

CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1)

MUA +30,9%

Ngành	Điện
Ngày báo cáo	07/11/2024
Giá hiện tại	23.800 VND
Giá mục tiêu	31.200 VND
Giá mục tiêu gần nhất	28.900 VND
TL tăng	+30,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+30,9%

GT vốn hóa	USD331mn
Room KN	USD122mn
GTGD/ngày (30n)	USD1,4mn
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	358 mn
Pha loãng	358 mn
*Điều chỉnh theo mức cổ tức cổ phiếu 15%.	

	PC1	VNI
P/E (trượt)	16,8x	14,6x
P/B (hiện tại)	1,6x	1,7x
ROA	0,7%	1,9%
ROE	10,0%	12,5%

Tổng quan Công ty

PC1 có bề dày hoạt động trên 50 năm trong lĩnh vực xây lắp đường truyền và trạm biến áp tại Việt Nam. Các mảng hoạt động chính bao gồm: 1) phát điện với công suất 313 MW (thủy điện - 169 MW; điện gió - 144 MW), 2) xây lắp điện và 3) BDS khu công nghiệp & nhà ở và 4) khoáng sản niken

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đinh Thị Thủy Dương
Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.717	10.548	12.399	16.151
% YoY	-7,7%	36,7%	17,5%	30,3%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	77	524	878	1.500
% YoY	-83,2%	578,3%	67,4%	70,9%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi %YoY	-76,4%	348,3%	39,0%	70,9%
Biên LN gộp	19,6%	20,5%	20,4%	20,3%
Biên LN ròng	1,0%	5,0%	7,1%	9,3%
ROE	1,5%	10,1%	15,6%	23,9%
Nợ ròng/vốn CSH	121,1%	120,3%	98,3%	109,4%
Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	4,2%	4,2%
Cổ tức (đồng/CP)	0	0	1.000	1.000
P/E	103,5x	17,5x	10,5x	6,1x
P/B	1,7x	1,6x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA	9,6x	7,7x	7,3x	7,3x

Mảng xây lắp điện và thủy điện sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2025

- Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1) và tăng 8% giá mục tiêu lên mức 31.200 đồng/cổ phiếu. Nguyên nhân là do LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 tăng 4,5% (lần lượt thay đổi +10%/0%/+7%/+5%/+3% trong từng năm) và tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2025 (xem trang 5).
- Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi vì mức tăng 24% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng khai thác niken của chúng tôi, được thúc đẩy bởi mức tăng 55% đối với dự báo sản lượng bán của chúng tôi trong suốt giai đoạn 2024-2028. Mức tăng này bù đắp cho mức giảm 4,9% của LNST sau lợi ích CĐTS mảng xây lắp điện (chủ yếu do dự báo lợi nhuận các năm 2024/25 lần lượt giảm 30%/28%).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 67% YoY, nhờ (1) doanh thu mảng xây lắp điện tăng trưởng 26% YoY, với chiều dài của đường dây 500kV trong giai đoạn 2026-2030 tăng gấp 2,8 lần so với giai đoạn 2021-2025, và dòng vốn đầu tư mới vào mảng năng lượng tái tạo sau khi hướng dẫn của Thoả thuận mua bán điện trực tiếp (DPPA) dự kiến sẽ được công bố vào nửa đầu năm 2025, (2) lợi nhuận mảng thủy điện tăng mạnh, (3) ghi nhận thêm nguồn doanh thu mới từ dự án BDS Tháp Vàng (trái với việc không ghi nhận doanh thu từ dự án này trong năm 2024), và (4) không ghi nhận lỗ tỷ giá.
- Định giá của PC1 hấp dẫn với P/E năm 2025 ở mức 10,5 lần, thấp hơn khoảng 45% so với P/E trung bình 4 năm của công ty và PEG tương ứng là 0,2 dựa trên mức tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS dự kiến giai đoạn 2024-2026 là 69%.
- Yếu tố hỗ trợ:** Biên lợi nhuận mảng xây lắp điện năm 2025 cao hơn dự kiến.
- Rủi ro:** Ghi nhận lỗ tỷ giá.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 80 điểm cơ bản đối với biên lợi nhuận gộp năm 2024 của mảng xây lắp điện xuống mức 7,4% nhưng vẫn giữ nguyên dự báo phục hồi trong năm 2025 và các năm tiếp theo, nhờ sự cải thiện của biên lợi nhuận từ các hợp đồng EVN và mức tỷ trọng tăng của các hợp đồng tư nhân có biên lợi nhuận cao. Đà phục hồi dự kiến này nhìn chung phù hợp với kế hoạch của PC1. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp kết hợp sẽ ở mức 8,8% trong năm 2025 thấp hơn so với mức trung bình 5 năm qua là 9,1%.

Vào tháng 10/2024, tại Philippines, PC1 đã ký một hợp đồng thiết kế - mua sắm - thi công xây dựng (EPC) công trình điện gió trên bờ trị giá 700 tỷ đồng với Mainstream (công ty hàng đầu thế giới trong lĩnh vực điện gió & điện mặt trời). Ngoài ra, vào tháng 07/2024, Bộ Năng lượng Philippines đã sửa đổi Quy hoạch Năng lượng (PEP) giai đoạn 2023-2050, lần lượt tăng gấp 4 lần/7 lần mục tiêu công suất điện gió trên bờ lên mức 6.342/16.364 MW (với vốn đầu tư XD CB ước tính là 9/24 tỷ USD) trong các năm 2030/40. Với công suất điện gió trên bờ hiện tại vào năm

2024 là 450 MW, mức kế hoạch sửa đổi trên đồng nghĩa với mức tăng gấp 14 lần vào năm 2030. Với các dự án sắp tới của Mainstream (440MW) tại Philippines, chúng tôi lần lượt bổ sung thêm 700 tỷ/500 tỷ/500 tỷ đồng vào giá trị hợp đồng EPC các năm 2026/27/28 của PC1 nhờ các dự án điện gió trên bờ của Philippines (xem trang 11).

Chúng tôi tăng 24% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS của mảng khai thác niken giai đoạn 2024-2028, nhờ mức tăng 55% của chúng tôi đối với dự báo sản lượng bán giai đoạn 2024-2028, sau khi doanh thu và lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm đã lần lượt hoàn thành 121%/117% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi. Điều này bù đắp cho mức giảm nhẹ đối với dự báo đồng thuận về giá bán niken trung bình của Bloomberg (xem trang 13).

Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận dự kiến tăng mạnh nhờ sự phục hồi của mảng phát điện, đóng góp từ CTCP Western Pacific và mức sản lượng bán cao của mảng niken

