

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN PC1 (PC1 – HOSE)

“Triển vọng lạc quan”

KHẢ QUAN

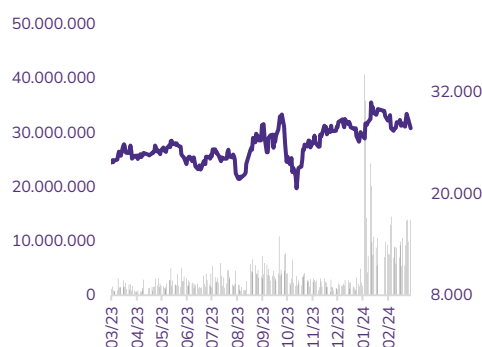
Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Điện
Ngày báo cáo	: 19/03/2024
Giá hiện tại (VND/CP)	: 27.900
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 31.300
Tỷ lệ tăng (%)	: +12,3%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 8.677
SLCPĐLH (CP)	: 310.995.558

DIỄN BIẾN GIÁ



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2022	2023
Tăng trưởng DTT (%)	-15,0%	-6,6%
Tăng trưởng LNST (%)	-29,7%	-44,8%
Biên LNG (%)	19,1%	20,2%
Biên LNST (%)	5,5%	1,8%
ROA (%)	2,7%	1,4%
ROE (%)	8,0%	4,1%
Nợ vay/VCSH (lần)	1,67	1,48
EPS (VND/CP)	1.519	395
BVPS (VND/CP)	18.918	16.665

Luận điểm đầu tư

- Lũy kế năm 2023, KQKD của PC1 sụt giảm mạnh mặc dù DTT chỉ giảm nhẹ. Cụ thể, DTT đạt 7.803 tỷ đồng (-6,6% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.574 tỷ đồng (-1,3% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ lên 20,2% so với mức 19,1% của cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 giảm mạnh, chỉ đạt 137 tỷ đồng (-70,3% svck). **Sự sụt giảm chủ yếu do:** 1) Hai lĩnh vực cốt lõi của DN là xây lắp điện & năng lượng sụt giảm do các dự án NLTT chờ chính sách, nguồn vốn đầu tư của ngành khó khăn & hiện tượng El Nino đã tác động tiêu cực đến mảng thủy điện của DN; 2) Các loại chi phí trong kỳ đều tăng như chi phí bán hàng & QLDN tăng 41,4% svck, chi phí tài chính tăng 27,8% svck; 3) LNST của cổ đông không kiểm soát tăng mạnh lên 160,1 tỷ đồng (+107,7% svck). **Tuy nhiên, điểm tích cực là mảng sản xuất công nghiệp và BĐS KCN đã tăng mạnh trong năm & có thêm sự đóng góp của mảng khai thác quặng.**
- Đòn bẩy tài chính cao với trên 10.740 tỷ đồng nợ vay ngắn và dài hạn, hệ số D/E 1,48 lần và duy trì trên 1,4x lần từ năm 2021 tới nay. Nợ vay cao sẽ làm tăng chi phí lãi vay, và bào mòn lợi nhuận của DN.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng của PC1 thời gian tới sẽ lạc quan do: 1) Hưởng lợi QH điện VIII, nhất là khi các chính sách, thông tư hướng dẫn cụ thể sẽ sớm được ban hành, từ đó thúc đẩy tiến độ triển khai các dự án nâng cấp hạ tầng lưới điện cũng như các dự án điện gió; 2) Hưởng lợi từ việc đẩy nhanh Dự án Đường dây 500kV mạch 3 kéo dài (Quảng Trạch – Phố Nối); 3) Mảng điện gió tiếp tục ổn định và mảng thủy điện dự kiến sẽ tốt dần lên trong nửa cuối năm khi hiện tượng La Nina dần quay trở lại; 4) Mảng khai thác quặng và BĐS KCN sẽ là động lực tăng trưởng mới cho PC1.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024F của PC1 dự kiến đạt 10.633 tỷ đồng (+36,3% svck) & 325 tỷ đồng (+138,2% svck). EPS & BVPS 2024F dự kiến đạt 1.046 đồng/cp & 17.634 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 27,5 lần & 1,6 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 31.300 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +12,3% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PC1.
- Rủi ro:**
 - ✓ Tiến độ các dự án BĐS KCN, các dự án xây lắp điện bị chậm hơn so với những gì chúng tôi đưa vào dự phóng.
 - ✓ Sản lượng các mảng hoạt động có thể thấp hơn dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- Cơ hội:**

- ✓ Sản lượng các mảng hoạt động có thể cải thiện hơn mức dự báo của chúng tôi, điều này sẽ làm tăng doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng chúng tôi đưa ra.
- ✓ Tiến độ các dự án chúng tôi đề cập trong mô hình dự phóng có thể nhanh hơn. Bên cạnh đó, các dự án BĐS dân cư được thúc đẩy nhanh và sớm bán hàng & ghi nhận nguồn thu, sẽ giúp tăng lợi nhuận cho DN (chúng tôi chưa đưa các dự án này vào mô hình dự phóng).

