

PC1 – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 08/11/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	29.000
KLGD TB 52 tuần	2.440.872
Vốn hoá (tỷ đồng)	7.843
Số lượng CPLH	270.433.002
Giá mục tiêu	35.300
Upside	+21,7%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Bùi Võ Thế Vinh
bvtvinh@vcbs.com.vn
+84-2838208117 ext 641

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

PC1 – CÁC MẢNG KINH DOANH MỚI DẪN ĐẮT TĂNG TRƯỞNG

ĐIỂM QUA KQKD Q3.2023 VÀ 9T.2023

KQKD Q3.2023 thể hiện sự phân hóa với **DT giảm 26% yoy, LNST tăng trưởng đạt gần 101 tỷ đồng (cùng kỳ 4 tỷ đồng)**. Mặc dù doanh thu suy giảm, đặc biệt mảng hoạt động xây lắp điện giảm mạnh 56% yoy, tuy nhiên chi phí giá vốn giảm mạnh 35% yoy, dẫn đến lợi nhuận gộp tăng trưởng 35% yoy, biên LN gộp cải thiện lên mức 24% so với mức 13% cùng kỳ năm trước. **Trong Q3.2023, có sự đóng góp xuất khẩu tinh quặng Niken và ghi nhận lĩnh vực khai thác, vận hành KCN trong khi cùng kỳ năm trước chưa phát sinh kết quả kinh doanh 2 mảng này.**

Lũy kế 9T.2023, công ty ghi nhận KQKD kém khả quan cả DT và LNST đều giảm 13,3% yoy và 37% yoy. Biến động đến từ các mảng hoạt động xây lắp, mảng bán điện suy giảm, **chi phí lãi vay tăng khi nhà máy tuyển quặng của CTCP Khoáng sản Tấn Phát đi vào vận hành thượng mại nên không còn được vốn hóa chi phí lãi vay.**

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

- QHĐ VIII được phê duyệt sẽ mở ra quy mô thị trường rộng lớn cho các doanh nghiệp xây lắp điện nói chung và PC1 nói riêng.
- Mảng xây lắp và tổng thầu EPC các dự án NLTT sẽ gặp khó khăn trong ngắn hạn do cơ chế chính sách giá vẫn chưa được ban hành gây khó khăn cho các chủ đầu tư.
- Mảng năng lượng kém khả quan do ảnh hưởng từ El Nino và chưa có các dự án điện gió mới được triển khai.
- Chúng tôi kỳ vọng mảng khai thác quặng Nickel sẽ là động lực tăng trưởng cho PC1 trong năm 2024 khi dự án vận hành trọn năm. Ngoài ra, KCN Yên Phong II-A có thể bắt đầu cho thuê từ Q4.2023 góp phần hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận.

ĐÁNH GIÁ

PC1 là doanh nghiệp dẫn đầu trong thị công xây lắp đường dây, trạm biến áp, tổng thầu EPC cho các dự án điện gió và đang mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh khác đầy tiềm năng như khai thác khoáng sản và đầu tư các dự án hạ tầng bất động sản khu công nghiệp. KQKD Q3.2023 cho thấy hiệu quả kinh doanh của mảng khai thác quặng tốt hơn so với ước tính ban đầu của chúng tôi và chúng tôi kỳ vọng các mảng kinh doanh mới sẽ là động lực tăng trưởng chính cho PC1 trong năm 2024. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **TRUNG LẬP** lên **MUA** khi giá cổ phiếu đã có mức giảm mạnh trong thời gian vừa qua và nâng mức giá mục tiêu lên mức **35.300 đồng/cổ phiếu (upside 21,7% so với giá đóng cửa ngày 08.11.2023)**.

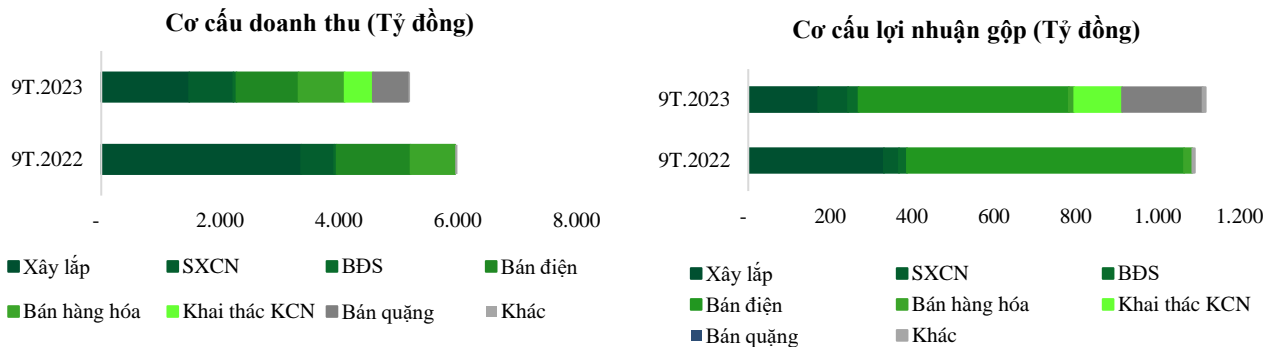
Chỉ tiêu tài chính	2022	2023F	2024F	2025F
DTT (tỷ đồng)	8.358	6.768	8.232	9.066
+/- yoy (%)	-15,0%	-19,0%	21,6%	10,1%
LNST (tỷ đồng)	537	419	620	797
+/- yoy (%)	-29,7%	-21,9%	47,8%	28,6%
TS LN gộp (%)	19,1%	24,0%	21,8%	21,2%
ROA (%)	2,7%	2,0%	2,9%	3,7%
ROE (%)	8,0%	5,7%	8,0%	9,5%
EPS (đồng)	1.519	1.145	1.809	2.391

KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q3.2023 thể hiện sự phân hóa với DT giảm 26% yoy, LNST tăng trưởng đạt gần 101 tỷ đồng (cùng kỳ 4 tỷ đồng). Mặc dù doanh thu suy giảm, đặc biệt mảng hoạt động xây lắp điện giảm mạnh 56% yoy, tuy nhiên chi phí giá vốn giảm mạnh 35% yoy, dẫn đến lợi nhuận gộp tăng trưởng 35% yoy, biên LN gộp cải thiện lên mức 24% so với mức 13% cùng kỳ năm trước. **Trong Q3.2023, có sự đóng góp xuất khẩu tinh quặng Niken và ghi nhận lĩnh vực khai thác, vận hành KCN trong khi cùng kỳ năm trước chưa phát sinh kết quả kinh doanh 2 mảng này.**

