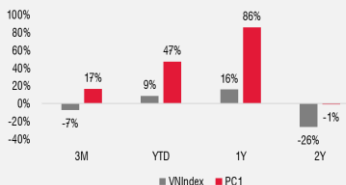


## CTCP Tập đoàn PC1 (PC1: HOSE)

**Ngày báo cáo:** 28/11/2023  
**Ngành:** TIỆN ÍCH  
**CVPT:** Võ Thanh Hằng  
**Email:** [hangvt1@ssi.com.vn](mailto:hangvt1@ssi.com.vn)  
**SĐT:** +84-24 3936 6321 ext. 8709

**Khuyến nghị:** **KHẢ QUAN**  
**Giá mục tiêu 1 năm:** **30.200 Đồng**  
**Giá CP ngày 28/11/2023:** 25.550 Đồng  
**% Tăng giá:** **+18,2%**

**Giá trị vốn hoá (triệu USD):** 333,6  
**Giá trị vốn hoá (tỷ đồng):** 8.086  
**Số cổ phiếu lưu hành (triệu):** 310,9  
**KLGD trung bình 3 tháng (cp):** 3.668.559  
**Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ):** 29,6/14,1  
**GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng):** 109  
**Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%):** 7,58  
**Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%):** 0

**Biên động giá cổ phiếu**

Nguồn: SSI Research

**Thông tin cơ bản về công ty**

CTCP tập đoàn PC1 (PC1) là công ty xây dựng điện hàng đầu với hơn 50 năm kinh nghiệm hoạt động. Tiền thân của PC1 là doanh nghiệp Nhà nước thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), công ty đã cổ phần hóa hoàn toàn vào năm 2005 và hiện tại là một công ty tư nhân. Vào ngày 16/11/2016, công ty đã niêm yết 75,2 triệu cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. PC1 tham gia vào hàng trăm dự án xây dựng điện quan trọng tại Việt Nam, và mở rộng sang các mảng kinh doanh khác bao gồm bất động sản, năng lượng và sản xuất cột thép, bất động sản KCN và khai thác khoáng sản.

## Nhu cầu phát triển hạ tầng lưới điện dự kiến sẽ thúc đẩy hoạt động xây dựng và sản xuất công nghiệp từ 2024

**Triển vọng:** Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh năm 2024 sẽ có sự cải thiện đáng kể so với mức nền lợi nhuận thấp trong năm trước (tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt -57,9% và +79,1%). Tăng trưởng chủ yếu đến từ việc tăng cường đầu tư vào các dự án lưới điện quốc gia, tác động trực tiếp lên mảng xây dựng của PC1. Trong khi đó, chúng tôi dự báo thận trọng mảng khoáng sản (bắt đầu đóng góp doanh thu từ Q3/2023) sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu là 18% trong năm 2024 do lo ngại kinh tế toàn cầu suy yếu ảnh hưởng đến nhu cầu Niken. Mảng phát điện và bất động sản dự kiến sẽ mang lại mức tăng trưởng nhẹ trong năm 2024 do điều kiện thời tiết El-Nino ít khắc nghiệt hơn và tỷ lệ lấp đầy gần 100% khu công nghiệp Nhật Bản Hải Phòng.

Đối với mảng xây dựng lưới điện của PC1, dự án tiềm năng trong năm tới là mở rộng đường dây truyền tải 500 KV mạch 3. Chúng tôi ước tính backlog tiềm năng của PC1 sẽ chiếm khoảng 15% vốn đầu tư cho dự án này, tương đương khoảng 1 nghìn tỷ đồng đối với hoạt động xây dựng và 2,5 nghìn tỷ đồng cho hoạt động cung cấp cột thép. Ngược lại, theo quan điểm của chúng tôi, việc phát triển các nhà máy điện tái tạo sẽ có tốc độ tăng trưởng chậm hơn do các mục tiêu quốc gia đặt ra cho phát triển năng lượng tái tạo đến năm 2025 tương đối hạn chế so với giai đoạn trước vào năm 2019-2021.

**Định giá:** Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để đánh giá tiềm năng tăng trưởng của PC1 từ nhiều mảng hoạt động. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là **30.200 đồng/cổ phiếu**, tương đương với mức tăng tiềm năng tăng giá là 18,2% và khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PC1.

**Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn:** Việc trúng thầu mới từ dự án kéo dài đường dây truyền tải 500 KV mạch 3 sẽ là yếu tố hỗ trợ đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn. LNST của cổ đông công ty mẹ được ước tính ở mức 123 tỷ đồng (-30% svck nhưng +85% so với quý trước).

**Rủi ro đối với khuyến nghị:**

- Nhu cầu về sản phẩm khoáng sản thấp/cao hơn dự kiến.
- Dự án kéo dài đường dây truyền tải 500 KV mạch 3 thấp hơn dự kiến, cũng như việc giải ngân cho lưới điện chậm dẫn đến các dự án của Tập đoàn Điện lực Việt Nam bị chậm tiến độ.
- Lượng mưa không thuận lợi do hiệu ứng thời tiết El-Nino có thể ảnh hưởng tới các nhà máy thủy điện trong năm 2024.
- Đồng USD tăng giá có thể khiến công ty chịu lỗ tỷ giá đối với các khoản nợ ngoại tệ ở dự án điện gió hiện tại và xu hướng tăng vay nợ của doanh nghiệp.