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của PC1

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	9.828	8.358	7.803	10.633
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	47,2%	-15,0%	-6,6%	36,3%
Lợi nhuận gộp	1.156	1.595	1.574	1.979
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	11,8%	19,1%	20,2%	18,6%
Doanh thu tài chính	319	95	195	175
Chi phí tài chính	-359	-767	-980	-953
Chi phí bán hàng	-56	8	-56	-51
Chi phí QLDN	-241	-285	-335	-526
Lợi nhuận từ HĐKD	905	647	398	626
Lãi/Lỗ khác	-8	-41	-18	-10
Lợi nhuận trước thuế	896	605	381	616
LNST cổ đông Công ty mẹ	695	460	137	325
<i>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)</i>	7,1%	5,5%	1,8%	3,1%
EPS (đồng/cp)	2.858	1.519	395	1.046

Nguồn: BCTC PC1, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA PC1 2022-2023

BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	4Q22	4Q23	%YOY	2022	2023	%YOY
Doanh thu thuần	2.363	2.605	10,3%	8.358	7.803	-6,6%
Lợi nhuận gộp	503	449	-10,8%	1.595	1.574	-1,3%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>21,3%</i>	<i>17,2%</i>		<i>19,1%</i>	<i>20,2%</i>	
Chi phí Bán hàng & QLDN	(63)	(136)	114,0%	(277)	(391)	41,4%
<i>Tỷ lệ Chi phí bán hàng & QLDN/DTT (%)</i>	<i>2,7%</i>	<i>5,2%</i>		<i>3,3%</i>	<i>5,0%</i>	
Doanh thu tài chính	42	58	37,1%	95	195	104,5%
Chi phí tài chính	(165)	(215)	30,2%	(767)	(980)	27,8%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(194)</i>	<i>(208)</i>	<i>7,3%</i>	<i>(605)</i>	<i>(844)</i>	<i>39,5%</i>
Lợi nhuận từ HĐKD	310	160	-48,4%	647	398	-38,4%
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	(7)	4	-153,6%	1	2	126,2%
Lãi/lỗ khác	(8)	(4)	-50,0%	(41)	(18)	-56,8%
Lợi nhuận trước thuế	302	156	-48,3%	605	381	-37,1%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	197	71	-64,1%	460	137	-70,3%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>8,4%</i>	<i>2,7%</i>	<i>10,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>1,8%</i>	

Nguồn: BCTC PC1, ABS Research

• Kết quả kinh doanh Q4/2023 kém khả quan svck:

- ✓ Theo đó, DTT trong kỳ đạt 2.605 tỷ đồng (+10,3% svck) nhưng LNST cổ đông Công ty mẹ lại sụt giảm mạnh khi đạt 71 tỷ đồng (-64,1% svck). Lợi nhuận gộp Q4/2023 đạt 449 tỷ đồng (-10,8% svck), biên lợi nhuận gộp cũng giảm mạnh xuống còn 17,2% so với mức 21,3% của cùng kỳ năm trước.
- ✓ **Sở dĩ DTT có sự cải thiện svck chủ yếu do:** 1) Doanh thu hoạt động sản xuất công nghiệp tăng mạnh lên 420 tỷ đồng (+379,2% svck); 2) Doanh thu đầu tư BĐS tăng 216,1% svck lên 274 tỷ đồng, trong đó ghi nhận 128 tỷ đồng từ chuyển nhượng BĐS trong khi cùng kỳ không có khoản này & Doanh thu BĐS KCN tăng mạnh 76,3% svck lên 140,3 tỷ đồng; 3) Doanh thu từ bán quặng đạt 124 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm trước chưa có sự đóng góp từ mảng này.
- ✓ **Mặc dù DTT tăng trưởng nhưng LNST Q4/2023 lại sụt giảm mạnh do:** 1) Mảng năng lượng – mảng đóng góp chính vào cơ cấu lợi nhuận gộp của PC1 (chiếm 49,6% cơ cấu lợi nhuận gộp) lại sụt giảm 21,4% svck khi đạt 223 tỷ đồng, chủ yếu do ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết El Nino nên ảnh hưởng tới thủy điện; 2) Mảng xây lắp cũng bị sụt giảm mạnh, đây là mảng đóng góp 43,7% cơ cấu doanh thu (mảng đứng đầu về doanh thu) & 14,6% cơ cấu lợi nhuận gộp. Q4/2023, mảng xây lắp điện có doanh thu đạt 1.137 tỷ đồng (-21,1% svck) & lợi nhuận gộp đạt 66 tỷ đồng (-64,7% svck); 3) Các chi phí trong kỳ đều tăng mạnh như chi phí bán hàng & QLDN tăng 114% svck lên 136 tỷ đồng (đây chủ yếu là do chi phí dịch vụ mua ngoài, chi phí nhân công tăng & cùng kỳ năm trước PC1 hoàn nhập dự phòng bảo hành sản phẩm hàng hóa) và chi phí tài chính tăng 30,2% svck lên 215 tỷ đồng.
- **Lũy kế năm 2023, KQKD của PC1 sụt giảm mạnh.** DTT đạt 7.803 tỷ đồng (-6,6% svck), lợi nhuận gộp đạt 1.574 tỷ đồng (-1,3% svck), biên lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ lên 20,2% so với mức 19,1% của cùng kỳ năm trước. Các loại chi phí trong kỳ đều tăng mạnh như: chi phí bán hàng & QLDN đạt 391 tỷ đồng (+41,4% svck), chi phí tài chính đạt 980 tỷ đồng (+27,8% svck) trong đó chi phí lãi vay là 844 tỷ đồng (+39,5% svck). Kết quả, LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 đạt 137 tỷ đồng (-70,3% svck).

• Nguyên nhân dẫn tới sự sụt giảm mạnh KQKD năm 2023 chủ yếu do:

- ✓ Sản lượng lĩnh vực thi công xây lắp, tổng thầu công trình điện (lĩnh vực chiếm tỷ trọng đứng đầu trong cơ cấu doanh thu của PC1) sụt giảm mạnh svck do nguồn vốn đầu tư trong và ngoài EVN đều khó khăn, các dự án không cấp bách giải, dừng đầu tư mới, các dự án đã có kế hoạch đầu tư thì chậm thủ tục pháp lý để phát hành hồ sơ mời thầu, do các dự án Năng lượng tái

tạo (NLTT) vẫn chờ chính sách giá, quy hoạch... Giá trị hợp đồng ký mới trong kỳ đạt 3.536 tỷ đồng, backlog sang năm 2024 là 4.237 tỷ đồng.

