

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN PC1 (HSX: PC1)

Đình Hải Lương

Chuyên viên phân tích

 Email: luongdh@fpts.com.vn

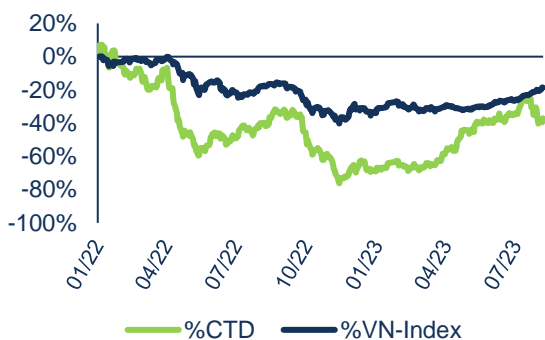
Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4312

Người phê duyệt báo cáo:

Đậu Đức Nam

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

Biến động giá VNINDEX và PC1 từ 2022



Thông tin giao dịch	14/03/2025
Giá hiện tại (VND/cp)	22.800
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	27.680
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	21.550
Số lượng CP niêm yết (cp)	357.642.121
Số lượng CP lưu hành (cp)	357.644.974
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	2.657.995
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	15,77%
Vốn hóa (tỷ VND)	8.261
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	1.017
P/E Trailing 12 tháng	22,72

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Tập đoàn PC1
Địa chỉ	Số 18 Lý Văn Phúc, phường Cát Linh, quận Đống Đa, TP. Hà Nội
Hoạt động kinh doanh chính	Xây lắp điện, bán điện và sản xuất công nghiệp
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, nhân công
Rủi ro chính	GPMB chậm, tỷ giá tăng, giá niken giảm

Cơ cấu cổ đông (14/03/2025)	(%)
Trịnh Văn Tuấn (Chủ tịch HĐQT)	21,38%
Phan Ngọc Hiếu (Thành viên HĐQT)	5,00%
Khác	73,62%

Giá hiện tại:

22.800
Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

28.800
MUA

Tăng/(giảm):

+26%

TRIỂN VỌNG DÀI HẠN TỪ MẢNG BĐS KHU CÔNG NGHIỆP

Năm 2024, PC1 ghi nhận kết quả kinh doanh rất tích cực: Doanh thu và LNST đạt 10.078 tỷ đồng (+31% yoy) và 703 tỷ đồng (+288% yoy), đến từ tăng trưởng của các mảng xây lắp điện, sản xuất công nghiệp và bán khoáng sản (chiếm ~68% doanh thu năm 2024). Chúng tôi dự phóng PC1 sẽ đạt 12.574 tỷ đồng doanh thu (+25% yoy) và 1.177 tỷ đồng LNST (+67% yoy) cho năm 2025, dựa trên các luận điểm chính như sau:

- Triển vọng ngắn hạn từ mảng xây lắp:** PC1 ghi nhận doanh thu tăng trưởng mạnh trong năm 2024 nhờ dự án 500kV mạch 3 với mảng xây lắp điện đạt 3.686 tỷ đồng (+39% YoY) và sản xuất công nghiệp đạt 1.456 tỷ đồng (+25% YoY). Với lượng backlog chuyển tiếp lớn (đạt 6.892 tỷ đồng, gấp 1,9 lần doanh thu xây lắp 2024) từ 2 dự án EPC Côn Đảo và nhà máy điện gió Philippines, chúng tôi cho rằng PC1 sẽ ghi nhận 5.729 tỷ đồng doanh thu xây lắp trong năm 2025 (+55% yoy).
- Triển vọng dài hạn từ mảng BĐS KCN:** Bên cạnh việc ghi nhận đều đặn 600 tỷ đồng doanh thu từ quản lý vận hành dự án Nomura 1, PC1 đang phát triển 6 dự án KCN thông qua công ty liên kết Western Pacific. Hiện có 5/6 dự án đã được chấp thuận chủ trương đầu tư và dự kiến sẽ mang lại 173 tỷ đồng lãi từ công ty liên kết cho PC1 cho năm 2025 (+284% yoy).

Rủi ro đầu tư:

- Chậm giải phóng mặt bằng các dự án BĐS KCN:** Chúng tôi cho rằng, động lực tăng trưởng dài hạn của PC1 đến từ mảng BĐS KCN. Hiện tại 5/6 dự án KCN của PC1 đều đang trong giai đoạn vừa được chấp thuận chủ trương đầu tư hoặc mới bàn giao ~20%. Điều này mang lại tính bất định cao, đặc biệt nếu quá trình giải phóng mặt bằng gặp khó khăn do tranh chấp đất đai, thay đổi chính sách hoặc đàm phán kéo dài. Trong trường hợp này, PC1 có thể đối mặt với nguy cơ trì hoãn ghi nhận doanh thu, đồng thời phát sinh thêm chi phí ngoài dự kiến.
- Lỗ chênh lệch tỷ giá:** PC1 có khoản vay ngoại tệ đáng kể cho các dự án điện gió (~3.500 tỷ đồng, chiếm 45% nợ vay dài hạn), chủ yếu phục vụ hoạt động xây lắp điện và sản xuất công nghiệp. Nếu tỷ giá USD/VND tăng mạnh, doanh nghiệp sẽ phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá, làm suy giảm LNST.
- Biến động giá niken:** Giá niken chịu áp lực từ nguồn cung dư thừa tại Indonesia, dự kiến tiếp tục duy trì ở mức thấp trong thời gian tới.

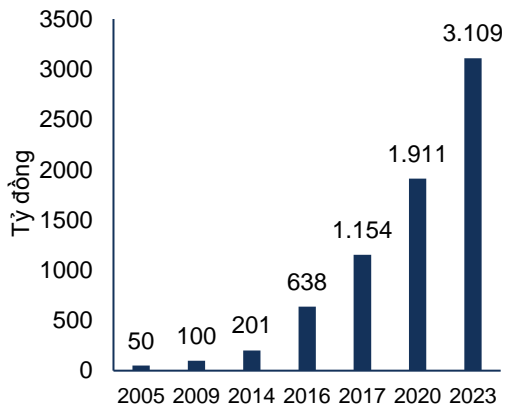
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP – CTCP TẬP ĐOÀN PC1



Công ty Cổ phần Tập đoàn PC1 (HSX: PC1) là một trong những nhà thầu xây lắp điện có quy mô và năng lực hàng đầu Việt Nam. Doanh nghiệp hoạt động đa lĩnh vực, chia làm 3 mảng chính là xây lắp điện, sản xuất công nghiệp và bán quặng niken.

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Biểu đồ 1. Lịch sử tăng vốn PC1



Nguồn: PC1

1963: Thành lập với tên gọi Công ty Xây lắp đường dây và Trạm.

1988: Thành lập Công ty Xây lắp Điện 1, trực thuộc Bộ Năng lượng trên cơ sở hợp nhất Công ty Xây lắp Đường dây và Trạm với Công ty xây lắp đường dây và trạm Hà Nội.

2005: CTCP Xây lắp điện I được cổ phần hóa từ doanh nghiệp nhà nước là Công ty Xây lắp điện I

2008: CTCP Xây lắp điện I đăng ký trở thành Công ty đại chúng với Ủy ban chứng khoán Nhà nước.

2009 – 2013: Cổ đông Nhà nước thoái vốn, công ty trở thành 100% vốn tư nhân.

2016: Cổ phiếu PC1 niêm yết trên sàn HOSE.

2016 – 2021:

- **Mảng điện:** Lần lượt phát điện tại 7 nhà máy thủy điện và 3 nhà máy điện gió, đạt tổng công suất phát điện 313 MW
- **Mảng bất động sản:** Bàn giao các dự án PCC1 Mỹ Đình Plaza 2, PCC1 Thanh Xuân.

