

CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (HSX: PC1)

- Doanh thu và LN ròng Q3/23 giảm 3% svck, nhưng tăng mạnh từ mức lỗ ròng 12 tỷ Q2/23, hỗ trợ bởi thủy điện cải thiện và ghi nhận thêm LN mảng khai khoáng.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2024 sẽ tăng mạnh 206% svck, hỗ trợ bởi kết quả tích cực từ nhiều mảng kinh doanh như khai khoáng, BDS KCN và xây lắp điện.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 32.000 đồng/cp.

KQKD Q3/23: Mảng kinh doanh mới hỗ trợ cải thiện lợi nhuận

Doanh thu PC1 Q3/23 giảm 26% svck, chủ yếu do nhóm xây lắp điện tiếp tục duy mức doanh thu thấp do khó khăn thị trường. Đối với các mảng khác, doanh nghiệp ghi nhận kết quả doanh thu tích cực, đặc biệt từ các mảng mới, biên cao như vận hành KCN, khai khoáng, hỗ trợ LN gộp Q3/23 tăng 35% svck đạt 534 tỷ đồng. Doanh thu tài chính tăng mạnh 87% svck do khoản tiền gửi tăng, tuy nhiên chi phí tài chính tiếp tục là gánh nặng, tăng 22% svck do lãi vay duy trì ở mức cao, đặc biệt là lãi vay ngoại tệ. Theo đó, LN ròng Q3/23 giảm nhẹ 3% svck đạt 64 tỷ, tuy nhiên, đây vẫn là mức cải thiện mạnh so với mức lỗ ròng 12 tỷ Q2/23. Lũy kế 9T23, PC1 ghi nhận LN ròng đạt 66 tỷ, chỉ hoàn thành 14% dự phóng trước đây của chúng tôi do kết quả kinh doanh các mảng khai khoáng và vận hành KCN tốt hơn kỳ vọng.

Triển vọng 2023-24: LN tăng trưởng cao nhờ đóng góp ở các lĩnh vực mới

Năm 2023 làm một năm đầy khó khăn với doanh nghiệp trong bối cảnh thủy điện bị ảnh hưởng do pha El Nino, mảng xây lắp đình trệ và chi phí tài chính chưa cải thiện. Dự kiến doanh thu tăng nhẹ 1,4% svck, tuy nhiên LN ròng sẽ giảm 48% svck chỉ đạt 265 tỷ đồng.

Nhìn sang 2024, doanh nghiệp có cơ hội ghi nhận tăng trưởng LN cao khi đây là thời điểm hái quả của nhiều khoản đầu tư, đặc biệt từ mức nền thấp 2023, bao gồm 1) Dự án khai thác quặng vận hành cả năm; 2) KCN Yên Phong 2A bắt đầu ghi nhận doanh thu; 3) Kỳ vọng trúng thầu đường dây 500kV mạch 3; 4) Thủy điện phục hồi từ nửa cuối năm. Ngoài ra chúng tôi cho rằng chi phí tài chính giảm cũng sẽ hỗ trợ cải thiện LN ròng của doanh nghiệp trong giai đoạn này. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng 2024 đạt 10.379 tỷ đồng (+22% svck) và 812 tỷ đồng (+206% svck).

Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá SOTP đối với các hoạt động kinh doanh của PC1 và nâng giá mục tiêu thêm 11% lên 32.000đ/cp do điều chỉnh tăng triển vọng LN các mảng Khai thác quặng, BDS KCN, và điện trong 2024-25. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) Chính sách giá NLTT được ban hành sớm; 2) Thời điểm ghi nhận doanh thu các dự án BDS sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) Giá Niken thấp hơn dự kiến; 2) Rủi ro El Nino kéo dài; 3) Lãi vay neo cao lâu hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
Doanh thu thuần	8.358	8.477	10.379	11.571
Lợi nhuận ròng	460	265	812	979
Tăng trưởng doanh thu thuần	59,0%	6,3%	18,0%	10,4%
Tăng trưởng LN ròng	-36,2%	-42,2%	205,7%	20,6%
Biên LN gộp	19,1%	20,1%	20,3%	20,3%
Biên EBITDA	22,0%	25,1%	26,8%	25,9%
ROAE	9,4%	5,1%	14,0%	14,4%
ROAA	2,3%	1,2%	3,5%	4,0%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.819	913	2.610	3.148
BVPS (VND/cổ phiếu)	18.918	16.987	20.264	23.508

Nguồn: BCTC PC1, MBS dự phóng và tổng hợp

MUA

Giá mục tiêu

VND 32.000

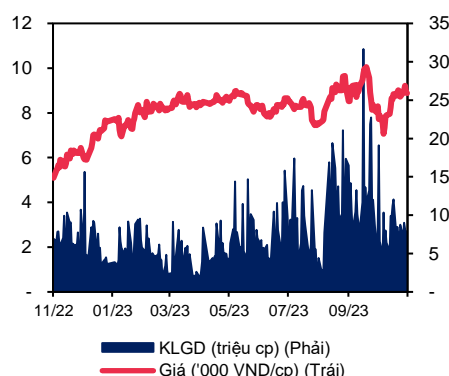
Tiềm năng tăng giá

25,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	25.900
Cao nhất 52 tuần (VND)	29.310
Thấp nhất 52 tuần (VND)	13.910
Vốn hóa (tỷ VND)	8.055
P/E (TTM)	31,8
P/B	1,6
Thị suất cổ tức (%)	1,1%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	7,6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Trịnh Văn Tuấn	21,3%
CTCP BEHS	17,7%
Khác	61,0%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

CTCP Tập đoàn PC1 (HSX: PC1)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Chúng tôi ưa thích PC1 bởi:

- PC1 là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp điện, và tổng thầu EPC NLTT, có kinh nghiệm tham gia những dự án xây lắp trọng điểm. Chúng tôi tin rằng doanh nghiệp sẽ trúng được nhiều gói thầu giá trị trong dự án đường dây 500kV mạch 3 đoạn Quảng Trạch – Phố Nối với tổng mức đầu tư 23.000 tỷ - dự án được cho là trọng tâm phát triển trong năm 2024 của EVN. Chúng tôi đánh giá giai đoạn tiếp theo của ngành NLTT đang dần được khởi động, theo đó, với vai trò là một trong những tổng thầu EPC uy tín trong ngành, cùng khả năng đảm nhận những dự án quy mô, PC1 sẽ hưởng lợi từ xu thế này.
- PC1 có kế hoạch mở rộng công suất mảng điện với hai trọng tâm chính là thủy điện và điện gió. Dự kiến doanh nghiệp sẽ đưa vào vận hành 2 nhà máy thủy điện nhỏ bao gồm Bạo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) trong 2025-26. Ngoài ra, PC1 cũng đang theo sát cơ hội đầu tư một dự án điện gió tại Quảng Trị. Chúng tôi cho rằng đây là hướng đi thích hợp, khi các nhà máy thủy điện nhỏ có mức đầu tư thấp, và đem lại lợi nhuận cao do hưởng lợi từ biểu phí tránh được. Đối với điện gió, PC1 đã chứng minh được năng lực triển khai, vận hành, và là một trong số ít nhưng công ty nhận được vay khoản vay từ ADB với lãi suất ưu đãi ~5-6%/năm, đây sẽ là lợi thế để doanh nghiệp tiếp tục triển khai các dự án mới trong tương lai.
- Giai đoạn 2024, PC1 dự kiến ghi nhận tăng trưởng LN ròng đột biến đạt 206% svck. Các mảng kinh doanh mũi nhọn đã đến thời điểm hái quả bao gồm khai thác quặng Niken và BDS KCN. Trong dài hạn, PC1 đang tích cực tiến hành đầu tư dự án khai khoáng mỏ Niken GD2 trong 2025-30, và cũng đồng thời lên kế hoạch mở rộng thêm quỹ đất cho mảng BDS khu công nghiệp khoảng 1500-3000ha từ nay đến 2030. chúng tôi cho rằng sẽ còn rất nhiều câu chuyện để kể về PC1 trong thời gian tới.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 32.000đ/cp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá SOTP đối với các hoạt động kinh doanh của PC1. Trong đó, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA với hệ số nhân 7,0x cho mảng xây lắp và sản xuất cột thép. Đối với mảng BDS nhà ở và KCN, chúng tôi áp dụng phương pháp NPV cho các dự án đã công bố. Đối với các mảng kinh doanh khác, bao gồm điện và khai thác quặng, chúng tôi áp dụng phương pháp FCFF. Theo đó, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho PC1 là 33.200 đồng/cp.

Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để bắt đầu tích lũy PC1 – doanh nghiệp có nhiều câu chuyện trong cả ngắn và dài hạn, dần đi qua khỏi khó khăn trong 2023 và dự báo tăng trưởng LN ấn tượng giai đoạn 2024-25.

Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Sẽ có những hướng dẫn cụ thể về chính sách giá cho NLTT và các doanh nghiệp sẽ có đủ cơ sở để triển khai dự án. Hỗ trợ hoạt động xây lắp và đầu tư nguồn điện tốt hơn dự kiến

- Các dự án BDS nhà ở hoàn thành pháp lý tốt hơn dự kiến và các dự án BDS KCN ghi nhận tỉ lệ hấp thụ và giá thuê cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Giá Niken duy trì xu hướng giảm thấp hơn, ảnh hưởng đến biên LN gộp.
- Rủi ro pha El Nino kéo dài ảnh hưởng sản lượng thủy điện.
- Lãi vay cao kéo dài hơn sẽ tiếp tục là gánh nặng cho doanh nghiệp.

Hình 1: Tổng hợp định giá
Bảng tổng hợp định giá SOTP

Phương pháp định giá từng phần	Giá trị tỷ đồng	Phương Pháp	Tỷ trọng
Xây lắp điện	2,356	EV/EBITDA - 7,0x	
BDS Nhà ở	254	NPV	
BDS Khu công nghiệp (KCN)	879	NPV	
Điện	12,904	FCFF - 10 năm	
Khai khoáng Niken	2,780	FCFF - 20 năm	
Đầu tư vào Idlk (không bao gồm KCN)	490	Giá trị sổ sách tại Q3/23	
(+) Tiền và tương đương tiền	4,620		
(-) Nợ vay	(11,835)		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(2,512)		
Giá trị doanh nghiệp	9,937		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	311		
Giá trị mỗi cp (VND/cp)			31,951
Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)			32,000

Nguồn: MBS Research

Hình 2: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa triệu USD	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
						Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024	Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	27.700	43.800	Khả quan	349	13,1	8,5	1,4	1,2	7,0	6,5	11,7	15,4
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN Equity	8.400	NA	KKN	184	NA	NA	0,7	NA	25,7	NA	-0,8	NA
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	56.900	NA	KKN	959	9,7	8,1	1,4	1,1	7,4	6,9	15,2	13,8
<i>Trung bình</i>						11,4	8,3	1,2	1,2	13,4	6,7	8,7	14,6
Doanh nghiệp xây lắp													
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN Equity	36.850	NA	KKN	102	48,9	NA	1,7	NA	23,4	NA	3,8	NA
CTCP FECON	FCN VN Equity	13.600	NA	KKN	88	57,9	NA	0,8	NA	NA	NA	1,4	NA
Vietnam Electricity Construction JSC	VNE VN Equity	6.550	NA	KKN	22	30,9	NA	0,5	NA	11,5	NA	1,8	NA
<i>Trung bình</i>						45,9	NA	1,0	NA	17,5	NA	2,3	NA
Doanh nghiệp thủy điện													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	13.050	NA	KKN	183	21,8	18,6	1,2	1,1	10,1	8,7	2,3	5,1
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN Equity	24.100	NA	KKN	146	10,2	NA	1,9	NA	6,2	NA	18,0	NA
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN Equity	43.250	NA	KKN	421	8,9	NA	2,0	NA	5,9	NA	23,6	NA
<i>Trung bình</i>						13,6	18,6	1,7	1,1	7,4	8,7	14,6	5,1
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	25.500	32.000	Khả quan	327	30,9	9,9	1,5	1,3	8,9	6,9	5,1	14,0

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 3/2023

KQKD Q3/23: Mảng kinh doanh mới hỗ trợ cải thiện lợi nhuận

Hình 3: KQKD Q3/23 PC1

Đơn vị: Tỷ đồng	Q3/23	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng qoq (%)	Lũy kế 9T23	Tăng trưởng svck (%)	Sv dự phóng (%)	Nhận xét
Doanh thu	2.220	-26%	51%	5.198	-13%	54%	Doanh thu Q3/23 giảm 26% svck, chủ yếu do doanh thu xây lắp giảm
Điện	381	18%	37%	1.047	-16%	65%	Doanh thu điện Q3/23 tăng 18% svck và 37% sv quý trước do 1) Sản lượng thủy điện cải thiện từ mức thấp Q2/23 nhờ thủy văn thuận lợi, tuy nhiên, vẫn thấp hơn 11% so với nền cao Q3/22; 2) Sản lượng điện gió Q3/23 tăng 84% svck do sức gió cải thiện.
Xây lắp điện	478	-80%	-11%	1.481	-56%	32%	Doanh thu xây lắp Q3/23 giảm 80% svck. Hoạt động xây lắp đình trệ từ đầu năm khi EVN gặp khó khăn tài chính, và hoạt động tổng thầu điện NLTT ngưng lại do vướng mắc chính sách. Back-log của PC1 tính đến cuối Q3/23 duy trì ở mức cao đạt 3.700 tỷ đồng, back-log ký mới đạt 1.576 tỷ đồng.
Sản xuất công nghiệp	402	78%	57%	745	34%	120%	Doanh thu sản xuất cốt sắt tăng 78% svck do ghi nhận đơn hàng xuất khẩu sang Úc, và cung cấp thiết bị cho một số dự án lớn trong nước như: TBA Long Thành, đường dây 220kV Rạch Giá 2 - Kiên Bình.
Vận hành KCN	182	NA	6%	474	0%	118%	Doanh thu cung cấp dịch vụ và vận hành KCN ổn định, đạt 182 tỷ đồng trong Q3/23, hoạt động mới bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Q4/22.
Bất động sản nhà ở	39	481%	397%	54	23%	46%	Doanh thu mảng BDS tăng 481% svck, chủ yếu do ghi nhận thêm doanh thu bất thường từ bán sản thương mại.
Khai thác quặng	598	NA	NA	598	0%	54%	Doanh thu khai thác quặng đạt 598 tỷ, nhà máy chính thức vận hành từ Q2/23 và đã xuất khẩu 2 lô quặng tinh ~17.500 tấn vào Q3/23 (hiệu suất ~90%).
Khác	141	39%	-37%	799	2%	77%	
LN gộp	534	35%	92%	1.125	3%	65%	
Biên LN gộp (%)	24%	11 đ%	5 đ%	22%	3 đ%		Biên LN gộp cải thiện 11 đ% do các mảng biên cao như điện và khai thác quặng đem lại dòng doanh thu hiệu quả, hỗ trợ LN gộp tăng 35% svck.
Điện	192	49%	95%	513	-24%	58%	LN gộp mảng điện Q3/23 tăng 49% svck và 95% svck, hỗ trợ bởi sản lượng huy động cả thủy điện và điện gió tối ưu hơn.
Xây lắp điện	33	-87%	-63%	172	-48%	37%	
Sản xuất công nghiệp	44	235%	82%	72	96%	123%	LN gộp sản xuất và bán cốt sắt tăng 235% svck trong Q3/23, hỗ trợ bởi đơn hàng tăng và giá đầu vào như sắt, thép giảm.
Vận hành KCN	50	NA	8%	117	NA	167%	
Bất động sản nhà ở	15	224%	194%	26	36%	52%	
Khai thác quặng	197	NA	NA	197	NA	110%	LN gộp khai thác quặng đạt 197 tỷ đồng, các lô hàng được bán hết, biên LN gộp đạt 31% do giá Niken tại Q3/23 duy trì ở mức cao ~19.000USD/tấn.
Khác	7	113%	-57%	27	7%	94%	
Chi phí bán hàng&QLDN	105	11%	19%	256	20%	84%	
EBIT	430	42%	126%	869	-1%	61%	
Lãi/lỗ từ Idlk	(4)	23%	195%	(2)	-128%	NA	
Doanh thu tài chính	42	87%	42%	137	157%	137%	Doanh thu tài chính tăng 87% svck trong Q3/23 do khoản đầu tư tiền gửi ngắn hạn tăng mạnh 558% svck.
Chi phí tài chính	324	22%	41%	765	27%	94%	Chi phí tài chính tăng 22% svck do chi phí lãi vay tăng 32% svck, chủ yếu đến từ lãi vay USD tăng mạnh ~2,5 đ% svck và dư nợ đi ngang svck
LN trước thuế	140	196%	-784%	224	-26%	29%	
Biên LN trước thuế	6%	5 đ%	NA	4%	NA		
Thuế thu nhập DN	40	-8%	124%	65	26%	71%	
LN sau thuế	101	2165%	NA	159	-37%	24%	LNST Q3/23 tăng mạnh 21x đạt 101 tỷ đồng
Lợi ích CDTS	37	NA	NA	93	-968%	48%	
LN ròng	64	-3%	NA	66	-75%	14%	LN ròng Q3/23 giảm nhẹ 3% svck đạt 64 tỷ đồng, tuy nhiên đây vẫn là mức cải thiện đáng kể so với khoản lỗ ròng 12 tỷ trong Q2/23. LN ròng 9T23 đạt 66 tỷ, hoàn thành 14% dự phóng của chúng tôi, chủ yếu do các mảng biên cao như KCN, khai thác quặng ghi nhận kết quả kinh doanh tốt hơn kỳ vọng.
EPS (đ/cp)	212	-3%	NA	219	-72%	14%	