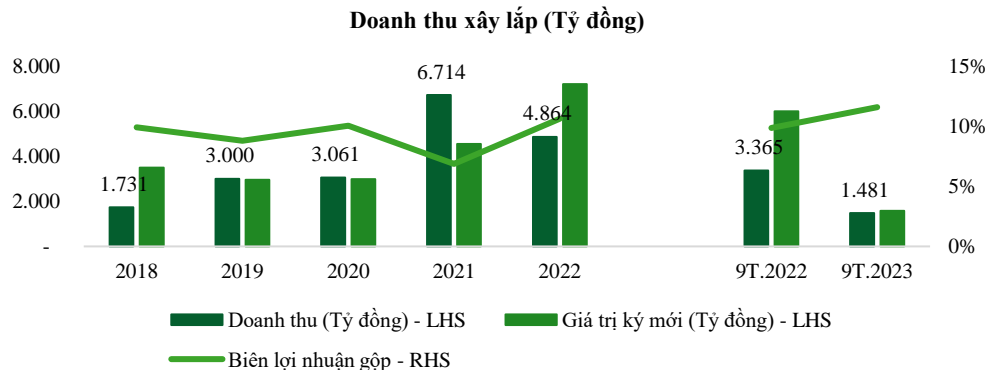
Lũy kế 9T.2023, công ty ghi nhận KQKD kém khả quan cả DT và LNST đều giảm 13,3% yoy và 37% yoy. Biến động đến từ các mảng hoạt động xây lắp, mảng bán điện suy giảm, chi phí lãi vay tăng khi nhà máy tuyển quặng của CTCP Khoáng sản Tân Phát đi vào vận hành thương mại nên không còn được vốn hóa chi phí lãi vay.

Biến động kết quả kinh doanh trong 9T.2023 đến từ các yếu tố:



Nguồn: PCI, VCBS

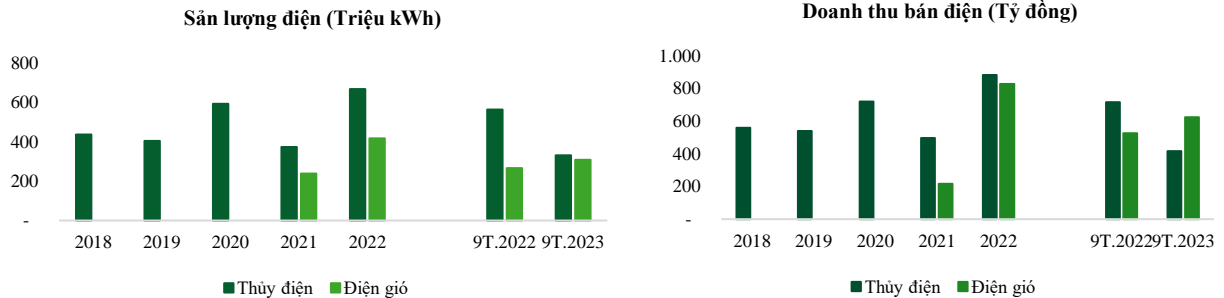
- **Doanh thu mảng xây lắp sụt giảm mạnh so với cùng kỳ và giá trị hợp đồng ký mới thấp hơn dự kiến.** Doanh thu xây lắp ở mức 1.481 tỷ đồng (-56,0% yoy, hoàn thành 41,3% dự phóng của chúng tôi) chủ yếu được ghi nhận từ 3.396 tỷ đồng backlog chuyển tiếp từ cuối năm 2022. **Trong 9T.2023, PC1 đã quyết toán bổ sung dự án điện gió Tân Phú Đông.** Giá trị hợp đồng ký mới đạt 1.576 tỷ đồng do QHĐ VIII vừa mới chỉ được phê duyệt trong tháng 5 và các chính sách pháp lý liên quan như Kế hoạch triển khai QHĐ VIII và cơ chế mua bán điện trực tiếp cho các dự án NLTT vẫn đang trong giai đoạn hoàn thiện. BLNG cải thiện lên mức 11,6% so với 9,9% cùng kỳ do tăng tỷ trọng các dự án ngoài EVN.



Nguồn: PC1, VCBS

- **Mảng năng lượng sụt giảm mạnh do thủy văn kém khả quan ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện, dẫn đến doanh thu bán điện và lợi nhuận gộp bán điện sụt giảm mạnh.** Sản lượng thủy điện của PC1 sụt giảm mạnh, đạt 459 triệu kWh (-18,6% yoy) do ảnh hưởng từ El Nino khiến lượng nước về hồ thủy điện ở khu vực phía Bắc thấp hơn mức trung bình nhiều

năm. Doanh thu thủy điện lũy kế đạt 432 tỷ đồng (-39,7% yoy), doanh thu có mức giảm mạnh hơn so với sản lượng do sản lượng phát trong thời gian cao điểm mùa khô thấp hơn cùng kỳ. Sản lượng điện gió tương đối ổn định, đạt mức 309 triệu kWh (+15,7% yoy) và doanh thu điện gió đạt 624 tỷ đồng (+18,6% yoy).



Nguồn: PC1, VCBS

- **Doanh thu bất động sản không có sự tăng trưởng.** Công ty đang hoàn thiện các thủ tục pháp lý của 02 dự án Gia Lâm và Định Công.
- **Mảng khai thác vận hành khu công nghiệp Nomura Hải Phòng đạt 474 tỷ đồng và BLNG đạt mức 24,7% phù hợp với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi.** Doanh thu vận hành khu công nghiệp của PC1 đến từ hoạt động phân phối điện (chiếm 60%), còn lại sẽ là doanh thu cung cấp dịch vụ như xử lý nước thải, rác thải.
- **Doanh thu mảng khai thác quặng Niken trong Q3.2023 đạt khoảng 598 tỷ đồng,** chúng tôi ước tính PC1 đã xuất khẩu khoảng 17.500 tấn tinh quặng (7.500 tấn vào tháng 07/2023 và 10.000 tấn vào tháng 09/2023). Biên lợi nhuận gộp ở mức khá quan ở mức hơn 33%.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 21,5% so với 18,2% cùng kỳ do:

- (1) Biên lợi nhuận mảng năng lượng đạt mức 49,0% so với 54,5% cùng kỳ do chi phí chính của các dự án thủy điện và điện gió là chi phí khấu hao và chi phí vận hành bảo dưỡng. Sản lượng phát điện ở mức thấp bị ảnh hưởng bởi các chi phí trên.
- (2) Biên lợi nhuận mảng xây lắp cải thiện từ mức 9,9% lên 11,6%.
- (3) Lợi nhuận gộp trong 9T.2023 có đóng góp từ mảng khai thác quặng Niken với BLNG hơn 33,0% và vận hành KCN với BLNG hơn 24%.