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9.828	8.333	7.580	8.664
Tăng trưởng DTT	47,2%	-15,2%	-9,0%	14,3%
Lợi nhuận gộp	1.156	1.599	1.701	1.936
Biên LN gộp	11,8%	19,2%	22,4%	22,3%
Thu nhập tài chính	319	95	180	190
Chi phí tài chính	-359	-765	-987	-859
Chi phí lãi	-315	-614	-821	-752
SG&A	-297	-281	-346	-405
Thu nhập ròng khác	-8	-40	-17	-12
LNTT	896	598	528	874
LNST	764	527	379	678
NPATMI	695	450	189	339
Tăng trưởng NPATMI	35,5%	-35,3%	-57,9%	79,1%
EPS (VND)	2.570	1.664	609	1.090

Nguồn: PC1, SSI Research

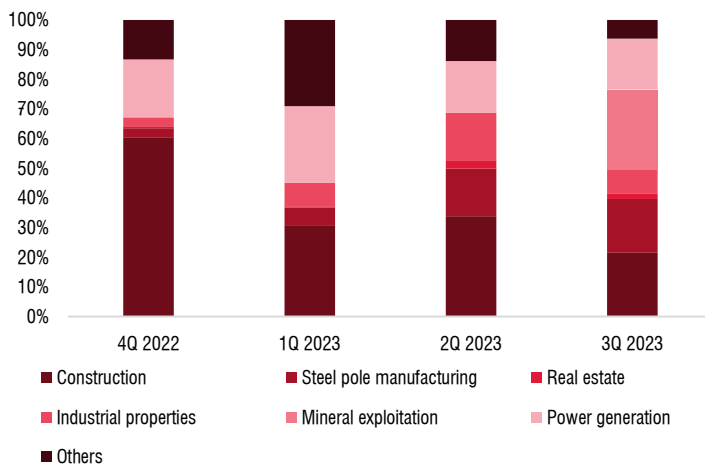
## Cập nhật KQKD Q3/2023

Tỷ đồng	3Q23	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Biên lợi nhuận			
						3Q23	3Q22	2Q23	2022
Doanh thu thuần	2.220	3.006	-26%	1.472	51%				
Lợi nhuận gộp	534	396	35%	283	89%	24,1%	13,2%	19,2%	19,2%
Lợi nhuận hoạt động	358	195	83%	176	103%	16,1%	6,5%	12,0%	14,0%
EBIT	354	209	70%	219	62%	16,0%	6,9%	14,9%	14,5%
EBITDA	561	361	55%	401	40%	25,2%	12,0%	27,3%	22,1%
LNTT	140	47	196%	-0,3	n/a	6,3%	1,6%	0,0%	7,2%
LNST	101	4	2164%	-21	n/a	4,5%	0,1%	-1,4%	6,3%
NPATMI	64	66	-3%	-13	n/a	2,9%	2,2%	-0,9%	5,4%

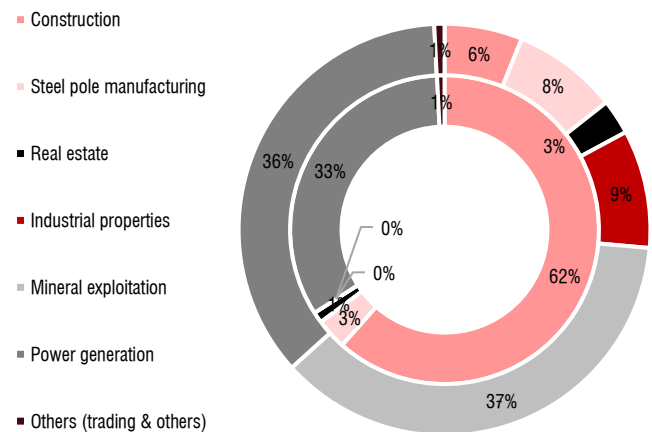
Nguồn: PC1, SSI Research

Trong Q3/2023, mặc dù doanh thu của PC1 giảm 26% svck (đạt 2,2 nghìn tỷ đồng) nhưng lợi nhuận trước thuế tăng trưởng ấn tượng đạt 140 tỷ (tăng 196% svck). Biên lợi nhuận gộp trong Q3/2023 đạt mức 24,1% (so với 13,2% trong Q3/2022), nhờ xuất khẩu khoáng sản bắt đầu đóng góp doanh thu từ Q3/2023 và kết quả kinh doanh mảng điện nói chung có sự cải thiện, trong khi mảng xây dựng vẫn đối mặt với nhiều khó khăn. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2023, lợi nhuận trước thuế đạt 224 tỷ đồng (giảm 26% svck) và hoàn thành 31% kế hoạch của công ty.

### Cơ cấu doanh thu theo quý



### Cơ cấu lợi nhuận gộp trong Q3/2023 so với Q3/2022



Nguồn: PC1, SSI Research

Điểm nhấn chính từ các mảng hoạt động của công ty trong Q3 cụ thể như sau:

- Đối với phát điện, Q3/2023 ghi nhận kết quả tích cực sau 2 quý sụt giảm liên tiếp.** Doanh thu thuần đạt 381 tỷ đồng (tăng 17% svck) và biên lợi nhuận gộp ở mức 50,4% (so với 40,9% trong Q3/2022). Tuy nhiên, điều đáng chú ý là kết quả khả quan này chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng sản lượng của các trang trại điện gió (tăng 87% svck) do mức nền thấp trong Q3/2022 cũng như các nhà máy thủy điện trong nước hoạt động dưới công suất. Sản lượng thủy điện giảm 28% svck (do ảnh hưởng của điều kiện thời tiết kém tích cực bởi hiện tượng El Nino từ giữa 2023) và tỷ trọng cao từ sản lượng phát điện cạnh tranh làm

giảm giá bán điện trung bình, dẫn đến doanh thu phát điện giảm 60% svck. Xem phụ lục 3 về danh sách các nhà máy điện của PC1.

