC1 sẽ tăng trưởng 10% hàng năm từ 2023 đến 2025 nhờ khối lượng công việc đáng kể và dự án phát triển hệ thống truyền tải quốc gia. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp cũng sẽ được cải thiện do giá thép đã giảm đáng kể. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ đóng góp lần lượt 718 và 789 tỷ đồng vào năm 2023 và 2024. Ngoài ra, nhờ vào tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn mà chúng tôi dự báo lần lượt vào khoảng 10% và 9% cho năm 2023 và 2024, lãi gộp đạt 72 tỷ đồng – 2023 và 71 tỷ đồng – 2024.

Đơn vị: tỷ VND	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	718	789	867
Lãi gộp	72	71	78
<i>Biên lãi gộp</i>	10%	9%	9%

## Đầu Tư NLTT

PC1 cũng đã đầu tư hơn 10.360 tỷ đồng và đang vận hành 10 nhà máy điện, đặc biệt là NLTT, bao gồm 7 thủy điện và 3 phong điện với tổng công suất lên đến 313 MW.

	Nhà máy	COD	Vốn đầu tư: tỷ VND	Công suất: MW	Sản lượng: tr kWh	Suất đầu tư: tỷ VND / MW
<b>Thủy điện</b>	<b>7</b>		<b>4.600</b>	<b>169</b>	<b>620</b>	
1	Trung Thu	2016	910	30	113	30
2	Bảo Lâm 1	2017	767	30	104	26
3	Bảo Lâm 3	2017	890	46	173	19
4	Bảo Lâm 3A	2017	330	8	30	41
5	Mông Ân	2020	916	30	104	31
6	Bảo Lạc B	2020	559	18	72	31
7	Sông Nhiệm 4	2020	228	7	24	33
<b>Phong điện</b>	<b>3</b>		<b>5.763</b>	<b>144</b>	<b>495</b>	
1	Liên Lập	2021	1.921	48	145	40
2	Phong Nguyên	2021	1.921	48	173	40
3	Phong Huy	2021	1.921	48	177	40

*Nguồn: PC1, ACBS*

Mảng năng lượng của PC1 có kết quả kinh doanh ấn tượng trong năm 2022. Doanh thu đạt 1.795 tỷ đồng, **+93%** svck, lợi nhuận gộp **+84%** svck, đạt 976 tỷ đồng một phần nhờ vào hiệu ứng La Nina kéo dài hơn dự kiến - ba (3) năm liên tiếp từ 2020 đến 2022, dẫn đến lượng mưa cao hơn trung bình nhiều năm, tạo điều kiện thuận lợi cho nhóm thủy điện. Ngoài ra, ba (3) dự án điện gió mới ghi nhận hoạt động đầy đủ cả năm, cũng đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận gộp, tuy nhiên, vì điện gió có biên lãi gộp thấp hơn, nên làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 54% từ mức 57% của năm trước.

Đơn vị: tỷ VND	2021	2022	svck
Doanh thu	928	1.795	93%
Lãi gộp	529	976	84%
<i>Biên lãi gộp</i>	57%	54%	

### Thủy Điện

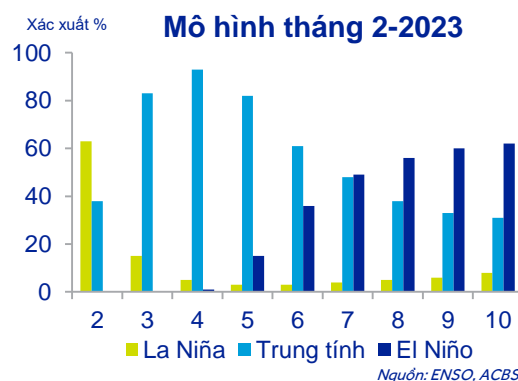
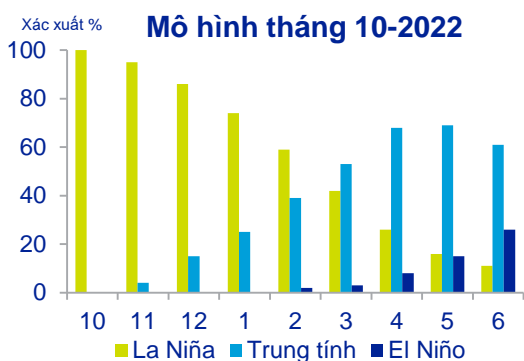
PC1 dự kiến đưa thêm một nhà máy thủy điện nhỏ Bảo Lạc A – 30 MW vào vận hành năm 2024, nâng công suất thủy điện lên 199 MW. Ngoài ra, ba (3) dự án thủy điện bổ sung với tổng công suất 51 MW và vốn đầu tư 1.925 tỷ đồng dự kiến được xây dựng trong giai đoạn 2024 – 2025.