2022: Phát triển mảng BĐS công nghiệp thông qua việc sở hữu 70% vốn tại Công ty Cổ phần Phát triển KCN Nomura – Hải Phòng (NHIZ), đồng thời tăng góp vốn vào Western Pacific (chủ đầu tư KCN Yên Phòng IIA Bắc Ninh) lên 1.110 tỷ đồng.

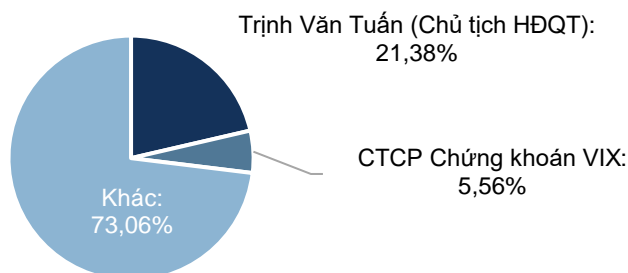
2023: Trúng nhiều gói thầu thuộc dự án 500kV mạch 3 với tổng GTHĐ ước tính đạt 2.083 tỷ đồng (~55% doanh thu xây lắp và SXCN 2023). Phát triển mảng khai thác quặng từ Q3/2023 với công suất thiết kế 600.000 tấn/năm.

2. Công ty con

PC1 sở hữu 27 công ty con cấp 1, 3 công ty con cấp 2 và 4 công ty liên kết thuộc các lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp, vui lòng xem tại [Phụ lục](#).

3. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông PC1 tại ngày 14/03/2025



Cơ cấu cổ đông của PC1 khá phân mảnh, trong đó Chủ tịch HĐQT Trịnh Văn Tuấn và CTCP Chứng khoán VIX nắm ~21%.

Nguồn: PC1, FPTS tổng hợp

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

Năm 2024, PC1 ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực: Doanh thu 2024 đạt ~10.078 tỷ đồng (+31% yoy), đóng góp từ tăng trưởng cao của 03 mảng xây lắp điện, sản xuất công nghiệp và bán khoáng sản (chiếm ~68% doanh thu 2024).

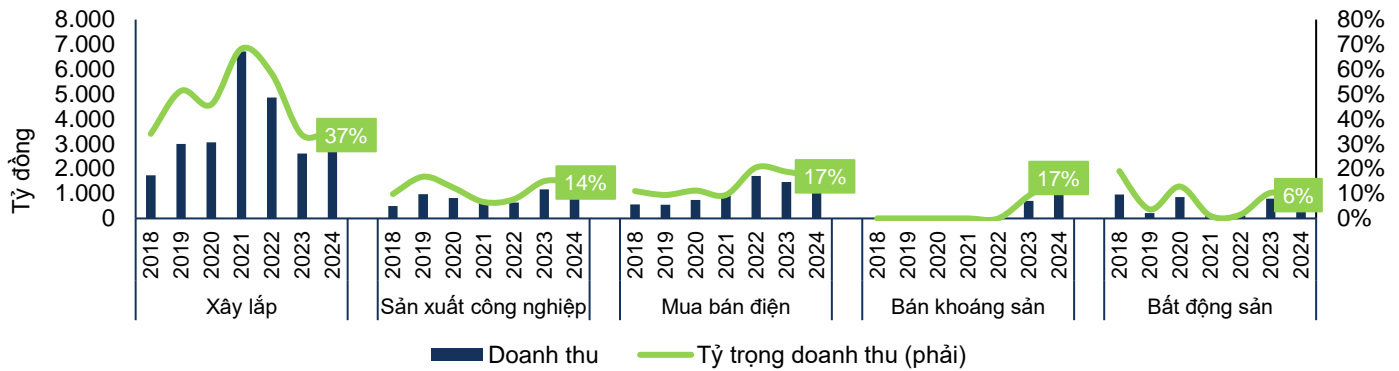
Bảng 1. Kết quả kinh doanh năm 2024 PC1

Đơn vị: Tỷ VND	2024	2023 (Sau hồi tố)	% YoY	%KH 2024
Doanh thu thuần	10.078	7.693	+31%	93%
Xây lắp điện	3.686	2.607	+39%	
Sản xuất công nghiệp	1.456	1.166	+25%	
Bán điện	1.706	1.460	+17%	
Bán khoáng sản	1.701	624	+173%	
Khai thác vận hành KCN	599	614	-2%	
Kinh doanh và chuyển nhượng BĐS đầu tư	39	187	-80%	
Bán hàng hóa vật tư & doanh thu khác	890	1.033	-14%	
Giá vốn hàng bán	7.994	6.245	+28%	
Lợi nhuận gộp	2.084	1.488	+44%	
Xây lắp điện	258	235	+10%	
Sản xuất công nghiệp	143	118	+21%	
Bán điện	948	735	+29%	
Bán khoáng sản	553	107	+417%	
Khai thác vận hành KCN	149	139	+7%	
Kinh doanh và chuyển nhượng BĐS đầu tư	21	78	-73%	
Bán hàng hóa vật tư & doanh thu khác	12	28	-54%	
Chi phí bán hàng	79	56	+40%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	488	335	+45%	
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1.517	1.097	+44%	
Phần lãi trong công ty liên kết	45	2	+28%	
Doanh thu tài chính	186	183	+2%	
Chi phí tài chính	929	967	+4%	
- Trong đó: Chi phí lãi vay	749	848	-12%	
Lợi nhuận trước thuế	829	256	+223%	
Lợi nhuận sau thuế TNDN	703	182	+286%	134%
Lợi nhuận sau thuế của Công ty mẹ	460	36	+1.177%	

Nguồn: PC1

Thông tin về hoạt động các mảng như sau:

Biểu đồ 3. Doanh thu theo mảng kinh doanh của PC1



Nguồn: PC1

Mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp: Tăng trưởng nhờ gói thầu đường dây 500kV mạch 3

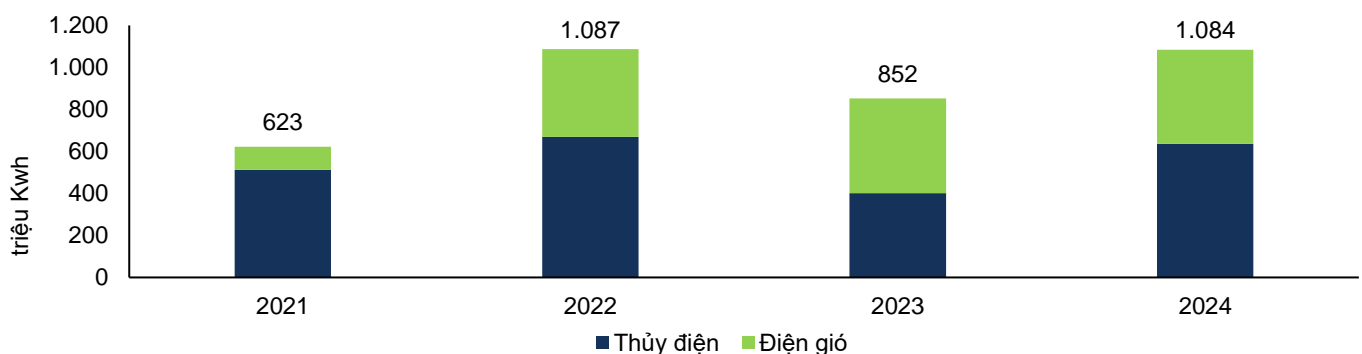
Doanh thu và sản lượng xây lắp¹ đạt lần lượt 3.686 tỷ đồng (+39% yoy, đạt 73% KH năm) và 4.971 tỷ đồng (~99% KH năm) nhờ hưởng lợi từ các gói thầu xây lắp điện 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối. Các gói thầu này được thi công “thần tốc” trong hơn 6 tháng (T1/2024 – T8/2024), với mục đích chính nhằm (1) tăng cường khả năng truyền tải điện từ miền Trung và miền Nam ra miền Bắc, đáp ứng nhu cầu sử dụng điện tăng cao tại miền Bắc và (2) giảm tải cho hệ thống 500kV đang quá tải. Khối lượng hợp đồng xây lắp chuyển tiếp sang năm 2025 là 6.892 tỷ đồng. Tuy vậy, biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện chỉ đạt 7% (giảm 2đpt yoy), do chi phí tăng cao khi doanh nghiệp phải tăng chi phí thuê ngoài nhằm đáp ứng tiến độ dự án.

