

## GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu 1 năm là **33,400 VND/cp** (tăng trưởng 12.9% so với giá đóng cửa ngày 06/6/2023).

**Thông tin cập nhật:** Quý 1 năm 2023, doanh thu của PC1 tăng 1.84% so với cùng kỳ năm ngoái (svck) trong đó doanh thu hoạt động xây lắp tăng 26.2% svck và chiếm 30.08% tổng doanh thu. Lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 55.9% svck do chi phí lãi vay tăng mạnh; lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ đạt 14.5 tỷ đồng tương đương 18.3% LNST.

### Các điểm đáng chú ý

**Mảng xây lắp hưởng lợi trong trung hạn nhờ Quy hoạch Điện VIII:** Hoạt động xây lắp của PC1 từ sau năm 2023 được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ Quy hoạch điện VIII vừa được ban hành do nhu cầu xây lắp lưới truyền tải điện và phát triển dự án năng lượng tái tạo tăng ổn định, trong khi PC1 có năng lực tổng thầu EPC hàng đầu Việt Nam.

**Mảng sản xuất điện gặp khó khăn trong ngắn hạn:** Các nhà máy thủy điện gặp khó khăn do ảnh hưởng từ pha El Nino tuy nhiên các nhà máy điện gió được huy động sản lượng tốt và mang lại doanh thu ổn định trong giai đoạn 2023-2024.

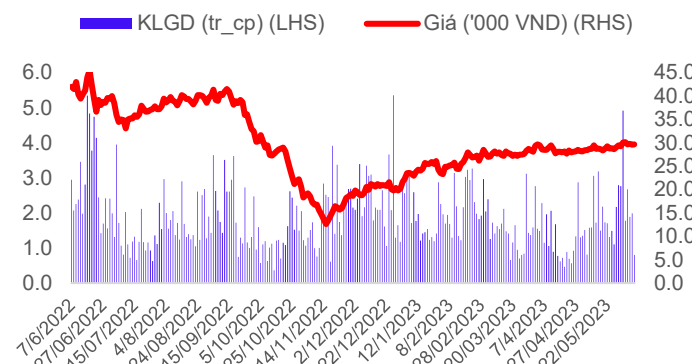
**Kỳ vọng doanh thu được hỗ trợ bởi mảng khai khoáng niken và bất động sản khu công nghiệp (BDS KCN):** Mảng khai khoáng niken dự kiến ghi nhận doanh thu từ Quý 2/2023 với biên lợi nhuận gộp khoảng 16%; mảng BDS KCN được kỳ vọng mang lại doanh thu từ cả hoạt động cho thuê và khai thác, vận hành các dự án.

### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

**Tiềm năng tăng giá:** (1) Các dự án BĐS nhà ở được cấp phép và bàn giao nhanh hơn dự kiến; (2) Tốc độ triển khai các dự án NLTT và lưới truyền tải của EVN nhanh hơn dự kiến.

**Rủi ro giảm giá:** (1) Chi phí lãi vay tiếp tục duy trì ở mức cao; (2) Tỷ lệ lấp đầy tại các KCN thấp hơn đáng kể so với dự kiến; (3) Nhu cầu mua niken của Trafigura thấp hơn dự kiến.

## BIẾN ĐỘNG GIÁ 1 NĂM



	1T	3T	12T
<b>PC1</b>	-5.2%	9.4%	-15.3%
<b>VN INDEX</b>	-1.1%	1.3%	-10.8%

Ngày báo cáo	07/6/2023
Giá hiện tại	VND 29,600
Giá mục tiêu	VND 33,400
<b>Tăng/giảm</b>	<b>12.9%</b>
Bloomberg	PC1 VN EQUITY
Vốn hoá thị trường	8,004.82 tỷ đồng
Biến động 52 tuần	VND 12,650
	VND 39,551
KLGD trung bình	1,870,699
Sở hữu hiện tại NN	5.2%

	ĐVT	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	tỷ đồng	<b>8,358</b>	<b>9,546</b>	<b>10,495</b>	<b>11,395</b>	<b>12,738</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	tỷ đồng	<b>1,211</b>	<b>1,510</b>	<b>1,655</b>	<b>1,788</b>	<b>2,023</b>
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%	-0.1%	24.7%	9.6%	8.0%	13.1%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	tỷ đồng	<b>537</b>	<b>677</b>	<b>806</b>	<b>902</b>	<b>1,131</b>
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%	-29.7%	26.1%	19.1%	11.9%	25.4%
<b>Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ</b>	tỷ đồng	<b>460</b>	<b>481</b>	<b>581</b>	<b>668</b>	<b>872</b>
Tăng trưởng so với cùng kỳ	%	-33.8%	4.6%	20.8%	15.0%	30.5%
<b>EPS cơ bản</b>	đồng/cp	<b>1,701</b>	<b>1,779</b>	<b>2,148</b>	<b>2,470</b>	<b>3,224</b>
<b>BVPS</b>	đồng/cp	<b>26,524</b>	<b>28,445</b>	<b>31,491</b>	<b>34,970</b>	<b>39,445</b>
<b>ROAA</b>	%	<b>2.5%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.6%</b>
<b>ROEA</b>	%	<b>7.5%</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.5%</b>	<b>10.6%</b>
<b>P/E</b>	lần	<b>17.40</b>	<b>16.64</b>	<b>13.78</b>	<b>11.98</b>	<b>9.18</b>
<b>P/B</b>	lần	<b>1.12</b>	<b>1.04</b>	<b>0.94</b>	<b>0.85</b>	<b>0.75</b>

## GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)

### Cập nhật KQKD Quý 1 năm 2023

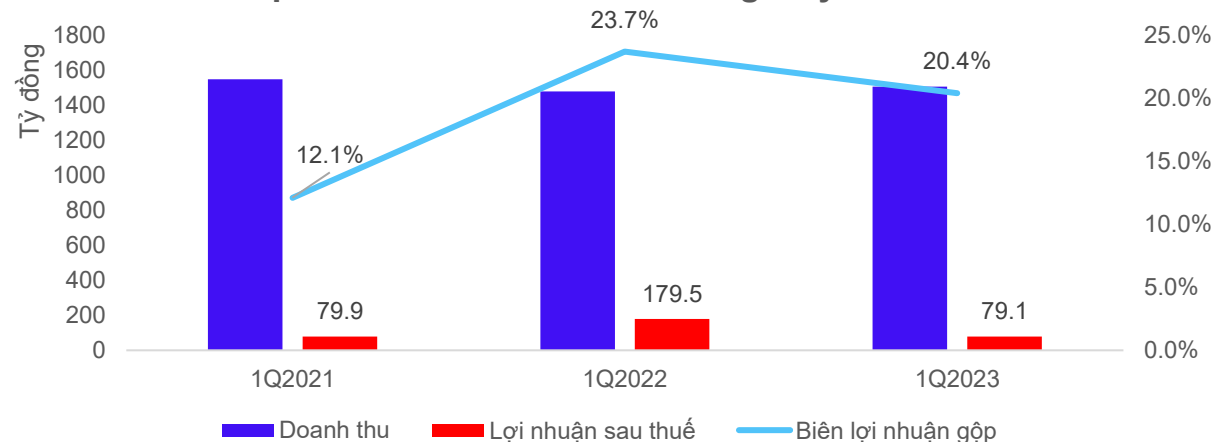
Trong Quý 1/2023, doanh thu của PC1 đạt 1,505.2 tỷ đồng, tăng nhẹ 1.8% so với Quý 1/2022 tuy nhiên lợi nhuận trước thuế chỉ đạt 84.3 tỷ đồng, giảm 54.2% so với cùng kỳ năm ngoái (svck). Nguyên nhân của việc này là do: thứ nhất, giá vốn hàng bán tăng với tốc độ nhanh hơn doanh thu thuần; thứ hai, chi phí tài chính tăng mạnh 74.7% svck trong môi trường lãi suất cao.