- **Đối với mảng xây dựng và sản xuất công nghiệp, doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 879 tỷ đồng (giảm 65% svck) và 77 tỷ đồng (giảm 70% svck).** Biên lợi nhuận gộp Q3/2023 đạt 8,7%, tương đương với các năm trước đó. PC1 là doanh nghiệp chuyên về xây dựng các dự án lưới điện và dự án điện tái tạo. Mảng hoạt động này tiếp tục phải đối mặt với những thách thức do những vướng mắc về mặt pháp lý của ngành chưa được giải quyết, ví dụ như thiếu hướng dẫn chi tiết cho Quy hoạch phát triển điện VIII và cơ chế giá cho các nhà máy điện tái tạo mới được phát triển. Ngoài ra, tình trạng khó khăn về tài chính của EVN đang ảnh hưởng đến khả năng triển khai các dự án cơ sở hạ tầng. Tính đến cuối Q3, backlog của PC1 đạt 3,7 nghìn tỷ đồng (tăng 5% svck), thấp hơn mức 5-7 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2021 – 2022 (chủ yếu nhờ các dự án xây dựng trang trại điện gió).
- **Các mảng hoạt động mới được phát triển đóng góp vào lợi nhuận của công ty.**

Dự án Niken-đồng Tân Phát bắt đầu ghi nhận đóng góp từ quý 3 với doanh thu thuần là 598 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 197 tỷ đồng, chiếm khoảng 30% tổng lợi nhuận gộp. Trong quý, công ty ghi nhận khoảng 17,5 tấn khoáng sản đã được xuất khẩu. Mỏ khoáng sản đồng-Niken có trữ lượng khoảng 8 triệu tấn, dự kiến sẽ được khai thác trong thời gian từ 15 đến 20 năm.

Mảng bất động sản công nghiệp, cụ thể là KCN Nhật Bản - Hải Phòng (NHIZ), ghi nhận doanh thu ổn định là 182 tỷ đồng và lợi nhuận gộp là 50 tỷ đồng trong Q3/2023.

Về mặt chi phí, công ty phải chịu 324 tỷ đồng chi phí tài chính (tăng 22% svck) trong Q3/2023, chủ yếu là do chi phí đi vay cho mảng khai thác khoáng sản do thời gian vốn hóa đã kết thúc từ quý này. So với quý trước, khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện là 100 tỷ đồng dẫn đến chi phí tài chính tăng đáng kể (tăng 41% so với Q2/2023). Tổng số nợ theo đồng USD là khoảng 160 triệu USD, liên quan đến các dự án trang trại điện gió.

## Triển vọng

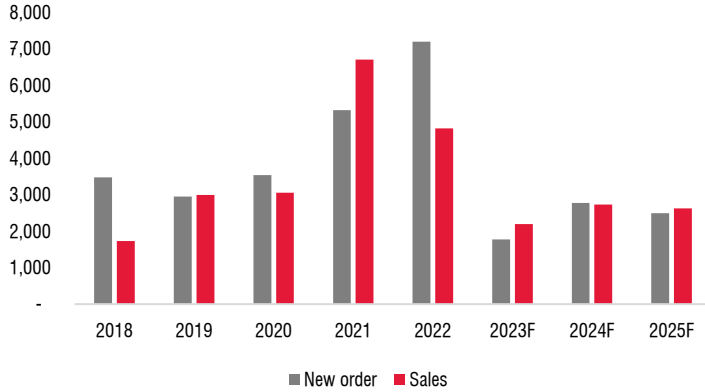
Doanh thu thuần	2022	2023F	2024F	+/- YoY (23F)	+/- YoY (24F)
<b>Tổng cộng</b>	<b>8.333,4</b>	<b>7.579,5</b>	<b>8.664,1</b>	<b>-9%</b>	<b>14%</b>
Xây dựng	4.819	2.200,8	2.734,7	-54%	24%
Sản xuất	653	1.093,1	1.310,2	67%	20%
Sản xuất điện	1.795	1.469	1.579,0	-18%	8%
Khu công nghiệp	-	750	750,0	n/a	0%
Khai thác khoáng sản	-	927,9	1.098,0	n/a	18%
Khác	1.066,4	1.139,1	1.191,7	7%	5%

**Đối với mảng xây dựng và sản xuất công nghiệp, chúng tôi dự báo việc giải ngân cho các dự án lưới điện quốc gia sẽ tăng đáng kể trong những năm tới.** Theo đó, doanh thu và backlog của mảng xây dựng và sản xuất cột điện của công ty sẽ tăng đáng kể trong năm 2024-2025.

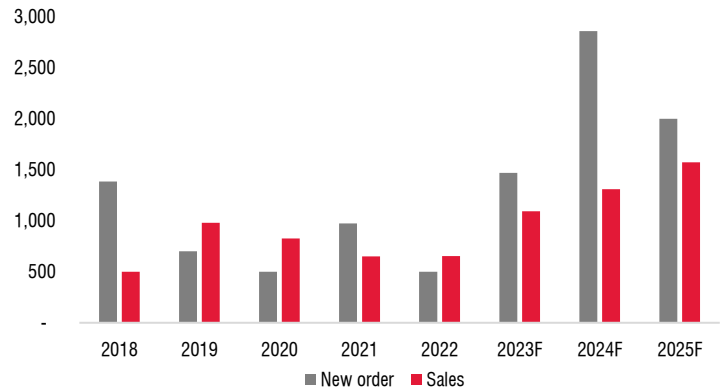
Nhìn chung, chúng tôi dự báo backlog xây dựng mới trong năm 2024 sẽ đạt khoảng 2,8 nghìn tỷ đồng (tăng 55% svck), bao gồm 1,5 nghìn tỷ đồng từ dự án mở rộng đường dây truyền tải 500 KV m3. Trong khi đó, backlog cho việc xây dựng cột điện dự kiến đạt 2,85 nghìn tỷ đồng (tăng 95% svck). Theo đó, chúng tôi dự báo tăng

trường doanh thu mảng xây dựng và sản xuất cột điện đạt hơn 20% svck, tương đương 4 nghìn tỷ đồng trong năm 2024.