- ✓ Hiện tượng thời tiết El Nino tác động tiêu cực tới hoạt động thủy điện. Theo đó, sản lượng thủy điện năm 2023 của PC1 đạt 402 triệu kWh (-39,9% svck).

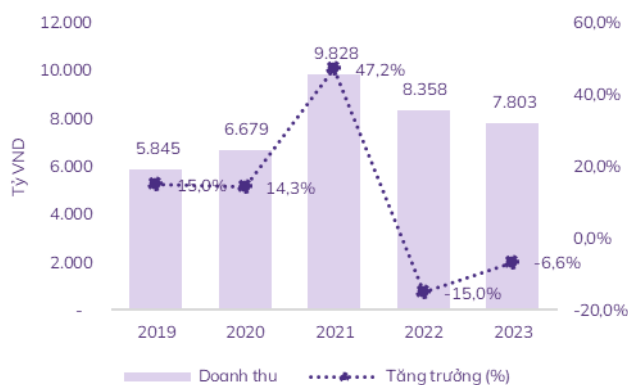
Các dự án thủy điện của PC1

Dự án thủy điện	Địa điểm	Thời gian triển khai	Tổng VĐT (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)
Đã hoàn thành và đi vào hoạt động					
Bảo Lâm 1	Cao Bằng	2014-2017	767	30	104
Bảo Lâm 3	Cao Bằng	2015-2017	890	46	173
Bảo Lâm 3A	Cao Bằng	2016-2017	330	8	30
Trung Thu	Điện Biên	2013-2016	910	30	113
Mông Ân	Cao Bằng	2017-2020	916	30	104
Bảo Lạc B	Cao Bằng	2018-2020	559	18	72
Sông Nhiệm 4	Hà Giang	2018-2020	228	7	24
Đang có kế hoạch đầu tư					
Bảo Lạc A	Điện Biên	2023-2025	1.170	30	104
Thượng Hà	Cao Bằng	2024-2026	400	10	40

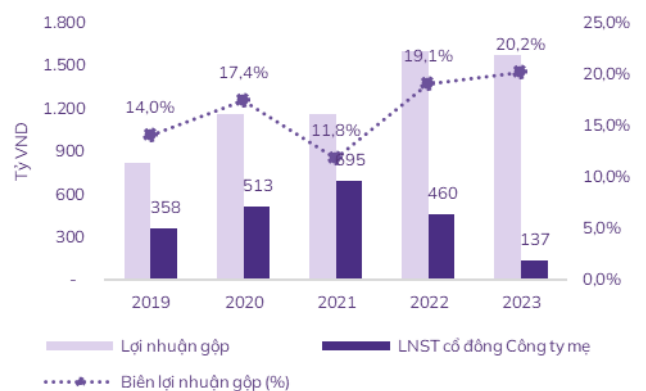
Nguồn: BCTN của PC1, ABS Research

- ✓ Các loại chi phí trong kỳ đều tăng như chi phí bán hàng & QLDN tăng 41,4% svck, chi phí tài chính tăng 27,8% svck. Trong đó, chi phí lãi vay tăng do nhà máy tuyến quặng của CTCP Khoáng sản Tấn Phát (Công ty con của PC1) đã đi vào vận hành trong năm nên hết thời gian vốn hóa chi phí lãi vay.
- ✓ Lợi nhuận phân bổ cho cổ đông không kiểm soát tăng, từ lợi nhuận của Công ty con trong mảng BĐS KCN là Công ty phát triển Khu công nghiệp Nhật Bản – Hải Phòng (nơi mà PC1 sở hữu 70% vốn góp & CTCP Khoáng sản Tấn Phát (nơi PC1 đang sở hữu 57,27% vốn góp, là chủ đầu tư dự án quặng Niken-Đồng). Theo đó, LNST của cổ đông không kiểm soát tăng mạnh lên 160,1 tỷ đồng (+107,7% svck).