Nguồn: PC1, MBS Research

Triển vọng 2023-24: Động lực tăng trưởng LN cao, hỗ trợ bởi nhiều ngành nghề kinh doanh bắt đầu hái quả

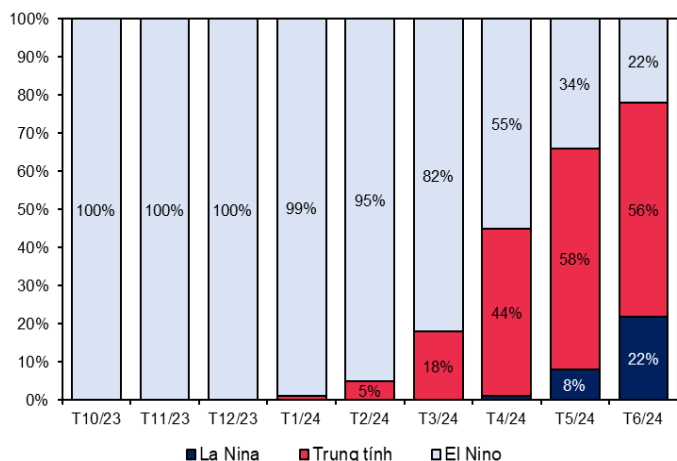
Mảng Điện: Lợi nhuận 2024 sẽ cải thiện sau một năm 2023 đầy khó khăn

Đối với thủy điện, nhìn sang Q4/23 chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ không duy trì ở mức cao như Q3/23 do các nhà máy của PC1 hầu hết sẽ sẽ kết thúc giai đoạn mùa mưa từ tháng 10-11. Tuy nhiên, dự kiến các nhà máy sẽ ghi nhận giá bán điện cao hơn hỗ trợ bởi biểu phí tránh được cho nhóm thủy điện nhỏ. Dự kiến sản lượng thủy điện Q4/23 đạt 103 triệu kWh (-7% svck) và doanh thu đạt 162 tỷ đồng (-5% svck), kéo sản lượng và doanh thu cả năm 2023 đạt 434 triệu kWh (-35% svck) và 579 tỷ đồng (-34% svck). Theo đó LN gộp đạt 172 tỷ đồng với biên LN gộp ở mức 30%.

Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu (IRI), dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong T12/23 và T1/24, sau đó tiếp tục duy trì đến ít nhất Q2/24, kéo theo thời tiết cực đoan, nắng nóng và các đợt khô hạn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng một sự cải thiện trong nửa cuối 2024 khi pha thời tiết trung tính hơn và đây cũng là giai đoạn mùa mưa tại khu vực các nhà máy thủy điện của PC1. Dự kiến sản lượng và doanh thu thủy điện 2024 đạt lần lượt 501 triệu kWh (+15% svck) và 675 tỷ đồng (+16% svck). LN gộp 2024 đạt 262 tỷ đồng (+52% svck) với biên LN gộp dự phóng đạt 39%. Chúng tôi dự phóng giá bán thủy điện sẽ không biến động do phần chi phí biến đổi thấp, giá định trượt giá 1% giai đoạn 2023-24 đạt 1.333đ/kWh và 1.346đ/kWh.

Về công tác phát triển nguồn thủy điện, dự kiến đầu năm 2024, PC1 sẽ tiến hành khởi công xây dựng thêm hai nhà máy thủy điện nhỏ gồm Bạo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW), dự kiến đi vào vận hành giai đoạn 2025-26. Chúng tôi cho rằng đầu tư các dự án thủy điện nhỏ là một bước đi hợp lý, khi các nhà máy có tổng mức đầu tư vừa phải, được hưởng lợi từ biểu phí tránh được và có tỉ suất sinh lời cao hơn so với các loại nguồn điện khác.

Hình 4: Theo IRI, dự kiến pha El Nino sẽ đạt đỉnh trong cuối 2023 và duy trì đến Q2/23 với xác suất xảy ra cao nhất



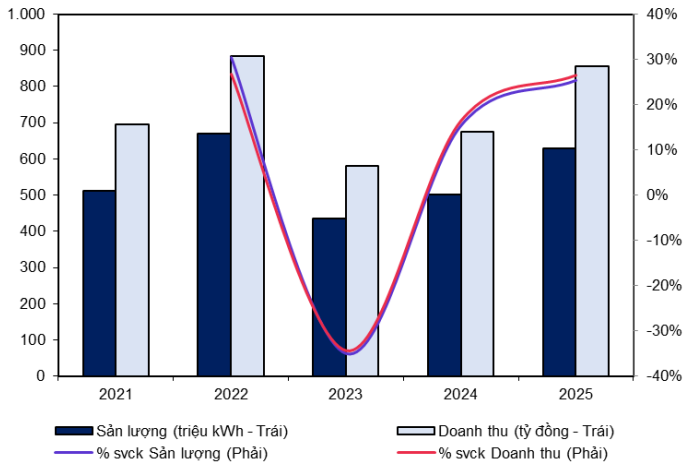
Nguồn: IRI, MBS Research

Hình 5: Mức nước hồ thủy điện so với mức nước chết tại khu vực Bắc Bộ đã cải thiện từ Q3/23 so với giai đoạn nửa đầu năm