Hình 1: Triển vọng năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo 2024 trước đây so với dự báo mới
Doanh thu	7.717	10.548	37%	6%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 46% YoY của doanh thu mảng xây lắp điện, (2) mức tăng gấp gần 3 lần của doanh thu mảng niken (do vận hành cả năm thay vì chỉ hoạt động 9 tháng như trong năm 2023), và (3) mức doanh thu cao hơn của mảng sản xuất trụ điện, một phần nhờ các hợp đồng cho đường dây 500kV mạch 3 mở rộng. (b) Chúng tôi tăng sản lượng bán niken nhờ KQKD khả quan trong giai đoạn 9 tháng đầu năm. Doanh thu 9 tháng đầu năm đạt 7,5 nghìn tỷ đồng (+47% YoY), hoàn thành 76% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi.
Xây lắp điện (1)	2.607	3.800	46%	0%	(b) Chúng tôi tăng sản lượng bán niken nhờ doanh thu ghi nhận ở mức cao hơn dự kiến là 1,4 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 9 tháng đầu năm (khoảng 165% dự báo cả năm 2024 trước đây của chúng tôi), trong khi vẫn giữ giá bán trung bình ở mức không đổi.
Sản xuất trụ điện	1.166	1.600	37%	0%	
Phát điện	1.452	1.652	14%	0%	
BDS	187	28	-85%	0%	
Nickel (57% cổ phần)	664	1.837	176%	55%	
KCN Nomura (70% cổ phần)	614	615	0%	0%	
Thương mại & Khác (2)	1.026	1.017	-1%	-2%	
Lợi nhuận gộp	1.513	2.162	43%	8%	(b) Dự báo lợi nhuận gộp mảng niken tăng dự kiến sẽ bù đắp cho mức tỷ trọng đóng góp thấp hơn của mảng xây lắp điện.
Xây lắp điện (1)	235	281	20%	-10%	(b) Chúng tôi giảm 80 điểm cơ bản biên lợi nhuận gộp xuống mức 7,4% do biên lợi nhuận thấp hơn dự kiến, chỉ đạt 7% trong giai đoạn 9 tháng đầu năm; nguyên nhân có khả năng là do mức chi phí cao hơn vì phải đáp ứng tiến độ gấp rút của đường dây 500kV mạch 3.
Sản xuất trụ điện	117	146	24%	0%	(b) Do chúng tôi tăng dự báo sản lượng bán trong khi vẫn giữ nguyên dự báo giá bán trung bình ở mức 17.000 USD/tấn. (b) Dựa theo KQKD cao hơn nhẹ so với dự kiến của giai đoạn 9 tháng đầu năm.
Phát điện	736	979	33%	0%	
BDS	79	19	-76%	0%	
Nickel (57% cổ phần)	161	551	241%	48%	
KCN Nomura (70% cổ phần)	139	154	11%	9%	
Thương mại & Khác (2)	45	33	-27%	-5%	
Chi phí SG&A	-391	-537	37%	3%	
Thu nhập từ HĐKD	1.121	1.625	45%	10%	
Thu nhập tài chính	183	115	-37%	0%	
Chi phí tài chính	-967	-911	-6%	4%	
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>-844</i>	<i>-804</i>	<i>-5%</i>	<i>5%</i>	
<i>Trong đó: lỗ tỷ giá & khác</i>	<i>-124</i>	<i>-107</i>	<i>-13%</i>	<i>0%</i>	
Lợi nhuận được chia từ công ty liên kết	2	105	6.586%	0%	(a) Do việc ghi nhận doanh số bán đất từ công ty liên kết của PC1 là CTP Western Pacific tại Khu Công nghiệp (KCN) Yên Phong IIA.
Thu nhập khác	-18	0	N.M	N.M	
LNST	321	934	191%	13%	
LNST trước lợi ích CĐTS	237	787	232%	12%	
Lợi ích CĐTS	-159	-262	65%	16%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	77	524	578%	10%	(b) Chủ yếu do chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận đối với mảng khai thác niken, từ đó bù đắp cho mức giảm của chúng tôi đối với biên lợi nhuận gộp của mảng xây lắp điện. LNST sau lợi ích CĐTS 9 tháng đầu năm đạt 399 tỷ đồng (cao hơn nhiều so với mức lợi nhuận 3 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2023), hoàn thành 84% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi, chủ yếu nhờ khoản lợi nhuận cao hơn dự kiến của mảng niken.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (3)	141	631	348%	8%	

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap ((1) Mảng xây lắp điện bao gồm các hoạt động xây dựng & lắp đặt lưới điện và các hợp đồng EPC cho các dự án năng lượng tái tạo. (2) 'Các mảng khác' chủ yếu bao gồm kinh doanh máy móc có biên lợi nhuận thấp. (3) Không bao gồm lãi bất thường và lỗ tỷ giá chưa ghi nhận).

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ mảng xây lắp & phát điện, cùng với doanh số bán từ mảng BĐS

Hình 2: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo 2025 trước đây so với dự báo mới
Doanh thu	10.548	12.399	18%	-1%	(a) Chủ yếu do (1) doanh thu mảng xây lắp điện tăng 26% YoY và (2) doanh thu mảng BĐS tăng mạnh.
Xây lắp điện (1)	3.800	4.800	26%	-13%	(a) Chúng tôi kỳ vọng (1) PC1 sẽ tiếp tục duy trì được giá trị hợp đồng với EVN nhờ vào năng lực chuyên môn và uy tín cao, đã được chứng minh thông qua việc xây dựng đường dây 500kV mạch 3, (2) mức tăng trưởng chiều dài gấp 2,8 lần của đường dây 500kV trong giai đoạn 2025-2030, dựa theo Quy hoạch Điện (QHĐ) VIII và (3) khoản đầu tư lớn vào mảng năng lượng tái tạo sau khi Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) được đưa vào thực hiện. (b) Chúng tôi giảm giá trị hợp đồng tư nhân do chúng tôi dời ngày thực hiện cơ chế giá mới đối với năng lượng tái tạo từ nửa cuối năm 2024 sang nửa cuối năm 2025.
Sản xuất trụ điện	1.600	1.600	0%	0%	
Phát điện	1.652	1.722	4%	0%	(a) Chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ tăng 9% nhờ kỳ vọng của chúng tôi rằng điều kiện thời tiết sẽ thuận lợi hơn trong năm 2025.
BĐS	28	779	2.710%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu từ dự án căn hộ thấp tầng Tháp Vàng, trái với dự báo không ghi nhận doanh thu trong năm 2024. (b) Do chúng tôi dự báo sản lượng bán sẽ tăng trong năm 2024.
Nickel (57% cổ phần)	1.837	1.866	2%	49%	
KCN Nomura (70% cổ phần)	615	615	0%	0%	
Thương mại & Khác (2)	1.017	1.017	0%	-2%	
Lợi nhuận gộp	2.162	2.532	17%	2%	
Xây lắp điện (1)	281	420	49%	-19%	(a) Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện 140 điểm cơ bản lên lúc 8,8% nhờ (1) mức tỷ trọng đóng góp cao hơn của các dự án EPC tư nhân mảng năng lượng tái tạo với biên lợi nhuận cao hơn so với các hợp đồng có biên lợi nhuận thấp với EVN, và (2) sự phục hồi của biên lợi nhuận đối với các hợp đồng với EVN sau khi đã hoàn thành các tiến độ gấp rút của dự án đường dây 500kV mạch 3. Dự báo biên lợi nhuận gộp của chúng tôi có phần thận trọng hơn so với mức kế hoạch của PC1 là 10%. (b) Chúng tôi giảm biên lợi nhuận gộp dự kiến từ các hợp đồng với EVN do mức giảm của chúng tôi đối với dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2024.
Sản xuất trụ điện	146	150	3%	-1%	
Phát điện	979	1.049	7%	0%	
BĐS	19	160	755%	0%	(a) Chủ yếu nhờ vào đóng góp từ dự án căn hộ thấp tầng Tháp Vàng, trái với dự báo không ghi nhận doanh thu trong năm 2024. (b) Do chúng tôi dự báo sản lượng bán sẽ tăng 55%, từ đó bù đắp mức giá bán trung bình thấp hơn của chúng tôi ở mức 17.300 USD, so với mức 18.000 USD/tấn trước đây. (b) Do chúng tôi tăng dự báo doanh thu năm 2024.
Nickel (57% cổ phần)	551	567	3%	35%	
KCN Nomura (70% cổ phần)	154	154	0%	9%	
Thương mại & Khác (2)	33	33	0%	-5%	
Chi phí SG&A	-537	-595	11%	-2%	
Thu nhập từ HĐKD	1.625	1.937	19%	4%	
Thu nhập tài chính	115	120	5%	1%	
Chi phí tài chính	-911	-741	-19%	5%	
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	-804	-741	-8%	5%	
<i>Trong đó: lỗ tỷ giá & khác</i>	-107	0	-100%	N.M	
Lợi nhuận được chia từ công ty liên kết	105	127	20%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng KCN Yên Phong IIA (tỉnh Bắc Ninh) sẽ có mức đóng góp cao hơn cho công ty phát triển KCN và cung cấp dịch vụ logistics - CTCP Western Pacific - nhờ giá bán trung bình tăng so với cùng kỳ năm trước.
Thu nhập khác	0	0	N.M	N.M	
LNNT	934	1.442	55%	3%	
LNST trước lợi ích CĐTS	787	1.217	55%	3%	
Lợi ích CĐTS	-262	-339	29%	9%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	524	878	67%	0%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức lợi nhuận cao hơn so với cùng kỳ năm trước của mảng xây lắp điện, (2) khoản lợi nhuận lớn hơn của mảng thủy điện, (3) ghi nhận thêm doanh thu từ mảng BĐS, trái với dự báo không ghi nhận doanh thu trong năm 2024, và (4) không ghi nhận khoản lỗ tỷ giá nào.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (3)	631	878	39%	0%	

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap ((1) Mảng xây lắp điện bao gồm các hoạt động xây dựng & lắp đặt lưới điện và các hợp đồng EPC cho các dự án năng lượng tái tạo. (2) 'Các mảng khác' chủ yếu bao gồm kinh doanh máy móc có biên lợi nhuận thấp. (3) Không bao gồm lãi bất thường và lỗ tỷ giá chưa ghi nhận).