Quy mô & tăng trưởng doanh thu của PC1

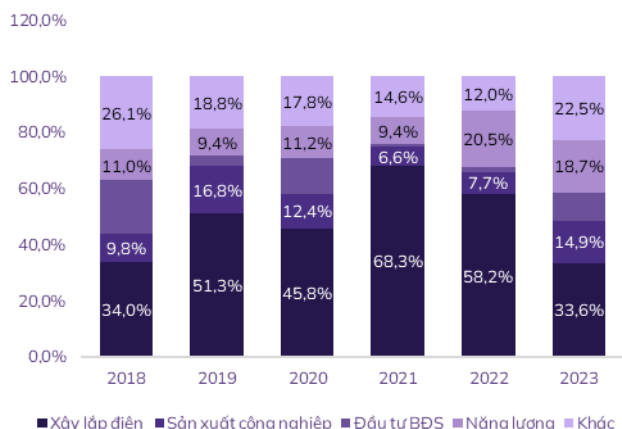


Quy mô lợi nhuận của PC1 2019-2023

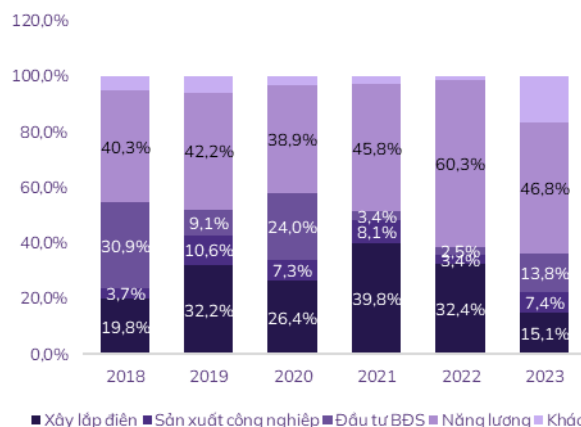


Nguồn: Fiinpro, BCTC của PC1, ABS Research

Cơ cấu doanh thu thuần của PC1 2018-2023



Cơ cấu lợi nhuận gộp của PC1 2018-2023



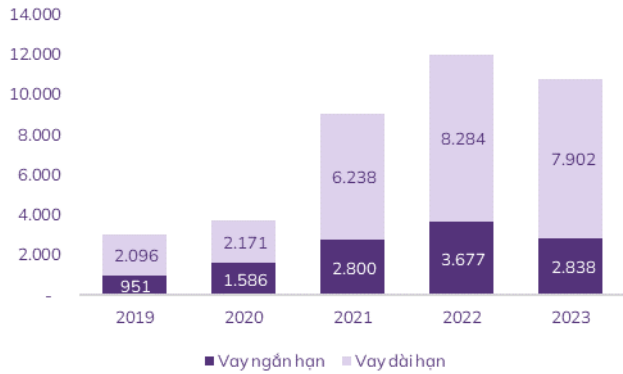
Nguồn: Fiiipro, BCTC của PC1, ABS Research

• **Cơ cấu tài sản cần chú ý các khoản phải thu ngắn hạn:**

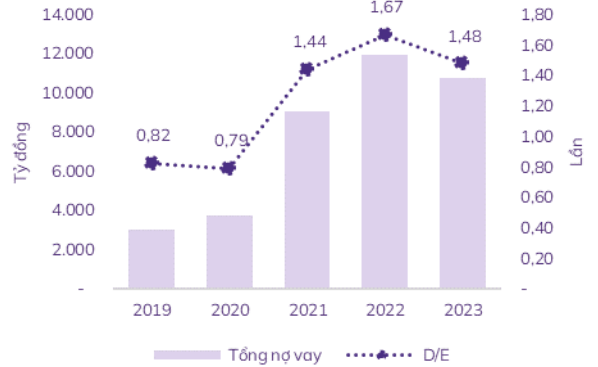
- ✓ TSCĐ là khoản mục lớn nhất trong cơ cấu TTS của PC1 với 10.745 tỷ đồng (+8,5% so với đầu năm & chiếm 53,1% cơ cấu TTS). TSCĐ tăng chủ yếu do trong năm 2023, PC1 đã ghi nhận 1.527 tỷ đồng khoản đầu tư XDCB hoàn thành, trong đó chủ yếu là từ Dự án Niken-Đồng do dự án đã đi vào vận hành. Theo đó, khoản mục chi phí XDCB dở dang giảm mạnh từ 1.376 tỷ đồng (đầu năm) xuống còn 106,5 tỷ đồng (trong đó DA Niken-Đồng giảm từ 1.337 tỷ đồng xuống còn 42,8 tỷ đồng).
- ✓ PC1 hiện có lượng tiền đối dào khi có trên 2.881 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng, chiếm 14,3% cơ cấu TTS. Lượng tiền đã giảm mạnh 19,7% so với đầu năm do Công ty mở rộng các hoạt động đầu tư.
- ✓ Các khoản phải thu ngắn hạn đã giảm so với đầu năm: tại thời điểm 31/12/2023, PC1 có gần 2.803 tỷ đồng phải thu ngắn hạn (-11,7% so với đầu năm và chiếm 13,9% cơ cấu TTS), trong khi đó, PC1 trích lập dự phòng khá thấp, khoảng 12,4 tỷ đồng. Điều này có thể tiềm ẩn rủi ro cho cơ cấu tài sản nếu khách hàng gặp khó khăn trong việc thanh toán.
- ✓ PC1 có 921 tỷ đồng hàng tồn kho, trong đó chủ yếu là chi phí SXKD dở dang trị giá 513 tỷ đồng (tập trung chủ yếu ở lĩnh vực xây lắp điện với 461 tỷ đồng).
- ✓ PC1 có 1.607 tỷ đồng đầu tư tài chính dài hạn, đây chủ yếu là các khoản góp vốn liên doanh liên kết, trong đó khoản góp vốn vào Western Pacific (1.111 tỷ đồng) – một Công ty chuyên về các dự án BĐS KCN. Trong năm 2023, PC1 cũng đã đầu tư 68,4 tỷ đồng vào CTCP Kho bãi Phú Bình để sở hữu 36% vốn góp tại công ty này.

- **Đòn bẩy tài chính cao:** Tại thời điểm 31/12/2023, PC1 có 10.740 tỷ đồng nợ vay ngắn và dài hạn (-10,2% so với đầu năm và gồm ngắn hạn là 2.838 tỷ đồng & dài hạn là 7.902 tỷ đồng), trong đó có 1.184 tỷ đồng nợ vay trái phiếu sẽ đáo hạn vào năm 2027. Hệ số Nợ vay/Vốn CSH (D/E) từ năm 2021 trở lại đây đều duy trì ở mức cao (trên 1,4 lần). Tại 31/12/2023, D/E của PC1 là 1,48 lần (giảm so với mức 1,67 lần của năm 2022). Thời gian qua, PC1 tăng nợ vay trong bối cảnh Công ty mở rộng HĐKD sang lĩnh vực BĐS KCN và khoáng sản. Nhu cầu vốn trong thời gian tới có thể sẽ tiếp tục tăng lên nếu PC1 tiếp tục mở rộng lĩnh vực BĐS KCN ở mức sâu rộng hơn. Việc nợ vay duy trì cao sẽ làm cho chi phí lãi vay tăng cao, từ đó bào mòn lợi nhuận của DN.