Với lĩnh vực sản xuất công nghiệp, PC1 ghi nhận 1.456 tỷ đồng doanh thu (+25% yoy, 111%KH năm), chủ yếu đến từ sản xuất cột điện phục vụ lắp dựng và kéo dây điện cho các gói thầu 500kV mạch 3. Giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2024 đạt 1.763 tỷ đồng (+48% yoy), trong đó backlog tại 31/12/2024 là 493 tỷ đồng.

Mảng bán điện: Thủy điện hồi phục nhờ thủy văn thuận lợi

Năm 2024, doanh thu đạt 1.706 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ năm trước (YoY), hoàn thành 105% kế hoạch năm. Sản lượng điện đạt 1.084 triệu kWh, tăng 27% YoY, nhờ sự phục hồi mạnh mẽ của thủy điện, trong khi điện gió duy trì ổn định. Cụ thể, mảng thủy điện ghi nhận doanh thu 777 tỷ đồng (+43% YoY) và sản lượng 636 triệu kWh (+58% YoY), hưởng lợi từ điều kiện thủy văn thuận lợi khi hiện tượng La Nina trở lại từ giữa năm 2024. Trong khi đó, mảng điện gió đạt sản lượng 448 triệu kWh (-0,4% YoY) với doanh thu 921 tỷ đồng (+1% YoY), đi ngang so với cùng kỳ năm trước.

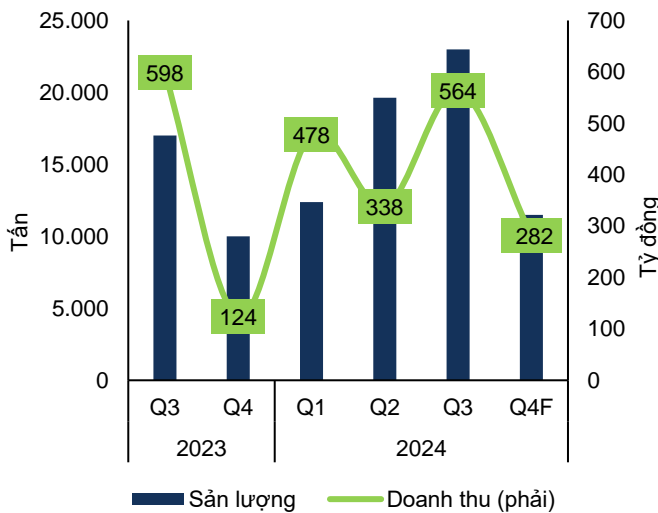
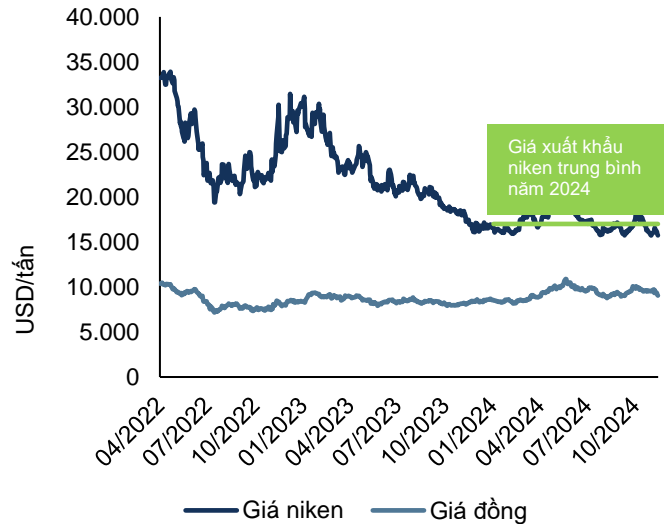
Biểu đồ 4. Sản lượng điện của PC1



Nguồn: PC1

¹ Thể hiện toàn bộ khối lượng công việc mà doanh nghiệp đã thực hiện trong kỳ, bao gồm cả phần đã nghiệm thu và chưa nghiệm thu.

Mảng bán tinh quặng ghi nhận tăng trưởng tích cực khi vượt 38% kế hoạch năm 2024 về doanh thu. Cụ thể, doanh thu đạt 1.701 tỷ đồng (+272%² yoy, 138% KH năm), tương ứng với việc xuất khẩu 65.200 tấn tinh quặng (~98% KH năm). Giá xuất khẩu niken trong năm 2024 ước tính ~17.000USD/tấn.

Biểu đồ 5. Doanh thu và sản lượng quặng tinh niken

Biểu đồ 6. Giá niken và giá đồng trên sàn LME


Nguồn: PC1, FPTTS ước tính

Nguồn: Bloomberg

Mảng BĐS công nghiệp: Năm 2024, doanh thu từ mảng bất động sản công nghiệp của PC1 đạt 599 tỷ đồng, giảm 2% yoy. Khoản doanh thu này chủ yếu đến từ hoạt động quản lý và vận hành KCN Nomura 1. Trong khi đó, các dự án KCN khác đều thuộc sở hữu của Western Pacific – một công ty liên kết mà PC1 đang nắm giữ 30% vốn.

Một số thông tin khác như sau:

- **Chi phí lãi vay đạt 744 tỷ đồng (giảm 11% yoy)** do doanh nghiệp giảm nợ vay và lãi suất cho vay ở mức thấp. Ngược lại, tỷ giá USD/VND tăng làm tăng chi phí tài chính do đánh giá lại số dư cuối kỳ. Cụ thể, lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại số dư cuối kỳ là 153 tỷ đồng (+70% yoy).
- **Chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 488 tỷ đồng (+45% yoy)**, tăng mạnh do chi phí dự phòng đạt 82 tỷ đồng (gấp 16 lần so với 5 tỷ đồng cùng kỳ), đến từ dự phòng dự án xây dựng điện gió Hanbaram và Hưng Hải do PC1 làm nhà thầu.
- **Lãi/lỗ từ công ty liên kết:** Trong năm 2024, PC1 ghi nhận 45 tỷ đồng lãi từ công ty liên kết, trong đó 81 tỷ đồng đến từ Western Pacific. Ngược lại, công ty chịu lỗ 37,6 tỷ đồng từ khoản đầu tư 25,09% cổ phần tại CTCP Gang thép Cao Bằng (UPCOM: CBI), do sản lượng tiêu thụ phôi thép giảm và chi phí vận chuyển tăng mạnh.

III. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng PC1 đạt 12.997 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025 (+29% yoy), trong đó đóng góp chính đến từ (1) mảng xây lắp (+33% YoY) nhờ lượng backlog lớn và (2) mảng bất động sản dân dụng (+2.686% YoY) nhờ ghi nhận 1.370 tỷ đồng từ dự án Tháp Vàng – Gia Lâm. Trong khi đó, doanh thu từ các mảng còn lại dự kiến sẽ duy trì ổn định hoặc sụt giảm nhẹ.

Đơn vị: Tỷ VND	2025F	% YoY
Doanh thu thuần	12.574	+25%
Xây lắp điện & Sản xuất công nghiệp	6.857	+33%
Bán điện	1.525	-11%

² Hoạt động xuất khẩu tinh quặng của PC1 bắt đầu từ Q3/2023.