Tóm tắt dự báo dài hạn

Chúng tôi tăng 4,5% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi (lần lượt tăng +10%/0%/+7%/+5%/+3% cho các năm tương ứng) chủ yếu do mức tăng 24% của chúng tôi đối với dự báo lợi nhuận mảng khai thác niken, nhờ việc chúng tôi tăng 55% đối với dự báo sản lượng bán giai đoạn 2024-2028. Điều này bù đắp cho mức giảm 4,9% của chúng tôi đối với lợi nhuận mảng xây lắp điện (chủ yếu do mức giảm lần lượt 30%/28% đối với dự báo của các năm 2024/25).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 của chúng tôi, chủ yếu nhờ mức tăng của chúng tôi đối với dự báo lợi nhuận mảng khai thác niken, từ đó bù đắp cho việc chúng tôi giảm biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện.

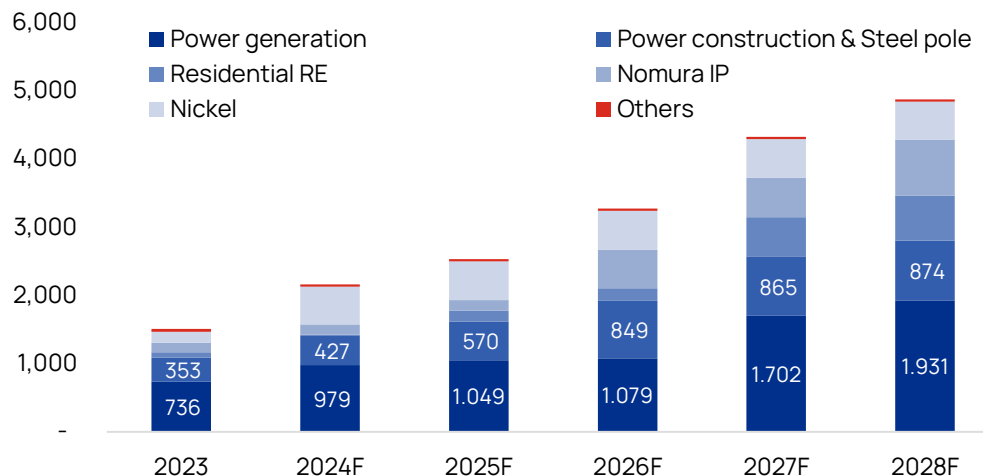
Ngoài ra, chúng tôi cũng lần lượt tăng 7%/5%/3% đối với dự báo lợi nhuận các năm 2026/27/28, chủ yếu nhờ (1) mức tăng của chúng tôi đối với dự báo lợi nhuận mảng niken và (2) mức doanh thu bổ sung 700 tỷ/500 tỷ/500 tỷ đồng từ các hợp đồng EPC tại Philippines (xem trang 11).

Hình 3: Dự báo giai đoạn 2024-2028

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024-2028F
Dự báo trước đây						
Doanh thu	9.913	12.498	15.031	17.031	18.388	72.861
LNST sau lợi ích CĐTS	476	876	1.400	1.948	2.222	6.923
Dự báo mới						
Doanh thu	10.548	12.399	16.151	18.152	19.381	76.631
LNST sau lợi ích CĐTS	524	878	1.500	2.051	2.285	7.237
Dự báo mới s/v trước đây						
Doanh thu	6,4%	-0,8%	7,5%	6,6%	5,4%	5,2%
LNST sau lợi ích CĐTS	10,1%	0,2%	7,1%	5,3%	2,8%	4,5%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 4: Lợi nhuận gộp theo mảng của PC1 (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, Dự báo của Vietcap

Định giá

Chúng tôi sử dụng hoàn toàn 100% phương pháp Chiết khấu dòng tiền để định giá PC1 vì chúng tôi cho rằng đây là cách phù hợp nhất để phản ánh các thay đổi dự kiến đối với dòng tiền của công ty trong dài hạn, khi công ty chuyển đổi từ vai trò là một nhà thầu xây dựng liên quan đến năng lượng và sản xuất trụ điện sang vai trò là một nhà sản xuất năng lượng tái tạo và nhà đầu tư bất BĐS KCN.

Phần định giá tăng trưởng cuối cùng của chúng tôi chiếm phần lớn giá trị định giá CKDT của chúng tôi, chủ yếu do dự báo vốn đầu tư XDCB tương đối lớn cho hai dự án điện gió bổ sung của PC1, được giả định sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2027-2028. Chúng tôi sử dụng mức giả định tăng trưởng cuối cùng 0% vì chúng tôi cho rằng chúng tôi đã lập mô hình định giá cho tất cả các dự án mở rộng công suất trung hạn trong tương lai của PC1.

Chúng tôi duy trì mức chiết khấu định giá 10% áp dụng lần đầu trong Báo cáo cập nhật ngày 01/06/2020 đối với PC1. Việc công ty mua lại mỏ nickel-đồng đã giúp công ty mở rộng thêm danh mục kinh doanh, nhưng chúng tôi cho rằng hoạt động khai thác mới và mang tính thương mại hóa cao này sẽ đi kèm với rủi ro thực thi giá tăng. Do đó, chúng tôi giữ mức chiết khấu định giá 10% nhằm phản ánh cơ cấu tập đoàn ngày càng được củng cố của PC1.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tăng 8% giá mục tiêu của chúng tôi lên mức 31.200 đồng/cổ phiếu do mức tăng 4,5% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 và tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi sang cuối năm 2025.

Hình 5: Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)

Phương pháp	(đồng/CP)
CKDT	34.700
Giá trị hợp lý	34.700
Chiết khấu định giá	10,0%
Giá mục tiêu	31.200
Tỷ lệ tăng	30,9%
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%
Tổng mức sinh lời (%)	30,9%
P/E dự phóng năm 2024 theo giá mục tiêu (báo cáo)	23,0x
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu (báo cáo)	13,7x

Nguồn: dự báo của Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN từ HĐKD + LN được chia	1.730	2.064	2.846	3.721	4.311	1.730
- Thuế	972	972	972	1.342	1.642	972
+ Khấu hao	-147	-226	-375	-498	-567	-147
- Vốn đầu tư XDCB	-384	-2.450	-4.950	-6.150	-150	-384
- Thay đổi vốn lưu động	-1.686	-178	-1.145	-938	-11	-1.686
Dòng tiền tự do (DTTD)	486	182	-2.653	-2.523	5.225	5.882
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		182	-2.377	-2.026	3.759	3.792
GTHT lũy kế của DTTD		182	-2.195	-4.221	-462	3.330

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	1,0	1,0
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	14,0	14,0
Chi phí nợ vay%	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0
Nợ vay %	40,0	40,0
Vốn CSH %	60,0	60,0
WACC %	11,6	11,6

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	3.330
GTHT của giá trị cuối (GTC) (0,0% g)	19.867
GTHT của DTTD và GTC	23.198
Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	2.997
Trừ: Nợ vay	-11.448
Trừ: Lợi ích CĐTS	-2.331
Giá trị vốn sở hữu	12.415
Số lượng cổ phiếu (triệu)	358
Giá trị CKDT/CP (đồng)	34.700

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) của PC1 so với WACC và tốc độ tăng trưởng cuối của mô hình định giá CKDT, các yếu tố khác giữ nguyên

Tốc độ tăng trưởng cuối %	WACC				
	12,6%	12,1%	11,6%	11,1%	10,6%
0,0%	25.200	28.100	31.200	34.700	38.400
0,5%	27.300	30.300	33.800	37.400	41.500
1,0%	29.500	32.900	36.500	40.500	44.900
2,0%	34.700	38.500	42.800	47.600	53.000
3,0%	40.900	45.500	50.700	56.500	63.200