Doanh thu và backlog mới từ hoạt động xây dựng theo năm (tỷ đồng)



Doanh thu và giá trị đơn đặt hàng mới từ hoạt động sản xuất theo năm (tỷ đồng)

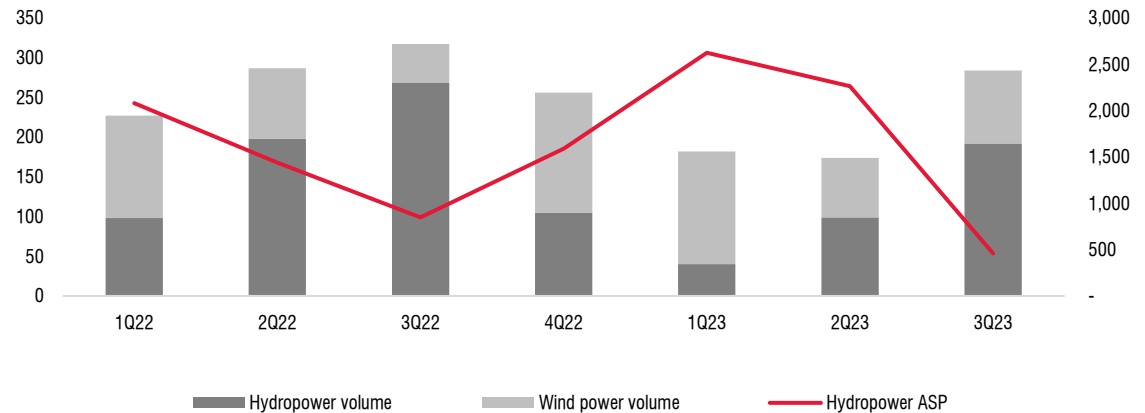


Nguồn: PC1, SSI Research

**Đối với mảng xây dựng lưới điện**, chúng tôi nhận thấy đã có những dấu hiệu đáng kể trong hoạt động phát triển cơ sở hạ tầng điện, đặc biệt là trong việc phân bổ vốn cho đầu tư truyền tải nội tỉnh, có thể là do nhu cầu cấp thiết phải đảm bảo nguồn điện dự phòng cho các tỉnh ở miền Bắc. Các dự án đáng chú ý gồm dự án lưới điện 500 KV Monsoon - Thanh Mỹ và dự án kéo dài đường dây truyền tải 500 KV mạch 3 (xem phụ lục 1).

**Về xây dựng nguồn điện**, Bộ Công Thương mới đây đã ban hành Thông tư số 19/2023/TT-BCT (có hiệu lực từ giữa tháng 12/2023) đưa ra hướng dẫn phương pháp tính giá của các dự án năng lượng tái tạo. Bước tiếp theo sẽ phụ thuộc vào việc ban hành các hướng dẫn cho Quy hoạch điện VIII. Tuy nhiên, ngay cả khi các hướng dẫn được ban hành, chúng tôi cho rằng việc phát triển nguồn điện tái tạo khó đạt được tốc độ tăng trưởng như giai đoạn trước đó. Điều này chủ yếu là do những thay đổi trong cơ cấu giá kém hấp dẫn hơn và những hạn chế trong hệ thống truyền tải. Ngoài ra, còn có những hạn chế về năng lực phát triển theo QHĐ VIII (xem phụ lục 2). Do đó, mức tăng trưởng chung trong toàn ngành và backlog của PC1 đến năm 2025 dự kiến sẽ ở mức khiêm tốn, không giống như mức tăng trưởng đáng kể được ghi nhận trong giai đoạn 2019 – 2021. Chúng tôi cũng thận trọng về giả định backlog của công ty khi ước tính kết quả kinh doanh cho năm 2024 và sẽ điều chỉnh lại ước tính nếu có bất kỳ cập nhật nào từ thị trường.

**Về hoạt động phát điện**, với mức nền thấp của năm 2023 và kỳ vọng hiện tượng thời tiết El Nino yếu hơn trong năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu của công ty sẽ có cải thiện nhẹ. Chúng tôi ước tính doanh thu từ thủy điện sẽ tăng khoảng 15% trong năm 2024 nhờ sản lượng phát điện tăng lên. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy điện gió sẽ duy trì hoạt động ổn định trong năm 2024 và đạt mức tăng trưởng doanh thu là 3%.

**Sản lượng phát điện theo quý (triệu kWh) và giá bán trung bình từ thủy điện (đồng)**

*Nguồn: PC1*

PC1 có tổng công suất phát điện gồm 168 MW thủy điện và 144 MW điện gió (xem phụ lục 3). Chúng tôi không nhận thấy bất kỳ kế hoạch mở rộng công suất nào trong dự báo của chúng tôi cho năm 2024, nhưng ngược lại trong năm 2025 và 2026 chúng tôi dự báo tổng công suất thủy điện sẽ tăng 28% (xem bảng dưới). Trong khi đó, chúng tôi cho rằng PC1 có thể đạt mục tiêu phát triển hệ thống điện áp mái tại KCN Nhật Bản - Hải Phòng. Nếu cơ chế Thỏa thuận mua bán điện trực tiếp (DPPA) được ban hành, PC1 có thể bắt đầu bán điện từ năm 2024. Chúng tôi sẽ theo dõi chặt chẽ tiến độ của dự án này và đưa vào dự báo của chúng tôi khi tính khả thi của dự án trở nên rõ ràng hơn.