Kinh doanh và chuyển nhượng BĐS đầu tư	1.421	+2.686%
Khai thác vận hành KCN	600	+0%
Bán khoáng sản	1.295	-24%
Khác	877	+0%

Nguồn: FPTIS dự phóng

Cho giai đoạn 2026 – 2029, chúng tôi kỳ vọng triển vọng các mảng kinh doanh như sau:

- **Mảng xây lắp:** Dự kiến duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ hưởng lợi từ xu hướng đầu tư vào lĩnh vực năng lượng tái tạo.
- **Mảng BĐS KCN:** Khả quan khi các dự án do công ty liên kết Western Pacific phát triển sẽ dần được bàn giao trong giai đoạn 2025 – 2029.
- **Mảng bán điện:** Công suất dự kiến tăng 18% từ năm 2027 khi hai nhà máy thủy điện Thượng Hà và Bảo Lạc A đi vào vận hành.
- **Mảng khai thác tinh quặng:** Duy trì ổn định với sản lượng tinh quặng khoảng 66.000 tấn/năm.

Chi tiết các mảng như sau:

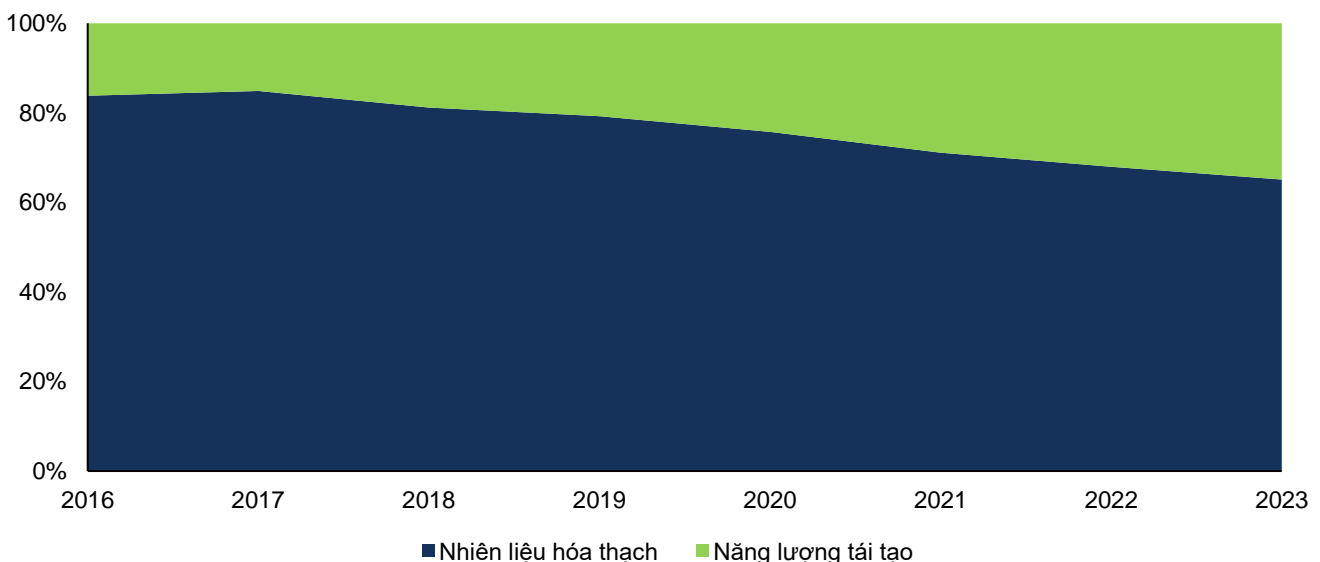
1. Mảng xây lắp và SXCN: Động lực tăng trưởng từ backlog và xu hướng đầu tư vào NLTT

1.1. Backlog chuyển tiếp lớn, mở rộng sang thị trường nước ngoài và xây dựng KCN

Trong năm 2025, chúng tôi đánh giá doanh thu mảng xây lắp sẽ đạt 5.729 tỷ đồng, tăng trưởng tốt ở mức 55% nhờ lượng backlog chuyển tiếp đạt 6.488 tỷ đồng (+76% yoy, 1,76 lần doanh thu 2024), trong đó nổi bật là 2 gói thầu xây lắp điện tại Philippines (~1.200 tỷ đồng) và EPC Côn Đảo (~1.800 tỷ đồng). Biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt mức 8,5%, tương đương năm 2023, khi các hợp đồng thuê ngoài có thời gian thực hiện gấp dần kết thúc.

Cụ thể hơn, tình hình thị trường trong nước hiện tại kém khả quan do chưa có cơ chế giá cụ thể cho các dự án năng lượng tái tạo, các dự án quy mô lớn vẫn phải chờ quyết sách chính thức. Các dự án đầu tư đơn lẻ vẫn diễn ra, nhưng chủ yếu là các dự án điện mặt trời tự sản tự tiêu của doanh nghiệp tư nhân, quy mô nhỏ. Theo PC1, trong khi chờ đợi thị trường trong nước ấm lên, doanh nghiệp định hướng phát triển vào thị trường lớn và có chính sách rõ ràng tại nước ngoài, như Úc và Philippines. PC1 vừa trúng 1 hợp đồng tổng thầu dự án nhà máy điện mặt trời 58MW Camarines Sur tại Philippines trị giá 1.200 tỷ vào Q3/2024, dự kiến ghi nhận 80% doanh thu xây lắp vào năm 2025 và phát điện trong năm 2026. Với thị trường Úc, PC1 đã kí được 2 hợp đồng nhỏ với trị giá 1-2 triệu USD.

Biểu đồ 7. Nguồn điện từ năng lượng tái tạo tại Úc gia tăng tỷ trọng trong những năm gần đây



Nguồn: Ember Energy

Bên cạnh đó, với việc tập trung phát triển KCN là hoạt động kinh doanh chủ lực trong thời gian tới, PC1 còn định hướng đầu thầu các hợp đồng xây dựng các dự án liên quan tới KCN:

- Các dự án KCN PC1 làm chủ đầu tư: PC1 có kế hoạch làm tổng thầu hạ tầng các dự án doanh nghiệp làm chủ đầu tư và xây dựng nhà máy cho các nhà đầu tư thuê đất KCN như KCN Nomura 2 (đã cấp chủ trương đầu tư vào 2024) và Phú Mỹ (đang chờ chủ trương đầu tư).
- Làm nhà thầu xây dựng hạ tầng/nhà máy cho các chủ đầu tư khác.

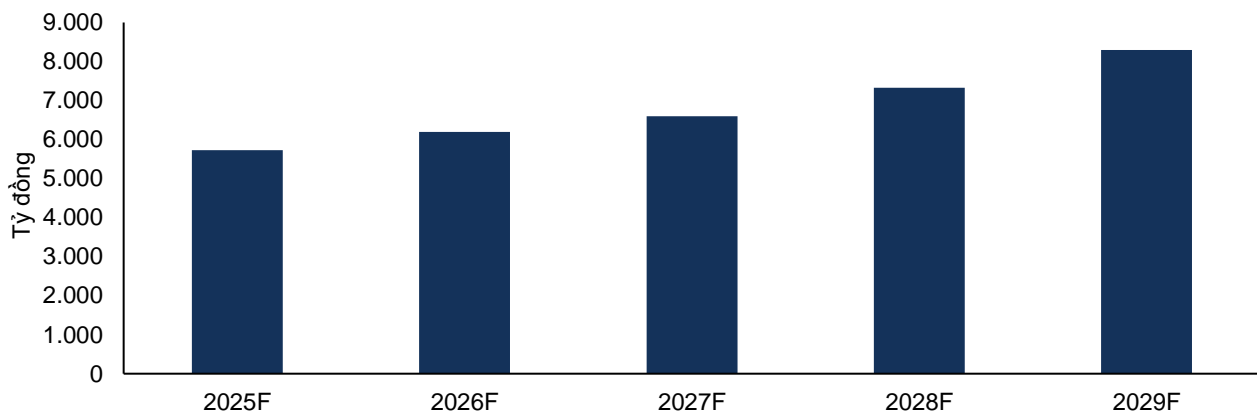
Mảng sản xuất công nghiệp: Chúng tôi ước tính, PC1 sẽ đạt 1.128 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động sản xuất công nghiệp, tương đương năm 2023 và thấp hơn 23% yoy do không còn được hưởng lợi từ lượng hợp đồng lớn của các dự án 500kV mạch 3.