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11
Đông Bắc Bộ											
Tuyên Quang	-2%	-7%	-8%	-34%	-21%	-21%	-16%	-9%	-6%	-1%	0%
Tây Bắc Bộ											
Sơn La	20%	19%	17%	14%	3%	2%	10%	17%	18%	22%	23%
Hòa Bình	44%	38%	36%	39%	38%	29%	21%	33%	41%	45%	46%
Thác Bà	21%	15%	12%	7%	1%	1%	5%	11%	17%	21%	21%
Bản Chất	9%	8%	6%	3%	1%	1%	4%	8%	10%	10%	10%
Huệ Quảng	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%
Lai Châu	7%	4%	7%	2%	2%	4%	8%	11%	10%	11%	11%
Bắc Trung Bộ											
Bản Vẽ	25%	21%	18%	14%	7%	1%	1%	21%	26%	28%	28%
Quảng Trị	6%	6%	5%	4%	3%	3%	1%	0%	1%	3%	5%
Trung Sơn	4%	0%	-2%	-2%	-2%	2%	1%	0%	0%	4%	6%

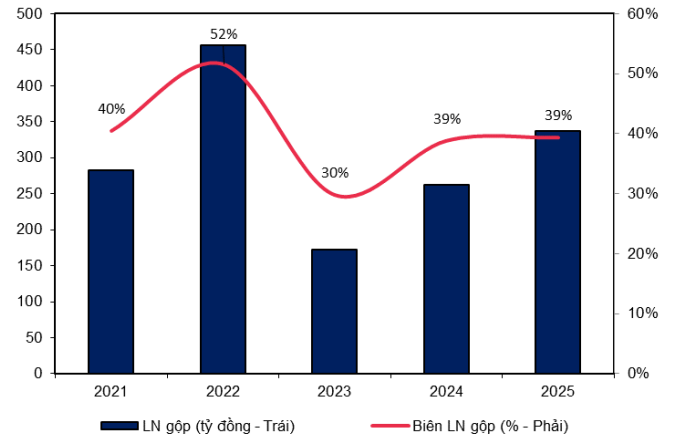
Nguồn: EVN, MBS Research

Hình 6: Sản lượng thủy điện 2024 dự kiến phục hồi từ mức nền thấp 2023, hỗ trợ bởi thủy văn cải thiện



Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 7: LN gộp dự kiến cũng sẽ cải thiện tương ứng trong 2023-25, với biên LN gộp cải thiện từ mức thấp năm 2023

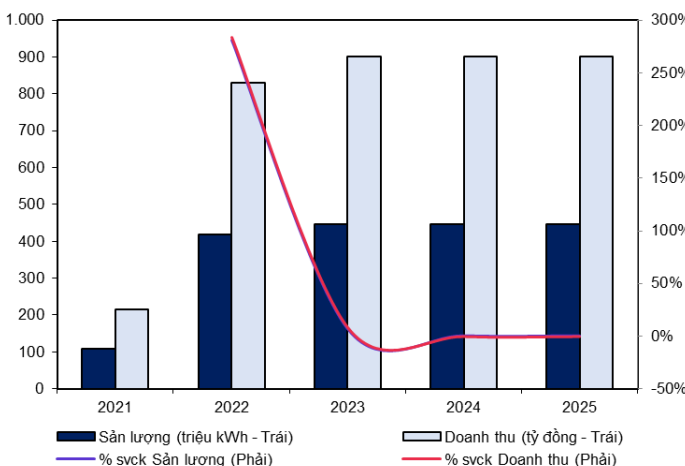


Nguồn: PC1, MBS Research

Đổi với điện gió, chúng tôi dự phóng sản lượng điện gió sẽ ổn định trong Q4/23 đạt 146 triệu kWh đi ngang svck, hỗ trợ cải thiện sản lượng điện cả năm đạt 445 triệu kWh (+7% svck). Chúng tôi nhận thấy tỉ lệ sẵn sàng của tuabin cao hơn sau 1-2 năm đầu vận hành và mùa gió cải thiện là yếu tố hỗ trợ, theo đó, mức sản lượng dự phóng 2023 tương đương 90% sản lượng thiết kế của ba nhà máy cho thấy sự hiệu quả trong khâu phát triển và vận hành. Theo đó, dự kiến LN gộp sẽ duy trì ở mức cao đạt 530 tỷ đồng (+13% svck) với biên LN gộp 58%.

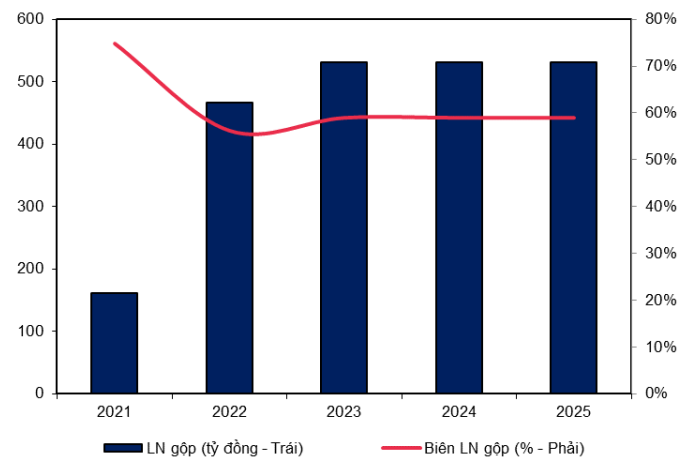
Nhìn sang 2024, chúng tôi duy trì dự phóng sản lượng và doanh thu ổn định ở mức 445 triệu kWh và 899 tỷ đồng, hỗ trợ LN gộp đạt mức tương đương 530 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng nhóm điện gió sẽ đem lại dòng tiền ổn định và dồi dào cho PC1.

Hình 8: Dự kiến mảng điện gió sẽ đem lại dòng doanh thu ổn định cho PC1 trong giai đoạn 2023-25...



Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 9: ...Theo đó, dòng LN gộp cũng sẽ ổn định trong giai đoạn này



Nguồn: PC1, MBS Research

Về tình hình phát triển các dự án NLTT mới, PC1 vẫn đang theo sát kế hoạch đầu tư một dự án điện gió trên bờ tại Quảng Trị. Về tình hình chính sách cho NLTT, Thông Tư 19 về cách xác định khung giá cho NLTT đã được ban hành từ đầu tháng 11/23 và sẽ có hiệu lực từ cuối tháng 12/23. Chúng tôi cho rằng

đây sẽ là cơ sở, phương pháp để đàm phán giá điện giữa EVN và chủ đầu tư, tuy nhiên vẫn còn quá sớm để đánh giá mức giá mới có thực sự đem lại hiệu quả kinh tế lớn cho các nhà máy. Chúng tôi sẽ đưa thêm dự án này vào mô hình định giá nếu có thêm thông tin về tình hình đầu tư dự án cũng như diễn biến mới trong chính sách giá.