Nguồn: Vietcap

Các công ty cùng ngành

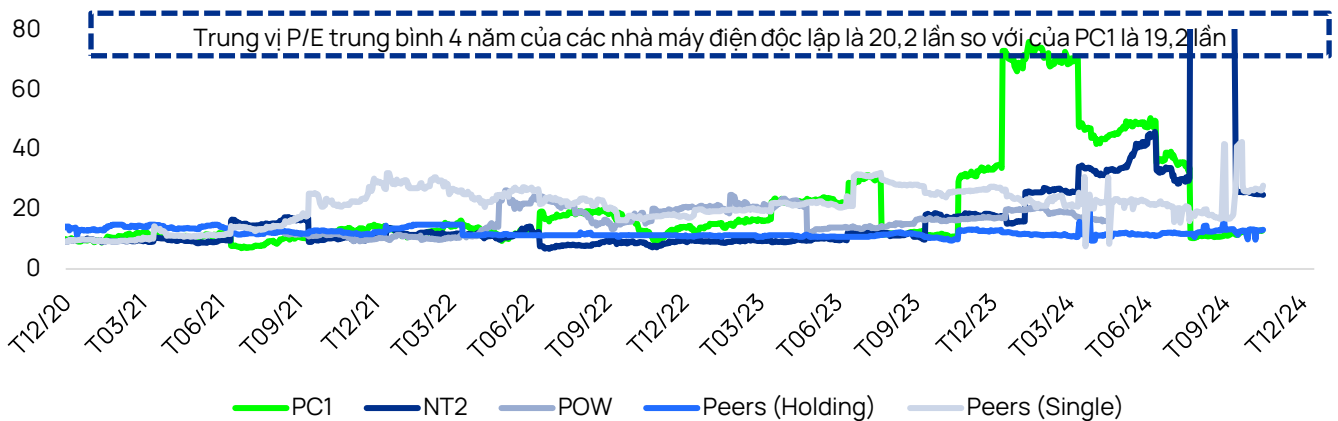
Do PC1 đang chuyển đổi thành một công ty phát điện, chúng tôi tin rằng việc so sánh PC1 với các công ty cùng ngành trong khu vực (Châu Á) và các nhà máy điện đơn lẻ trong nước là phù hợp. Chúng tôi lưu ý rằng hầu hết các công ty trong nhóm các công ty cùng ngành của chúng tôi sẽ chủ yếu tập trung vào mảng nhiệt điện than và nhiệt điện khí trong khi PC1 tập trung vào sản xuất thủy điện và điện gió.

Hình 8: Một số công ty cùng ngành

Tên viết tắt	Quốc gia	DT		LNST		Nợ vay ròng/VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B trượt (x)	EV/EBITDA (x)	
		VHTT (triệu USD)	thuần trượt (triệu USD)	YoY (%)	trượt (triệu USD)								YoY (%)
NHÀ MÁY ĐIỆN ĐƠN LẾ													
GUANGZHOU HENG	Trung Quốc	804	644	2,7	25,7	-10,4	91,1	1,3	4,2	1,8	30,9	0,9	N/A
GEPIC ENERGY D	Trung Quốc	1.470	392	17,6	80,7	17,5	90,1	2,7	6,6	1,7	18,0	1,2	N/A
GUIZHOU QIANYU	Trung Quốc	4.864	844	2,5	172,1	6,6	45,9	2,7	5,9	0,9	27,9	1,6	N/A
YUNNAN WENSHAN	Trung Quốc	921	264	9,3	35,3	86,8	125,5	1,6	6,5	1,9	25,8	1,7	N/A
VIVANT CORP	Philippines	289	142	60,4	33,4	-27,9	13,5	6,2	10,2	3,4	9,0	0,9	20,3
SAHACOGEN	Thái Lan	124	121	-26,7	1,7	N/A	40,7	0,6	1,7	1,4	72,8	1,2	16,8
Trung vị		863	328	6,0	34,3	6,6	68,0	2,1	6,2	1,8	26,9	1,2	18,6
PC1	Việt Nam	331	408	34,8	19,1	136,3	110,2	2,3	8,1	N/A	19,6	1,5	8,3

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 31/10/2024)

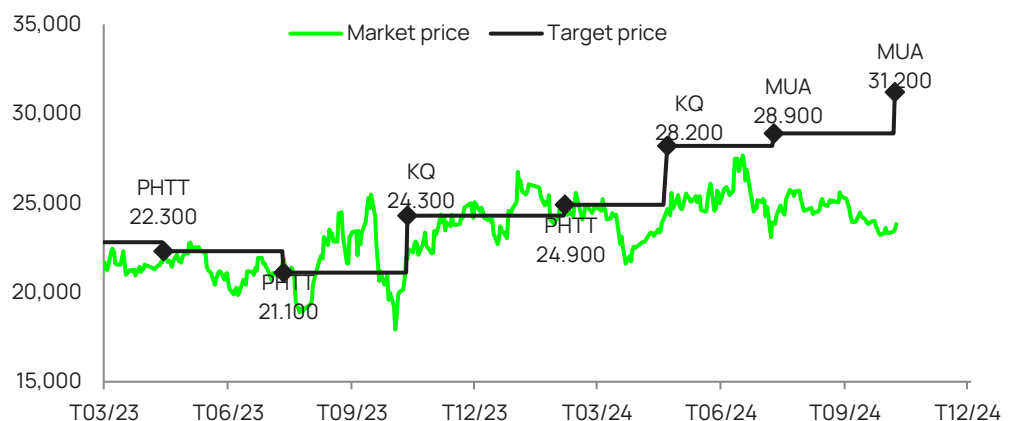
Hình 9: Diễn biến trung vị P/E trượt trên lợi nhuận báo cáo của PC1 so với các công ty cùng ngành * (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (*P/E của NT2 tăng lên mức 120 lần trong quý 3/2024 nhờ mức lợi nhuận ròng trượt tối thiểu của công ty; số liệu tính đến ngày 31/10/2024)

Diễn biến khuyến nghị

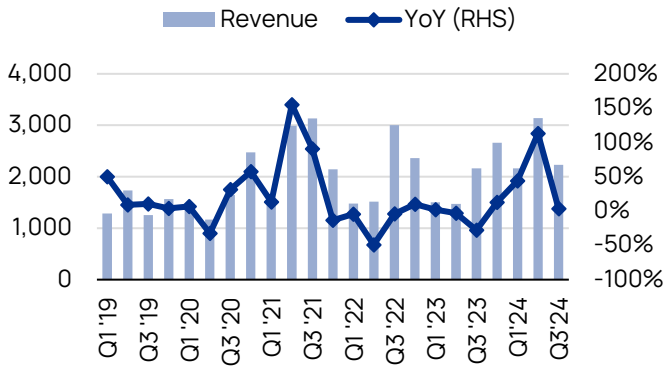
Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/CP) (*)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (*Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành do chia cổ tức cổ phiếu ở mức 15% vào ngày 07/11/2024; số liệu tính đến ngày 06/11/2024)

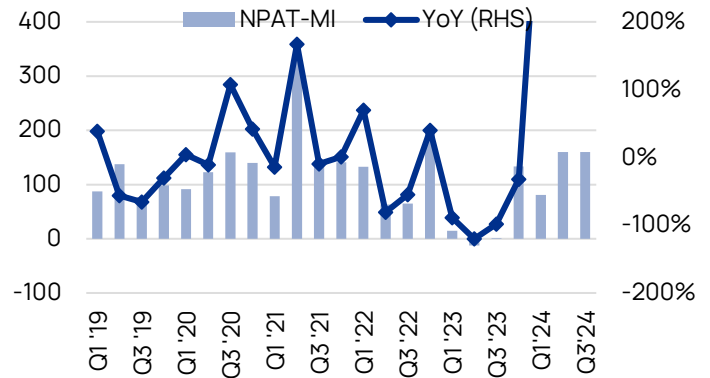
KQKD hàng quý

Hình 11: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



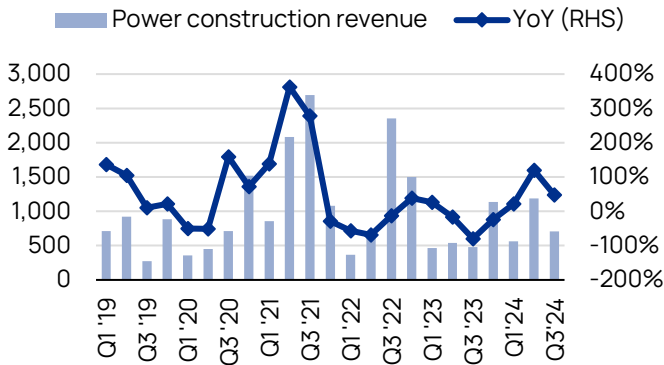
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng) (*)



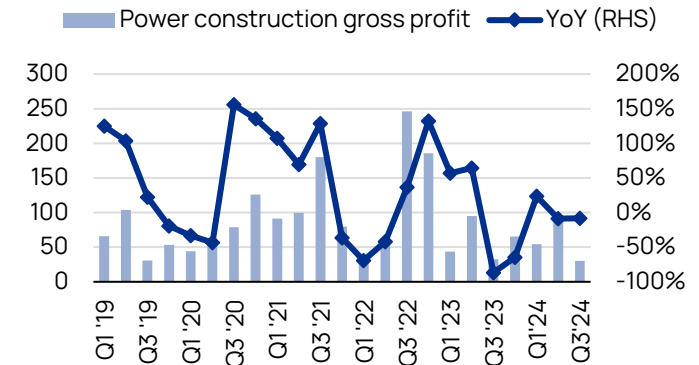
Nguồn: PC1, Vietcap (*Mức tăng trưởng quý 2/2024 không được thể hiện do khoản lỗ ghi nhận trong quý 2/2023; quý 1/2024 và quý 3/2024 lần lượt ghi nhận mức tăng gấp 4,5 lần YoY và 15 lần YoY)