1.2. Triển vọng dài hạn tích cực nhờ NLTT

Mảng xây lắp điện: Trong ngắn hạn (2025-2026), Dự thảo Điều chỉnh Quy hoạch Điện VIII sẽ mang lại triển vọng tích cực cho ngành năng lượng, đặc biệt là năng lượng tái tạo. Theo dự thảo điều chỉnh, công suất nguồn điện dự kiến tăng từ mức 78.121 MW năm 2022 lên khoảng 183.291 – 236.363 MW vào năm 2030, và đạt khoảng 490.529 – 573.129 MW vào năm 2050. Tuy nhiên, điểm hạn chế là cơ chế chính sách có thể mất thời gian để ban hành và thực thi, dẫn đến việc triển khai các dự án mới chậm hơn kỳ vọng.

Trong dài hạn, chúng tôi ước tính doanh thu của PC1 giai đoạn 2025F – 2029F đạt CAGR 7%/năm dựa trên triển vọng dài hạn về nguồn công việc của PC1 từ quy hoạch tăng tỷ trọng nguồn điện tái tạo.

Biểu đồ 8. Doanh thu và backlog mảng xây dựng 2025F – 2029F



Nguồn: FPT S dự phóng

Mảng sản xuất công nghiệp: Cho giai đoạn 2026 – 2029, chúng tôi ước tính mảng sản xuất công nghiệp đạt tốc độ tăng trưởng 5%, thấp hơn 2 đpt so với mảng xây lắp, do các dự án cung cấp cột thép có phạm vi kinh doanh hạn chế hơn do chỉ cung cấp cho EVN và hạn chế xuất khẩu sang nước ngoài.

2. Mảng bất động sản dân dụng: Dự kiến ghi nhận 70% doanh thu dự án Tháp Vàng – Gia Lâm năm 2025

PC1 đang triển khai dự án Tháp Vàng – Gia Lâm (Phú Thị Riverside), khu đất trúng đấu giá trong quý 2/2024, được quy hoạch để phát triển các căn biệt thự và liền kề. Dự án đã hoàn tất công tác san lấp mặt bằng và đang trong giai đoạn xây dựng hạ tầng kỹ thuật, thi công móng cọc. Với tiến độ hiện tại, chúng tôi dự báo PC1 sẽ bán được khoảng 70% tổng số căn hộ trong năm 2025, với mức giá trung bình khoảng 130 triệu đồng/m². Tổng diện tích đất xây dựng nhà ở là 15.058 m², dự kiến mang lại khoảng 1.370 tỷ đồng doanh thu trong năm 2025 và 587 tỷ đồng trong năm 2026. Lợi nhuận sau thuế từ dự án ước đạt khoảng 200 tỷ đồng, với biên lợi nhuận ròng 10%, thấp hơn 5 đpt so với các dự án tự phát triển do chi phí đất đấu giá cao.

Với quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định các dự án còn lại, bao gồm Bắc Từ Liêm, Gia Lâm, Vĩnh Hưng, và Định Công, sẽ chưa được triển khai trong năm 2025. Chúng tôi sẽ cập nhật mô hình định giá khi có thông tin mới về tiến trình cấp phép của các dự án này.

3. Mảng BĐS công nghiệp: Các dự án phát triển bởi Western Pacific dần ghi nhận doanh thu từ 2025 – 2029

Triển vọng lớn nhất của PC1 giai đoạn 2025 – 2028 đến từ bất động sản khu công nghiệp (KCN), với doanh thu ghi nhận theo hình thức lợi nhuận từ công ty liên kết Western Pacific.

Với mảng bất động sản KCN, PC1 dự kiến ghi nhận khoảng 600 tỷ đồng doanh thu từ quản lý vận hành KCN Nomura 1 trong năm 2025. Hiện tại, 5/6 dự án khu công nghiệp (KCN) của PC1 đã được cấp chủ trương đầu tư, trong đó công ty tự phát triển KCN Nomura 2, còn 4 dự án khác được triển khai thông qua Western Pacific (WP). Chúng tôi dự phóng, công ty có thể ghi nhận thêm 173 tỷ đồng lợi nhuận từ Western Pacific, chủ yếu nhờ hoạt động cho thuê đất tại KCN Yên Phong IIA, với giá định giá thuê đạt 175 USD/m² và diện tích cho thuê đạt 50 ha (~50% diện tích thương phẩm).

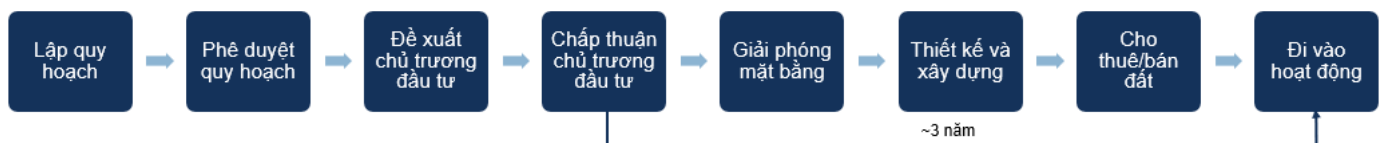
Bảng 2. Thông tin các dự án BĐS KCN của PC1

STT	Tên KCN	CĐT	Diện tích thương phẩm	Tình trạng
1	Nomura GD1 (Hải Phòng)	PC1	123ha	KCN đã được bàn giao hết, dự kiến mang lại doanh thu đều đặn ~600 tỷ đồng/năm cho PC1 nhờ quản lý vận hành.
2	Nomura GD2		N/A	Chấp thuận chủ trương đầu tư vào ngày 31/12/2024.
3	Yên Phong IIA (Bắc Ninh)		100ha	Đã giải phóng mặt bằng 85%. Giá thuê dự kiến 170-180USD/m ² , đã bàn giao ghi doanh thu 20ha.
4	CCN Yên Lệnh (Hà Nam)	Western Pacific (công ty liên kết PC1 sở hữu 30%)	49ha	Đã giải phóng mặt bằng 98%. Dự kiến bán được 7ha trong năm 2024 và dự kiến ghi nhận doanh thu trong năm 2025.
5	Đồng Văn 5 GD1 (Hà Nam)		171ha	Đã có CTĐT, dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2027
6	Yên Lư (Bắc Giang)		64ha	
7	Phú Mỹ (Vũng Tàu)		N/A	Đang xin cấp chủ trương đầu tư, dự kiến sẽ có vào năm 2025