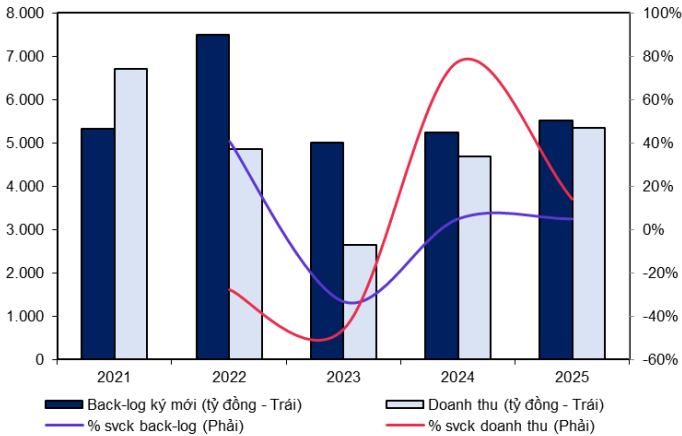
Xây lắp điện: Tập trung nguồn lực cho dự án trọng điểm – đường dây 500kV mạch 3 đoạn Quảng Trạch – Phố Nối

Mảng xây lắp điện 9T23 diễn ra ảm đạm, trong bối cảnh các dự án đường dây, trạm biến áp chậm giải ngân, hoãn và thậm chí dừng tiến độ khi EVN gặp khó khăn tài chính. Mảng tổng thầu EPC sau năm 2021 tích cực cũng đã chững lại do vướng mắc về chính sách, các chủ đầu tư chưa có đủ cơ sở để triển khai dự án mới. Trong 9T23, doanh nghiệp tập trung triển khai nốt một số hợp đồng tổng thầu EPC cho các dự án chuyển tiếp nổi bật như đường dây trạm biến áp cho điện gió Khai Long 1 (BCG), EPC điện gió Tân Phú Đông 1 (GEG), ngoài ra tập trung thực hiện các dự án xây lắp được ưu tiên, có dòng tiền và biên cao. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu và LN gộp 2023 đạt 2.637 tỷ đồng (-46% svck) và 293 tỷ đồng (-43% svck). Back-log ký mới đạt 5.000 tỷ đồng (-33% svck) với triển vọng chủ yếu đến từ trúng thầu đường dây 500kV Mạch 3 đoạn 2.

Nhìn sang 2024, chúng tôi dự phóng mảng xây lắp sẽ có sự phục hồi từ mức nền thấp, doanh thu và LN gộp đạt 4.685 tỷ đồng (+78% svck) và 510 tỷ đồng (+74% svck) hỗ trợ bởi:

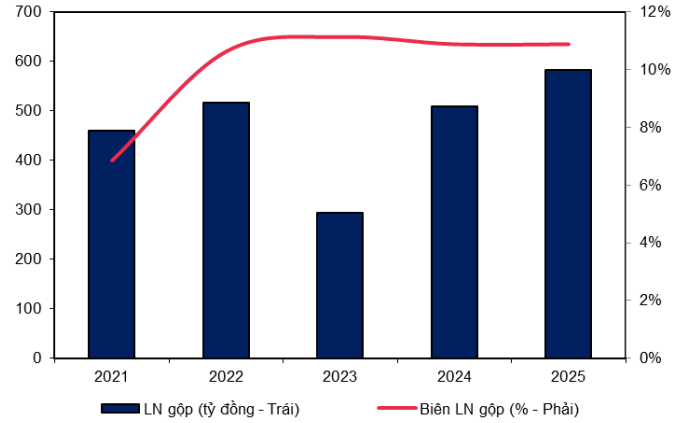
- Chính phủ yêu cầu tập trung nguồn lực triển khai dự án trọng điểm đường dây 500kV Mạch 3 đoạn Quảng Trạch – Phố Nối, với tổng mức đầu tư khoảng 23.000 tỷ đồng, (*thông tin chi tiết tại báo cáo [Ngành điện – Kỳ vọng từ đường dây 500kV mạch 3](#)*). Trong tháng 10, liên danh PC1 và CTCP Sông Đà 11 đã trúng gói thầu số 5 (>100 tỷ) đoạn Nam Định – Thanh Hóa (74,4km – 3.086,8 tỷ đồng), một trong những gói sớm nhất được triển khai. Doanh nghiệp vẫn đang tích cực triển khai đấu thầu thêm, và với vị thế hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp, chúng tôi cho rằng PC1 có lợi thế lớn trúng nhiều gói thầu giá trị. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng việc EVN tiếp tục tăng giá điện đầu tháng 11/23 sẽ hỗ trợ dòng tiền đầu tư của doanh nghiệp này cho các dự án xây lắp trong tương lai.
- Chúng tôi cho rằng hoạt động tổng thầu EPC điện gió của PC1 sẽ tích cực hơn từ 2024, hỗ trợ bởi thông tư xác định khung giá cho NLTT chính thức có hiệu lực từ T12/23.

Hình 10: Hoạt động xây lắp phục hồi sẽ hỗ trợ cải thiện doanh thu từ 2024, với động lực chính là đường dây 500kV mạch 3



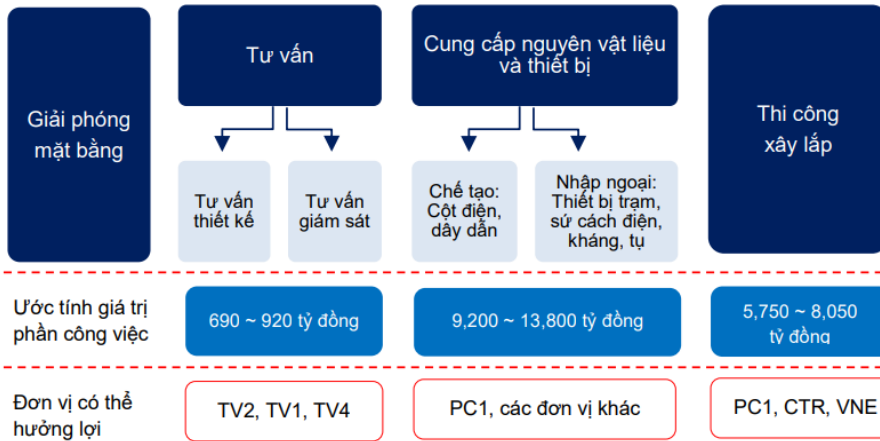
Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 11: Theo đó, LN gộp cũng sẽ phục hồi với biên LN gộp duy trì ở mức ổn định trong giai đoạn 2023-25



Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 12: PC1 có năng lực tham gia cả khâu xây lắp và cung cấp thiết bị, tuy rằng cung cấp thiết bị đem lại giá trị hợp đồng lớn, biên của khâu thấp hơn so với biên xây lắp



Nguồn: MBS Research

Hình 13: Hiện tại đoạn Thanh Hóa – Nam Định 1 đã khởi công xây dựng, vẫn còn rất nhiều công việc và cơ hội cho PC1 để trúng thêm những gói thầu mới

STT	Dự án thành phần	Chiều dài (km)	Sơ bộ tổng mức đầu tư (Tỷ đồng)
1	Đường dây 500kV Quảng Trạch - Quỳnh Lưu	226	10.110
2	Đường dây 500kV Quỳnh Lưu - Thanh Hóa	91	4.116
3	Đường dây 500kV Thanh Hóa - Nam Định 1	73	3.086
4	Đường dây 500kV Nam Định 1 - Phố Nối	123	4.823
Tổng toàn bộ dự án		513	22.135

Nguồn: MBS Research

Khai thác quặng: Mỏ Niken hoạt động hiệu quả, đem lại nguồn lợi nhuận tốt hơn dự kiến

Hoạt động bán hàng quặng tinh Đồng – Niken diễn ra tích cực khi PC1 thành công xuất khẩu được 2 lô quặng cho Trafigura trong T7/23 và T9/23, với sản lượng ước tính ~17.500 tấn, đem lại 598 tỷ đồng. Hiệu suất nhà máy trong Q3/23

đạt 95% và dự kiến trong Q4/23 doanh nghiệp sẽ xuất thêm một lô quặng ~10.000 tấn với hiệu suất tương đương. Chúng tôi ước tính giá bán của lô cuối năm có thể sẽ không cao được như giai đoạn Q2-Q3/23 do hiện tại giá Niken niêm yết trên sàn LME đã giảm từ mức trung bình 19.000USD/tấn xuống còn 17.000USD/tấn. Theo đó, chúng tôi dự kiến sản lượng quặng tinh khai thác đạt 25.200 tấn, doanh thu khai thác quặng đạt 908 tỷ đồng với giá định giá Niken trung bình ~19.000USD/tấn. LN gộp đạt 350 tỷ đồng với biên LN gộp đạt 39%, tương đương ước tính của doanh nghiệp.