Dự án	Loại hình	Giai đoạn đầu tư	Công suất (MW)	Vốn đầu tư dự kiến (tỷ đồng)
Bảo Lạc A	Thủy điện	2023 - 2025	30	1.170
Thượng Hà	Thủy điện	2024 - 2026	10	400

**Đối với mảng bất động sản,** do doanh thu từ KCN Nhật Bản-Hải Phòng được ghi nhận hàng năm và tỷ lệ lấp đầy trên 95%, chúng tôi kỳ vọng doanh thu/biên lợi nhuận gộp sẽ duy trì ổn định trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng sẽ không có bất kỳ khu công nghiệp mới nào được triển khai trong năm 2024. Mặc dù bất động sản nhà ở không phải là mối quan tâm hàng đầu trong năm 2024 nhưng có thể đóng góp vào tăng trưởng thu nhập trong tương lai. Hiện tại, 2 dự án Gia Lâm và Bắc Từ Liêm đang trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục pháp lý, do đó chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ bắt đầu mang lại lợi nhuận từ năm 2025, thay vì từ năm 2024 như dự báo trước đây của chúng tôi.

**Về khai thác khoáng sản,** PC1 sẽ mở rộng xuất khẩu khi bổ sung thêm ít nhất 10.000 tấn cho Trafigura (công ty kinh doanh hàng hóa có trụ sở tại Singapore) và có thể ghi nhận 330 tỷ đồng doanh thu trong Q4/2023. Sang năm 2024, do lo ngại về tốc độ tăng trưởng kinh tế giảm tốc có thể ảnh hưởng đến nhu cầu khoáng sản. Chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu sẽ tăng 18%, chủ yếu nhờ tăng trưởng về sản lượng. Chúng tôi giả định giá bán sẽ ổn định trong suốt năm 2024. Tuy nhiên, triển vọng dài hạn tích cực về nhu cầu Niken là điều đáng chú ý vì niken chủ yếu được sử dụng trong sản xuất hợp kim thép không gỉ và pin.

**Về mặt chi phí**, chi phí lãi vay sẽ giảm nhẹ do dư nợ dài hạn giảm. Chúng tôi cũng lưu ý sự thay đổi về thuế suất thuế thu nhập thực tế từ năm 2023 (từ khoảng 15% lên hơn 20%) do hoạt động khai thác khoáng sản phải chịu mức thuế suất cao hơn mức tiêu chuẩn 20%.

#### Bảng tóm tắt ước tính:

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9.828	8.333	7.580	8.664
<i>Tăng trưởng DTT</i>	47,2%	-15,2%	-9,0%	14,3%
Lợi nhuận gộp	1.156	1.599	1.701	1.936
<i>Biên LN gộp</i>	11,8%	19,2%	22,4%	22,3%
Thu nhập tài chính	319	95	180	190
Chi phí tài chính	-359	-765	-987	-859
Chi phí lãi	-315	-614	-821	-752
SG&A	-297	-281	-346	-405
Thu nhập ròng khác	-8	-40	-17	-12
LNTT	896	598	528	874
LNST	764	527	379	678
NPATMI	695	450	189	339
<i>Tăng trưởng NPATMI</i>	35,5%	-35,3%	-57,9%	79,1%
EPS (VND)	2.570	1.664	609	1.090

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi kỳ kết quả kinh doanh năm 2024 sẽ có sự cải thiện đáng kể so với mức nền lợi nhuận thấp trong năm trước (tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2023 và 2024 lần lượt đạt -57.9% và +79.1%). Tăng trưởng chủ yếu đến từ việc tăng cường đầu tư vào các dự án lưới điện quốc gia, tác động trực tiếp lên mảng xây dựng của PC1. Trong khi đó, chúng tôi dự báo thận trọng mảng khoáng sản (bắt đầu đóng góp doanh thu từ Q3/2023) sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu là 18% trong năm 2024 do lo ngại kinh tế toàn cầu suy yếu ảnh hưởng đến nhu cầu Niken. Mảng phát điện và bất động sản dự kiến sẽ mang lại mức tăng trưởng nhẹ trong năm 2024 do điều kiện thời tiết El-Nino ít khắc nghiệt hơn và tỷ lệ lấp đầy gần 100% khu công nghiệp Nhật Bản Hải Phòng. Đối với mảng xây dựng lưới điện của PC1, dự án tiềm năng trong năm tới là mở rộng đường dây truyền tải 500 KV mạch 3. Chúng tôi ước tính backlog tiềm năng của PC1 sẽ chiếm khoảng 15% vốn đầu tư cho dự án này, tương đương khoảng 1 nghìn tỷ đồng đối với hoạt động xây dựng và 2,5 nghìn tỷ đồng cho hoạt động cung cấp cột thép. Ngược lại, theo quan điểm của chúng tôi, việc phát triển các nhà máy điện tái tạo sẽ có tốc độ tăng trưởng chậm hơn do các mục tiêu quốc gia đặt ra cho phát triển năng lượng tái tạo đến năm 2025 tương đối hạn chế so với giai đoạn trước vào năm 2019-2021. Theo đó, trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và NPATMI sẽ lần lượt đạt khoảng 8,66 nghìn tỷ đồng (tăng 14% svck) và 339 tỷ đồng (tăng 79% svck). Biên lợi nhuận gộp dự kiến duy trì ở mức trên 20% trong năm 2024 nhờ đóng góp từ khu công nghiệp Nhật Bản – Hải Phòng và mảng xuất khẩu Niken. Ngoài ra, chúng tôi lưu ý rằng giá định về việc tỷ giá ổn định năm 2024 (VND mất giá khoảng 3%) đóng một vai trò quan trọng trong tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ và nhấn mạnh rằng sự biến động mạnh của tỷ giá thể có tác động tiêu cực đến tăng trưởng LNST của cổ đông công ty mẹ trong năm 2024.