Doanh thu mảng xây lắp chiếm 30.8% tổng doanh thu và tăng 26.2% svck, mảng hàng hóa vật tư chiếm 28.4% tổng doanh thu và tăng 15.5% so với cùng kỳ. Sự tích cực trong hai mảng này cùng với đóng góp doanh thu mới từ mảng khai thác, vận hành khu công nghiệp đã bù đắp cho sự sụt giảm trong hoạt động sản xuất điện và sản xuất công nghiệp của PC1 trong Quý 1 vừa qua.

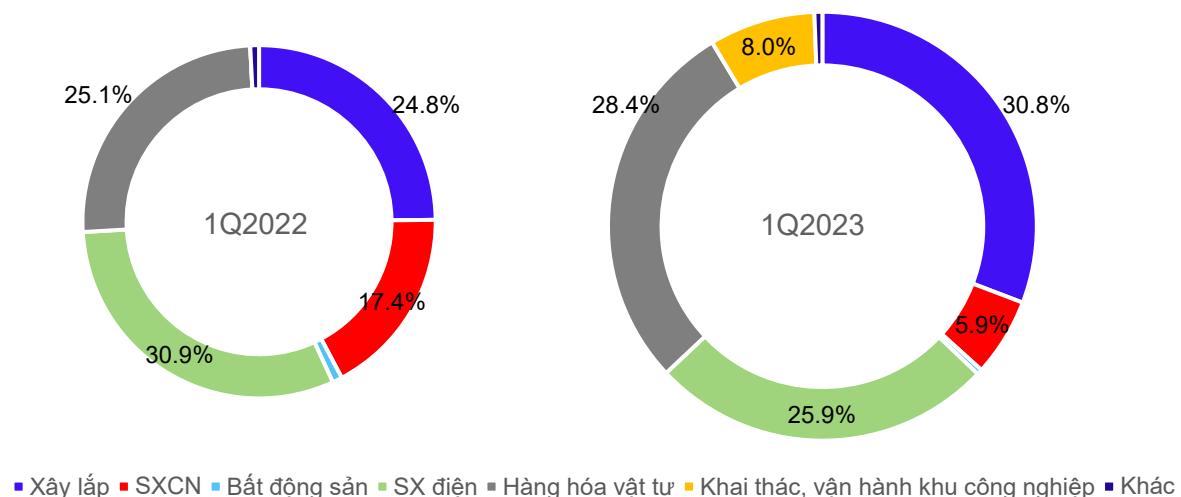
Chi phí tài chính trong quý 1/2023 ở mức 211,5 tỷ đồng, tăng 75% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó chủ yếu là chi phí lãi vay (202.3 tỷ đồng). Môi trường lãi suất cao ảnh hưởng đến các khoản vay chịu lãi suất thả nổi của PC1, đồng thời nợ vay ngắn hạn và dài hạn tăng 13.14% so với cùng kỳ dẫn đến chi phí tài chính tăng và lợi nhuận trước thuế trong quý giảm.

Lợi nhuận sau thuế của PC1 trong Quý 1/2023 chỉ đạt 79.1 tỷ đồng và giảm 55.9% svck, đồng thời lợi nhuận này lại phân phối chủ yếu cho cổ đông không kiểm soát thuộc các mảng bất động sản khu công nghiệp (BĐS KCN) và điện gió, dẫn đến lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ chỉ đạt 14.6 tỷ đồng và giảm 89% svck.

### Kết quả kinh doanh của PC1 trong Quý 1 các năm



### Cơ cấu doanh thu của PC1 trong 1Q2022 và 1Q2023



**GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)**

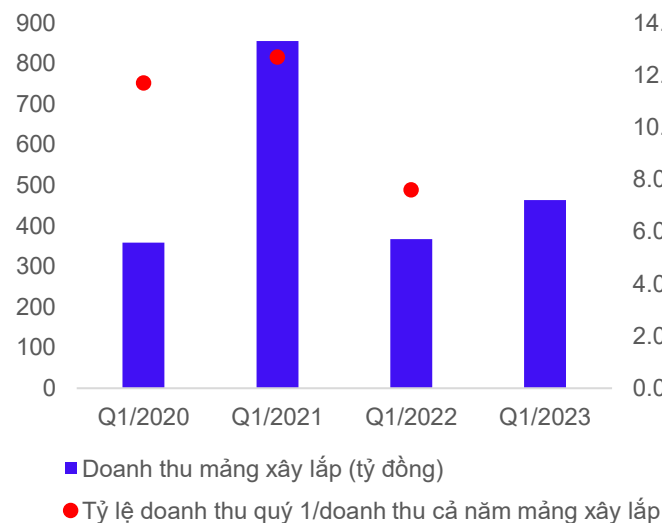
**Mảng xây lắp: hưởng lợi trong trung hạn nhờ Quy hoạch Điện VIII**

Trong Quý 1/2023, doanh thu mảng tổng thầu công trình điện (xây lắp điện) đạt 463.6 tỷ đồng, tăng 26.2% so với cùng kỳ năm 2022. Doanh thu mảng xây lắp trong quý 1 thường không cao bằng các quý cuối năm do thời điểm hạch toán doanh thu của các hợp đồng; đồng thời sản lượng triển khai chưa cao vì đầu tư trong và ngoài EVN đều ở mức thấp. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xây lắp điện của PC1 trong năm 2023 sẽ đạt mức 4,621 tỷ đồng do hỗ trợ từ backlog chuyển tiếp (3,887 tỷ đồng) và khả năng thực hiện các hợp đồng đã ký cao hơn do quy hoạch điện VIII đã chính thức được phê duyệt.