	Dự án	COD	Vốn đầu tư: tỷ VND	Công suất: MW	Sản lượng: tr kWh	Suất đầu tư: tỷ VND / MW
<b>Thủy điện</b>	<b>4</b>		<b>3.005</b>	<b>81</b>	<b>253</b>	
1	Bảo Lạc A	2024	1.080	30	104	36
2	Thượng Hà	2024-2025	481	13	40	12
3	Nậm Pồ 5A	2024-2025	760	20	57	13
4	Nậm Pồ 5B	2024-2025	684	18	52	13

Nguồn: PC1, ACBS

### El Nino

ENSO dự báo xác suất xảy ra El Nino tăng từ 25% lên 36% bắt đầu từ tháng 5/2023 trong mô hình dự báo gần đây nhất – mô hình tháng 2/2023 so với giữa tháng 10/2022. Dựa theo đó, chúng tôi dự báo thủy điện này sẽ đối mặt với giai đoạn có hoạt động kinh doanh kém khả quan vào năm 2023 – 2024 khi La Nina đã đi qua và El Nino được dự báo sẽ sớm quay trở lại và bắt đầu tác động mạnh vào giữa năm 2023.



Chúng tôi dự phóng các nhà máy thủy điện của PC1 sẽ sản xuất được 535 triệu kWh vào năm 2023, **-31%** svck, đạt 726 tỷ đồng doanh thu.

Trong năm 2024, doanh thu có cơ sở tăng trưởng nhờ vào nhà máy mới Bảo Lạc A được đưa vào vận hành, nâng tổng sản lượng lên 630 triệu kWh, với giả định giá bán lẻ cao hơn từ các dự án năng lượng nhỏ (dưới 30 MW) và vẫn chịu tác động tiêu cực từ hiệu ứng El Nino, doanh thu đạt 863 tỷ đồng. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo cùng với chu kỳ La Nina quay trở lại, ngành thủy điện sẽ lại khởi sắc, sản lượng đạt 860 triệu kWh, **+37%** svck, doanh thu đạt 1.189 tỷ đồng, **+38%** svck, biên lãi gộp đạt 61%.

Thủy điện	2023F	2024F	2025F
<b>Giá bán: VND</b>	1.356	1.369	1.383
<b>Sản lượng: tr kWh</b>	535	630	860
<b>Doanh thu: tỷ VND</b>	726	863	1.189
<b>Lãi gộp: tỷ VND</b>	443	521	722



## Phong Điện

Sau khi xem xét khả năng biến động tỷ giá hối đoái và tăng trưởng giá bán lẻ trung bình, chúng tôi ước tính ba (3) dự án điện gió mới sẽ đạt doanh thu lần lượt là 1.006, 996 và 986 tỷ đồng vào các năm 2023, 2024 và 2025, với biên lợi nhuận gộp khoảng 49%.

Phong điện	2023F	2024F	2025F
<b>Giá FIT: USD</b>	8.5	8.5	8.5
<b>Tỷ giá USD/VND</b>	23.668	23.431	23.197
<b>Doanh thu: tỷ VND</b>	1.006	996	986
<i>Liên Lập</i>	295	292	289
<i>Phong Nguyên</i>	352	348	345
<i>Phong Huy</i>	360	356	352
<b>Lãi gộp: tỷ VND</b>	493	488	483

Tổng kết cho lĩnh vực đầu tư NLTT, chúng tôi ước tính mảng này sẽ mang lại doanh thu lần lượt là 1.732, 1.859 và 2.175 tỷ đồng vào các năm 2023, 2024 và 2025, lợi nhuận gộp đạt 936 tỷ đồng năm 2023, 1.009 tỷ đồng năm 2024 và 1.205 tỷ đồng năm 2025. Tỷ suất lợi nhuận gộp dao động 54-55%.