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để đánh giá tiềm năng tăng trưởng của PC1 từ nhiều mảng hoạt động. Cụ thể, phương pháp DCF dựa trên WACC là 10,2% và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối là 1,5%. Chi phí đầu tư trong giai đoạn 2024-2025 dự báo ở mức cao khi đầu tư và các nhà máy thủy điện mới như đề cập ở trên.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm là **30.200 đồng/cổ phiếu**, tương đương với mức tăng tiềm năng tăng giá là 18,4% và khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PC1.

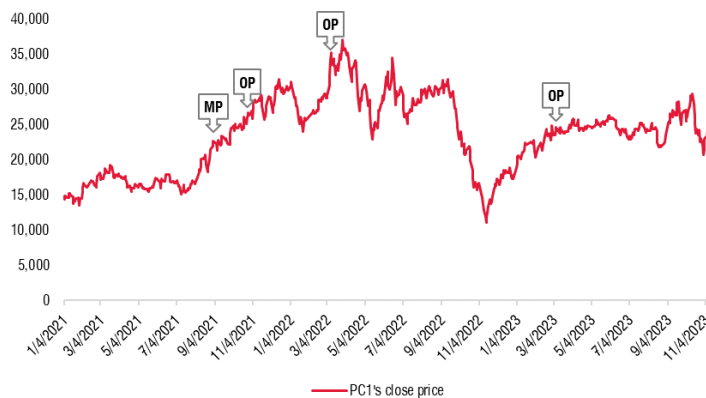
Tóm tắt định giá	2023F	2024F	2025F	2026F
EBIT	1.349	1.605	1.906	2.564
Thêm: Khấu hao	678	675	678	727
Trừ: CAPEX	778	1.202	986	192
Trừ: Thay đổi trong WC	-135	272	128	646
Dòng tiền linh hoạt	1.002	449	1.037	1.867
Giá trị cuối				21.327
<b>Giá trị hiện tại</b>	<b>925</b>	<b>376</b>	<b>790</b>	<b>1.293</b>
<b>Giá trị hiện tại của giá trị cuối</b>				<b>14.761</b>
Tổng giá trị doanh nghiệp	21.737			
Giá trị vốn cổ phần	8.177			
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>30.235</b>			

#### Rủi ro đối với khuyến nghị:

- Nhu cầu về sản phẩm khoáng sản thấp/cao hơn dự kiến.
- Dự án kéo dài đường dây truyền tải 500 KV mạch 3 thấp hơn dự kiến, cũng như việc giải ngân cho lưới điện chậm dẫn đến các dự án của Tập đoàn Điện lực Việt Nam bị chậm tiến độ.
- Lượng mưa không thuận lợi do hiệu ứng thời tiết El-Nino có thể ảnh hưởng tới các nhà máy thủy điện trong năm 2024.

**Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn:** Trong Q4/2023, doanh thu và NPATMI ước đạt lần lượt là 2,38 nghìn tỷ đồng và 123 tỷ đồng (giảm 30% svck nhưng tăng 85% so với quý trước). Thông báo trúng thầu mới từ dự án kéo dài đường dây truyền tải 500 KV mạch 3 sẽ là yếu tố hỗ trợ đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

#### Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.292	2.937	3.140	3.487
+ Đầu tư ngắn hạn	144	655	655	655
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.124	3.172	2.885	3.298
+ Hàng tồn kho	904	890	777	890
+ Tài sản ngắn hạn khác	126	262	238	272
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.589</b>	<b>7.917</b>	<b>7.696</b>	<b>8.602</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	8	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	10.160	9.521	10.381	9.732
+ Bất động sản đầu tư	221	271	235	209
+ Tài sản dài hạn dở dang	380	1.385	663	1.865
+ Đầu tư dài hạn	639	1.527	1.527	1.527
+ Tài sản dài hạn khác	689	983	983	984
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>12.098</b>	<b>13.688</b>	<b>13.789</b>	<b>14.317</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>18.687</b>	<b>21.604</b>	<b>21.485</b>	<b>22.919</b>
+ Nợ ngắn hạn	5.799	5.953	4.665	5.333
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>2.800</i>	<i>3.676</i>	<i>2.678</i>	<i>3.059</i>
+ Nợ dài hạn	6.607	8.589	8.988	9.104
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>6.238</i>	<i>8.284</i>	<i>8.736</i>	<i>8.815</i>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>12.406</b>	<b>14.543</b>	<b>13.653</b>	<b>14.437</b>
+ Vốn góp	2.352	2.704	3.110	3.110
+ Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.305	1.337	1.493	1.773
+ Quỹ khác	1.913	2.309	2.516	2.886
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.281</b>	<b>7.062</b>	<b>7.830</b>	<b>8.480</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>18.687</b>	<b>21.604</b>	<b>21.483</b>	<b>22.917</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	93	1.020	1.122	1.088
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-4.949	-3.246	-778	-1.202
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	5.682	2.874	-141	460
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>826</b>	<b>648</b>	<b>203</b>	<b>347</b>
Tiền đầu kỳ	1.476	2.292	2.937	3.140
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.292</b>	<b>2.937</b>	<b>3.140</b>	<b>3.487</b>