Hình 13: Doanh thu của mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



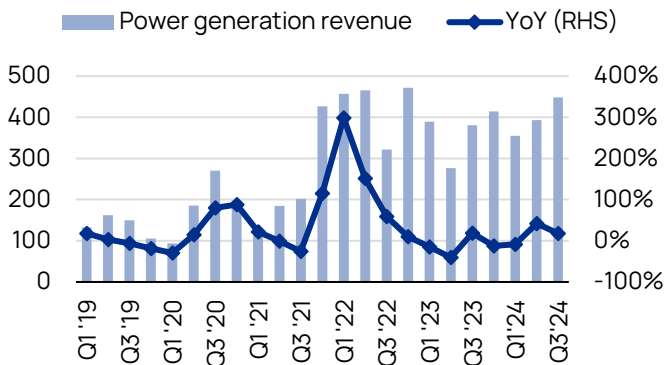
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 14: Lợi nhuận gộp của mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



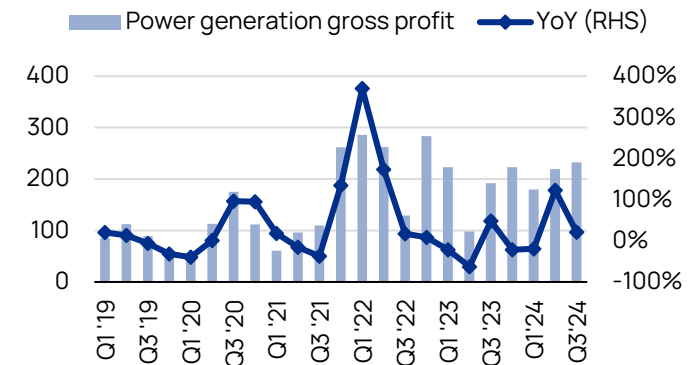
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 15: Doanh thu của mảng phát điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 16: Lợi nhuận gộp của mảng phát điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, Vietcap

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	7.717	10.548	12.399	16.151
Giá vốn hàng bán	-6.205	-8.386	-9.867	-12.875
Lợi nhuận gộp	1.513	2.162	2.532	3.277
Chi phí bán hàng	-56	-91	-115	-167
Chi phí quản lý DN	-335	-446	-480	-571
LN thuần HĐKD	1.121	1.625	1.937	2.538
Doanh thu tài chính	183	115	120	193
Chi phí tài chính	-967	-911	-741	-801
Trong đó, chi phí lãi vay	-844	-804	-741	-801
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	105	127	308
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-18	0	0	0
LNTT	321	934	1.442	2.237
Thuế TNDN	-84	-147	-226	-375
LNST trước lợi ích CĐTS	237	787	1.217	1.862
Lợi ích CĐ thiểu số	-159	-262	-339	-363
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	77*	524	878	1.500
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi⁽¹⁾	141	631	878	1.500
EBITDA	1.885	2.597	2.909	3.510
EPS báo cáo, VND	200	1.358	2.273	3.885
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	378	1.658	2.273	3.885
EPS pha loãng, VND	378	1.658	2.273	3.885
DPS báo cáo, VND	0	0	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	0%	0%	44%	26%

(1) Điều chỉnh theo các khoản bất thường

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-7,7%	36,7%	17,5%	30,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-14,9%	44,9%	19,2%	31,0%
Tăng trưởng LNTT	-47,1%	191,3%	54,5%	55,1%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-83,2%	578,3%	67,4%	70,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	19,6%	20,5%	20,4%	20,3%
Biên LN từ HĐKD %	14,5%	15,4%	15,6%	15,7%
Biên EBITDA %	24,4%	24,6%	23,5%	21,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	1,0%	5,0%	7,1%	9,3%
ROE %	1,5%	10,1%	15,6%	23,9%
ROA %	0,4%	2,5%	3,7%	5,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	54	55	71	79
Số ngày phải thu	141	118	114	92
Số ngày phải trả	69	50	49	49
TG luân chuyển tiền	126	123	136	122
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,5	1,9	1,7
CS thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,5	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,7	0,6
Nợ/Tài sản	53,2%	53%	52%	54%
Nợ/Vốn sử dụng	60,0%	60%	59%	60%
Nợ/Vốn CSH	121,1%	120%	98%	109%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,3	2,0	2,6	3,2

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	2.082	2.216	4.036	4.612
Đầu tư TC ngắn hạn	781	781	781	781
Các khoản phải thu	2.771	4.029	3.695	4.444
Hàng tồn kho	958	1.563	2.286	3.279
TS ngắn hạn khác	92	92	92	92
Tổng TS ngắn hạn	6.684	8.681	10.890	13.208
TS dài hạn (gộp)	14.607	14.991	17.441	22.391
- Khấu hao lũy kế	-3.469	-4.374	-5.280	-6.185
TS dài hạn (ròng)	11.139	10.617	12.161	16.206
Đầu tư TC dài hạn	1.607	1.607	1.607	1.607
TS dài hạn khác	746	680	613	547
Tổng TS dài hạn	13.492	12.903	14.381	18.359
Tổng Tài sản	20.175	21.584	25.271	31.567
Phải trả ngắn hạn	1.049	1.226	1.437	2.035
Nợ ngắn hạn	2.839	3.598	3.434	4.966
Nợ ngắn hạn khác	891	891	891	891
Tổng nợ ngắn hạn	4.778	5.715	5.762	7.891
Nợ dài hạn	7902	7.850	9.802	12.017
Nợ dài hạn khác	348	348	348	348
Tổng nợ	13.028	13.913	15.912	20.257
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.110	3.576	3.576	3.576
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
Lợi nhuận giữ lại	1.362	1.750	2.434	3.200
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	2.069	2.331	3.481	4.654
Vốn chủ sở hữu	7.147	7.671	9.359	11.311
Tổng cộng nguồn vốn	20.175	21.584	25.271	31.567
CP lưu hành cuối năm (tr)	311	358	358	358
CP lưu hành cuối năm (tr) (pha loãng)	311	358	358	358

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	2.581	2.082	2.216	4.036
Lợi nhuận sau thuế	77	524	878	1.500
Khấu hao	763	972	972	972
Thay đổi vốn lưu động	172	-1.686	-178	-1.145
Điều chỉnh khác	20	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.032	-190	1.672	1.326
Chi mua sắm TSCĐ	-475	-384	-2.450	-4.950
Đầu tư, ròng	420	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-55	-384	-2.450	-4.950
Cổ tức đã trả	-124	0	0	-358
Tăng (giảm) vốn	3	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-839	760	-164	1.532
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-382	-52	1.952	2.216
Tiền từ các hoạt động TC khác	-150	0	810	810
Tiền từ hoạt động TC	-1.492	708	2.598	4.200
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-514	134	1.820	576
Tiền cuối năm	2.082	2.216	4.036	4.612

Nguồn: PC1, Dự báo của Vietcap, (*) Được điều chỉnh lại theo BCTC đã được kiểm toán của giai đoạn nửa đầu năm và quý 3/2024.

Phụ lục

PC1 mở rộng sang thị trường năng lượng tái tạo của Philippines với hợp đồng EPC điện gió

Vào ngày 09/10/2024, PC1 đã ký một hợp đồng EPC cho dự án trang trại điện gió Camarines Sur (với vốn đầu tư XDCB ở mức 2,2 nghìn tỷ đồng) có công suất 58,5 MW tại Philippines, thuộc sở hữu của SPV Cornerstone Energy Development, một công ty liên doanh giữa Mainstream Renewable Power (công ty hàng đầu thế giới về các dự án điện gió và điện mặt trời) và AboitizPower (một công ty sản xuất và phân phối điện của Philippines).