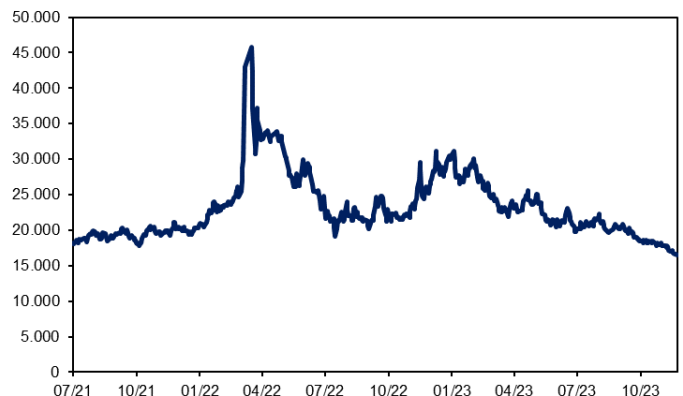
Nhìn sang 2024, dự kiến sản lượng quặng tinh thu được đạt 31.500 tấn (+25% svck) khi nhà máy vận hành cả năm, đem lại doanh thu 1.130 tỷ đồng (+24% svck) và LN gộp đạt 470 tỷ đồng (+16% svck) với giá định giá Niken sẽ duy trì ở mức thấp hơn nền giá 2023, trung bình 17.000USD/tấn. Trong trung hạn, theo IEA, thị trường Niken không có động lực tăng giá khi Indonesia và Philippines, hai nhà cung cấp quặng Niken lớn nhất thế giới liên tục mở rộng sản xuất, trong khi nhu cầu đang chưa bắt kịp. Nhìn dài hạn hơn, nhu cầu ngày càng tăng của sản xuất pin xe điện và các sản phẩm phức tạp thấp sẽ là yếu tố hỗ trợ giá Niken, tuy nhiên, hiện tại chúng tôi vẫn dự phóng giá Niken trung bình ~17.000USD cho giai đoạn 2023-30 và 15.000USD cho giai đoạn sau 2030 để thể hiện quan điểm thận trọng về ngành.

Hình 14: Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh khai thác quặng Niken trong giai đoạn 2023-27

	2023	2024	2025	2026	2027
Sản lượng quặng tinh (tấn)	25.200	31.500	31.500	31.500	31.500
Sản lượng Niken (tấn)	1.802	2.252	2.252	2.252	2.252
Sản lượng Đồng (tấn)	284	354	354	354	354
Sản lượng Cobalt (tấn)	42	52	52	52	52
Giá Niken (USD/tấn)	19.000	17.000	17.000	17.000	17.000
Giá Đồng (USD/tấn)	8.400	8.400	8.800	9.000	9.000
Giá Cobalt (USD/tấn)	33.420	33.420	33.420	33.420	33.420
Doanh thu (tỷ đồng)	908	1.130	1.134	1.136	1.136
LN gộp (tỷ đồng)	350	470	472	473	473
Biên LN gộp (%)	39%	42%	42%	42%	42%
LN ròng (tỷ đồng)	140	225	234	243	251
Biên LN ròng (%)	15%	20%	21%	21%	22%

Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 15: Giá Niken trên sàn LME có xu hướng giảm mạnh từ đầu năm, khi nguồn cung đang dư thừa so với nhu cầu (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

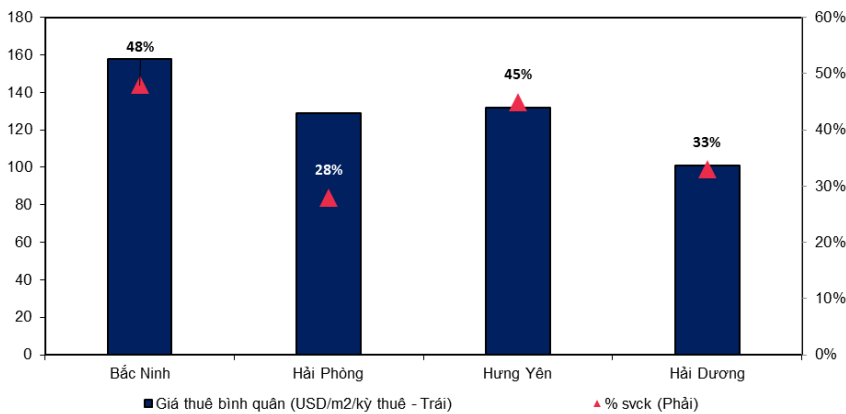
Bất động sản KCN: Giá thuê tăng cao hỗ trợ LN từ Yên Phong 2A trong 2024

PC1 hiện tại tập trung mở rộng hoạt động đầu tư vào các dự án BDS KCN. Doanh nghiệp liên tục đầu tư và mua lại các công ty trong ngành với mục tiêu phát triển thêm 1.500ha KCN từ nay đến 2030. Sau khi mua 30,8% cổ phần của Western Pacific (WP) trong 2021, 70% cổ phần KCN Nhật Bản – Hải Phòng (NHIZ) trong 2022, doanh nghiệp tiếp tục đầu tư thêm 36% cổ phần CTCP Kho Bãi Phú Bình để tìm kiếm cơ hội phát triển các dự án BDS KCN tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu.

Trong giai đoạn 2024-27, WP dự kiến ghi nhận doanh thu từ hai KCN Yên Phong IIA (150ha) tại Bắc Ninh và Yên Lệnh (70ha) tại Hà Nam. Đây đều là hai trung tâm công nghiệp trọng điểm tại phía Bắc, thu hút nhiều doanh nghiệp cả trong nước và FDI. Theo Savills, giá thuê KCN tại Bắc Ninh đã tăng mạnh 48% svck

và 45% svck tại khu vực Hưng Yên trong 10T23. Chúng tôi đánh giá với tỉ lệ lấp đầy luôn duy trì ở mức cao, nguồn cung thấp hơn nhu cầu thực tế, và các chủ đầu tư ngày càng nâng cao tiêu chuẩn và chất lượng dịch vụ đã đẩy mức giá tại khu vực tăng mạnh. Hiện tại, Yên Phong IIA đang nhận đặt cọc với mức giá cho thuê khá cao đạt 158-160USD/m2/kỳ thuê. Chúng tôi giả định dự án có thể bàn giao và hấp thụ hết 100% trong 2024-25 và mang lại 3.256 tỷ đồng doanh thu. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng KCN Yên Lệnh sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2025, đem về 1.037 tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến cả 2 dự án sẽ đóng góp lần lượt 172 tỷ và 82 tỷ đồng cho LN LDLK của PC1 trong giai đoạn 2024-26, phân bổ chủ yếu vào hai năm 2024-25.