Đầu tư NLTT	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu: tỷ VND</b>	1.732	1.859	2.175
<i>Thủy điện</i>	726	863	1.189
<i>Phong điện</i>	1.006	996	986
<b>Lãi gộp: tỷ VND</b>	936	1.009	1.205
<i>Thủy điện</i>	443	521	722
<i>Phong điện</i>	493	488	483

## Bất Động Sản - BĐS

### Nhà Ở

PC1 có hai (2) dự án là PC1 Gia Lâm và PC1 Định Công, có khả năng cao được ghi nhận doanh thu trong năm 2023. Các dự án này thuộc phân khúc nhà ở tầm trung và đang chậm tiến độ do vướng mắc thủ tục hồ sơ pháp lý. Hiện các vấn đề này đã phần nào được xử lý xong nên chúng tôi ghi nhận vào dự phóng năm 2023, với 1.157 tỷ đồng doanh thu và 405 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính xấp xỉ 30%, tương tự như các dự án trước đây của PC1.

Dự án	Vị trí	Thành phố	Số căn	Diện tích: m <sup>2</sup>	Diện tích xây dựng: m <sup>2</sup>	Giá bán: tr VND / m <sup>2</sup>	Doanh thu: tỷ VND	Lãi gộp: tỷ VND
<b>Gia Lâm</b>	Gia Lâm	Hà Nội	54	7.152	3.129	63	197	59
<b>Định Công</b>	Thanh Xuân	Hà Nội	83	15.100	6.000	160	960	288
<b>Tổng cộng</b>				<b>22.252</b>	<b>9.129</b>		<b>1.157</b>	<b>347</b>

Ngoài ra, PC1 còn sở hữu hai (2) dự án khác đang trong quá trình triển khai: Vĩnh Hưng và Thăng Long. Tuy nhiên, với tình hình hiện tại thị trường BĐS đang gặp khó khăn liên



quan đến các vấn đề trái phiếu cùng với những thông tin có được chưa chắc chắn và đầy đủ về các dự án này, chúng tôi không đưa vào mô hình dự báo.

Dự án	Vị trí	Thành phố	Diện tích: m <sup>2</sup>	Dự kiến mở bán	Doanh thu dự kiến: tỷ VND	Lãi ròng dự kiến: tỷ VND
Vinh Hưng	Hoàng Mai	Hà Nội	5.160	2024	197	69
Thăng Long	Bắc Từ Liêm	Hà Nội	22.000	Sau 2024	960	336
<b>Tổng cộng</b>			<b>22.252</b>		<b>1.157</b>	<b>405</b>

*Nguồn: PC1, ACBS*

### Rủi ro

Có một số khó khăn trước mắt mà chúng tôi muốn nhấn mạnh trong triển vọng mảng BĐS:

- Ngân hàng đang siết chặt các khoản tín dụng cho BĐS trước những lo ngại liên quan đến thị trường trái phiếu,
- Lãi suất đầu ra cao hiện không khuyến khích việc mua nhà,
- Triển vọng kinh tế âm đạm, nhiều doanh nghiệp lớn đã và đang sa thải hàng loạt nhân viên.

### Khu Công Nghiệp - KCN

PC1 đã nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Tây Thái Bình Dương (WP) lên 30,08%, tương đương vốn đầu tư 1.110 tỷ đồng. WP là công ty trong lĩnh vực phát triển bất động sản KCN. WP hiện đang là chủ đầu tư của ba (3) dự án: Yên Phong – Bắc Ninh, Yên Lệnh – Hà Nam và một cụm cảng – khu công nghiệp khác. Vì thông tin cụ thể liên quan đến dự án cuối chưa được tiết lộ, chúng tôi chỉ đề cập ngắn gọn và không đưa vào dự báo.