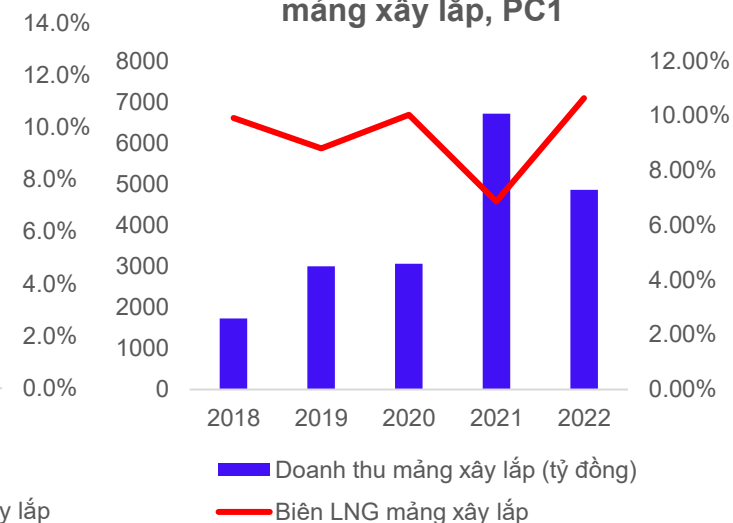
Chúng tôi nhận thấy trong năm 2021 khi PC1 tập trung vào hợp đồng xây lắp các dự án lượng tái tạo để vận hành kịp giá FIT, biên lợi nhuận gộp của mảng xây lắp thấp hơn so với biên LNG của các năm còn lại (tập trung xây lắp lưới truyền tải điện). Trong năm 2023, khi PC1 tập trung thực hiện các dự án xây lắp đường dây và trạm biến áp thuộc back-log chuyển tiếp từ năm ngoái, chúng tôi dự phóng hoạt động xây lắp điện sẽ ghi nhận biên lợi nhuận gộp ở mức 10% (cao hơn so với năm 2021).

Chúng tôi cũng kỳ vọng hoạt động xây lắp của PC1 từ sau năm 2023 sẽ hưởng lợi từ Quy hoạch điện 8 vừa được ban hành ở hai điểm: thứ nhất, nhu cầu xây lắp lưới truyền tải điện tăng ổn định; thứ hai, hoạt động phát triển các dự án năng lượng tái tạo đến 2050 được chú trọng trong khi PC1 là một trong những doanh nghiệp có năng lực EPC điện gió hàng đầu Việt Nam.

**Doanh thu Quý 1 mảng xây lắp, PC1**



**Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp, PC1**



Quy hoạch Điện VIII	Đơn vị	GĐ 2021-2030	GĐ 2031-2050	
Trạm biến áp 500 kV	Xây mới	MVA	49,350	90,900 – 105,400
	Cải tạo	MVA	38,168	117,900 – 120,150
Đường dây 500 kV	Xây mới	km	12,300	9,400 – 11,152
	Cải tạo	km	1,324	801
Trạm biến áp 220 kV	Xây mới	MVA	78,525	124,875 – 134,125
	Cải tạo	MVA	34,997	105,375 – 106,750
Đường dây 220 kV	Xây mới	km	16,285	11,395 – 11,703
	Cải tạo	km	6,484	504 - 654

Nguồn: PC1, MBS Tổng hợp

**GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)**

## Mảng sản xuất công nghiệp: Kết quả trong quý đầu năm không khả quan

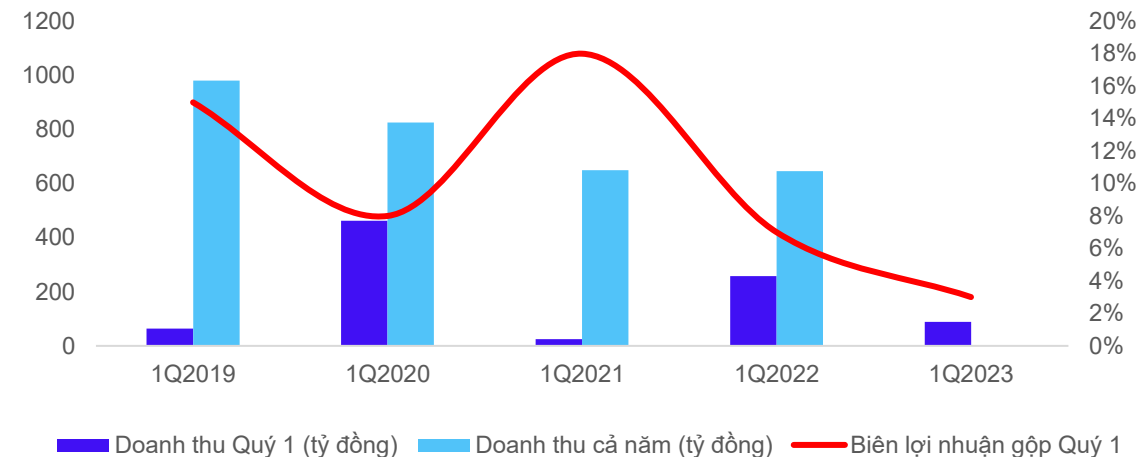
Mảng sản xuất công nghiệp của PC1 trong quý 1/2023 chỉ ghi nhận doanh thu 88.4 tỷ đồng, giảm 65.7% so với cùng kỳ năm ngoái do EVN gặp khó khăn về tài chính, giải ngân chậm dẫn đến tình hình triển khai nhiều dự án không khả quan dù đã ký kết trước đó. Biên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp trong quý cũng đã giảm mạnh về mức 2.6% so với mức 7.4% tại quý 1/2022 vì chi phí vận chuyển tăng cao và biến động giá nguyên vật liệu đầu vào cho mảng cột thép lớn. Trong quá khứ, kết quả kinh doanh quý 1 không phản ánh hoàn toàn kết quả kinh doanh cả năm của mảng sản xuất công nghiệp, do đó chúng tôi cho rằng tình hình kém khả quan trong quý 1 năm 2023 không ảnh hưởng quá nhiều đến doanh thu cả năm. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng sản xuất công nghiệp sẽ đạt 614 tỷ đồng trong năm 2023 (giảm 5% svck) và được hỗ trợ chủ yếu vào nửa cuối năm do: thứ nhất, giá trị hợp đồng chuyển tiếp lớn (ở mức 315 tỷ đồng) và thứ hai, môi trường vĩ mô ổn định hơn sẽ giúp giá nguyên vật liệu đầu vào giảm.