Công tác xây dựng dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2025, với ngày hoạt động thương mại dự kiến sẽ rơi vào năm 2026. Theo PC1, công ty có thể hợp nhất khoản doanh thu 700 tỷ đồng từ dự án này. Bên cạnh đó, dự án dự kiến sẽ tạo ra khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng cho một liên doanh giữa PC1 (nắm giữ 40% cổ phần) và một công ty xây dựng Philippines (nắm giữ 60% cổ phần). Vì đây là hợp đồng EPC đầu tiên của PC1 tại Philippines, nên chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của dự án này sẽ thấp hơn so với các dự án trong nước. Tuy nhiên, đây là một bước tiến tích cực trong việc mở rộng ra thị trường quốc tế của công ty và phù hợp với mục tiêu chiến lược của PC1.

Tổng quan thị trường điện của Philippines: Vào năm 2023, thị trường sản xuất và tiêu thụ điện của Philippines có quy mô tương đương khoảng 1/3 so với thị trường điện của Việt Nam, với tổng công suất lắp đặt quốc gia rơi vào khoảng 28,3 GW (35% công suất của Việt Nam) và tổng mức tiêu thụ điện đạt khoảng 118 tỷ kWh (47% mức tiêu thụ điện của Việt Nam).

Phát triển điện gió trên đất liền tại Philippines: Công suất lắp đặt điện gió trên đất liền của Philippines đã tăng mạnh từ mức 33 MW vào năm 2012 lên mức 427 MW vào năm 2015 và không ghi nhận thêm sự mở rộng nào kể từ đó, chủ yếu do việc hết hạn các mức giá ưu đãi từ các chương trình giá FIT ưu đãi, tương tự như diễn biến tại Việt Nam trong vòng 3 năm qua. Vì vậy, Philippines đã triển khai 2 sáng kiến chính để thúc đẩy đầu tư vào mảng năng lượng tái tạo, bao gồm: Chương trình Lựa chọn Năng lượng Xanh (GEOP) và Chương trình Đấu thầu Năng lượng Xanh (GEAP).

- GEOP, có hiệu lực từ tháng 12/2021, cho phép người tiêu dùng trực tiếp ký kết hợp đồng năng lượng tái tạo thông qua các thoả thuận mua bán điện trực tiếp (DPPA), tạo ra sự linh hoạt cho các doanh nghiệp và hộ gia đình trong việc sử dụng nguồn điện sạch và giảm thiểu dấu chân carbon.
- GEAP, được giới thiệu vào năm 2022, nhằm cung cấp một nền tảng cạnh tranh cho các nhà phát triển để tham gia đấu thầu các dự án năng lượng tái tạo, đảm bảo các hợp đồng cung cấp điện dài hạn với mức giá ưu đãi. Những sáng kiến này nhằm mục tiêu tăng cường sản xuất năng lượng tái tạo thông qua việc tạo ra nhu cầu và cung cấp các ưu đãi ổn định, thúc đẩy quá trình chuyển đổi của Philippines sang một cơ cấu năng lượng xanh hơn.
- Ngoài ra, vào tháng 07/2024, Bộ Năng lượng Philippines (DOE) đã ban hành Quy hoạch Năng lượng Philippines (PEP) giai đoạn 2023-2050 điều chỉnh, lần lượt nâng mục tiêu công suất lắp đặt điện gió trên đất liền vào năm 2030 và 2040 lên gấp 4 và gấp 7 lần, đạt 6.342 và 16.364 MW trong trường hợp cơ sở.

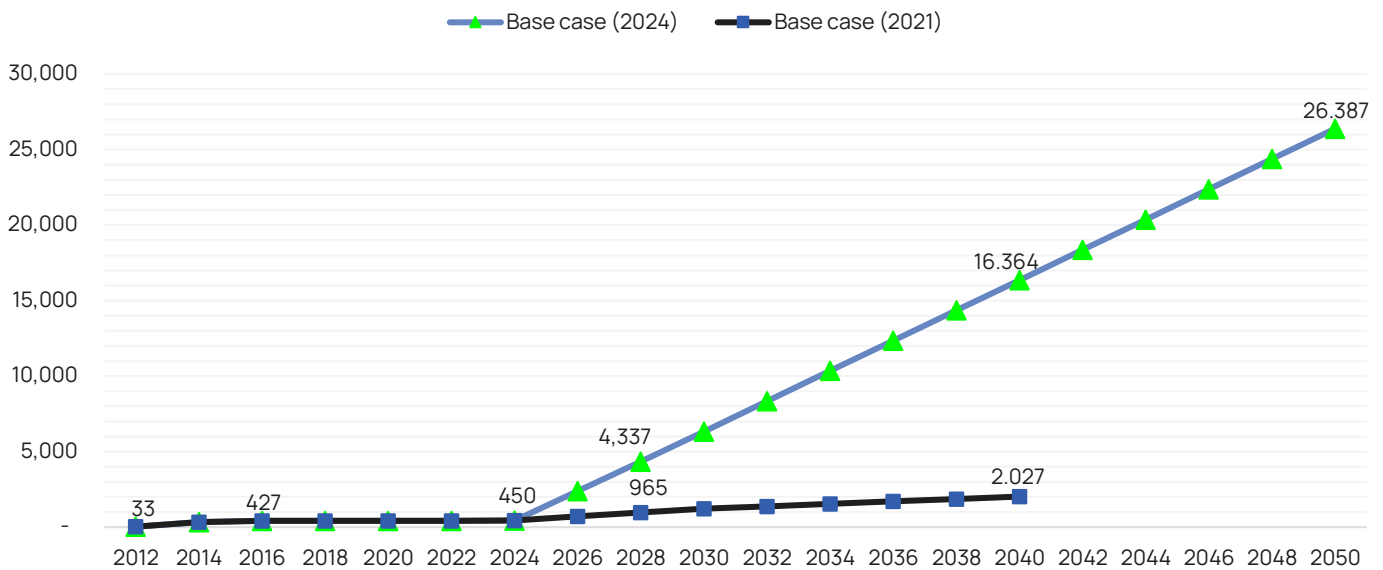
Cơ hội của PC1: Vào tháng 10/2024, PC1 đã ký hợp đồng EPC xây dựng Trang trại Điện gió Camarines Sur 58,5 MW từ một liên doanh giữa Mainstream và AboitizPower, với phê duyệt đầu tư được cấp vào tháng 10/2022.

Ngoài ra, vào tháng 03/2024, Mainstream đã nhận được phê duyệt đầu tư cho hai dự án khác: Dự án Điện gió Santa Ana Cagayan 100 MW (vốn đầu tư XDCB là 3,8 nghìn tỷ đồng) và Dự án Điện gió Panaon 340 MW (12,7 nghìn tỷ đồng). Với hợp đồng EPC gần đây của PC1 đối với Trang trại Điện gió Camarines Sur, chúng tôi kỳ vọng rằng PC1 sẽ được trao thêm các hợp đồng EPC cho các dự án mới này. Với sự hiện diện ngày càng tăng và năng lực đã được chứng minh trong vai trò là nhà thầu EPC tại Philippines, PC1 hiện sở hữu vị thế tốt để giành thêm các hợp đồng trong tương lai.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi bổ sung thêm khoản doanh thu EPC 700 tỷ đồng vào năm 2026 từ dự án Trang trại Điện gió Camarines Sur, và 500 tỷ VND mỗi năm trong giai đoạn 2027-

2029 cho các hợp đồng dự kiến tiếp theo. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp ban đầu sẽ ở mức thấp hơn so với các hợp đồng của EVN trong vài năm đầu, trước khi trở lại mức bình thường đối với các hợp đồng tư nhân.

Hình 17: Quy hoạch năng lượng Philippines (PEP) giai đoạn 2023-2050, Mục tiêu công suất điện gió trên bờ* (MW)



Nguồn: Bộ Năng lượng Philippines, Vietcap tổng hợp. (So sánh giữa PEP 2023-2050 được ban hành vào tháng 07/2024 và PEP 2020-2040 được ban hành vào năm 2021. Trong PEP ban hành vào năm 2024, Bộ năng lượng Philippines đề xuất một trường hợp mạnh mẽ hơn với một kịch bản tham vọng hơn, nhằm đạt mức công suất điện gió ngoài khơi cao hơn vào năm 2050, trong khi kịch bản cơ sở thiên về hướng phát triển điện gió trên đất liền hơn).

PC1 công bố các điều chỉnh hồi tố

PC1 đã công bố Báo cáo tài chính quý 3/2024 của công ty, bao gồm các điều chỉnh hồi tố đối với báo cáo quý 3/2023 và các số liệu của giai đoạn cuối năm 2023 đối với mảng khai thác niken của công ty. Các điều chỉnh này bao gồm thuế giá trị gia tăng (GTGT), sự chênh lệch giữa doanh thu niken thực tế và ước tính, cùng với khoản thuế tài nguyên và phí bảo vệ môi trường được nêu trong báo cáo kiểm toán giai đoạn nửa đầu năm của công ty. Do đó, chúng tôi buộc phải điều chỉnh lại KQKD quý 3 và giai đoạn 9 tháng đầu năm 2023 của PC1 trong các báo cáo phân tích của chúng tôi.