Sở hữu PC1	Dự án	Vị trí	Sở hữu WP	Diện tích: ha	Vốn đầu tư: tỷ VND	Loại	Giá cho thuê: \$/m <sup>2</sup> /chu kỳ	Diện tích cho thuê
30%	Yên Phong II-A	Bắc Ninh	60%	155	1,830	1	130	70%
30%	Yên Lệnh	Hà Nam	100%	50	624	2	110	85%

*Nguồn: PC1, ACBS*

WP sở hữu 60% cổ phần của trung tâm logistic thông minh Yên Phong II-A tại Bắc Ninh, chúng tôi kỳ vọng trung tâm này sẽ sẵn sàng cho thuê cũng như tạo ra lợi nhuận từ năm 2023 và sẽ được lấp đầy trong vòng năm (5) năm, doanh thu lần lượt đạt 498 và 664 tỷ đồng năm 2023 và 2024.

Trong khi đó, khu công nghiệp và cụm cảng Yên Lệnh tại Hà Nam dự kiến sẵn sàng cho thuê từ năm 2024, doanh thu ước đạt 220 tỷ đồng cùng năm và được lấp đầy trong vòng năm (5) năm.

Đơn vị: tỷ VND	2023F	2024F	2025F
<b>Tỷ lệ lấp đầy</b>	15%	20%	25%
<b>Doanh thu<sup>1</sup></b>	498	885	1,106
<i>Yên Phong II-A</i>	498	664	830
<i>Yên Lệnh</i>		220	275

<sup>1</sup> Chưa điều chỉnh cho tỷ lệ sở hữu của PC1.

Ngoài ra, PC1 cũng đã mua lại 100% cổ phần công ty Nomura Asia Investment Việt Nam (NAIV) vào tháng 7/2022, công ty này hiện có một khoản đầu tư duy nhất, sở hữu 70% cổ phần tại khu công nghiệp Normura Hải Phòng. Chúng tôi đánh giá khoản đầu tư này có thể không mang về nhiều lợi nhuận cho tập đoàn do đã đạt tỷ lệ lấp đầy cao, lợi nhuận chủ yếu đến từ các hoạt động dịch vụ và nhà máy nhiệt điện than nhỏ phục vụ riêng trong KCN. Như vậy, trung bình mỗi năm PC1 sẽ nhận được khoảng 624 tỷ đồng doanh thu từ nguồn này.

Tổng kết lại cho lĩnh vực BĐS, chúng tôi dự báo mảng này sẽ mang lại doanh thu lần lượt 1.871 và 810 tỷ đồng năm 2023 và 2024, lợi nhuận gộp đạt 526 và 202 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp dao động 25 – 28%.

Đơn vị: tỷ VND	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	1,871	810	856
<b>Lãi gộp</b>	526	202	214
<i>Biên lãi gộp</i>	28%	25%	25%

## Khai Khoáng

PC1 sở hữu 57,2% cổ phần của CTCP Thương mại Khoáng sản Tấn Phát, trở thành chủ sở hữu của mỏ Niken – Đồng tại Cao Bằng, với trữ lượng ước tính 14.290.000 tấn. Trước nhu cầu ngày càng tăng về phương tiện đi lại sử dụng năng lượng sạch trong bối cảnh kêu gọi giảm phát thải khí nhà kính nhằm ngăn chặn sự nóng lên toàn cầu, công ty đã quyết định mở rộng sang hoạt động kinh doanh khai thác một trong những thành phần quan trọng tạo nên pin dự trữ năng lượng. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là chất xúc tác dài hạn cho khoản đầu tư của PC1 phát triển mạnh mẽ trong tương lai. Vốn đầu tư cho dự án khoảng 2.500 tỷ đồng gồm 1.500 tỷ đồng cho cơ sở hạ tầng và 1.000 tỷ đồng cho giấy phép khai thác 3.500.000 tấn đầu tiên, trong đó hàm lượng tinh quặng 0,4% Niken và 0,12% Đồng. Cuối năm 2022, PC1 đã đầu tư 1.347 tỷ đồng, dự kiến đưa vào vận hành thương mại vào Q3 2023.