Lợi nhuận thuần từ HĐKD đạt 869 tỷ đồng (-1,0% yoy).

Chi phí tài chính tăng mạnh, đạt 765 tỷ đồng (+27,2% yoy) chủ yếu do chi phí lãi vay tăng mạnh ở mức 636 tỷ đồng (+54,6% yoy) do: (1) 1.200 tỷ đồng trái phiếu của PC1 đã phát hành trong giai đoạn Q2.2022; (2) Nhà máy tuyển quặng Niken – Đồng đi vào vận hành nên không còn được vốn hóa chi phí lãi vay với số dư nợ vay hơn 1.000 tỷ đồng; (3) Các khoản vay bằng đồng USD tài trợ cho các dự án điện gió có lãi suất thả nổi trong bối cảnh lãi suất đang neo cao và khoản lỗ chênh lệch khoảng 100 tỷ đồng do đánh giá lại số dư nợ gốc ngoại tệ trong kỳ khi tỷ giá có biến động mạnh trong Q3.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

PC1 trực tiếp hưởng lợi từ QHĐ VIII

Ngày 15/05/2023, chính phủ đã ký quyết định số 500/QĐ-TTg về việc phê duyệt quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050. QHĐ VIII tiếp tục định hướng đẩy mạnh phát triển các loại hình nguồn điện năng lượng tái tạo đặc biệt là điện gió trong giai đoạn 2021-2025 với tốc độ tăng trưởng công suất hàng năm lên đến 44,8%. Chúng tôi tin rằng, đây sẽ là cơ sở để PC1 tiếp tục mở rộng công suất NLTT lên đến **350 MW** vào năm **2025**.

PC1 hiện cũng đang có kế hoạch đầu tư mở rộng công suất thủy điện lên đến **250 MW** vào năm **2025**.

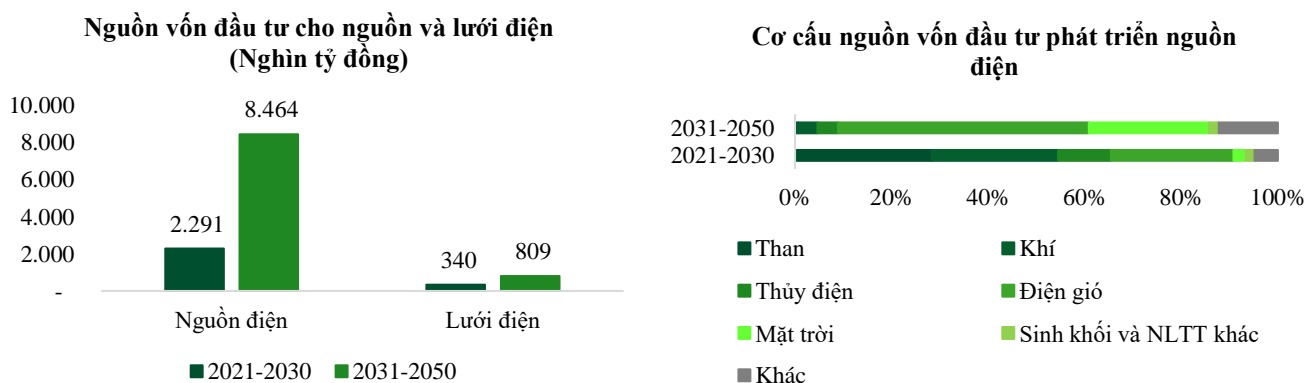
Dự án	Địa điểm	Thời gian	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Công suất (MW)	SL thiết kế (Triệu kWh)
Bảo Lạc A	Cao Bằng	2021-2023	1.080	30	104
Thượng Hà	Cao Bằng	2023-2025	481	13	40
Nậm Pồ 5A	Điện Biên	2023-2025	760	20	57
Nậm Pồ 5B	Điện Biên	2023-2025	648	18	52

Nguồn: PC1, VCBS

Đối với dự án thủy điện Bảo Lạc A (30 MW), PC1 đang thực hiện giải phóng mặt bằng và hoàn thiện các thủ tục pháp lý. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ được khởi công vào cuối năm nay và bắt đầu đi vào vận hành vào năm 2025.

Đối với dự án thủy điện Thượng Hà (13 MW), dự án đang trong giai đoạn khảo sát và dự kiến sẽ khởi công trong năm 2024.

Do các dự án trên vẫn chưa được bắt đầu triển khai nên chúng tôi vẫn chưa cập nhật các dự án trên vào mô hình định giá.



Nguồn: QHĐ VIII, VCBS

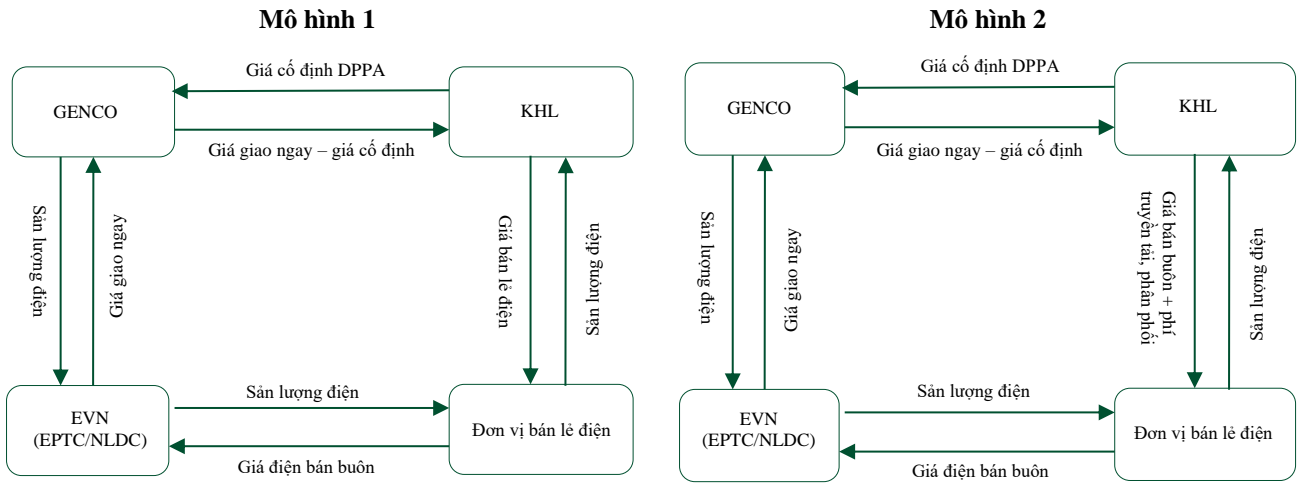
Theo QHĐ VIII, tổng nguồn vốn đầu tư phát triển nguồn điện và lưới điện trong giai đoạn 2021-2030 lần lượt khoảng 2.291 và 340 nghìn tỷ đồng tương ứng 229 nghìn tỷ đồng/năm cho nguồn điện và 34 nghìn tỷ đồng/năm cho phần lưới điện, trong đó điện gió chiếm hơn 25% trong tổng nguồn vốn đầu tư. Chúng tôi đánh giá giá trị hợp đồng ký mới của PC1 sẽ có sự tăng trưởng tốt trong các năm tiếp theo với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực thi công xây lắp đường dây và trạm biến áp và đang mở rộng hoạt động sang làm tổng thầu EPC cho các dự án điện gió.