Cơ cấu nợ vay của PC1 2019-2023 (tỷ đồng)



Quy mô nợ vay và hệ số D/E

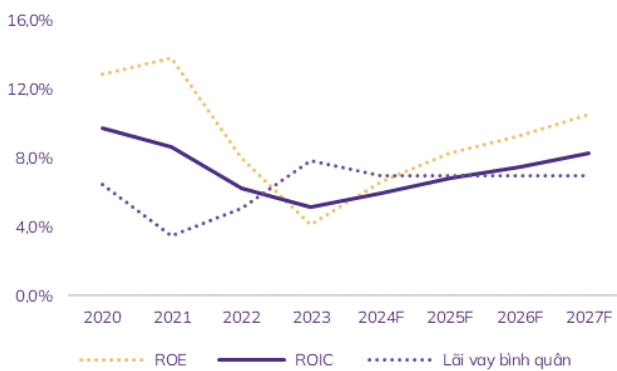


Nguồn: Fiinpro & BCTC của PC1, ABS Research

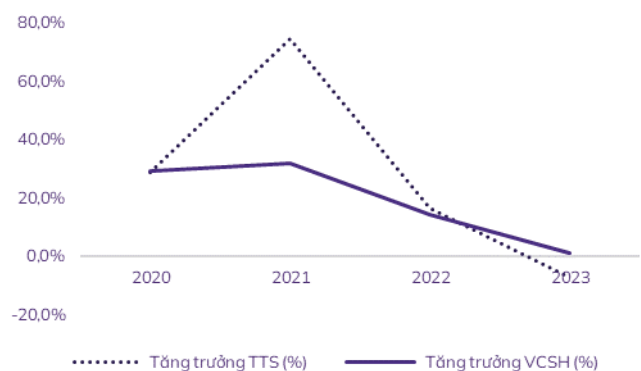
• **Hiệu quả kinh doanh sẽ dần cải thiện trở lại:**

- ✓ ROIC của PC1 năm 2023 là 5,1%. Trong khi đó, lãi suất đi vay bình quân năm 2023 là 7,8%. Như vậy, so sánh tương quan 2 chỉ tiêu này sẽ thấy hiệu quả kinh doanh là chưa cao. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hiệu quả kinh doanh sẽ dần cải thiện theo thời gian. Chúng tôi ước tính lãi suất đi vay dài hạn ở mức 7%/năm. Trong mô hình định giá, trên cơ sở các giả định của chúng tôi, ROIC của PC1 sẽ cải thiện dần: 6% (2024), 6,8% (2025), 7,5% (2026), 8,3% (2027).
- ✓ ROE & ROA năm 2023 cũng ở mức thấp, lần lượt là 4,1% & 1,4%, đây cũng là mức thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại đây. Điều này là do quy mô VCSH và quy mô TS của Công ty đã tăng mạnh trong các năm trở lại đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các chỉ tiêu sinh lợi này cũng sẽ cải thiện dần theo thời gian. Năm 2024F, ROE & ROA dự kiến đạt 6,6% & 2,4% và đến năm 2027F dự báo đạt 10,6% & 5,2%.

Hiệu quả kinh doanh PC1 sẽ dần cải thiện trở lại



Tăng trưởng TTS & VCSH 2020-2023



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PC1, ABS Research

Triển vọng & Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2024

- Chúng tôi cho rằng triển vọng của PC1 thời gian tới sẽ lạc quan do: 1) Hưởng lợi QH điện VIII, nhất là khi các chính sách, thông tư hướng dẫn cụ thể sẽ sớm được ban hành, từ đó thúc đẩy tiến độ triển khai các dự án nâng cấp hạ tầng lưới điện cũng như các dự án điện gió; 2) Hưởng lợi từ việc thúc đẩy mạnh Dự án Đường dây 500kV mạch 3 kéo dài (Quảng Trạch – Phố Nối); 3) Mạng điện gió tiếp tục ổn định và mảng thủy điện dự kiến sẽ tốt dần lên trong nửa cuối năm khi hiện tượng La Nina dần quay trở lại; 4) Mảng khai thác quặng và BĐS KCN sẽ là động lực tăng trưởng mới cho PC1. Dự phóng cụ thể cho từng mảng như sau:

- **Mảng xây lắp điện:**

- ✓ Trong năm 2023, mảng này đã sụt giảm mạnh so với năm 2022 do nguồn vốn đầu tư trong và ngoài EVN đều khó khăn, các dự án không cấp bách bị giãn, dừng đầu tư mới; các dự án đã có kế hoạch đầu tư thì chậm thủ tục pháp lý để phát hành hồ sơ mời thầu, do các dự án NLTT vẫn chờ chính sách giá và quy hoạch.... Tuy nhiên, trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng doanh thu, lợi nhuận từ mảng này sẽ tăng vọt khi các chính sách cụ thể cho NLTT, các chính sách & thông tư hướng dẫn QH điện VIII được ban hành và các cơ quan ban ngành thúc đẩy triển khai Dự án Đường dây 500kV mạch 3 kéo dài (Quảng Trạch – Phố Nối).
- ✓ Chúng tôi giả định HĐ ký mới năm 2024 là 7.500 tỷ đồng, trong đó dự kiến DA Đường dây 500kV sẽ trúng thầu 4.000 tỷ đồng. Từ năm 2024, hoạt động tổng thầu EPC điện gió của PC1 dự kiến có thể khởi sắc hơn khi TT xác định khung giá cho NLTT có hiệu lực từ T12/2023. Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 4.500 tỷ đồng (+72% svck) và giả định biên lợi nhuận gộp mảng này năm 2024 sẽ ở mức 9,5%, tương đương năm 2023.