## Mảng sản xuất và kinh doanh điện: Gặp khó khăn trong ngắn hạn

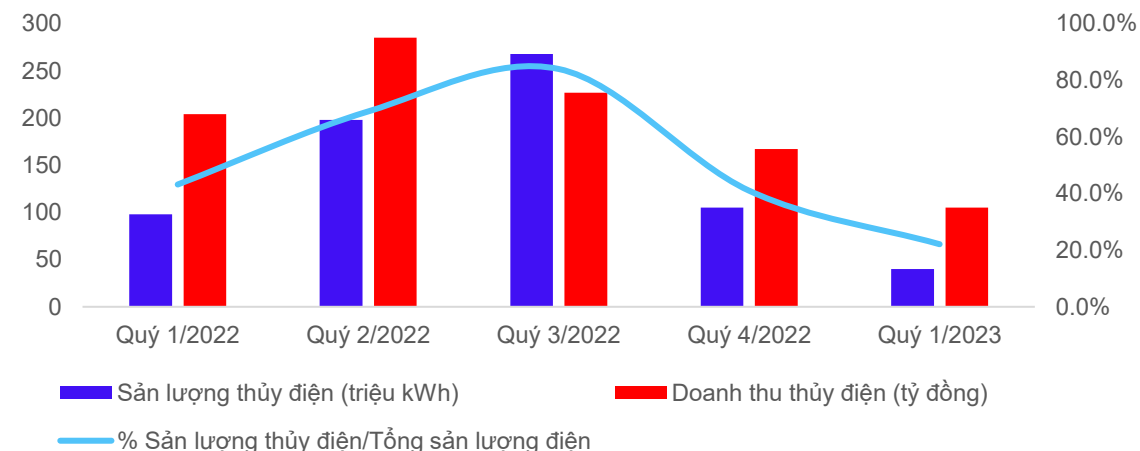
### Thủy điện kém thuận lợi do tác động từ pha El Nino

Trong Quý 1/2023, sau khi kết thúc 3 năm ảnh hưởng của La Nina, sản lượng thủy điện của PC1 chỉ đạt 40 triệu kWh (giảm 59.2% svck), đem lại doanh thu 105 tỷ đồng (giảm 48.5% svck). Theo dự báo của NOAA, pha ENSO trung tính sẽ có xu hướng chuyển sang pha El Nino trong giai đoạn tháng 5 – tháng 7 năm 2023, khả năng cao sẽ kéo dài đến năm 2024 với xác suất trên 90%, có thể ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng thủy điện trong nước nói chung và khu vực Đông Bắc Bộ (vị trí các dự án thủy điện của PC1) nói riêng.

**KQKD mảng sản xuất công nghiệp, PC1**



**Sản xuất thủy điện, PC1**



## GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)

Thủy điện kém thuận lợi do tác động từ pha El Nino (tiếp)

Mức nước thượng lưu (Htl) và lưu lượng đến hồ thủy điện (Qve) trong tháng 6 năm 2023 tại khu vực Đông Bắc Bộ cũng như các hồ thủy điện trên cả nước đã giảm đáng kể so với giai đoạn tháng 11 năm 2022 (thuộc pha La Nina) và thấp hơn giai đoạn tháng 12 năm 2019 (thuộc pha El Nino). Dựa trên so sánh Qve và sản lượng thủy điện của PC1 trong pha La Nina năm 2022 với pha El Nino trước đó vào năm 2019, chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện trong năm 2023 của PC1 sẽ giảm 25% so với sản lượng thủy điện trong năm 2022 và đạt mức 503 triệu kWh. Tuy nhiên, chúng tôi cũng cho rằng doanh thu từ thủy điện của PC1 sẽ tăng trở lại từ năm 2025 khi pha El Nino kết thúc và nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (công suất 30MW) chính thức đi vào hoạt động.

### Điện gió mang lại doanh thu ổn định trong giai đoạn 2023-2024

Trong Quý 1/2023, sản lượng điện gió của PC1 là 253 triệu kWh, tăng 96.1% svck và tăng 67.5% so với quý trước đó, chủ yếu do mức nền thấp vì công suất vận hành nhà máy điện gió trong năm đầu chưa tối đa. Theo quan sát của chúng tôi, ngoài các dự án kíp hưởng giá FiT, khu vực Quảng Trị (vị trí 3 nhà máy điện gió của PC1) hiện chỉ có 2 nhà máy với tổng công suất 42.9 MW đã ký hợp đồng bán điện giá chuyển tiếp với EVN (Hương Linh 7 và Hương Hiệp 1), do đó khả năng cắt giảm công suất các nhà máy điện gió hiện tại ở khu vực này không lớn.

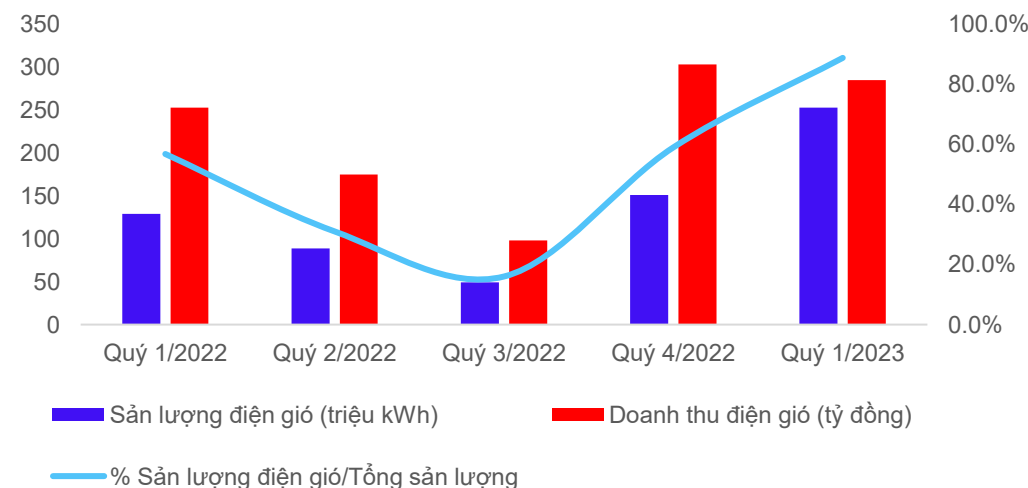
Như vậy, chúng tôi cho rằng trong giai đoạn 2023-2024 (thời điểm diễn ra El Nino và sản lượng thủy điện giảm), ba nhà máy điện gió của PC1 sẽ được huy động mức sản lượng ổn định để đáp ứng nhu cầu phụ tải tăng. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng lưu ý rằng tỷ lệ lợi ích của PC1 tại ba CTCP Điện gió là Liên Lập, Phong Huy và Phong Nguyên chỉ lần lượt là 55.54%, 54.73% và 54.7%, do đó phần lợi ích của cổ đông thiểu số sẽ chiếm tỷ lệ khá cao.