Tuy nhiên, các dự án điện gió sẽ đối diện khó khăn trong ngắn hạn. Mặc dù QHĐ VIII đã được phê duyệt nhưng kế hoạch triển khai cụ thể vẫn đang trong quá trình hoàn thiện và cơ chế giá chính thức cho các dự án điện năng lượng tái tạo sau này vẫn chưa được ban hành và các vướng mắc khác trong quá trình phát triển các dự án điện gió như: quy hoạch không gian biển, chính sách chọn chủ đầu tư, dẫn đến thiếu cơ sở để các chủ đầu tư có thể triển khai kế hoạch thăm dò và khảo sát dự án.

Cơ chế mua bán điện trực tiếp sẽ giúp tháo gỡ nút thắt về cơ chế giá hiện nay. Ngày 25/07/2023, Bộ Công Thương đã có báo cáo số 105/BC-BCT gửi Thủ tướng Chính Phủ về việc nghiên cứu xây dựng cơ chế mua bán điện trực tiếp DPPA giữa các đơn vị phát điện NLTT và khách hàng lớn. Theo đó, các chủ đầu tư sở hữu các dự án điện gió và điện mặt trời có công suất từ 10 MW có thể bán điện trực tiếp cho các doanh nghiệp sản xuất theo 02 phương án.

Phương án 01: Đơn vị phát điện có đường dây riêng kết nối trực tiếp với khách hàng lớn.

Phương án 02: Đơn vị phát điện và khách hàng lớn mua bán điện thông qua lưới điện quốc gia. Đối với phương án này sẽ có 02 mô hình được đề xuất như sau:



Nguồn: BCT, VCBS

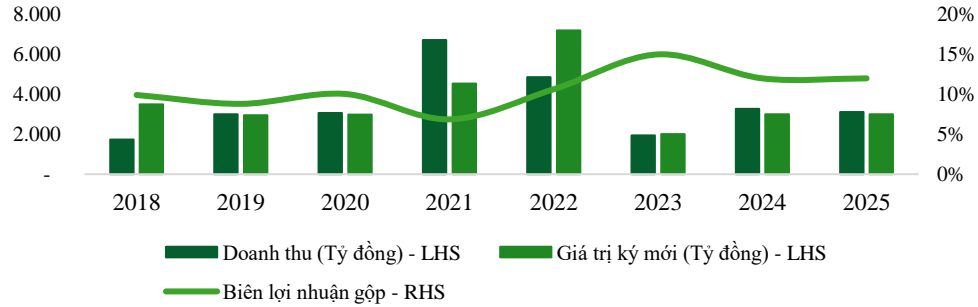
Để có thể triển khai mô hình số 2, BCT yêu cầu cần phải có các quy định pháp lý liên quan quy định rõ các vấn đề như: giá truyền tải và phân phối điện, giá điều độ vận hành hệ thống điện, giá dịch vụ phụ trợ hệ thống điện và các chi phí thanh toán khác. Do đó chúng tôi đánh giá sẽ cần có nhiều thời gian hơn để cơ chế mua bán điện trực tiếp có thể chính thức được ban hành. Nếu được thông qua, cơ chế DPPA sẽ tạo cơ sở để các doanh nghiệp có thể bắt đầu triển khai các dự án năng lượng tái tạo và tác động tích cực đến hoạt động xây lắp của PC1.

Các dự án đường dây truyền tải cần được phát triển đồng bộ để góp phần giải quyết tình trạng thiếu điện tại miền Bắc và giải tỏa ở các khu vực dư thừa công suất.

Không chỉ các dự án nguồn điện, các dự án lưới điện truyền tải cũng sẽ được đẩy mạnh đầu tư phát triển nhằm góp phần giải tỏa ở các khu vực dư thừa công suất và tăng khả năng truyền tải liên miền. Một trong số các dự án lớn sắp được triển khai như đường dây 500kV mạch 3 mở rộng. Dự án đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch-Phố Núi với tổng chiều dài 514 km và tổng vốn đầu tư lên đến 23.000 tỷ đồng là một trong các dự án đường dây truyền tải liên miền lớn sắp được triển khai. Dự án sẽ giúp nâng khả năng truyền tải điện từ miền Trung ra miền Bắc từ mức 2.200 MW hiện tại lên đến 5.000 MW. Vào ngày 24/10/2023, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt chủ trương đầu tư dự án đường dây 500kV Nam Định – Thanh Hóa với tổng vốn đầu tư khoảng 3.086 tỷ đồng và chấp thuận cho Tổng Công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT) là nhà đầu tư cho dự án này. Đây là một trong 4 dự án thành phần thuộc dự án đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Núi. Chúng tôi đánh giá đây là tín hiệu tích cực của cơ quan quản lý trong việc thúc đẩy dự án sớm đi vào vận hành đúng tiến độ. Chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ tham gia các gói thầu xây lắp và cung cấp cột thép cho dự án trên.

Thời gian đầu tư xây dựng dự án xây dựng các đường dây truyền tải điện hiện nay sẽ mất nhiều thời gian do các vướng mắc trong quá trình chuẩn bị đầu tư như chính sách bồi thường giải phóng mặt bằng, chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Các khó khăn trên sẽ ảnh hưởng lớn đến giá trị hợp đồng ký mới của PC1 trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chính phủ sẽ có các cơ chế, giải pháp để kịp thời tháo gỡ các khó khăn trên.