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023	2024F
Backlog năm trước	3.033	3.231	1.838	4.174	4.237
HĐ ký mới	3.238	5.321	7.200	3.536	7.500
Doanh thu	3.040	6.714	4.864	2.618	4.500
Backlog chuyển tiếp	3.231	1.838	4.174	4.237	7.237

Nguồn: PC1, ABS Research

- **Mảng sản xuất công nghiệp:** PC1 là đơn vị duy nhất và có quy mô lớn nhất Việt Nam về 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. Mảng này có biên lợi nhuận gộp dao động quanh 7-14%/năm. Trong năm 2023, mảng này đã có sự tăng trưởng tốt và chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2024 khi hưởng lợi từ Dự án Đường dây 500kV mạch 3 kéo dài. Chúng tôi giả định mảng này năm 2024 sẽ tăng trưởng 30% svck với biên LN gộp ~10%.
- **Mảng năng lượng:** năm 2024, mảng thủy điện sẽ vẫn bị ảnh hưởng bởi hiện tượng El Nino gây ra. Trong khi đó, mảng điện gió sẽ vẫn tiếp tục duy trì ổn định. Chúng tôi cũng giả định 2 Dự án thủy điện Bảo Lạc A & Thượng Hà sẽ đi vào vận hành năm 2027 và giúp tăng công suất thủy điện thêm 23,7% so với hiện tại.

Sản lượng điện (triệu kWh)	2021	2022	2023	2024F
Thủy điện	513	669	402	442
Điện gió	110	418	450	450
Tổng	623	1,087	852	892

Nguồn: PC1, ABS Research

- **Mảng BĐS KCN:** chúng tôi chỉ tính Dự án Nomura Hải Phòng, Dự án Yên Phong II-A – Bắc Ninh, Dự án Yên Lệnh – Hà Nam. Đây là các dự án đã và sẽ triển khai thời gian tới, còn các dự án khác hiện trong kế hoạch triển khai dài hạn nên chúng tôi tạm thời chưa đưa vào mô hình dự phóng.
 - ✓ Dự án Nomura Hải Phòng chúng tôi giả định đem lại 614 tỷ đồng doanh thu và 139 tỷ đồng lợi nhuận gộp/năm cho năm 2024.

- ✓ Dự án Yên Phong – Bắc Ninh với tổng vốn đầu tư dự kiến 1.830 tỷ đồng, diện tích đất là 151ha, diện tích kinh doanh dự kiến 100ha. Chúng tôi giả định dự án sẽ triển khai bán từ năm 2024 và sẽ lấp đầy trong vòng 4 năm, tỷ lệ lấp đầy năm đầu tiên là 25%. Giá cho thuê giả định quanh 158 USD/m2/kỳ.
- ✓ Dự án Yên Lệnh – Hà Nam với tổng vốn đầu tư 624 tỷ đồng, diện tích đất là 69ha, diện tích kinh doanh dự kiến 55ha. Chúng tôi giả định dự án này sẽ triển khai bán từ năm 2025 với tỷ lệ lấp đầy ban đầu là 25% và cũng lấp đầy trong 4 năm, giá cho thuê là 90 USD/m2/kỳ.
- **Mảng BĐS dân cư:** hiện nay Công ty đang triển khai 4 dự án (như trình bày ở bảng dưới đây). Tuy nhiên, các dự án mới đang **trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục pháp lý**, tiến độ có thể kéo dài hơn dự kiến và không có thông tin cụ thể rõ ràng nên chúng tôi tạm thời chưa đưa vào mô hình.

Các dự án BĐS dân cư PC1 đang triển khai

Dự án	Vị trí	Diện tích (m2)	Quy mô	Tiến độ dự kiến
PC1 Gia Lâm	Hà Nội	7.152	54 căn thấp tầng	2024
PC1 Định Công	Hà Nội	15.100	83 căn thấp tầng, nhà trẻ, văn phòng	2022-2025
PC1 Vinh Hưng	Hà Nội	5.160	Công trình nhà hỗn hợp cao tầng gồm 27 tầng nổi, 3 hầm, 1 tum Công trình DVTM thấp tầng gồm 5 tầng TM và 1 tầng tum	2021-2027
PC1 Thăng Long	Hà Nội	22.000	Công trình nhà hỗn hợp cao tầng gồm 27 tầng nổi, 3 hầm, 1 tum Nhà ở thấp tầng gồm 4 tầng và 1 tầng tum	2023-2026

Nguồn: BCTN của PC1, ABS Research

- **Mảng hoạt động khác:** chúng tôi tập trung vào hoạt động kinh doanh thương mại hàng hóa, tuy nhiên mảng này có biên lợi nhuận gộp thấp, giả định quanh 1,8%/năm. Bên cạnh đó, mảng khai khoáng chúng tôi dự phóng trong năm 2024 đem lại 1.196 tỷ đồng doanh thu và 383 tỷ đồng lợi nhuận gộp (+66% svck) trên cơ sở giả định giá bán niken xoay quanh mức hiện tại 18.135 USD/tấn do nhu cầu từ Trung Quốc vẫn còn yếu.
- Về kế hoạch đầu tư thời gian tới, phía DN đưa ra rất nhiều kế hoạch đầu tư cho tất cả các mảng kinh doanh. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ tập trung vào các dự án mà DN đang triển khai: Dự án Niken Đồng, Dự án Yên Phong II-A – Bắc Ninh, Dự án Yên Lệnh – Hà Nam. Những dự án khác có tính chất dài hạn hơn, chúng tôi không đưa vào mô hình.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu & LNST của cổ đông Công ty mẹ năm 2024F của PC1 dự kiến đạt 10.633 tỷ đồng (+36,3% svck) & 325 tỷ đồng (+138,2% svck).
- EPS & BVPS 2024F dự kiến đạt 1.046 đồng/cp & 17.634 đồng/cp, tương ứng 2024F P/E và P/B đạt 27,5 lần & 1,6 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.