### So sánh lưu lượng tới hồ và sản lượng thủy điện trong các pha La Nina và El Nino

Khu vực Đông Bắc Bộ (hồ Tuyên Quang)	Pha El Nino (02/12/2019)	Pha La Nina (02/11/2022)	Pha El Nino (01/6/2023)
Lưu lượng đến hồ Qve (m3/s)	95	125	56
+/- so với 2022	-24%	0%	-55%
Sản lượng thủy điện PC1 (triệu kWh)	405	453 <sup>(*)</sup>	
+/- so với 2022	-11%	0%	

(\*) Sản lượng chúng tôi ước tính cho các nhà máy thủy điện hoạt động từ năm 2019 để đảm bảo tính thống nhất trong so sánh

### Sản xuất điện gió, PC1



Nguồn: PC1, EVN, MBS Tổng hợp

## GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)

### Mảng bất động sản nhà ở: Chậm triển khai do khó khăn chung từ thị trường

Trong Quý 1/2023, PC1 không ghi nhận doanh thu chuyển nhượng bất động sản do không có dự án nào được hạch toán, chỉ ghi nhận doanh thu kinh doanh bất động sản đầu tư khoảng 6.6 tỷ đồng. Doanh nghiệp dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý của dự án PC1 Gia Lâm trong tháng 5/2023, tuy nhiên đến thời điểm đầu tháng 6/2023, kế hoạch này vẫn chưa được thực hiện. Những vấn đề liên quan đến pháp lý dự án và khó khăn chung từ thị trường bất động sản trong nước sẽ tiếp tục là nguyên nhân gây ra tình trạng chậm trễ kéo dài trong việc triển khai các dự án bất động sản nhà ở của PC1.

Theo đó, chúng tôi cho rằng PC1 chưa thể ghi nhận toàn bộ doanh thu từ dự án PC1 Gia Lâm trong năm 2023 mà chỉ ghi nhận 50% tổng doanh thu dự án, đồng thời các dự án PC1 Định Công và PC1 Vĩnh Hưng sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu lần lượt từ các năm 2025 và 2026 theo kịch bản tích cực. Tổng doanh thu của ba dự án nói trên ước tính là 2508 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế ở mức 502 tỷ đồng.

### Dự phóng ghi nhận doanh thu mảng BĐS nhà ở, PC1

Đơn vị: tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
PC1 Gia Lâm	118	118	-	-	-	-
PC1 Định Công	-	-	360	540	-	-
PC1 Vĩnh Hưng	-	-	-	412	412	549

### Thông tin các dự án BĐS nhà ở, PC1

	Diện tích quy hoạch (m <sup>2</sup> )	Diện tích xây dựng (m <sup>2</sup> )	Quy mô	Dự kiến ghi nhận doanh thu
PC1 Gia Lâm	7,152	3,129	54 căn thấp tầng	2023-2024
PC1 Định Công	15,100	6,000	83 căn thấp tầng, nhà trẻ, văn phòng	2025-2026
PC1 Vĩnh Hưng	5,160		Nhà hỗn hợp (27 tầng nổi, 3 hầm, 1 tum) & Dịch vụ thương mại thấp tầng (5 tầng TM, 1 tum)	2026-2028

### Mảng BĐS khu công nghiệp: Tham vọng phát triển trong dài hạn

Mảng BĐS khu công nghiệp là điểm sáng doanh thu trong bối cảnh mảng xây lắp điện gặp khó khăn trong ngắn hạn và cơ hội đầu tư mới vào mảng năng lượng tái tạo chưa thuận lợi. Gần đây, PC1 đã mua lại 36% cổ phần tại CTCP Kho bãi Phú Bình, với dự kiến nâng tỷ lệ này lên tối thiểu 55% để thực hiện các dự án tại Vũng Tàu. Trước đó, PC1 cũng đã sở hữu 30.08% cổ phần tại CTCP Western Pacific (chủ đầu tư dự án KCN Yên Phong II-A và KCN Yên Lệnh), đồng thời mua lại 100% cổ phần tại công ty Nomura Asia Investment, từ đó sở hữu 70% vốn góp của CTCP Phát triển KCN Nomura Hải Phòng (NHIZ).



**GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)**

**Mảng BĐS khu công nghiệp: Tham vọng phát triển trong dài hạn (tiếp)**

Thứ nhất, về dự án KCN Nomura tại Hải Phòng (NHIZ làm chủ đầu tư):

PC1 đã hoàn tất mua lại và bàn giao KCN Nomura Hải Phòng vào tháng 11/2022 thông qua sở hữu 70% vốn góp của NHIZ. Trong quý đầu năm 2023, hoạt động khai thác và vận hành khu công nghiệp mang lại 119.96 tỷ đồng doanh thu cho PC1, con số này trong cả năm 2022 là 79.6 tỷ đồng do chỉ mới bắt đầu ghi nhận doanh thu từ tháng 11. Chúng tôi dự phóng doanh thu hoạt động này năm 2023 ở mức 400 tỷ đồng do PC1 dự kiến tiếp tục vận hành tin cậy KCN Nomura Hải Phòng trong năm nay. Ngoài ra, công ty cũng đang thực hiện đầu tư 100% vốn để phát triển giai đoạn 2 của dự án Nomura với quy mô 200ha. Trong kịch bản tích cực, dự án này sẽ có đầy đủ chứng nhận đầu tư từ năm 2024 và chúng tôi sẽ cập nhật trong mô hình định giá khi có các thông tin rõ ràng hơn.

Thứ hai, về các dự án BĐS khu công nghiệp liên quan đến CTCP Western Pacific:

Trong năm 2022, PC1 đã huy động 1,200 tỷ đồng trái phiếu với 1,100 tỷ đồng trong số đó có mục đích là đầu tư bất động sản khu công nghiệp thông qua nhận chuyển nhượng cổ phần của CTCP Western Pacific. Western Pacific hiện đang phát triển các dự án BĐS khu công nghiệp bao gồm Yên Phong IIA (Bắc Ninh) với diện tích quy hoạch 159ha và Yên Lệnh (Hà Nam) với diện tích quy hoạch 50ha. Theo thông tin từ PC1, dự án Yên Phong IIA đang có tiến độ bán hàng khá tốt với giá bán khoảng 158-160 USD/m<sup>2</sup> (cao hơn kế hoạch ban đầu) và dự kiến bàn giao khách hàng đầu tiên vào cuối năm 2023. Chúng tôi dự phóng các dự án Yên Phong IIA và Yên Lệnh sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu lần lượt trong giai đoạn 2023-2026 và 2024-2028, mang lại tổng doanh thu 5,854 tỷ đồng và đóng góp vào phần lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết của PC1 ở mức 422 tỷ đồng trong giai đoạn 2023-2028

**Dự phóng ghi nhận doanh thu mảng BĐS KCN, PC1**

Đơn vị: tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Yên Phong IIA	750	1,266	1,373	1,243	-	-
Yên Lệnh	-	230	237	244	252	259
NHIZ	610	622	634	647	660	673

**Dự phóng phần lợi nhuận của PC1 từ các dự án BĐS KCN**

Đơn vị: tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Yên Phong IIA	55	56	57	58	60	60
Yên Lệnh	54	91	99	90	0	0
NHIZ	0	17	17	17	18	19

**GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)**

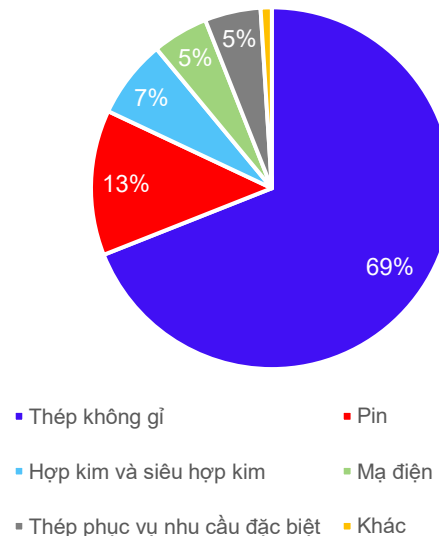
**Mảng khai khoáng niken: Dự kiến ghi nhận doanh thu từ Quý 2/2023**

Từ tháng 4/2023, nhà máy Niken – Đồng Tấn Phát với tổng mức đầu tư khoảng 1,700 tỷ đã chính thức đi vào khai thác và sản xuất ổn định. PC1 ước tính sản lượng tinh quặng sản xuất trong Quý 2/2023 ở mức 8,700 tấn và doanh thu ghi nhận ở mức 137 tỷ đồng.