Dự phóng kết quả kinh doanh mảng xây lắp



Nguồn: PC1, VCBS

Thủy văn kém khả quan ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện và chưa có các dự án điện gió mới đi vào hoạt động.

Xác suất xảy ra các trạng thái El Nino và La Nina

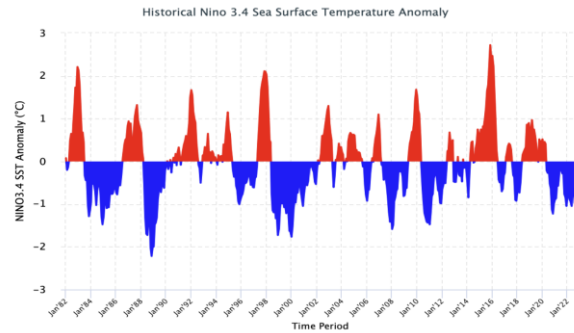
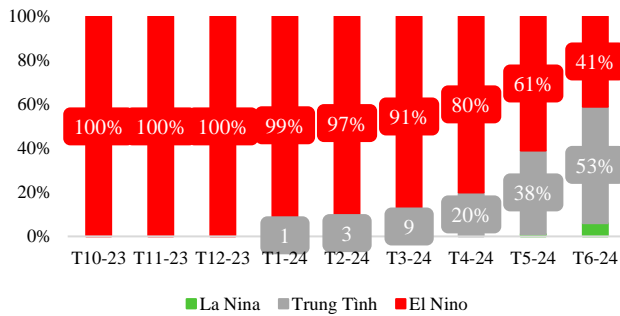


Figure 2

Nguồn: IRI

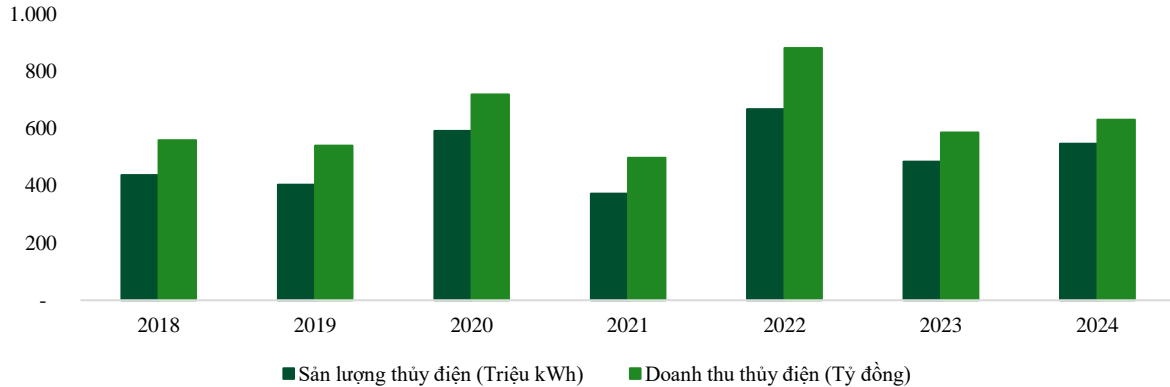
Chúng tôi đánh giá sản lượng thủy điện của PC1 sẽ giảm mạnh trong năm nay và có thể đến cuối năm 2024 khi hiện tượng El Nino quay trở lại. Các nhà máy thủy điện của PC1 chủ yếu ở khu vực Đông Bắc Bộ và Tây Bắc Bộ, các khu vực có mực nước tại các hồ thủy điện sụt giảm mạnh so với cùng kỳ trong các tháng mùa khô vừa qua. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng giảm ước tính sản lượng trong năm 2023/2024 còn 484 triệu kWh và 548 triệu kWh, lần lượt điều chỉnh giảm -17,6%/-1,0% so với dự phóng trong báo cáo ngành điện 2H.2023.

Mực nước các hồ thủy điện so với cùng kỳ tại khu vực phía Bắc

Tây Bắc Bộ	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7	Tháng 8	Tháng 9
Bản Chát	-0,6%	-1,1%	-2,0%	-3,8%	-5,0%	-7,1%	-5,9%	-4,3%	0,9%
Huội Quảng	0,1%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	-0,3%	-0,1%	0,3%	0,3%
Sơn La	-1,5%	-2,4%	-3,1%	-2,7%	-10,3%	-15,0%	-7,2%	-0,8%	3,7%
Hòa Bình	3,1%	6,6%	3,0%	0,7%	5,1%	1,1%	-4,2%	-3,6%	12,5%
Thác Bà	2,7%	2,9%	-1,4%	-1,9%	-4,7%	-11,7%	-9,7%	-10,5%	-5,0%
Bắc Trung Bộ									
Trung Sơn	-0,3%	-1,5%	-7,9%	-3,5%	-2,1%	-8,9%	0,3%	1,2%	0,2%
Bản Vẽ	0,0%	-0,6%	-3,4%	-4,2%	-4,8%	-10,3%	-8,0%	-7,3%	5,0%
Quảng Trị	-0,2%	0,0%	0,0%	-0,2%	-0,4%	-0,9%	-1,0%	-1,2%	-1,4%

Nguồn: EVN, VCBS

Dự phóng KQKD thủy điện

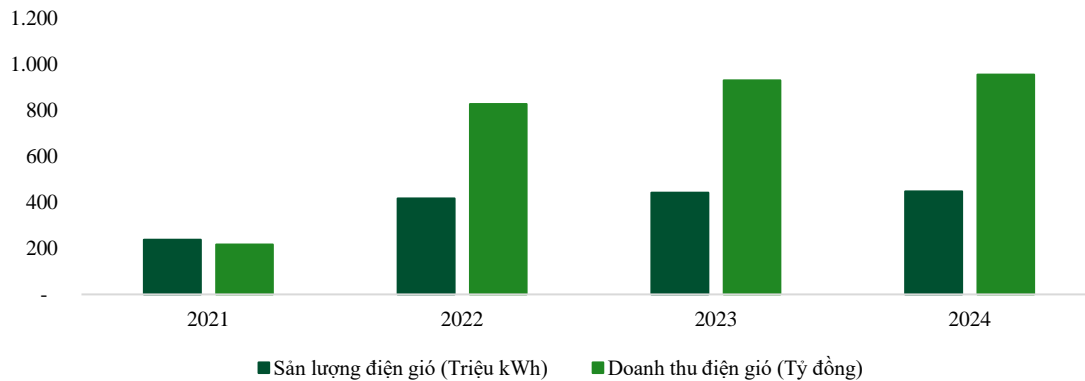


Nguồn: PC1, VCBS

Đối với mảng điện gió, chúng tôi dự phóng sản lượng điện gió trong năm 2023/2024 lần lượt đạt 443 triệu kWh (+6,1% yoy) và 448 triệu kWh (+1,1% yoy) do (1) Chúng tôi kỳ vọng tốc độ gió sẽ cải thiện trong năm nay. Năm 2022, tốc độ gió trên toàn cầu ghi nhận mức thấp kỷ lục trong nhiều năm và chúng tôi kỳ vọng đây chỉ là hiện tượng bất thường trong ngắn hạn. (2) Dự án được vận hành trơn tru với mức công suất cao hơn sau hơn 1 năm đi vào vận hành.