<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,14	1,33	1,65	1,61
Hệ số thanh toán nhanh	0,96	1,14	1,43	1,4
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,42	0,6	0,81	0,78
Nợ ròng / EBITDA	2,86	4,29	4,27	3,62
Khả năng thanh toán lãi vay	3,84	1,97	1,64	2,16
Ngày phải thu	72,9	99,7	104	92,9
Ngày phải trả	60,1	82,6	75,2	65,6
Ngày tồn kho	34,4	48,6	51,8	45,2

<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,34	0,33	0,36	0,37
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,66	0,67	0,64	0,63
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,98	2,06	1,74	1,7
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1,44	1,69	1,46	1,40
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,45	0,52	0,34	0,36

Nguồn: PC1, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.828</b>	<b>8.333</b>	<b>7.580</b>	<b>8.664</b>
Giá vốn hàng bán	-8.673	-6.735	-5.878	-6.728
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.156</b>	<b>1.599</b>	<b>1.701</b>	<b>1.936</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	319	95	180	190
Chi phí tài chính	-359	-765	-987	-859
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-56	9	-43	-49
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-241	-290	-303	-355
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>905</b>	<b>638</b>	<b>544</b>	<b>886</b>
Thu nhập khác	-8	-40	-17	-12
Lợi nhuận trước thuế	896	598	528	874
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>764</b>	<b>527</b>	<b>379</b>	<b>678</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>695</b>	<b>450</b>	<b>189</b>	<b>339</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	69	77	189	339
EPS cơ bản (VND)	2.660	1.523	557	998
Giá trị sổ sách (VND)	19.992	18.892	18.289	19.287
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	1.212	1.212	1.349	1.626
EBITDA	1.576	1.839	2.027	2.301

<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	47,2%	-15,2%	-9,0%	14,3%
EBITDA	34,3%	16,7%	10,2%	13,5%
EBIT	35,5%	0,0%	11,3%	20,5%
Lợi nhuận ròng	40,5%	-31,0%	-28,1%	79,1%
Vốn chủ sở hữu	31,7%	12,4%	10,9%	8,3%
Vốn điều lệ	23,0%	15,0%	15,0%	0,0%
Tổng tài sản	74,3%	15,6%	-0,6%	6,7%

<b>Định giá</b>				
P/E	14,8	15,6	42,5	23,8
P/B	1,3	1,4	1,4	1,3
Giá/Doanh thu	0,5	0,7	1,2	1,1
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	9,8	8,4	7,6	6,7
EV/Doanh thu	1,6	1,8	2	1,8

<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,8%	19,2%	22,4%	22,3%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	11,9%	14,0%	15,6%	16,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7,8%	6,3%	5,0%	7,8%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,6%	-0,1%	0,6%	0,6%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,5%	3,5%	4,0%	4,1%
ROE	13,8%	7,9%	5,1%	8,3%
ROA	5,2%	2,6%	1,8%	3,1%
ROIC	8,7%	6,2%	5,1%	6,4%



## PHỤ LỤC 1: CÁC DỰ ÁN TRUYỀN ĐIỆN 500 KV TRỌNG ĐIỂM GIAI ĐOẠN 2023 – 2024

- Dự án lưới điện 500 KV Monsoon – Thạnh Mỹ** nối các nhà máy điện gió ở Lào (công suất 600 MW) với trạm biến áp 500 KV Thạnh Mỹ. Đường dây truyền tải dài 65 km, trong đó 45 km thuộc lãnh thổ Việt Nam. Ban đầu, lưới điện dự kiến sẽ truyền tải khoảng 1,7 tỷ kWh điện từ nhà máy điện gió Moonsoon và sau đó nhập khẩu về Việt Nam. Tổng chi phí xây dựng và cung cấp cho dự án này ước tính khoảng 915 tỷ đồng.

**Tác động đến PC1:** Công ty đã ký kết thành công hợp đồng xây dựng trị giá khoảng 90 tỷ đồng, chiếm 25% tổng giá trị xây dựng của dự án Moonsoon-Thạnh Mỹ. Ngoài ra, PC1 đã chào thầu 147 tỷ đồng cho việc cung cấp vật liệu, chiếm 50% tổng giá chào thầu cung cấp cột điện. Thời gian triển khai và hoàn thành dự án này dự kiến diễn ra trong năm 2024.

- Dự án kéo dài đường dây truyền tải 500 KV mạch 3** nhằm kết nối trạm biến áp 500 Kv tại huyện Quảng Trạch (miền Trung) đến tỉnh Hưng Yên (miền Bắc), có chiều dài 515 km. Dự án này có tổng vốn đầu tư ước khoảng 22 nghìn tỷ đồng (khoảng 1 tỷ USD). Hiện tại, một hợp đồng trị giá 2,4 nghìn tỷ đồng (105 triệu USD) đang được mở thầu, chủ yếu là lưới điện nối Nhà máy Nhiệt điện Nam Định I với tỉnh Thanh Hóa. Quá trình đấu thầu dự án sẽ kết thúc vào tháng 11 và doanh nghiệp trúng thầu sẽ được công bố vào cuối tháng 11 đến tháng 12. Điều đáng chú ý là có ba dự án khác đang trong giai đoạn đầu, gần đây đã kêu gọi đấu thầu dịch vụ tư vấn. Hoạt động xây dựng và cung ứng cho các dự án này dự kiến sẽ mở thầu trong năm 2024.

Về tiến độ giải ngân, chúng tôi cho rằng thời hạn đề xuất cho toàn bộ dự án truyền tải từ Quảng Trạch đến Phố Nội vào giữa năm 2024 là khá tham vọng. Chúng tôi cho rằng cả 4 dự án này nhiều khả năng sẽ được hoàn thành trong năm 2025, dựa trên tiến độ thực tế của dự án 500 KV mạch 3 Vũng Áng – Pleiku (có chiều dài 740 km và được thực hiện từ đầu năm 2019 đến giữa năm 2022).