Nguồn: PC1

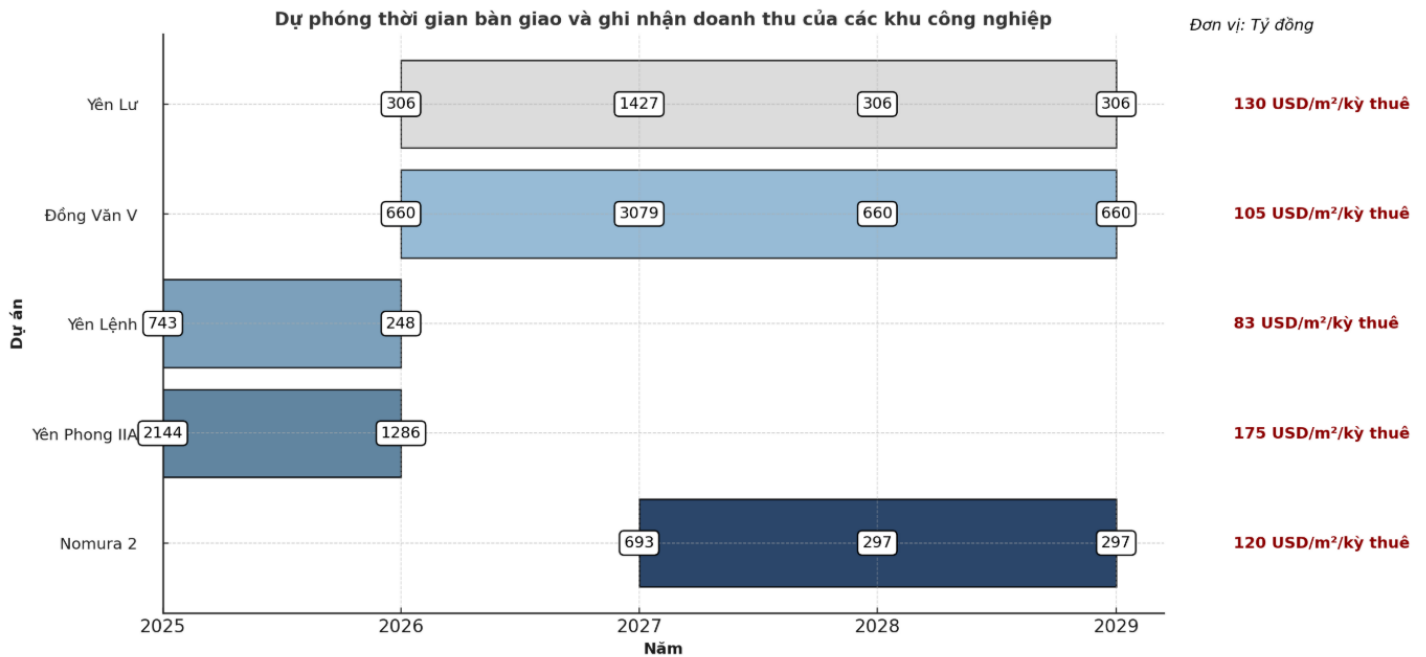
Thông thường, một dự án KCN từ khi được cấp chủ trương đầu tư đến khi bước vào giai đoạn xây dựng có thể mất từ 2-3 năm, với nhiều bước triển khai khác nhau. Do quá trình giải phóng mặt bằng kéo dài, doanh nghiệp thường áp dụng phương thức cuốn chiếu, ưu tiên phát triển những khu vực có "đất sạch" để đưa vào khai thác trước, thay vì chờ hoàn tất toàn bộ công tác giải phóng mặt bằng.

Biểu đồ 9. Quy trình thực hiện 1 dự án BĐS KCN



Nguồn: FPT S Research

Chúng tôi dự phóng thời gian bàn giao và ghi nhận doanh thu của các khu công nghiệp cụ thể như sau:

Bảng 3. Dự phóng thời gian bàn giao và ghi nhận doanh thu của các khu công nghiệp


Nguồn: FPT S dự phóng

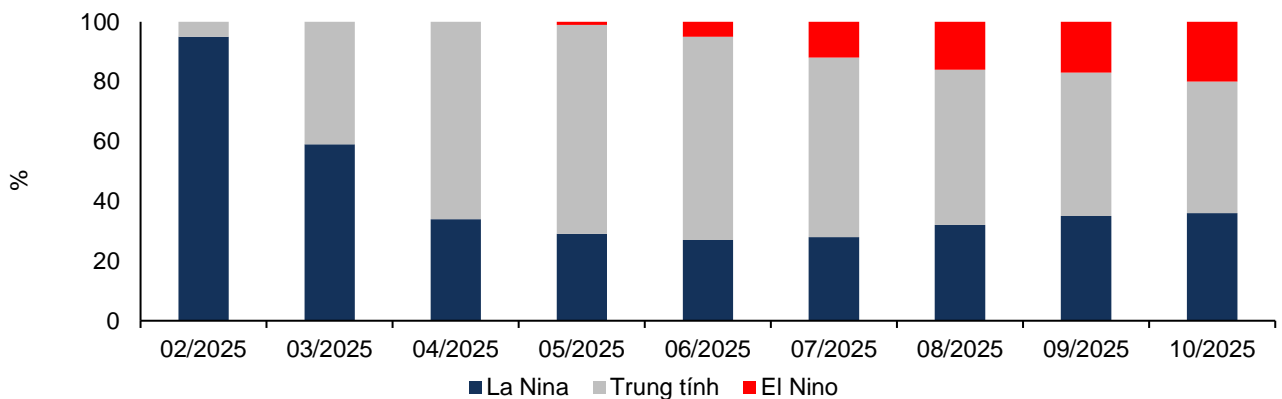
4. Mảng bán điện: Dự kiến tăng công suất 18% từ năm 2027 nhờ 2 nhà máy thủy điện nhỏ

4.1. 2025: Sản lượng dự phóng giảm 25% do thời tiết sớm chuyển sang trạng thái trung tính

Chúng tôi dự phóng, doanh thu và sản lượng mảng bán điện năm 2025 của PC1 đạt lần lượt 1.525 tỷ đồng (-11% yoy) và 919 triệu Kwh (-15% yoy), dựa trên các giả định sau:

- Mảng thủy điện:** Theo CPC, pha La Nina được dự báo diễn ra ngắn và sớm suy yếu sang trạng thái trung tính từ giữa năm 2025. Do đó, sản lượng thủy điện dự kiến giảm 25% yoy do điều kiện thủy văn kém thuận lợi hơn, tương ứng doanh thu ước đạt 592 tỷ đồng (-24% yoy).

Biểu đồ 10. Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO



Nguồn: CPC (T2/2025), FPT S tổng hợp

- Mảng điện gió** dự phóng kết quả đi ngang so với cùng kỳ, đạt 934 tỷ đồng.

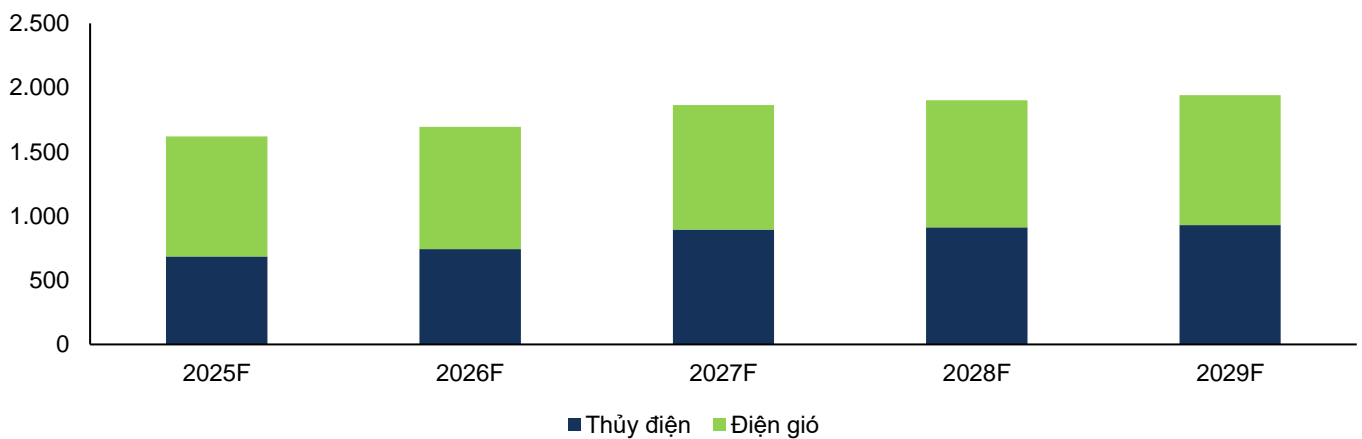
4.2. Dài hạn: Tiếp tục phát triển thêm 2 nhà máy thủy điện nhỏ

PC1 đang vận hành 10 nhà máy điện năng lượng tái tạo, có sản lượng phụ thuộc gần như hoàn toàn vào tình hình thời tiết, trong đó có 7 nhà máy thủy điện (chiếm 54% tổng công suất) và 3 nhà máy điện gió (chiếm 46% tổng công suất). Đồng thời, PC1 hiện đang phát triển 2 nhà máy thủy điện nhỏ Thượng Hà (13 MW) và Bảo Lạc A (10 MW), tổng công suất 2 nhà máy tương đương 14% công suất phát điện của PC1 hiện tại.