Dự phóng các mảng kinh doanh của PC1 năm 2024

Mảng kinh doanh	2021	2022	2023	2024F
1. Xây lắp điện				
Doanh thu	6.714	4.864	2.618	4.500
<i>% YOY</i>	<i>119,3%</i>	<i>-27,6%</i>	<i>-46,2%</i>	<i>71,9%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>68,3%</i>	<i>58,2%</i>	<i>33,6%</i>	<i>42,3%</i>
Giá vốn hàng bán	(6.253)	(4.347)	(2.381)	(4.072)
Lợi nhuận gộp	461	517	237	428
<i>% YOY</i>	<i>50,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>-54,2%</i>	<i>80,5%</i>
2. Sản xuất công nghiệp				
Doanh thu	650	645	1.165	1.514
<i>% YOY</i>	<i>-21,3%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>80,5%</i>	<i>30,0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>6,6%</i>	<i>7,7%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,2%</i>
Giá vốn hàng bán	(556)	(592)	(1.049)	(1.363)
Lợi nhuận gộp	94	54	116	151
<i>% YOY</i>	<i>10,6%</i>	<i>-42,7%</i>	<i>115,7%</i>	<i>30,0%</i>
3. Đầu tư bđs				
Doanh thu	106	130	801	839
<i>% YOY</i>	<i>-87,6%</i>	<i>23,0%</i>	<i>514,5%</i>	<i>4,7%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,6%</i>	<i>10,3%</i>	<i>7,9%</i>
Giá vốn hàng bán	(67)	(90)	(584)	(621)
Lợi nhuận gộp	39	40	218	217
<i>% YOY</i>	<i>-86,0%</i>	<i>3,6%</i>	<i>438,5%</i>	<i>-0,1%</i>
4. Năng lượng				
Doanh thu	928	1.715	1.461	1.518
<i>% YOY</i>	<i>24,1%</i>	<i>84,8%</i>	<i>-14,8%</i>	<i>3,9%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>9,4%</i>	<i>20,5%</i>	<i>18,7%</i>	<i>14,3%</i>
Giá vốn hàng bán	(398)	(754)	(725)	(752)
Lợi nhuận gộp	530	961	736	766
<i>% YOY</i>	<i>17,3%</i>	<i>81,4%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>4,0%</i>
5. Khác				
Doanh thu	1.431	1.003	1.758	2.262
<i>% YOY</i>	<i>20,5%</i>	<i>-29,9%</i>	<i>75,3%</i>	<i>28,7%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>14,6%</i>	<i>12,0%</i>	<i>22,5%</i>	<i>21,3%</i>
Giá vốn hàng bán	(1.398)	(981)	(1.491)	(1.845)
Lợi nhuận gộp	33	22	267	416
<i>% YOY</i>	<i>-15,4%</i>	<i>-34,5%</i>	<i>1.133,2%</i>	<i>56,2%</i>
Tổng doanh thu	9.829	8.358	7.803	10.633
<i>% YOY</i>	<i>47,2%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>-6,6%</i>	<i>36,3%</i>
Tổng giá vốn hàng bán	(8.672)	(6.763)	(6.229)	(8.654)
Tổng lợi nhuận gộp	1.157	1.595	1.574	1.979

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu PC1 dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Chúng tôi giả định Công ty không tiến hành tăng vốn.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm.

Phương pháp so sánh P/E:

- Hiện PC1 kinh doanh khá nhiều mảng, trong đó các mảng đóng góp chính vào cơ cấu lợi nhuận gộp của PC1 thời gian tới sẽ gồm: xây lắp điện & sản xuất công nghiệp, năng lượng và BĐS KCN. P/E mục tiêu chúng tôi đưa ra sẽ dựa trên P/E bình quân các DN trong từng ngành có tính trọng số dựa trên tỷ trọng đóng góp lợi nhuận gộp của từng mảng trong giai đoạn 2024-2028.
- P/E mục tiêu chúng tôi tính toán ra là 17,7 lần.
- EPS 2024F & 2025F dự kiến 1.046 đồng/cp & 1.666 đồng/cp. Theo đó, giá cổ phiếu PC1 được xác định theo phương pháp P/E là 24.004 đ/cp.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm là 1,43%. Phần bù rủi ro thị trường là 9,00% (theo Damodaran tháng 1/2024). Beta là 1,57 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 9,81%.
- Giá theo phương pháp FCFF cho 1 năm tới là 38.620 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	1,43%
Phần bù rủi ro thị trường	9,00%
Beta	1,57
WACC	9,81%
Tăng trưởng dài hạn	0,7%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	38.620	50%
- P/E	24.004	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		31.312

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 31.300 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +12,3% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PC1.

Rủi ro:

- ✓ Tiến độ các dự án BĐS KCN, các dự án xây lắp điện bị chậm hơn so với những gì chúng tôi đưa vào dự phóng.

- ✓ Sản lượng các mảng hoạt động có thể thấp hơn dự phóng của chúng tôi, từ đó làm giảm doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.