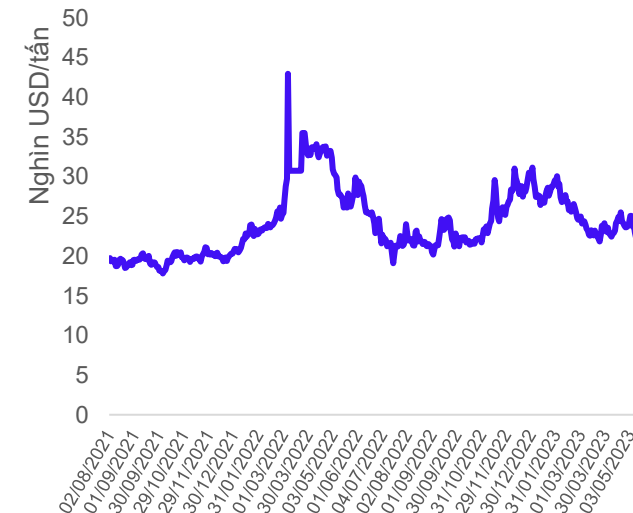
Chúng tôi ước tính trong năm 2023, sản lượng tinh quặng Ni hàm lượng 10.3% mà PC1 khai thác sẽ ở mức 18,250 tấn và được bán toàn bộ cho Trafigura (doanh nghiệp kinh doanh kim loại màu có quy mô lớn thứ ba thế giới) vì nhu cầu tiêu thụ lớn. Nhu cầu sử dụng tinh quặng niken để sản xuất pin xe điện trên toàn cầu vào năm 2030 được dự báo sẽ tăng gấp 6.7 lần so với năm 2022 (theo Fastmarket), do đó chúng tôi cho rằng sản lượng niken khai thác của PC1 trong giai đoạn 1 của dự án (kéo dài 8 năm) sẽ được tiêu thụ hết.

Hiện tại, giá giao dịch của Niken trên sàn London Metal Exchange (LME) đã quay về mức trung bình khoảng 21,000 USD/tấn sau đợt tăng mạnh lên mức 48,000 USD/tấn khi xung đột Nga – Ukraine xảy ra. Với giả định giá bán của PC1 cho Trafigura sẽ ổn định theo giá tham chiếu LME, chúng tôi cho rằng mảng khai khoáng Niken sẽ đem lại doanh thu khoảng 1,116 tỷ đồng và lợi nhuận gộp 179 tỷ đồng cho PC1 trong năm 2023. Chúng tôi sẽ đưa vào mô hình định giá giai đoạn 2 (sau 8 năm thực hiện giai đoạn 1) của dự án khai khoáng niken này khi PC1 có kế hoạch chi tiết trong dài hạn.

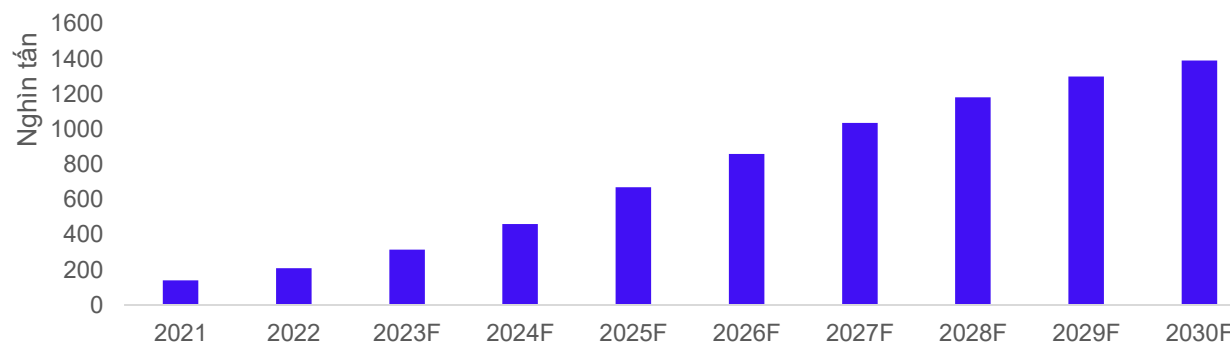
**Cơ cấu tiêu thụ Niken trên thế giới năm 2021**



**Giá Niken trên sàn LME (T8/2021 – T6/2023)**



**Dự báo nhu cầu sử dụng niken cho pin xe điện đến năm 2030**



Nguồn: Statista, London Metal Exchange, Fastmarket, MBS dự phỏng và tổng hợp



## GIỮ, Giá mục tiêu: 33,400 VND/cp (tăng trưởng: 12.9%)

### Dự phóng và định giá

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần trong năm 2023 của PC1 sẽ đạt mức 9,546 tỷ đồng (tăng 14.2% svck) do kỳ vọng những khó khăn trong hai mảng kinh doanh chính là sản xuất điện và xây lắp điện sẽ được bù đắp bởi doanh thu các mảng mới như khai thác, vận hành khu công nghiệp và khai khoáng. Lợi nhuận sau thuế dự phóng ở mức 660 tỷ đồng do chi phí tài chính tăng cao vì phải trả lãi trái phiếu; phần lợi ích của cổ đông thiểu số khá lớn dẫn đến lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ chỉ mở mức 464 tỷ đồng.