Chúng tôi cho rằng mảng điện gió của PC1 sẽ chưa có sự tăng trưởng đột phá trong giai đoạn 2023-2024 do những khó khăn về cơ chế giá và thủ tục triển khai dự án chưa được khơi thông. Kế hoạch mở rộng công suất NLTT của PC1 sẽ được đẩy mạnh khi có những tín hiệu rõ ràng hơn từ cơ chế chính sách.

Dự phóng KQKD điện gió



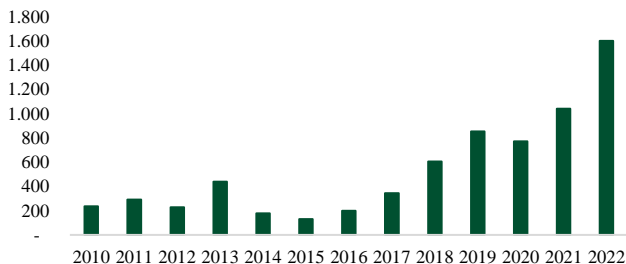
Nguồn: PC1, VCBS

Dự án khai thác Niken – Đồng đi vào vận hành hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm 2023.

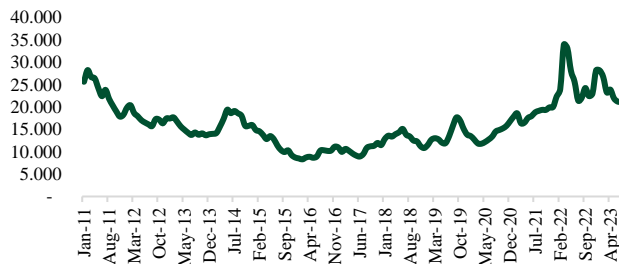
Triển vọng Niken toàn cầu

Niken đã giảm giá từ mức hơn 30.000 USD/tấn từ đầu năm xuống hiện chỉ còn khoảng 18.000 USD/tấn. Nguồn cung Niken được dự báo sẽ tiếp tục thặng dư hơn 280.000 tấn trong năm 2023 so với mức hơn 110.000 tấn trong năm 2022 chủ yếu nhờ sản lượng khai thác tăng mạnh tại quốc gia xuất khẩu Niken hàng đầu thế giới là Indonesia. Sản phẩm Niken khai thác của Indonesia chủ yếu là Niken loại 2, thường có hàm lượng Niken thấp và được sử dụng trong sản xuất thép không gỉ. Trong năm 2023, Indonesia dự kiến sẽ đưa vào hoạt động thêm 15 lò luyện Niken giúp nâng tổng công suất khai thác và xử lý lên khoảng 5 triệu tấn/năm. Với gần 70% Niken hiện nay được sử dụng để sản xuất thép không gỉ, chúng tôi đánh giá với việc nguồn cung tăng nhanh trong khi nhu cầu vẫn còn chưa thực sự hồi phục mạnh mẽ, giá Niken sẽ chưa thể sớm trở lại mức cao như trong năm 2022.

Sản lượng khai thác Niken của Indonesia (Nghìn tấn)



Lịch sử biến động giá Nickel (USD/Tấn)



Nguồn: Investing, VCBS

Dự án Nhà máy Niken – Đồng của PC1 với công suất giai đoạn 1 với tổng vốn đầu tư khoảng 1.700 tỷ đồng đã chính thức đi vào khai thác, sản xuất ổn định từ T4.2023. PC1 cho biết đã ký hợp đồng với đối tác ở Thụy Sĩ là Trafigura. Trong Q3.2023, PC1 đã xuất khẩu 17.500 tấn tinh quặng và ghi nhận doanh thu khoảng 598 tỷ đồng với BLNG ở mức hơn 33%.

Chúng tôi dự phóng dự án sẽ vận hành ở mức 90% công suất trong cả năm 2023 và khai thác được 630.000 tấn quặng nguyên khai và thu được 23.940 tấn tinh quặng (hàm lượng gồm 1.712 tấn niken và khoảng 269 tấn đồng). Chúng tôi dự phóng dự án sẽ mang về cho PC1 888 tỷ đồng doanh thu và 173 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho PC1 trong năm nay.

Chúng tôi dự phóng PC1 sẽ thực hiện đầu tư giai đoạn 2 của dự án khai thác Niken-Đồng với công suất 900.000 tấn/năm (tổng vốn đầu tư giai đoạn 2 khoảng 1.000 tỷ đồng), giai đoạn 2 sẽ hoàn tất đầu tư và đi vào vận hành từ năm 2026.

Dự phóng kết quả kinh doanh mảng khai thác Niken

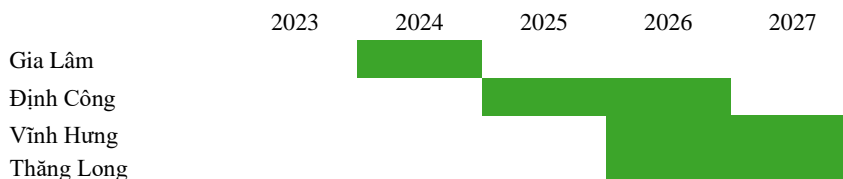
	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	888	950	911	1.472	1.700
Giá vốn hàng bán	(585)	(634)	(629)	(954)	(1.086)
Lợi nhuận gộp	303	316	283	518	614
Chi phí bán hàng & QLDN	(36)	(38)	(36)	(59)	(68)
EBIT	268	278	246	459	546
Chi phí lãi vay	(95)	(81)	(68)	(117)	(106)
LNTT	173	197	179	342	439
Thuế TNDN	-	-	-	(17)	(22)
LNST	173	197	179	325	418

Nguồn: VCBS

Tiến độ triển khai các dự án bất động sản chậm hơn dự kiến ban đầu.