**Bảng 1: Thông tin tổng thể dự án mở rộng 500 kv mạch 3 (Đơn vị: tỷ đồng)**

Dự án	Vốn đầu tư dự kiến	Mở thầu					Trúng thầu
		Tổng	Tư vấn	Xây dựng	Cung cấp		
Từ Nhiệt điện Nam Định I đến Phố Nội (tỉnh Hưng Yên)	5.540	105	105	n/a	n/a	n/a	
Từ Nhiệt điện Nam Định I đến tỉnh Thanh Hóa	2.294	2.087	16	850	1,221	115	
Từ Quỳnh Lưu (Nghệ An) đến tỉnh Thanh Hóa	4.116	71	71	n/a	n/a	n/a	
Từ Quảng Trạch (Quảng Bình) đến Quỳnh Lưu	10.111	152	152	n/a	n/a	n/a	
<b>Tổng</b>	<b>22.060</b>	<b>2.414</b>	<b>343</b>	<b>850</b>	<b>1.221</b>	<b>115</b>	

Nguồn: SSI Research tổng hợp

**Bảng 2: Lịch đấu thầu và giá trị dự kiến (tỷ đồng)**

Phạm vi công việc	Tháng 11/2023						Tháng 12/2023		Tổng cộng	
	7	11	15	17	21	23	24	10		13
Tư vấn	0.7		100	226	2			0.2		329
Xây dựng		260				587				846
Cung ứng						758	258		198	1.214
<b>Tổng cộng</b>										<b>2.390</b>

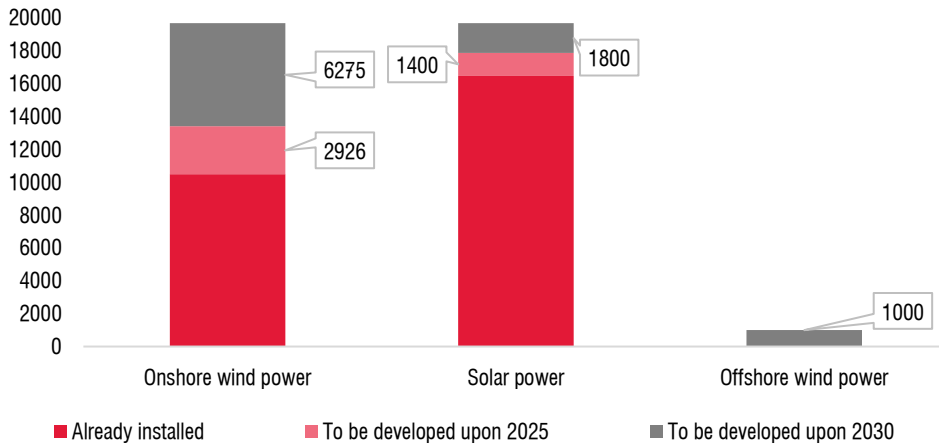
Nguồn: BCT, SSI Research tổng hợp

**Tác động đến PC1:** Dựa trên kết quả đấu thầu trước đây của dự án 500 kv mạch 3 Vũng Áng – Pleiku, chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ giành được khoảng 15% tổng vốn đầu tư của dự án này, với backlog tiềm năng ước tính khoảng 1 nghìn tỷ đồng đối với hoạt động xây dựng và 2,5 nghìn tỷ đồng đối với mảng cung cấp cột điện.

- Đối với các hồ sơ đã trúng thầu, liên danh giữa PC1 và Công ty Cổ phần Sông Đà 11 (SJE: HNX) đã trúng thầu gói thầu xây dựng trị giá 104,3 tỷ đồng.

- Đối với các gói thầu đang đấu thầu và dự kiến kết thúc vào cuối năm 2023 (trị giá 2.390 tỷ đồng, như bảng 2), dự kiến giá trị trúng thầu sẽ đạt khoảng 200 tỷ đồng đối với hoạt động xây dựng và 300 tỷ đồng đối với hoạt động cung cấp.

## PHỤ LỤC 2: KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN ĐIỆN MẶT TRỜI VÀ ĐIỆN GIÓ ĐẾN NĂM 2030 (MW)



Nguồn: Quy hoạch điện VIII, SSI Research tổng hợp

## PHỤ LỤC 3: DANH SÁCH CÁC NHÀ MÁY ĐIỆN CỦA PC1

Nhà máy	Công suất (MW)	Năm hoạt động
Nhà máy thủy điện ở miền Bắc:		
Bảo Lâm 1	30	2017
Bảo Lâm 3	46	2017
Bảo Lâm 3A	8	2017
Trung thu	30	2016
Mông An	30	2020
Sông Nhiệm 4	7	2020
Bảo Lạc B	18	2020
Bảo Lạc A	30	2025E
Thượng Hà	10	2026E
Nhà máy điện gió ở tỉnh Quảng Trị:		
Liên Lập	48	2021
Phong Huy	48	2021
Phong Nguyên	48	2021

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

#### Ví mô

##### Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

##### Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

### Phân tích Định lượng

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên cao cấp Phân tích dữ liệu

tranglh1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8710

#### Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

### Phân tích Ngành Logistics

#### Võ Thanh Hằng

Chuyên viên Phân tích Cổ phiếu

Hangvt1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8709

#### Dữ liệu

##### Lương Thị Việt

Chuyên viên cao cấp hỗ trợ

vietlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8714

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

#### Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

#### Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

#### Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043