Chúng tôi dự phóng, doanh thu năm 2029 mảng thủy điện sẽ đạt lần lượt 930 tỷ đồng (CAGR 2025 – 2029 đạt 12%/năm) và mảng điện gió đạt 1.010 tỷ đồng (CAGR 2025 – 2029 đạt 2% năm), dựa trên các giả định sau:

- Nhà máy Thượng Hà và Bảo Lạc A khởi công vào cuối năm 2025 và dự kiến đi vào hoạt động từ đầu năm 2027 do hiện tại vẫn đang vướng giải phóng mặt bằng.
- Nhà máy điện chạy hết công suất và (2) giá điện tăng trưởng 2%/năm.
- Biên lợi nhuận gộp mảng thủy điện và mảng điện gió đạt 58% và 53%, tương ứng với trung bình quá khứ.

Biểu đồ 11. Doanh thu thuần mảng điện dự phóng 2025 - 2029



Nguồn: FPTTS dự phóng

5. Mảng khai thác quặng

Mảng niken: Doanh thu ước đạt 1.295 tỷ đồng (-24% yoy), dựa trên giả định giá niken đạt 17.000 USD/tấn trong năm 2025 và doanh nghiệp xuất khẩu 52.000 tấn tinh quặng trong năm 2025.

- **Về sản lượng:** PC1 hiện khai thác tại mỏ Niken – Đồng (Hòa An, Cao Bằng) với công suất thiết kế 600.000 tấn/năm thông qua CTCP Khoáng sản Tấn Phát, trong đó PC1 nắm giữ 57,27% cổ phần. Toàn bộ sản phẩm được bao tiêu bởi Trafigura – tập đoàn tư nhân lớn thứ hai thế giới về thương mại khoáng sản. Theo doanh nghiệp, mỏ niken hiện đang hoạt động 100% công suất. Với trữ lượng khai thác quặng thô 600.000 tấn/năm, PC1 ước tính sản xuất khoảng 66.000 tấn quặng tinh mỗi năm. Theo tính toán, 100 tấn quặng tinh có hàm lượng niken khoảng 6,5%.
- **Về giá:** Giá niken được niêm yết theo giá hợp đồng tương lai của niken sau thời điểm xuất khẩu 2 tháng. Nguyên nhân là do Việt Nam hiện mới chỉ sản xuất được tinh quặng – một dạng sản phẩm chưa qua chế biến sâu. Khi nhập khẩu, khách hàng cần thêm thời gian để tinh luyện quặng thành các sản phẩm có độ tinh khiết cao hơn. Khoản chênh lệch doanh thu giữa thời điểm xuất khẩu và giá thực tế sẽ được quyết toán sau đó.

Chúng tôi dự báo giá xuất khẩu niken sẽ dao động trong khoảng 16.000 – 17.000 USD/tấn do tình trạng dư thừa nguồn cung từ Indonesia. Kể từ cuối năm 2023, giá niken duy trì quanh mức 16.000 USD/tấn, giảm khoảng 67% so với mức đỉnh năm 2022, chủ yếu do:

- Indonesia – quốc gia chiếm khoảng 51% tổng sản lượng khai thác niken toàn cầu – gia tăng mạnh sản lượng nhờ mở rộng công suất khai thác và chế biến, cũng như thu hút đầu tư vào chuỗi giá trị niken trong nước.
- Nhu cầu suy yếu từ Trung Quốc, đặc biệt là trong lĩnh vực sản xuất pin cho xe điện.

Dự báo, nguồn cung niken dư thừa từ Indonesia sẽ tiếp tục giữ giá niken ở mức thấp trong thời gian tới. Theo GlobalData, giá niken có thể dao động trong khoảng 16.500 – 17.500 USD/tấn, chủ yếu do sự gia tăng sản lượng từ Indonesia và Philippines ([phụ lục dự phóng giá niken của các tổ chức](#)).

IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

1. Chậm giải phóng mặt bằng các dự án BĐS KCN

Chúng tôi cho rằng, động lực tăng trưởng dài hạn của PC1 đến từ mảng BĐS KCN. Hiện tại 5/6 dự án KCN của PC1 đều đang trong giai đoạn vừa được chấp thuận chủ trương đầu tư hoặc mới bàn giao ~20%. Điều này mang lại tính bất định cao, đặc biệt nếu quá trình giải phóng mặt bằng gặp khó khăn do tranh chấp đất đai, thay đổi chính sách hoặc đàm phán kéo dài. Trong trường hợp này, PC1 có thể đối mặt với nguy cơ trì hoãn ghi nhận doanh thu, đồng thời phát sinh thêm chi phí ngoài dự kiến.

2. Lỗ chênh lệch tỷ giá

PC1 có khoản vay ngoại tệ đáng kể (chiếm 45% nợ dài hạn và 24% tổng vay nợ), chủ yếu phục vụ hoạt động xây lắp điện và sản xuất công nghiệp. Nếu tỷ giá USD/VND tăng mạnh, doanh nghiệp sẽ phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá, làm ảnh hưởng đến chi phí tài chính và lợi nhuận ròng.

3. Biến động giá niken

PC1 tham gia vào hoạt động khai thác và kinh doanh niken, một loại khoáng sản có giá biến động mạnh theo thị trường toàn cầu. Hiện tại, giá niken chịu áp lực từ nguồn cung dư thừa tại Indonesia, làm tăng khả năng giá tiếp tục giảm hoặc duy trì ở mức thấp trong thời gian tới, ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận từ mảng khoáng sản của PC1.

V. DỰ PHÓNG VÀ TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

1. Dự phóng KQKD

Dựa trên triển vọng kinh doanh của PC1, chúng tôi đưa ra dự phóng về kết quả kinh doanh PC1 giai đoạn 2025F – 2026F như sau:

Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh 2025F – 2026F PC1

Đơn vị: Tỷ VND	2025F	% YoY	2026F	% YoY
Doanh thu thuần	12.574	+29%	12.893	+3%
Xây lắp điện & Sản xuất công nghiệp	6.857	+33%	7.383	+8%
Bán điện	1.525	-11%	1.695	+11%
Kinh doanh và chuyển nhượng BĐS đầu tư	1.421	+2.686%	634	-55%
Khai thác vận hành KCN	600	+0%	600	0%
Bán khoáng sản	1.295	-24%	1.706	+32%
Khác	877	+0%	877	0%
Giá vốn hàng bán	9.770	+4%	9.940	+2%
Lợi nhuận gộp	2.804	+38%	2.952	+5%
Chi phí bán hàng	98	+24%	101	+3%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	609	+24%	625	+3%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	2.097	+38%	2.227	+6%