Các dự án Gia Lâm và Định Công vẫn chưa được cấp chủ trương đầu tư và với tình hình khó khăn chung của thị trường bất động sản hiện nay nên chúng tôi kỳ vọng dự án PC1 Gia Lâm có thể hoàn tất các thủ tục pháp lý và tiến hành mở bán dự án trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng dự án Gia Lâm sẽ đóng góp 389 tỷ đồng doanh thu cho PC1 trong năm 2024. Đối với dự án Thăng Long và Vĩnh Hưng: chúng tôi tạm chưa đưa 02 dự án trên vào mô hình định giá do chưa có nhiều thông tin về tiến độ triển khai.

Tiến độ triển khai các dự án BDS



Nguồn: VCBS

Doanh thu bất động sản có sự tăng trưởng nhờ hợp nhất với khu công nghiệp Nomura Hải Phòng và khu công nghiệp Yên Phong II-A có thể bắt đầu cho thuê từ Q4.2023.

Đối với KCN Nomura Hải Phòng: Hiện tại, khu công nghiệp đã có tỷ lệ lấp đầy lên đến 100%. Doanh thu của PC1 chủ yếu đến từ doanh thu phân phối điện trong khu công nghiệp (chiếm 60%), còn lại sẽ là doanh thu cung cấp dịch vụ xử lý nước thải và xử lý rác thải và các dịch vụ khác. KCN Nomura Hải Phòng dự kiến sẽ mang lại 650 tỷ đồng doanh thu và 120 tỷ đồng lợi nhuận ròng hàng năm cho PC1.

PC1 đang có kế hoạch triển khai khu công nghiệp Nomura Hải Phòng giai đoạn 2 (200 ha) với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 2.500 tỷ đồng, dự án thuộc 100% sở hữu của PC1. Dự án hiện đã nằm trong quy hoạch của Chính phủ và quy hoạch sử dụng đất của tỉnh. Dự kiến đến Q2.2024, dự án sẽ được cấp chứng nhận đầu tư.

Đối với KCN Yên Phong II-A: Khu công nghiệp có tổng diện tích 160ha và diện tích thương phẩm khoảng 120ha. PC1 hiện đã hoàn tất các thủ tục pháp lý và đang tiến hành cho thuê. Với mức giá cho thuê ước tính dao động từ 158-160 USD/m²/chu kỳ thuê (cao hơn so với mức giá cho thuê kỳ vọng ban đầu khoảng 150 USD/m²/chu kỳ thuê), chúng tôi ước tính Western Pacific sẽ ghi nhận khoảng 669 tỷ đồng doanh thu (giả định tỷ lệ lấp đầy khoảng 15%). Chúng tôi ước tính PC1 sẽ ghi nhận 70 tỷ đồng lợi nhuận liên kết trong năm nay từ KCN Yên Phong II-A.

Các khu công nghiệp khác của Western Pacific vẫn đang trong giai đoạn hoàn thiện các thủ tục pháp lý.

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Tiến độ
KCN Đồng Văn 5,6	Hà Nam	500	Đã được phê duyệt bổ sung vào Quy hoạch phát triển các khu công nghiệp ở Việt Nam. Dự kiến được cấp chủ trương đầu tư vào cuối năm.
KCN Yên Lư	Bắc Giang	230	Kỳ vọng hoàn thành các thủ tục pháp lý vào cuối năm nay.
Cụm cảng Yên Lệnh	Hà Nam	23	Đang bắt đầu triển khai đầu tư và dự kiến sẽ bắt đầu cho thuê vào năm 2024.
Cụm công nghiệp Yên Lệnh	Hà Nam	69	

Nguồn: PC1, VCBS

Trong T4.2023, PC1 cũng đã đầu tư 36% vào CTCP Kho bãi Phú Bình để có cơ sở mở rộng đầu tư vào các khu công nghiệp khác ở Vũng Tàu.

Chúng tôi kỳ vọng các dự án trên sẽ có đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận cho PC1 trong giai đoạn từ 2024-2027 khi Việt Nam vẫn là một trong các điểm sáng thu hút vốn đầu tư FDI trên toàn cầu. Tuy nhiên, do các dự án trên vẫn đang trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục pháp lý nên chúng tôi tạm chưa đưa các dự án trên vào mô hình định giá trong báo cáo lần này. Chúng tôi sẽ cập nhật trong các báo cáo tiếp theo khi có các thông tin mới về tiến độ triển khai của các dự án trên.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP đối với PC1.

Giả định chi phí sử dụng vốn WACC.

WACC	
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	3,0%
Beta	1,00
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	14,0%
Chi phí sử dụng nợ vay	8,4%
Tỷ trọng VCSH	42,0%
Tỷ trọng nợ vay	58,0%
Chi phí sử dụng vốn WACC	10,7%

Thủy điện

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu		586	632	690	686	649	664
EBIT		216	250	294	292	263	275
FCFF		403	430	466	463	440	450
Giá trị hiện tại FCFF		397	381	368	326	274	245
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2028							1.379
Giá trị mạng thủy điện	3.369						
Điều chỉnh	(2.134)						
Vốn chủ sở hữu	1.235						

Giá trị mạng thủy điện: **1.235 tỷ đồng.**

Điện gió

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu		932	957	984	964	943	924
EBIT		491	513	539	522	504	488
FCFF		789	812	837	795	777	762
Giá trị hiện tại FCFF		776	712	653	550	476	411
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2027							2.260
Giá trị mạng thủy điện	5.837						
Điều chỉnh	(3.664)						
Vốn chủ sở hữu	2.173						

Giá trị mạng điện gió: **2.173 tỷ đồng.**

Mạng xây lắp và SXCN

Chúng tôi điều chỉnh giá trị hợp đồng ký mới ở mức 2.000/3.000/5.000 tỷ đồng vào các năm 2023/2024/2025 do chúng tôi kỳ vọng cơ chế mua bán điện trực tiếp DPPA sẽ được Bộ Công Thương phê duyệt và ban hành trong năm 2024 cũng như các cơ chế chính sách khác sẽ được ưu tiên tháo gỡ giúp các chủ đầu tư có cơ sở để tiến hành khảo sát các dự án NLTT đặc biệt là điện gió trong giai đoạn cuối năm 2024 và đầu năm 2025.

Chúng tôi điều chỉnh mức biên lợi nhuận gộp lên mức 15% trong năm nay và 12% trong các năm tiếp theo.