Trữ lượng: tấn	Vị trí	Vốn đầu tư: tỷ VND		Công suất khai thác tối đa: tấn / năm	Trữ lượng được khai thác: tấn		
<b>14.290.000</b>	Cao Bằng		2.500	600.000			3.500.000
		<i>Cơ sở hạ tầng</i>	<i>1.500</i>		<i>Niken</i>	<i>0.4%</i>	<i>14.000</i>
		<i>Giấy phép</i>	<i>1.000</i>		<i>Đồng</i>	<i>0.12%</i>	<i>4.200</i>

*Nguồn: PC1, ACBS*

Chúng tôi dự phóng mảng này sẽ đóng góp lần lượt 696 và 1.159 tỷ đồng vào năm 2023 và 2024, tương ứng với giá Niken trong khoảng 22.000 – 23.000 USD/tấn và giá Đồng trong khoảng 3,8 – 4,2 USD/lb. Tháng 2/2023, giá Niken là 26.219 USD/tấn, giảm từ 30.153 USD/tấn, so với tháng trước. Tương tự, giá Đồng giảm từ 4,2 USD/lb tháng 1 xuống còn 4 USD/tấn tháng 2/2023. Ngoài ra, chia sẻ từ doanh nghiệp, công ty đánh giá cao hiệu quả của dự án này với tỷ suất lãi gộp và lãi ròng lần lượt 47% và 25%.

	2023F	2024F	2025F
<b>Công suất</b>	50%	80%	100%
<b>Tỷ giá USD/VND</b>	23.668	23.431	23.197
<b>Niken</b>			
<b>Sản lượng: tấn</b>	1.200	1.920	2.400
<b>Giá bán: \$/tấn</b>	22.000	23.000	25.000
<b>Doanh thu: tỷ VND</b>	625	1.035	1.392
<b>Đồng</b>			
<b>Sản lượng: Lbs</b>	793.800	1.270.080	1.587.600
<b>Giá bán: \$/Lbs</b>	3.8	4.2	4.6
<b>Doanh thu: tỷ VND</b>	71	124	169
<b>Tổng doanh thu: tỷ VND</b>	696	1.159	1.561

## Rủi Ro

Với quy mô lớn và uy tín Tập đoàn đã được xây dựng qua nhiều năm phát triển, kết hợp với danh mục đầu tư NLTT có nguồn thu ổn định, chúng tôi vẫn lo ngại về khoản nợ ròng ngày càng tăng, bao gồm cả các khoản nợ nước ngoài chịu sự cộng hưởng tiêu cực từ bất ổn tỷ giá hối đoái trong bối cảnh nhiều dự báo cho rằng việc tăng lãi suất đồng đô la có khả năng tiếp diễn, đây sẽ là khó khăn trọng yếu công ty phải đối mặt. Cụ thể, cuối năm 2022, nợ ròng đạt 11.960 tỷ đồng, **+32%** svck, tương đương 169% vốn chủ sở hữu (VCSH), trong đó nợ nước ngoài là 3.945 tỷ đồng chiếm 48% nợ dài hạn.

Đơn vị: tỷ VND	2020	2021	2022
<b>Nợ ròng</b>	3,757	9,038	11,960
<i>Svck</i>		141%	32%
<i>Nợ ròng/VCSH</i>	79%	144%	169%

*Nguồn: PC1, ACBS*

## Định Giá

Áp dụng kết hợp phương pháp chiếu khấu dòng tiền doanh nghiệp và chỉ số P/E với tỷ trọng bằng nhau, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là **30.442 đồng/cổ phiếu** và đưa ra Khuyến nghị **MUA** với tổng mức sinh lời kỳ vọng là **16,2%**, trong đó lĩnh vực xây lắp công trình và NLTT chiếm lần lượt hơn 70% và 65% doanh thu và lợi nhuận gộp tương ứng.