Trước đó, PC1 đã báo cáo mức tăng 68% đối với LNST sau lợi ích CBTS của công ty trong báo cáo sau kiểm toán giai đoạn nửa đầu năm 2024, đạt mức 240 tỷ đồng và cao hơn so với mức 143 tỷ đồng trong báo cáo chưa kiểm toán. Chúng tôi cho rằng mức chênh lệch đáng kể này là do (1) mức tăng 11% (101 tỷ đồng) của lợi nhuận gộp, chủ yếu nhờ mức tăng 6,1% (50 tỷ đồng) của doanh thu và mức giảm 8% (51 tỷ đồng) của giá vốn hàng bán (COGS) liên quan đến mảng khai thác niken, và (2) mức tăng 59% (24 tỷ đồng) đối với lợi nhuận từ các công ty liên kết.

Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo công suất điện gió bổ sung trong các năm 2027/28 ở mức 300 MW

Chúng tôi giữ nguyên giả định rằng PC1 sẽ lắp đặt thêm 2 dự án điện gió trên đất liền (công suất của mỗi dự án là 150 MW) với giá FIT ưu đãi là 6,81 US cent/kWh – thấp hơn 20% so với mức giá FIT hiện tại là 8,5 US cent/kWh. Đối với mỗi dự án mở rộng mới, chúng tôi giả định tổng vốn đầu tư XDCB sẽ ở mức 6 nghìn tỷ đồng (260 triệu USD hoặc 1,7 triệu USD/MW) - mà 70% trong số này sẽ được cấp vốn thông qua hình thức nợ vay. Chúng tôi giả định rằng PC1 sẽ sở hữu 55% các trang trại điện gió mới này, trong khi phần 45% còn lại sẽ được nắm giữ bởi 1 đối tác chiến lược khác. Dựa theo ước tính của chúng tôi, các dự án mở rộng này sẽ đóng góp mức LNST sau lợi ích CBTS cốt lõi trung bình là 161 tỷ đồng trong giai đoạn 2027-2028.

Hình 18: Tóm tắt đầu tư điện gió của PC1

Nhà máy	COD dự kiến	Khấu hao (năm)	Giá FIT ưu đãi (US cent/kWh)	Công suất (MW)	Vốn đầu tư XDCB/MW (Tỷ đồng)	Hệ số tải
Liên Lập	Cuối năm 2021	20	8,5	48	41,7	38%
Phong Huy	Cuối năm 2021	20	8,5	48	41,7	38%
Phong Nguyên	Cuối năm 2021	20	8,5	48	41,7	38%
Dự án mở rộng 1	2027	20	6,8	150	40,0	36%
Dự án mở rộng 2	2028	20	6,8	150	40,0	36%

Nguồn: PC1, Dự báo của Vietcap (COD = Ngày vận hành thương mại)

Hình 19: Dự báo của Vietcap cho mảng điện gió của PC1

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Công suất (MW)	144	144	144	144	294	444
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	450	460	460	457	924	1.390
Doanh thu	911	978	978	972	1.764	2.557
LNST trước lợi ích CĐTS	169	218	341	368	591	802
LNST sau lợi ích CĐTS	93	120	187	202	325	441

Nguồn: PC1, Dự báo của Vietcap

PC1 tăng cường đầu tư vào mảng khai thác mỏ

Vào ngày 16/06/2021, PC1 mua lại 23,3% cổ phần của CTCP Thương mại Khoáng sản Tân Phát (“Khoáng sản Tân Phát”) với giá 233 tỷ đồng, nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty này từ 33,9% lên 57,2%. Khoáng sản Tân Phát nắm giữ quyền khai thác mỏ đồng-niken tại huyện Hòa An, tỉnh Cao Bằng.

Dự án khai thác niken có vẻ hấp dẫn nhờ nhu cầu ổn định và giá bán thuận lợi. Chủ tịch HĐQT của PC1 cho biết, công ty đã theo đuổi dự án này từ năm 2013 và PC1 đã nhận được giấy phép đầu tư khai thác khoáng sản vào năm 2021; do đó, đây không phải là một thương vụ đầu tư mới. PC1 đã xây dựng xong đội ngũ vận hành cho dự án này. Tổng chi phí đầu tư của dự án này (Giai đoạn 1) là 1,5 nghìn tỷ đồng. Trữ lượng của mỏ này là 14 triệu tấn, PC1 dự kiến sẽ mất khoảng 15-20 năm mới khai thác hết mỏ này. Công ty có quan điểm khá lạc quan về khả năng sinh lời của dự án này do mức tỷ suất hoàn vốn (IRR) 17%-18%, dựa trên giả định giá niken ở mức 17.000-18.000 USD/tấn.

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11, chúng tôi đã lần lượt điều chỉnh giảm 0%/ -4%/ -3%/ -3%/ -13% giả định giá bán niken trung bình của chúng tôi trong các năm 2024/25/26/27/28 xuống mức 17.000/17.300/17.500/17.500/17.500 USD trên tấn dựa theo báo cáo đồng thuận mới nhất của Bloomberg. Chúng tôi cũng tăng 55% dự báo sản lượng bán hàng năm lên mức 3.956 tấn/năm trong giai đoạn 2024-2028 dựa theo KQKD khả quan hơn dự kiến của công ty trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024.

Hình 20: Dự báo cho dự án niken của PC1

Năm	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng bán** (tấn)	3.956	3.956	3.956	3.956	3.956
Giá niken (USD/tấn)	17.000	17.300	17.500	17.500	17.500
Doanh thu (tỷ đồng)	1.837	1.866	1.886	1.886	1.886
COGS	(1.285)	(1.300)	(1.312)	(1.320)	(1.329)
Lợi nhuận gộp	551	567	574	565	557
Chi phí SG&A	(78)	(82)	(82)	(82)	(91)
Lợi nhuận từ HĐKD	430	444	450	441	433
Chi phí lãi vay	(108)	(95)	(81)	(68)	(54)
LNTT	322	349	368	373	378
Chi phí thuế	(64)	(70)	(74)	(75)	(76)
LNST	258	279	295	299	303
Lợi ích CĐTS (43%)	(111)	(120)	(127)	(128)	(130)
LNST sau lợi ích CĐTS	147	159	168	170	173

Nguồn: PC1, Dự báo của Vietcaps (** Niken tiêu chuẩn LME)

Hình 21: Giá niken giao dịch trên Sàn giao dịch kim loại Luân Đôn (USD/tấn) trong giai đoạn 2016-2024



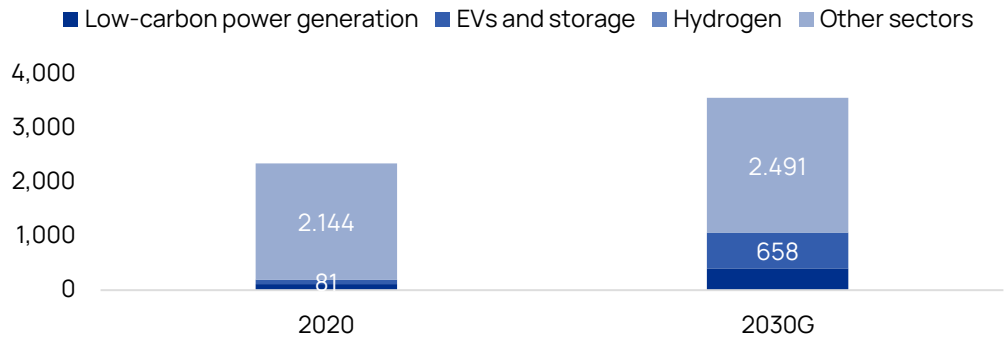
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 01/11/2024)

Từ năm 2011 đến năm 2021, giá niken dao động trong khoảng 10.000-20.000 USD/tấn. Tuy nhiên, giá niken đã tăng lên hơn 40.000 USD/tấn trong nửa đầu năm 2022 chủ yếu do xung đột Nga-Ukraine. Nga chiếm 9% nguồn cung niken của thế giới và sở hữu 1/3 lượng niken cao cấp nhất thế giới. Loại quặng này thích hợp để sản xuất niken sunfat, nguyên liệu quan trọng được sử dụng trong sản xuất pin xe điện. Sau khi xung đột Nga-Ukraine bắt đầu vào đầu năm 2022, một số nước phương Tây đã áp đặt lệnh cấm xuất khẩu đối với Nga, khiến nguồn cung niken toàn cầu bị thắt chặt.