Hình 16: Giá thuê trung bình các trung tâm công nghiệp lớn phía Bắc tăng mạnh trong 10T23, hỗ trợ bởi nhu cầu nhiều trong khi nguồn cung không tăng quá nhanh



Nguồn: Savills, MBS Research

Đối với KCN NHIZ, khoản đầu tư sẽ đem lại dòng doanh thu 2023-24 ổn định đạt lần lượt 632 tỷ đồng và 637 tỷ đồng, LN ròng đạt 71 tỷ đồng và 72 tỷ đồng đến từ cung cấp dịch vụ và bán điện cho khách thuê. Ngoài ra, PC1 sẽ phát triển GD2 của KCN NHIZ (200ha) dự kiến sở hữu 100%. Hiện tại doanh nghiệp đang tích cực triển khai khâu cấp phép và sớm nhất 2024 sẽ có đầy đủ chứng nhận đầu tư để tiến hành giải phóng mặt bằng và các công tác xây dựng. Chúng tôi nhận thấy đây sẽ là tiềm năng trong dài hạn của PC1 và sẽ cập nhật trong mô hình định giá khi có thêm thông tin mới.

Hình 17: Phân bổ doanh thu các dự án bất động sản KCN giai đoạn 2023-26 (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026	Tổng
Yên Phong IIA	0	2,602	654	0	3,256
Yên Lệnh	0	0	723	314	1,037
NHIZ	632	637	643	649	2,562
Tổng	632	3,239	2,020	963	6,854

Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 18: Phân bổ LN đóng góp cho PC1 các dự án bất động sản KCN giai đoạn 2023-26 (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026	Tổng
Yên Phong IIA	(15)	146	40	0	172
Yên Lệnh	-	0	56	26	82
NHIZ	71	71	72	73	287
Tổng	56	218	168	99	541

Nguồn: PC1, MBS Research

Bất động sản nhà ở: Triển vọng âm ảm của thị trường chung

Chúng tôi nhận thấy tình trạng chậm trễ trong triển khai dự án sẽ tiếp tục kéo dài trong bối cảnh thị trường BDS nhà ở đang gặp nhiều khó khăn:

- Dự kiến PC1 Gia Lâm sẽ hoàn thành pháp lý và bắt đầu khởi công từ Q4/23 (chậm từ Q3/22) có thể bắt đầu mở bán và bàn giao ngay trong 2024-25. Ghi nhận doanh thu 261 tỷ đồng và LN ròng 46 tỷ đồng.

- Chúng tôi lùi tiến độ mở bán PC1 Định Công sang 2025, ghi nhận doanh thu và LN ròng đạt lần lượt 1.093 tỷ đồng và 269 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-27 do vướng mắc pháp lý. Ngoài ra, chúng tôi cũng lùi tiến độ bàn giao PC1 Vĩnh Hưng sang 2026-27 với lý do tương tự. Dự kiến doanh thu và LN ròng ba dự án đạt 2.150 tỷ đồng và 514 tỷ đồng, phân bổ chủ yếu trong 2025-27.

Hình 19: Phân bổ doanh thu các dự án bất động sản nhà ở giai đoạn 2023-27 (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026	2027	Tổng
PC1 Gia Lâm	-	182	79	-	-	261
PC1 Định Công	-	-	321	437	334	1,093
PC1 Vĩnh Hưng	-	-	-	315	481	796
Tổng	-	182	401	752	816	2,150

Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 20: Phân bổ LN ròng các dự án bất động sản nhà ở giai đoạn 2023-27 (Đơn vị: Tỷ đồng)

	2023	2024	2025	2026	2027	Tổng
PC1 Gia Lâm	(0)	31	15	-	-	46
PC1 Định Công	-	-	75	103	91	269
PC1 Vĩnh Hưng	-	-	(7)	76	129	199
Tổng	(0)	31	84	179	221	514

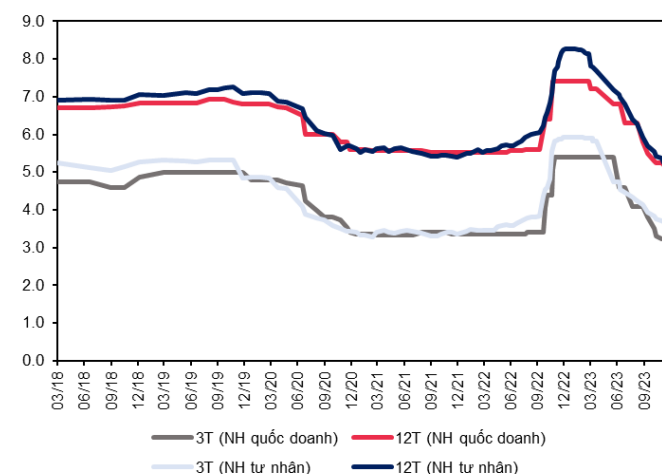
Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 21: Tổng hợp dự phóng doanh thu và LN gộp giai đoạn 2023-24

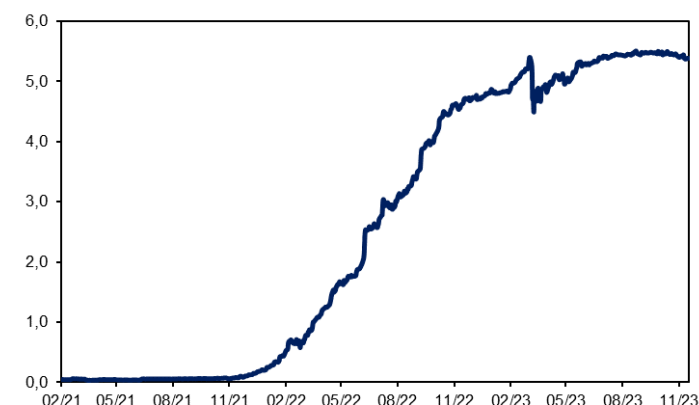
	2022	%tỷ trọng	2023	%svck	%tỷ trọng	2024	%svck	%tỷ trọng
Doanh thu	8.357,6		8.477,4	1,4%		10.378,8	22,4%	
Điện	1.715,2	20,5%	1.479,6	-13,7%	17,5%	1.575,5	6,5%	15,2%
Xây lắp điện	4.863,9	58,2%	2.637,2	-45,8%	31,1%	4.685,3	77,7%	45,1%
Sản xuất công nghiệp	645,5	7,7%	1.000,7	55,0%	11,8%	1.100,2	9,9%	10,6%
Vận hành KCN	79,6	1,0%	631,8	694,0%	7,5%	637,5	0,9%	6,1%
Bất động sản nhà ở	50,8	0,6%	228,3	349,2%	2,7%	194,7	-14,7%	1,9%
Khai thác quặng	-	0,0%	908,4	NA	10,7%	1.130,4	24,4%	10,9%
Khác	1.002,6	12,0%	1.591,3	58,7%	18,8%	1.055,1	-33,7%	10,2%
LN gộp	1.594,5		1.706,3	7,0%		2.105,8	23,4%	
Biên LN gộp	19,1%	7,0 điểm%	20,1%	1,0 điểm%		20,3%	0,2 điểm%	
Điện	961,3	60,3%	703,7	-26,8%	41,2%	793,3	12,7%	37,7%
Xây lắp điện	517,3	32,4%	293,7	-43,2%	17,2%	510,0	73,7%	24,2%
Sản xuất công nghiệp	53,9	3,4%	73,5	36,4%	4,3%	86,3	17,5%	4,1%
Vận hành KCN	13,4	0,8%	157,9	1082,9%	9,3%	159,4	0,9%	7,6%
Bất động sản nhà ở	27,1	1,7%	87,6	223,8%	5,1%	58,9	-32,8%	2,8%
Khai thác quặng	-	0,0%	350,1	NA	20,5%	469,9	34,2%	22,3%
Khác	21,6	1,4%	39,8	84,3%	2,3%	28,0	-29,7%	1,3%