### Dự phóng doanh thu các mảng hoạt động của PC1

Đơn vị: tỷ đồng	2022	2023F	2024F	Giải thích
Xây lắp	4,864	4,621	5,176	KQKD năm 2023 chịu ảnh hưởng tiêu cực do EVN gặp khó khăn, kể từ năm 2024 hưởng lợi rõ hơn từ Quy hoạch Điện VIII
SXCN	646	614	645	KQKD tích cực hơn trong nửa cuối năm 2023 tuy nhiên tổng doanh thu vẫn giảm nhẹ do nhu cầu không cao bằng năm trước
Kinh doanh BĐS đầu tư	28	29	30	
Chuyển nhượng BĐS	23	118	118	PC1 Gia Lâm chưa hoàn thành thủ tục pháp lý trong T5/2023, dự kiến ghi nhận 50% doanh thu trong năm 2023, các dự án còn lại ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2025-2028
Bán điện	1,715	1,615	1,680	Sản lượng thủy điện giảm trong pha El Nino và được hỗ trợ bởi sản lượng điện gió ổn định
Hàng hóa vật tư	957	986	1,016	
Khai khoáng	-	1,116	1,342	Dự kiến ghi nhận doanh thu từ Quý 2/2023, sản lượng tinh quặng năm 2023 dự phóng ở mức 18,250 tấn; các năm sau tăng công suất và sản lượng khai thác.
Khai thác, vận hành KCN	80	400	440	Mảng mới với doanh thu trong Q1/2023 khoảng 120 tỷ đồng, tăng trưởng ổn định qua các năm nhờ các dự án BĐS KCN
Khác	46	47	48	

Dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP) các lĩnh vực hoạt động khác nhau của PC1, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **GIỮ** đối với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu 1 năm là **33,400 đồng/cổ phiếu**, tăng trưởng 12.9% so với giá đóng cửa ngày 6/6/2023 (29,600 đồng/cổ phiếu).

### Định giá cổ phiếu PC1

	PP định giá	Giá trị tài sản (tỷ đồng)	Giá trị trên cổ phần (nghìn đồng/cp)
Mảng kinh doanh điện	DCF	4,122.34	15.27
Mảng xây lắp và SXCN	DCF	2,093.71	7.75
Mảng BĐS nhà ở	NAV	554.41	2.05
Mảng BĐS KCN	DCF	712.06	2.64
Mảng hàng hóa thương mại	DCF	317.09	1.17
Mảng khai khoáng	NPV	338.04	1.25
Mảng khai thác, vận hành KCN	DCF	593.91	2.20
Khác	BV	294.18	1.09
SOTP			33.42
<b>Giá hiện tại</b>			<b>29.6</b>
<b>Tăng trưởng</b>			<b>12.9%</b>

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



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>7,914</b>	<b>8,060</b>	<b>8,537</b>	<b>8,988</b>	<b>9,760</b>	<b>10,476</b>
Tiền và tương đương tiền	2,581.40	2,267.00	2,217.30	2,000.80	1,848.40	1,943.90
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,006.10	1,056.00	1,109.00	1,331.00	1,597.00	1,916.00
Các khoản phải thu	3,174.40	3,478.40	3,824.20	4,152.20	4,641.50	4,857.60
Hàng tồn kho	890.10	962.80	1,060.90	1,150.50	1,278.60	1,344.80
Tài sản ngắn hạn khác	261.50	295.90	325.30	353.20	394.90	413.30
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>13,840</b>	<b>13,911</b>	<b>14,428</b>	<b>14,689</b>	<b>14,799</b>	<b>14,858</b>
Phải thu dài hạn	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
Tài sản cố định	9,902.9	10,076.2	10,725.9	11,118.0	11,357.5	11,544.4
BDS đầu tư	271.1	258.8	246.1	233.0	219.5	205.6
Xây dựng cơ bản dở dang	1,375.8	1,216.0	1,025.0	834.0	643.0	452.0
Đầu tư tài chính dài hạn	1,538.0	1,570.2	1,602.1	1,634.1	1,666.0	1,697.8
Tài sản dài hạn khác	744.3	781.5	820.6	861.6	904.7	949.9
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>21,754</b>	<b>21,971</b>	<b>22,965</b>	<b>23,677</b>	<b>24,559</b>	<b>25,334</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>14,582</b>	<b>14,278.60</b>	<b>14,449</b>	<b>14,220</b>	<b>13,892</b>	<b>13,429</b>
Nợ ngắn hạn	5,950.4	5,652.6	5,968.7	6,175.5	6,360.2	6,481.5
<i>Vay và nợ ngắn hạn</i>	<i>3,677.3</i>	<i>3,049.0</i>	<i>3,078.0</i>	<i>3,074.0</i>	<i>2,926.0</i>	<i>2,815.0</i>
<i>Phải trả người bán</i>	<i>1,606.7</i>	<i>1,839.9</i>	<i>2,051.1</i>	<i>2,249.9</i>	<i>2,415.2</i>	<i>2,600.0</i>
<i>Phải trả ngắn hạn khác</i>	<i>666.4</i>	<i>763.7</i>	<i>839.6</i>	<i>911.6</i>	<i>1,019.0</i>	<i>1,066.5</i>
Nợ dài hạn	8,631.3	8,626.0	8,480.0	8,044.0	7,532.0	6,947.0
<i>Vay và nợ dài hạn</i>	<i>8,284.2</i>	<i>8,268.0</i>	<i>8,118.0</i>	<i>7,691.0</i>	<i>7,192.0</i>	<i>6,623.0</i>
<i>Phải trả dài hạn khác</i>	<i>347.1</i>	<i>358.0</i>	<i>362.0</i>	<i>353.0</i>	<i>340.0</i>	<i>324.0</i>
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>7,173</b>	<b>7,692.50</b>	<b>8,516</b>	<b>9,457</b>	<b>10,667</b>	<b>11,905</b>
Vốn đầu tư của CSH	2,704.3	2,704.3	2,704.3	2,704.3	2,704.3	2,704.3
Thặng dư vốn cổ phần	711.1	711.1	711.1	711.1	711.1	711.1
Cổ phiếu quỹ	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
Lãi chưa phân phối	1,344.5	1,616.2	2,152.0	2,784.0	3,644.8	4,506.4
Vốn và quỹ khác	327.1	379.3	442.0	517.2	607.4	715.7
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,056.6	2,252.6	2,477.6	2,711.6	2,970.6	3,238.6
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	<b>21,754</b>	<b>21,971</b>	<b>22,965</b>	<b>23,677</b>	<b>24,559</b>	<b>25,334</b>
	-	-	-	-	-	-
<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ HKKD</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8,358</b>	<b>9,546</b>	<b>10,495</b>	<b>11,395</b>	<b>12,738</b>	<b>13,331</b>
Giá vốn hàng bán	(6,763)	(7,809)	(8,605)	(9,332)	(10,371)	(10,908)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,595</b>	<b>1,737</b>	<b>1,890</b>	<b>2,063</b>	<b>2,367</b>	<b>2,423</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	95	100	105	110	116	122
Chi phí tài chính	(767)	(810)	(810)	(796)	(734)	(690)
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>(605)</i>	<i>(741)</i>	<i>(718)</i>	<i>(688)</i>	<i>(644)</i>	<i>(593)</i>
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	1	54	108	116	107	18
Chi phí bán hàng	8	(19)	(31)	(57)	(76)	(80)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(285)	(286)	(315)	(319)	(382)	(400)
<b>Lợi nhuận thuần từ HKKD</b>	<b>647</b>	<b>776</b>	<b>947</b>	<b>1,117</b>	<b>1,398</b>	<b>1,393</b>
Thu nhập khác	20	21	24	23	22	23
Chi phí khác	(61)	(28)	(34)	(40)	(41)	(36)
<b>Lợi nhuận khác</b>	<b>(41)</b>	<b>(7)</b>	<b>(10)</b>	<b>(17)</b>	<b>(19)</b>	<b>(13)</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>606</b>	<b>769</b>	<b>937</b>	<b>1,100</b>	<b>1,379</b>	<b>1,380</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	(134)	(92)	(131)	(198)	(248)	(248)
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	65	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>537</b>	<b>677</b>	<b>806</b>	<b>902</b>	<b>1,131</b>	<b>1,132</b>
<i>Lợi ích của cổ đông thiểu số</i>	<i>77</i>	<i>196</i>	<i>225</i>	<i>234</i>	<i>259</i>	<i>268</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ</b>	<b>460</b>	<b>481</b>	<b>581</b>	<b>668</b>	<b>872</b>	<b>864</b>