Đơn vị: tỷ VND	2023F	svck	2024F	svck	2025F	svck
<b>Doanh thu</b>	<b>12,172</b>	<b>46%</b>	<b>12,624</b>	<b>4%</b>	<b>14,428</b>	<b>14%</b>
Xây lắp	6,104	27%	6,852	12%	7,699	12%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>50%</i>		<i>54%</i>		<i>53%</i>	
Sản xuất CN	718	10%	789	10%	867	10%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>6%</i>		<i>6%</i>		<i>6%</i>	
BĐS	1,871	3,430%	810	-57%	856	6%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>15%</i>		<i>6%</i>		<i>6%</i>	
Năng lượng	1,732	-4%	1,859	7%	2,175	17%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>14%</i>		<i>15%</i>		<i>15%</i>	
Bán hàng	1,052	10%	1,156	10%	1,270	10%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>9%</i>		<i>9%</i>		<i>9%</i>	
Khai khoáng	696	1,143%	1,159	66%	1,561	35%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>6%</i>		<i>9%</i>		<i>11%</i>	
<b>Gross profit</b>	<b>2,492</b>	<b>56%</b>	<b>2,541</b>	<b>2%</b>	<b>3,036</b>	<b>19%</b>
Xây lắp	607	17%	685	13%	775	13%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>24%</i>		<i>27%</i>		<i>26%</i>	
Sản xuất CN	72	59%	71	-1%	78	10%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>3%</i>		<i>3%</i>		<i>3%</i>	
BĐS	526	1,847%	202	-61%	214	6%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>21%</i>		<i>8%</i>		<i>7%</i>	
Năng lượng	936	-4%	1,009	8%	1,205	19%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>38%</i>		<i>40%</i>		<i>40%</i>	
Bán hàng	25	10%	28	10%	31	10%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>1%</i>		<i>1%</i>		<i>1%</i>	
Khai khoáng	327	3,536%	545	66%	734	35%
<i>Tỷ trọng</i>	<i>13%</i>		<i>21%</i>		<i>24%</i>	

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ PC1	Giá hiện tại: VND	26.200	Giá mục tiêu: VND	30.442	Vốn hóa: tỷ VND	7.084
Đơn vị: tỷ VND nếu không ghi chú khác	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
Doanh thu	9.828	8.333	12.172	12.624	14.428	
<i>Tăng trưởng</i>	47%	-15%	46%	4%	14%	
Giá vốn	8.673	6.735	9.679	10.084	11.392	
EBITDA	914	1.308	2.069	2.101	2.533	
<i>Biên EBITDA</i>	9%	16%	17%	17%	18%	
Khấu hao	364	627	1.098	1.098	1.098	
Lãi từ hoạt động sản xuất. kinh doanh	904	637	1.229	1.269	1.796	
<i>Biên lãi từ hoạt động sản xuất. kinh doanh</i>	9%	8%	10%	10%	12%	
Chi phí lãi vay	315	614	872	760	655	
<i>% so với nợ ròng</i>	3%	5%	8%	7%	7%	
Thuế	67	138	202	208	294	
<i>Tỷ lệ thuế</i>	7%	23%	16%	16%	16%	
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	69	77	89	98	111	
LNST	695	449	939	963	1.391	
<i>Biên LNST</i>	7%	5%	8%	8%	10%	
Số lượng cp: tr cp	270	270	270	270	270	
Doanh thu trên mỗi cp: VND	2.955	1.661	3.473	3.561	5.143	
<i>Tăng trưởng</i>	7%	-44%	109%	3%	44%	

CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Thay đổi vốn lưu động: tỷ VND	(1.141)	-852	(250)	(131)	(299)
Chi phí vốn: tỷ VND	-3.988	-1.505	-1.200	-	-
Dòng tiền thuần: tỷ VND	-4.215	-1.049	619	1.971	2.235
Cp phát hành thêm: tr cp	42,2	9,7	-	-	-
Cổ tức: tỷ VND	0	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	5.281	2.922	(774)	(774)	(774)
Nợ ròng: tỷ VND	9.038	11.960	11.186	10.412	9.638
Chỉ số giá trị doanh nghiệp: tỷ VND	13.795	15.561	17.760	15.634	14.596
Vốn chủ: tỷ VND	6.281	7.061	8.000	8.963	10.354
Giá trị sổ sách: tỷ VND	26.709	26.113	29.586	33.147	38.290
Nợ ròng / Vốn chủ	144%	169%	140%	116%	93%
Nợ ròng / EBITDA	9,9	9,1	5,4	5,0	3,8
Tài sản: tỷ VND	18.688	21.601	21.766	21.955	22.572