Chúng tôi định giá mảng xây lắp và SXCN ở mức P/E mục tiêu: **8,0x**

Giá trị cho 02 mảng này ước tính khoảng **1.542 tỷ đồng**

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu		2.574	3.929	4.691	5.477	5.791	5.916
Lợi nhuận gộp		344	448	534	624	660	674
EBIT		241	290	347	405	428	437
LNTT		241	290	347	405	428	437
LNST		193	232	277	324	342	350

Mảng khai khoáng

Năm	2021	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Giá Niken (USD/tấn)		20.000	19.000	18.000	18.000	18.000	18.000
Giá Đồng (USD/tấn)		6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500
Giá Cobalt (USD/tấn)		50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Doanh thu		888	950	911	1.472	1.700	1.931
Lợi nhuận gộp		303	316	283	518	614	711
EBIT		268	278	246	459	546	634
FCFF		343	353	321	562	644	727
Giá trị hiện tại FCFF		338	311	251	396	400	396
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2028							2.512
Giá trị mảng khai khoáng		4.604					
Điều chỉnh		(1.750)					
Vốn chủ sở hữu		2.854					

Giá trị mảng khai khoáng: **2.854 tỷ đồng**.

Mảng bất động sản

Chúng tôi vẫn chưa đưa 02 dự án PCC1 Vĩnh Hưng và PCC1 Thăng Long vào mô hình định giá.

Chúng tôi ước tính NPV cho 02 dự án Gia Lâm và Định Công ở mức **686 tỷ đồng**.

Mảng bất động sản khu công nghiệp

Năm	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tỷ lệ cho thuê mới		15%	15%	15%	15%	15%	15%
Doanh thu cho thuê đất		645	645	645	645	645	645
Doanh thu cung cấp dịch vụ		24	47	71	95	118	142
Lợi nhuận gộp		386	401	417	432	448	463
EBIT		359	374	388	403	417	431
FCFF		301	312	324	335	347	358
Giá trị hiện tại FCFF		296	276	257	239	223	207
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2028							393
Giá trị mảng khai khoáng		1.891					
Điều chỉnh		-					
Giá trị cho cổ đông		1.891					
Giá trị thuộc về PCI		567					

Tổng hợp định giá

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị mỗi cổ phần (VND)
Thủy điện	DCF	1.235	4.566
Điện gió	DCF	2.173	8.036
Xây lắp, SXCN	P/E	1.542	5.702
Bất động sản dân dụng	NAV	686	2.538
Bất động sản khu công nghiệp	RNAV	567	2.097
Khai Khoáng	DCF	2.854	10.554
Khác	BV	490	1.812
Tổng		9.548	35.306

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của PC1 trong vòng 1 năm là **35.300 đồng/cổ phiếu** (upside 21,7% so với giá đóng cửa ngày 08.11.2023).

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết

Rủi ro về chính sách giá cho các dự án năng lượng tái tạo và các khó khăn trong triển khai xây dựng các dự án đường dây truyền tải điện

Rủi ro biến động giá Niken

Rủi ro biến động tỷ giá ảnh hưởng lớn đến chi phí tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền và các khoản tương đương tiền	2.292	2.581	3.415	3.746	2.862
Các khoản đầu tư ngắn hạn	144	1.006	1.006	1.006	1.006
Các khoản phải thu	3.124	3.174	2.719	3.017	3.469
Hàng tồn kho	904	890	694	826	935
Tài sản ngắn hạn khác	126	261	119	169	210
Tài sản ngắn hạn	6.589	7.913	7.953	8.764	8.482
Tài sản cố định	10.540	11.279	10.836	10.394	10.954
Các khoản đầu tư dài hạn	639	1.538	1.538	1.538	1.538
Tài sản dài hạn khác	919	1.024	820	901	945
Tài sản dài hạn	12.098	13.841	13.194	12.834	13.436
TỔNG TÀI SẢN	18.687	21.754	21.147	21.598	21.918
Các khoản phải trả	1.756	1.285	1.122	1.367	1.467
Vay nợ ngắn hạn	2.800	3.677	3.677	3.677	3.677
Nợ ngắn hạn khác	1.243	988	909	1.040	1.145
Nợ ngắn hạn	5.799	5.950	5.708	6.084	6.289
Vay nợ dài hạn	6.238	8.284	7.727	7.171	6.614
Nợ dài hạn khác	370	347	191	295	319
Nợ dài hạn	6.607	8.631	7.918	7.465	6.933
NỢ PHẢI TRẢ	12.406	14.582	13.626	13.550	13.222
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	3.063	3.415	3.415	3.415	3.415
Lợi nhuận chưa phân phối	1.638	1.701	2.009	2.497	3.145
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	(0)	39	79	79
VỐN CHỦ SỞ HỮU	4.701	5.116	5.464	5.992	6.639
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.580	2.057	2.057	2.057	2.057
TỔNG NGUỒN VỐN	18.687	21.754	21.147	21.598	21.918

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	9.828	8.358	6.768	8.232	9.066
GVHB	(8.673)	(6.763)	(5.147)	(6.436)	(7.144)
Lợi nhuận gộp	1.156	1.595	1.621	1.796	1.922
Chi phí bán hàng	(56)	8	(34)	(27)	(22)
Chi phí QLDN	(241)	(285)	(223)	(251)	(295)
EBIT	859	1.318	1.364	1.518	1.605
Doanh thu tài chính	319	95	112	124	122
Chi phí tài chính	(359)	(767)	(1.051)	(1.052)	(1.008)
Lợi nhuận khác	(8)	(41)	(7)	(19)	(25)
LN liên kết liên doanh	86	1	71	145	222
LNTT	896	605	489	716	916
Chi phí thuế TNDN	(132)	(69)	(69)	(96)	(119)
LNST	764	537	419	620	797
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(69)	(77)	(77)	(77)	(77)
LNST cổ đông công ty mẹ	695	460	342	543	720
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.439	1.519	1.145	1.809	2.391
BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	93	1.289	1.536	1.045	840
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(4.949)	(3.808)	(146)	(156)	(1.167)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	5.682	2.812	(557)	(557)	(557)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	826	292	833	332	(884)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.476	2.292	2.581	3.415	3.746
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2.302	2.584	3.415	3.746	2.862
ROE	13,8%	8,0%	5,7%	8,0%	9,5%
ROA	5,2%	2,7%	2,0%	2,9%	3,7%

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Bùi Võ Thế Vinh

Chuyên viên Phân tích

bvtvinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>