Phản lãi trong công ty liên kết	123	+173%	100	-19%
Doanh thu tài chính	207	+11%	130	-37%
Chi phí tài chính	968	+5%	916	-5%
- Trong đó: Chi phí lãi vay	749	+0%	692	-8%
Lợi nhuận trước thuế	1.472	+77%	1.554	+6%
Lợi nhuận sau thuế TNDN	1.177	+67%	1.243	+6%
Lợi nhuận sau thuế của Công ty mẹ	770	+67%	814	+6%

Chi tiết các khoản mục như sau:

Dự phóng các mảng kinh doanh:

- **Mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp:** Doanh thu đạt lần lượt 6.857 tỷ đồng (+33% yoy) và 7.383 tỷ đồng (+8% yoy) từ (1) backlog chuyển tiếp lớn sang năm 2025 ở mức cao, đạt 6.488 tỷ đồng (+76% yoy, 1,76 lần doanh thu 2024) và (2) triển vọng từ quy hoạch tăng cường đầu tư vào NLTT. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 9%, cao hơn 2đợt so với năm 2024 do giảm tỷ trọng chi phí thuê ngoài.
- **Mảng bán điện:** Doanh thu 2025F đạt 1.525 tỷ đồng (-11% yoy) do thời tiết chuyển dần sang trạng thái trung tính. Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 55%, tương đương với trung bình quá khứ.
- **Mảng khai thác vận hành KCN:** Doanh thu duy trì ổn định ở mức 600 tỷ đồng nhờ vận hành dự án Nomura GD1. Các dự án do Western Pacific vận hành dự kiến đóng góp 173 tỷ đồng và 150 tỷ đồng vào phần lãi từ công ty liên kết cho PC1.
- **Mảng BĐS dân dụng:** Bên cạnh ~20 tỷ đồng từ bán sản thương mại còn lại, chúng tôi dự phóng PC1 sẽ ghi nhận lần lượt 1.397 tỷ đồng (~70% dự án Tháp Vàng – Gia Lâm) và 587 tỷ đồng (~30% còn lại) trong năm 2025 – 2026)
- **Mảng niken:** Dự phóng doanh thu đạt 1.295 tỷ đồng (-24% yoy) do (1) kế hoạch xuất khẩu 53.000 tấn tinh quặng (-19% so với thực hiện 2024) và (2) giá niken duy trì ở mức 17.000 USD.

Chi phí bán hàng và chi phí QLDN: Lần lượt đạt 0,8% và 4,8% doanh thu, tương đương trung bình quá khứ.

LNST công ty mẹ: Đạt 770 tỷ đồng trong năm 2025 (+67% yoy).

2. Kết quả định giá

Bằng phương pháp FCFE và FCFF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu PC1 là **28.800VND/cp** (+26% so với giá đóng cửa ngày 14/03/2025) và khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PC1.

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Hệ số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	27.800	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	29.800	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		28.800	

2.1. Giả định mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng VCSH	16,05%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,65x
Chi phí nợ sau thuế	7,5%	Phần bù rủi ro thị trường	11,74%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	10,93%	Tăng trưởng dài hạn	2,00%
Lãi suất phi rủi ro 5 năm	2,09%	Thời gian dự phóng	5 năm

2.2. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Tỷ VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	7.922
(+) Tiền và đầu tư tài chính	3.297
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	2.186
Giá trị vốn chủ sở hữu	9.032
Số lượng cổ phiếu PC1 (triệu cp)	325,64
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	27.800

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	19.357
(+) Tiền và đầu tư tài chính	3.297
(-) Vay nợ	10.781
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	2.186
Giá trị vốn chủ sở hữu	9.687
Số lượng cổ phiếu PC1 (triệu cp)	325,64
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	29.800

VI. PHỤ LỤC

1. Danh sách các công ty con của PC1 (tại ngày 4/3/2025) ([quay lại](#))

Bảng 5. Danh sách các công ty con của PC1

STT	Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh chính
Công ty con cấp 1		
1	CTCP PC1 Hà Nội	
2	CTCP PC1 Miền Nam	
3	Công ty TNHH MTV Xây lắp điện 1 – Miền Bắc	Xây lắp điện
4	Công ty TNHH MTV Xây lắp điện 1 - Mỹ Đình	
5	Công ty TNHH MTV Xây lắp điện 1 - Hà Đông	
6	Công ty TNHH MTV PC1 Nàng Hương	Dịch vụ
7	CTCP PC1 Thăng Long	Xây lắp điện
8	Công ty TNHH Chế tạo Cột thép Đông Anh	Sản xuất các loại cột thép, mạ kẽm, kết cấu thép
9	CTCP Thủy điện Trung Thu	Đầu tư xây dựng các nhà máy thủy điện vừa và nhỏ. Sản xuất và kinh doanh điện năng
10	CTCP Đầu tư Địa ốc Mỹ Đình	Đầu tư, kinh doanh bất động sản
11	CTCP Lắp máy Công nghiệp Việt Nam	Lắp đặt máy móc và thiết bị công nghiệp
12	CTCP Năng lượng Bảo Lâm	Quản lý sau đầu tư thủy điện.
13	CTCP Đầu tư Năng Lượng Miền Bắc	Sản xuất và kinh doanh điện năng.
14	CTCP Cơ khí Ô tô Hòa Bình	Đầu tư, kinh doanh bất động sản
15	CTCP Đầu tư Thương mại Tiến Bộ	Đầu tư, kinh doanh bất động sản
16	CTCP Điện gió Liên Lập	Sản xuất điện từ năng lượng gió
17	CTCP Điện gió Phong Nguyên	Sản xuất điện từ năng lượng gió
18	CTCP Điện gió Phong Huy	Sản xuất điện từ năng lượng gió
19	CTCP Đầu tư và Dịch vụ Công nghệ	Cung cấp vật tư thiết bị hệ thống điện
20	CTCP thủy điện Sông Gâm	Sản xuất và kinh doanh điện năng.
21	CTCP Khoáng sản Tấn Phát	Thăm dò, khai thác và kinh doanh khoáng sản
22	CTCP Thiết bị Thương mại	Đầu tư, kinh doanh bất động sản
23	Asia Dragon Trading Pte.Tld	Quản lý bất động sản
24	Công ty Phát triển Khu công nghiệp Nhật Bản - Hải Phòng	Đầu tư, xây dựng và kinh doanh cơ sở hạ tầng, tiện ích, dịch vụ của khu công nghiệp
25	PC1 Australia Pty Ltd	Kinh doanh sản phẩm thép

26	CTCP KCN Quốc tế Hải Phòng	Kinh doanh cơ sở hạ tầng của khu công nghiệp
----	----------------------------	--

Công ty con cấp 2

1	CTCP Cột thép Mạ kẽm Thái Nguyên	Sản xuất các loại cột thép mạ kẽm, kết cấu thép
2	CTCP Thí nghiệm điện ETIK	Thí nghiệm điện
3	Công ty TNHH MTV Xây lắp điện 1 - Từ Liêm	Xây lắp điện
4	Công ty TNHH MTV Xây lắp điện 1 – Ninh Bình	Xây lắp điện

Công ty liên kết

1	CTCP Gang thép Cao Bằng	Khai thác, chế biến và kinh doanh khoáng sản
2	CTCP Đầu tư Bất động sản CT2	Đầu tư, kinh doanh bất động sản
3	CTCP Western Pacific	Đầu tư BĐS KCN
4	CTCP Kho bãi Phú Bình	Cho thuê kho, nhà xưởng, lưu giữ hàng

Nguồn: PC1
2. Dự phóng giá niken của các tổ chức
Bảng 6. Dự phóng giá niken của các tổ chức

Nguồn	Giá niken dự phóng 2025 (\$/tấn)
ANZ Research	\$16,969
Australia's OCE	\$17,059
BMI	\$17,500
Trading Economics	Q1: \$17,020 Q2: \$16,673 Q3: \$16,630

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 10 cổ phiếu PC1, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3 Tòa nhà 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888