Cơ hội:

- ✓ Sản lượng các mảng hoạt động có thể cải thiện hơn mức dự báo của chúng tôi, điều này sẽ làm tăng doanh thu, lợi nhuận so với dự phóng chúng tôi đưa ra.
- ✓ Tiến độ các dự án chúng tôi đề cập trong mô hình dự phóng có thể nhanh hơn. Bên cạnh đó, các dự án BĐS dân cư được thúc đẩy nhanh và sớm ghi nhận nguồn thu, sẽ giúp tăng lợi nhuận cho DN (chúng tôi chưa đưa các dự án này vào mô hình dự phóng).

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	9.828	8.358	7.803	10.633
Giá vốn hàng bán	-8.673	-6.763	-6.229	-8.654
Lợi nhuận gộp	1.156	1.595	1.574	1.979
Doanh thu tài chính	319	95	195	175
Chi phí tài chính	-359	-767	-980	-953
Chi phí bán hàng	-56	8	-56	-51
Chi phí QLDN	-241	-285	-335	-526
Lợi nhuận từ HĐKD	905	647	398	626
Lãi/Lỗ khác	-8	-41	-18	-10
Lợi nhuận trước thuế	896	605	381	616
Lợi nhuận sau thuế	764	537	297	493
LNST cổ đông Công ty mẹ	695	460	137	325

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
LCT thuần từ HĐKD	93	1.289	950	544
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-4.949	-3.808	59	-923
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	5.682	2.812	-1.493	-380
LCT thuần trong kỳ	826	292	-484	-759
Tiến & tương đương tiền đầu kỳ	1.476	2.292	2.581	2.112
Tiến & tương đương tiền cuối kỳ	2.302	2.584	2.097	1.353

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,14	1,33	1,45	1,37
Khả năng thanh toán nhanh	0,96	1,14	1,21	1,04
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,42	0,60	0,61	0,44
Khả năng thanh toán lãi vay	3,84	2,00	1,45	1,85

Cơ cấu vốn	2021	2022	2023	2024F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,34	0,33	0,36	0,37
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,66	0,67	0,64	0,63
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	1,44	1,67	1,48	1,36

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2021	2022	2023	2024F
Số ngày phải thu	72,9	99,2	97,9	62,4
Số ngày phải trả	60,1	82,1	68,4	42,1
Số ngày tồn kho	34,4	48,4	53,1	47,8

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,8%	19,1%	20,2%	18,6%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	11,9%	13,9%	14,0%	11,8%
Tỷ suất LNST	7,8%	6,4%	3,8%	4,6%
ROE	13,8%	8,0%	4,1%	6,6%
ROA	5,2%	2,7%	1,4%	2,4%
ROIC	8,7%	6,2%	5,1%	6,0%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.292	2.581	2.112	1.353
+ Đầu tư ngắn hạn	144	1.006	769	769
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.124	3.174	2.803	2.926
+ Hàng tồn kho	904	890	921	1.343
+ Tài sản ngắn hạn khác	126	261	240	281
Tài sản ngắn hạn	6.589	7.913	6.845	6.673
+ Các khoản phải thu dài hạn	8	8	15	20
+ Tài sản cố định	10.160	9.904	10.745	11.014
+ Bất động sản đầu tư	221	271	146	144
+ Tài sản dở dang dài hạn	380	1.376	107	107
+ Đầu tư dài hạn	639	1.538	1.607	1.677
+ Tài sản dài hạn khác	689	744	761	868
Tài sản dài hạn	12.098	13.841	13.380	13.829
Tổng Tài sản	18.687	21.754	20.225	20.502
+ Vay ngắn hạn	2.800	3.677	2.838	2.738
+ Nợ ngắn hạn khác	2.999	2.273	1.870	2.120
Nợ ngắn hạn	5.799	5.950	4.709	4.858
+ Vay dài hạn	6.238	8.284	7.902	7.622
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	370	347	347	397
Nợ dài hạn	6.607	8.631	8.249	8.018
Tổng nợ phải trả	12.406	14.582	12.957	12.877
+ Vốn cổ phần	2.352	2.704	3.110	3.110
+ Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.305	1.345	956	1.226
+ Quỹ khác	1.913	2.413	2.490	2.579
Vốn chủ sở hữu	6.281	7.173	7.267	7.625
Tổng cộng nguồn vốn	18.687	21.754	20.225	20.502

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023	2024F
Tăng trưởng doanh thu	47,2%	-15,0%	-6,6%	36,3%
Tăng trưởng LNNT	35,5%	-0,1%	1,1%	9,6%
Tăng trưởng LNST	40,5%	-29,7%	-44,8%	66,2%
Tăng trưởng VCSH	31,7%	14,2%	1,3%	4,9%
Tăng trưởng Tổng tài sản	74,3%	16,4%	-7,0%	1,4%

Định giá (lần)	2021	2022	2023	2024F
P/E	7,1	19,0	72,8	27,5
P/B	1,0	1,5	1,73	1,63
EPS (VND/CP)	2.858	1.519	395	1.046
BVPS (VND/CP)	19.992	18.918	16.665	17.634

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Dầu khí, Điện

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Tài chính

Trần Xuân Bách - Chuyên viên

Email: bach.tranxuan@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Hóa chất, Hàng tiêu dùng

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đỗ Thành Trung – Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Bất động sản, Xây dựng, VLXD

Phạm Hồng Trường – Chuyên viên

Email: truong.phamhong@abs.vn

Hàng công nghiệp, Công nghệ & Viễn thông

Bùi Minh Anh - Chuyên viên

Email: anh.buiminh@abs.vn