LƯU CHUYỂN DÒNG TIỀN	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền từ hoạt động kinh doanh</b>						
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>460</b>	<b>481</b>	<b>581</b>	<b>668</b>	<b>872</b>	<b>864</b>
<b>Điều chỉnh:</b>						
Khấu hao tài sản cố định	1,660	1,000	754	812	865	918
Tăng (giảm) hàng tồn kho	13	(73)	(98)	(90)	(128)	(66)
Tăng (giảm) các khoản phải thu	(186)	(338)	(375)	(356)	(531)	(235)
Tăng (giảm) các khoản phải trả	(726)	331	287	271	273	232
<b>Tiền tăng (giảm) từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>761</b>	<b>920</b>	<b>568</b>	<b>637</b>	<b>479</b>	<b>849</b>
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>						
Tăng (giảm) đầu tư TSCĐ	(1,508)	(1,197)	(1,430)	(1,232)	(1,134)	(1,136)
Tăng (giảm) đầu tư ngắn hạn	(862)	(50)	(53)	(222)	(266)	(319)
Tăng (giảm) đầu tư dài hạn	(1,895)	128	159	159	159	159
<b>Tiền tăng (giảm) từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(4,265)</b>	<b>(1,119)</b>	<b>(1,324)</b>	<b>(1,295)</b>	<b>(1,241)</b>	<b>(1,296)</b>
<b>Tiền từ hoạt động tài chính/tài trợ</b>						
Góp vốn, huy động vốn cổ phiếu	353	-	-	-	-	-
Thay đổi các quỹ khác	500	248	288	309	349	376
Tăng (giảm) vay nợ ngắn hạn	878	(628)	29	(64)	(88)	(111)
Tăng (giảm) nợ dài hạn	2,024	(5)	(146)	(436)	(512)	(585)
Thanh toán cổ tức (Hoạt động với cổ đông)	(421)	(209)	(45)	(36)	(11)	(2)
<b>Tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>3,334</b>	<b>(594)</b>	<b>126</b>	<b>(227)</b>	<b>(262)</b>	<b>(322)</b>
<b>Dòng tiền mặt ròng</b>	<b>(170)</b>	<b>(793)</b>	<b>(630)</b>	<b>(885)</b>	<b>(1,024)</b>	<b>(769)</b>
<b>Tiền mặt đầu kỳ</b>	<b>2,292</b>	<b>2,581</b>	<b>2,267</b>	<b>2,217</b>	<b>2,001</b>	<b>1,848</b>
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>2,581</b>	<b>2,267</b>	<b>2,217</b>	<b>2,001</b>	<b>1,848</b>	<b>1,944</b>

HỆ SỐ TÀI CHÍNH	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Hệ số hiệu quả</b>						
Biên lợi nhuận gộp	19.1%	18.2%	18.0%	18.1%	18.6%	18.2%
Biên EBITDA	34.3%	26.3%	23.0%	22.8%	22.7%	21.7%
Biên lợi nhuận sau thuế	6.4%	7.1%	7.7%	7.9%	8.9%	8.5%
ROE	7.5%	8.8%	9.5%	9.5%	10.6%	9.5%
ROA	2.5%	3.1%	3.5%	3.8%	4.6%	4.5%
<b>Hệ số tăng trưởng</b>						
Tăng trưởng doanh thu	-15.0%	14.2%	9.9%	8.6%	11.8%	4.7%
Tăng trưởng LNTT	-32.5%	27.0%	21.8%	17.4%	25.4%	0.1%
Tăng trưởng LNST	-33.8%	4.5%	20.8%	15.0%	30.5%	-0.9%
Tăng trưởng EPS		4.5%	20.8%	15.0%	30.5%	-0.9%
<b>Hệ số thanh khoản</b>						
Hệ số thanh toán hiện hành	1.33	1.43	1.43	1.46	1.53	1.62
Hệ số thanh toán nhanh	1.14	1.20	1.20	1.21	1.27	1.34
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.67	0.65	0.63	0.60	0.57	0.53
<b>Hệ số định giá</b>						
EPS (đồng/cp)	1,701	1,779	2,148	2,470	3,224	3,195
BVPS (đồng/cp)	26,524	28,445	31,491	34,970	39,445	44,022

**Giám đốc Khối Nghiên Cứu**

Trần Thị Khánh Hiền [\\_Hien.TranThiKhanh@mbs.com.vn](mailto:Hien.TranThiKhanh@mbs.com.vn)

**Trưởng Phòng**

Hoàng Công Tuấn [\\_Tuan.HoangCong@mbs.com.vn](mailto:Tuan.HoangCong@mbs.com.vn)

**Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô**

**Kinh tế vĩ mô**

Lê Minh Anh [\\_Anh.LeMinh@mbs.com.vn](mailto:Anh.LeMinh@mbs.com.vn)

**Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu**

**Bắt động sản – Tài chính**

Đinh Công Luyến [\\_Luyen.DinhCong@mbs.com.vn](mailto:Luyen.DinhCong@mbs.com.vn)

**Hàng tiêu dùng - Bán lẻ**

Phạm Thùy Trang [\\_Trang.PhamThuy@mbs.com.vn](mailto:Trang.PhamThuy@mbs.com.vn)

**Hàng tiêu dùng - Bán lẻ**

Nguyễn Quỳnh Ly [\\_Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn](mailto:Ly.NguyenQuynh@mbs.com.vn)

**Tài chính - Ngân hàng**

Đỗ Lan Phương [\\_Phuong.DoLan@mbs.com.vn](mailto:Phuong.DoLan@mbs.com.vn)

**Bắt động sản khu công nghiệp**

Nguyễn Minh Đức [\\_Duc.NguyenMinh@mbs.com.vn](mailto:Duc.NguyenMinh@mbs.com.vn)

**Bắt động sản nhà ở**

Lê Hải Thành [\\_Thanh.LeHai@mbs.com.vn](mailto:Thanh.LeHai@mbs.com.vn)

**Vật liệu xây dựng – Năng lượng**

Phạm Thị Thanh Huyền [\\_Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn](mailto:Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

**MBS SECURITIES**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

**MBS HỢI SỞ**

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)