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2021	2022	2023F	2024F	2025F
ROE	11%	6%	12%	11%	13%
ROA	4%	2%	4%	4%	6%
WACC	-	-	10%	10%	10%
PER (x)	10,4	16,4	7,5	7,4	5,1
EV/EBITDA (x)	15,0	11,8	8,5	7,4	5,7
EV/FCFF (x)	(3,2)	(14,7)	28,5	7,9	6,5
PBR (x)	1,4	1,5	0,9	0,8	0,7
PSR (x)	0,7	0,9	0,6	0,6	0,5
EV/sales (x)	1,4	1,9	1,5	1,2	1,0
DPS: VND	-	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức	-	-	-	-	-

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

117 Nguyễn Đình Chiểu Q.3, TPHCM  
Tel: (+84 28) 3823 4159  
Fax: (+84 28) 3823 5060

#### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Trưởng phòng phân tích

##### Tyler Cheung

(+84 28) 38 234 876  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận – Bất động sản Phạm Thái Thanh Trúc

(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông, Logistics

##### Trần Nhật Trung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

#### CVPT – Phái sinh, Vĩ mô Trịnh Viết Hoàng Minh

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)  
[minhtvh@acbs.com.vn](mailto:minhtvh@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận – Tài chính ngân hàng

##### Cao Việt Hùng

(+8428) 3823 4159 (ext: 326)  
[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vật liệu xây dựng Huỳnh Anh Huy

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)  
[huyha@acbs.com.vn](mailto:huyha@acbs.com.vn)

#### NVPT – PTKT

##### Lương Duy Phước

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[phuocld@acbs.com.vn](mailto:phuocld@acbs.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 24) 3942 9395  
Fax: (+84 24) 3942 9407

#### Phó phòng Phân tích

##### Nguyễn Bình Thanh Giao

(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)  
[giaonbt@acbs.com.vn](mailto:giaonbt@acbs.com.vn)

#### CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Dệt may

##### Lương Thị Kim Chi

(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

#### CVPT – Năng lượng Phạm Đức Toàn

(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)  
[toanpd@acbs.com.vn](mailto:toanpd@acbs.com.vn)

#### NVPT – PTKT

##### Võ Phú Hữu

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[huvvp@acbs.com.vn](mailto:huvvp@acbs.com.vn)

#### CVPT- Dầu khí Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

#### CVPT – Vĩ mô Nguyễn Thị Hòa

(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)  
[hoant@acbs.com.vn](mailto:hoant@acbs.com.vn)

### KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Phó phòng khối khách hàng định chế

##### Chu Thị Kim Hương

(+84 28) 3824 6679  
[huongctk@acbs.com.vn](mailto:huongctk@acbs.com.vn)

#### NV Hỗ trợ khách hàng

##### Lê Nguyễn Tiến Thành

(+84 28) 3823 4798  
[thanhln@acbs.com.vn](mailto:thanhln@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Trần Thị Thanh

(+84 28) 3824 7677  
[thanhtt@acbs.com.vn](mailto:thanhtt@acbs.com.vn)

#### Chuyên viên GDKHĐC

##### Chu Thị Minh Phương

(+84 28) 3823 4159 (ext:357)  
[phuongctm@acbs.com.vn](mailto:phuongctm@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

##### Lý Ngọc Dung

(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)  
[dungln.hso@acbs.com.vn](mailto:dungln.hso@acbs.com.vn)

#### Nhân viên GDKHĐC

##### Nguyễn Phương Nhi

(+84 28) 3823 4159  
(ext:315)  
[nhinp@acbs.com.vn](mailto:nhinp@acbs.com.vn)



## KHUYẾN CÁO

## Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

## Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

## Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

**Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này.** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2023). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.