Giá niken đóng cửa giao dịch năm 2023 ở mức khoảng 16.600 USD/tấn (-20% so với cuối năm 2022). Trung bình, niken được giao dịch ở mức gần 21.700 USD (-15% so với mức trung bình của năm 2022). Giá niken giảm chủ yếu do nguồn cung ngày càng tăng từ Indonesia và Philippines (2 trong số những nước sản xuất niken lớn nhất thế giới).

Theo Hiệp hội Năng lượng Quốc tế, nhu cầu niken dự kiến sẽ tăng với CAGR đạt 4,3% trong giai đoạn 2020-2030 nhờ nhu cầu gia tăng từ sản xuất điện phát thải carbon thấp, xe điện và sản xuất thép không gỉ.

Hình 22: Triển vọng nhu cầu niken theo ngành (nghìn tấn)



Nguồn: Cơ quan Năng lượng Quốc tế, Vietcap

Công ty liên kết KCN Western Pacific của PC1

PC1 đã mua lại 30% cổ phần của CTCP Western Pacific vào năm 2021. Theo nội dung thảo luận của chúng tôi với PC1, ban lãnh đạo cho biết PC1 đã mua lại 15% cổ phần từ các cổ đông hiện hữu của Western Pacific và số cổ phần còn lại thông qua phát hành riêng lẻ. Chi phí mua lại là 1,1 nghìn tỷ đồng.

Western Pacific sở hữu 62% cổ phần của KCN Yên Phong II-A tỉnh Bắc Ninh và Trung tâm Logistic Thông minh đặt tại KCN này. Yên Phong II-A đã được UBND tỉnh Bắc Ninh chấp thuận đầu tư với tổng diện tích 158 ha. Tổng chi phí đầu tư là 1,8 nghìn tỷ đồng, trong đó Western Pacific đóng góp 275 tỷ đồng. Tính đến thời điểm hiện tại, toàn bộ 158 ha diện tích đất đã nhận được tiền đặt cọc với giá bán trung bình đạt khoảng 150 USD/m². PC1 dự kiến Western Pacific sẽ ghi nhận 300 tỷ đồng LNST trong năm 2024, trong đó 191 tỷ đồng lợi nhuận đã được ghi nhận trong 6 tháng đầu năm 2024.

Theo PC1, CTCP Western Pacific có kế hoạch đầu tư 100% vào KCN rộng 600 ha (tổng diện tích cho giai đoạn 1 và giai đoạn 2 lần lượt là 237 và 332 ha) tại tỉnh Hà Nam, nằm trong quy hoạch tổng thể của tỉnh. Do đó, chúng tôi dự báo dự án này sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2026. Chúng tôi giả định giá bán trung bình sẽ ở mức 120 USD/m² và tổng chi phí đầu tư đạt khoảng 8,5 nghìn tỷ đồng cho cả 2 giai đoạn. Theo ước tính của chúng tôi, KCN này có thể đem lại tổng cộng khoảng 15,3 nghìn tỷ đồng doanh thu và khoảng 5,2 nghìn tỷ đồng LNST trong giai đoạn 2026-2032. Chúng tôi ước tính KCN Hà Nam sẽ đóng góp 483 tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTS cho PC1 trong giai đoạn 2026- 2028. CTCP Western Pacific đã bắt đầu khởi công dự án KCN này vào cuối tháng 07/2024 sau khi nhận được phê duyệt đầu tư cho Giai đoạn 1 trong cùng tháng.

Trong dài hạn, Western Pacific đặt mục tiêu mở rộng tổng quỹ đất công nghiệp lên 1.000 ha vào năm 2025 và 2.000-3.000 ha vào năm 2030. PC1 tự tin rằng có thể ghi nhận doanh thu từ HĐKD cho thuê đất KCN bắt đầu từ năm 2024 nhờ nhu cầu ổn định tại Việt Nam. Ngoài ra, ban lãnh đạo kỳ vọng việc cho thuê đất KCN sẽ có khả năng sinh lời cao với IRR đạt 25%-30% và biên lợi nhuận ròng đạt 35%-40% nhờ vị trí lý tưởng và mức giá cho thuê hấp dẫn của KCN.

Hình 23: Dự báo lợi nhuận của Vietcap cho các KCN của CTCP Western Pacific

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024-2028F
Doanh thu	-	1.446	1.583	3.780	2.710	3.364	12.883
LNST sau lợi ích CĐTS	-	351	421	1.022	709	1.053	3.555
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của PC1	-	105	127	308	213	317	1.069
Từ KCN Yên Phong - Bắc Ninh	-	105	127	126	7	7	371
Từ KCN Đồng Văn - Hà Nam	-	-	-	131	149	203	483
Từ KCN Yên Lư - Bắc Giang	-	-	-	51	58	106	215

Nguồn: PC1, Vietcap

PC1 dự kiến phát triển KCN Nomura Hải Phòng Giai đoạn 2 với tỷ lệ sở hữu 100%

Tại ĐHCĐ thường niên năm 2023 của PC1, các cổ đông đã thông qua đề xuất của công ty là phát triển hơn 1.500 ha bất động sản khu công nghiệp đến năm 2033 với IRR dự kiến trên 20%. Vào năm 2023, PC1 sẽ tập trung vào việc mở rộng 200 ha cho KCN Nomura. Chúng tôi lưu ý rằng PC1 có kế hoạch sẽ nắm giữ 100% quyền sở hữu đối với KCN Nomura – Giai đoạn 2; hiện tại công ty sở hữu 70% cổ phần của KCN Nomura – Giai đoạn 1 có diện tích 158 ha.

Tổng vốn đầu tư XDCB cho dự án này ước tính ở mức 2,5 nghìn tỷ đồng. PC1 đặt mục tiêu sẽ lần lượt có được giấy phép đầu tư cho dự án này và bắt đầu khởi công xây dựng vào quý 4/2024 và quý 1/2025. Chúng tôi dự báo KCN Nomura – Giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động vào năm 2026 với 70% tổng diện tích khu đất có thể cho thuê và giá cho thuê trung bình tương đương với giá của KCN Nomura – Giai đoạn 1 (hiện tại là khoảng 120 USD/m²/50 năm). Chúng tôi ước tính dự án này sẽ đóng góp 687 tỷ đồng lợi nhuận cho PC1 trong giai đoạn 2026-2028. Tại cuộc họp nhà đầu tư gần nhất của công ty, PC1 chia sẻ rằng công ty kỳ vọng sẽ nhận được phê duyệt đầu tư vào đầu năm 2025.

Hình 24: Dự báo lợi nhuận của Vietcap cho KCN Nomura – Giai đoạn 2

VND bn	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024-2028F
Doanh thu	-	-	-	909	927	1.419	3.255
LNST sau lợi ích CĐTS	-	-	-	163	202	393	757

Nguồn: PC1, Vietcap

Các dự án BĐS nhà ở của PC1

Chúng tôi tiếp tục duy trì các giả định của chúng tôi về tiến độ phát triển đối với các dự án BĐS nhà ở của PC1.

Hình 25: Đóng góp của mảng BĐS vào LNST sau lợi ích CĐTS của PC1

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024-2028F
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của PC1	9	86	96	353	433	977
Tháp Vàng	-	77	77	-	-	154
Gia Lâm	-	-	10	24	-	34
Định Công	-	-	-	94	161	255
Bắc Từ Liêm	-	-	-	128	206	334
Vĩnh Hưng	-	-	-	97	57	154
Khác (bao gồm cho thuê BĐS)	9	86	86	9	10	200

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 26: Các dự án BĐS nhà ở của PC1

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Sản phẩm	Năm mở bán dự kiến	Năm hoàn thành	Tiềm năng doanh thu (tỷ đồng)
Tháp Vàng	Hà Nội	1,5	Thấp tầng	2025	2026	1.500
Gia Lâm	Hà Nội	0,7	Thấp tầng	2026	2027	258
Định Công	Hà Nội	1,5	Đa mục đích	2027	2029	1.086
Bắc Từ Liêm	Hà Nội	5,2	Đa mục đích	2027	2029	2.410
Vĩnh Hưng	Hà Nội	2,1	Đa mục đích	2027	2029	881

Nguồn: PC1, Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

**Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

**Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức**

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.