Nguồn: PC1, MBS Research

Chi phí tài chính giảm sẽ cải thiện đáng kể hiệu quả kinh doanh

Hình 22: Lãi suất huy động có xu hướng giảm mạnh hỗ trợ giảm chi phí vay các khoản vay nội tệ (Đơn vị: %)


Nguồn: MBS Research

Hình 23: Lãi suất SOFR kỳ hạn 6 tháng vẫn neo cao nhưng đã tăng đã chứng lại trong Q3/23 (Đơn vị: %)


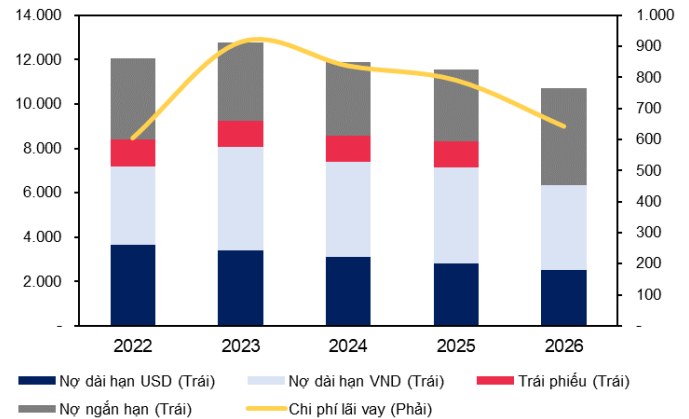
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 24: Các chỉ số về khả năng thanh toán và dòng tiền sẽ được cải thiện trong giai đoạn 2023-27...

	2023	2024	2025	2026	2027
Nợ vay/VCSH (x)	2,0	1,7	1,5	1,3	1,0
Chỉ số thanh toán lãi vay (x)	1,5	2,1	2,5	3,0	3,0
Nợ vay USD/tổng nợ vay (%)	40%	40%	37%	44%	45%
Nợ vay/EBITDA (x)	6,3	4,8	4,3	4,0	3,3
Tỉ lệ CFO/Doanh thu (%)	11%	9%	8%	8%	8%
Vòng quay tiền mặt (ngày)	115	124	123	117	120

Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 25: ... Chi phí lãi vay cũng sẽ giảm tương ứng, hỗ trợ bởi dư nợ vay và lãi suất đang trên đà giảm (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 26: Bảng phân tích độ nhạy LNST theo thay đổi của tỷ giá và lãi suất, theo đó, với tỉ lệ đòn bẩy cao, 1% cải thiện lãi suất có thể hỗ trợ tăng 7% LNST

Tỷ giá (%)	Lãi suất (%)				
	5%	6%	7%	8%	9%
-2%	1.316,8	1.218,8	1.141,9	1.022,7	924,7
-1%	1.289,7	1.191,7	1.114,9	995,6	897,6
0%	1.262,7	1.164,7	1.087,8	968,6	870,6
1%	1.235,7	1.137,6	1.060,8	941,6	843,5
2%	1.208,6	1.110,6	1.033,7	914,5	816,5
3%	1.181,6	1.083,5	1.006,7	887,5	789,4

Nguồn: PC1, MBS Research

Chi phí lãi vay giảm sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận PC1 đặc biệt khi doanh nghiệp có tỉ lệ đòn bẩy cao, các nhà máy NLTT có chi phí đầu tư lớn và mới hoạt động được hơn hai năm. Dư nợ lớn kéo theo chi phí lãi vay ăn mòn biên LN ròng của doanh nghiệp trong 2022 và 9T23. Tuy rằng lãi suất các khoản vay nội địa có xu hướng giảm từ nửa sau 2023 neo theo mức giảm lãi suất huy động các ngân hàng quốc doanh, các khoản vay USD chiếm 40% tổng dư nợ (tính đến hết 2023), neo theo lãi suất SOFR kỳ hạn 6 tháng có xu hướng tăng nhẹ và duy trì ở mức cao từ đầu năm.

Chúng tôi cho rằng gánh nặng chi phí tài chính sẽ giảm mạnh từ Q4/23 sang 2024, khi dư nợ giảm dần và lãi vay giảm từ nền cao 2022-23. Chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực khi kết quả kinh doanh mảng điện của PC1 có độ nhạy rất cao với diễn biến lãi vay do doanh nghiệp có tỉ lệ D/E lớn và gánh nặng tài chính hiện hữu. Chúng tôi tiến hành chạy bảng phân tích độ nhạy tỉ giá và lãi suất lên LNST 2024, theo đó với mỗi 1% thay đổi giảm lãi suất, chúng tôi ước tính LNST sẽ cải thiện ~80 tỷ (tăng 7% so với dự phóng của chúng tôi).

Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh 2023-24

Hình 27: Tổng hợp dự phóng 2023-24

Đơn vị: Tỷ đồng	2022	2023	% svck	Δ% sv dự báo cũ	2024	% svck	Δ% sv dự báo cũ	Nhận xét
Doanh thu	8.358	8.477	1%	-11%	10.379	22%	-1%	Điều chỉnh giảm doanh thu 2023/24 11%/1% chủ yếu do điều chỉnh giảm doanh thu nhóm xây lắp và nhóm điện.
Điện	1.715	1.480	-14%	-8%	1.576	6%	-6%	Điều chỉnh giảm doanh thu mảng điện 2023/24 8%/6% phản ánh kết quả kinh doanh thủy điện thấp hơn dự kiến
Xây lắp điện	4.864	2.637	-46%	-43%	4.685	78%	-9%	Điều chỉnh giảm doanh thu xây lắp 2023/24 43%/9% phản ánh tình hình thị trường xây lắp khó khăn hơn dự kiến trong 2023.
Sản xuất công nghiệp	645	1.001	55%	63%	1.100	10%	71%	
Vận hành KCN	80	632	694%	58%	637	1%	45%	
Bất động sản nhà ở	51	228	349%	94%	195	-15%	32%	Điều chỉnh tăng doanh thu BDS 2023 94%, phản ánh doanh thu bất thường từ bán sản thương mại dự kiến trong Q4/23. Điều chỉnh tăng doanh thu 2024 lên 32% do lùi tiến độ PC1 Gia Lâm sang năm này.
Khai thác quặng	-	908	NA	-19%	1.130	24%	-16%	Điều chỉnh giảm doanh thu khai thác quặng 2023/24 đi 19%/16% do giá định giá Niken giảm.
Khác	1.003	1.591	59%	54%	1.055	-34%	-0,1%	
LN gộp	1.595	1.706	7%	-2%	2.106	23%	11%	Duy trì dự phóng LN gộp 2023, điều chỉnh tăng 11% dự phóng LN gộp 2024 do điều chỉnh tăng mạnh LN gộp các mảng biên cao hơn như BDS và khai thác quặng.
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>	<i>-1,0 đ%</i>	<i>0,9 đ%</i>	<i>20%</i>	<i>0,2 đ%</i>	<i>2,3 đ%</i>	
Điện	961	704	-27%	-21%	793	13%	-16%	Điều chỉnh LN gộp mảng điện 2023/24 giảm 21%/16% theo doanh thu.
Xây lắp điện	517	294	-43%	-36%	510	74%	10%	Điều chỉnh LN gộp 2023-24 -36%/+10% tương ứng theo doanh thu.
Sản xuất công nghiệp	54	73	36%	25%	86	17%	33%	
Vận hành KCN	13	158	1083%	126%	159	1%	128%	Điều chỉnh tăng LN gộp mảng vận hành KCN 2023/24 126%/128% do điều chỉnh tăng biên LN gộp phù hợp vs kết quả 9T23 và doanh thu tăng.
Bất động sản nhà ở	27	88	224%	75%	59	-33%	18%	
Khai thác quặng	-	350	NA	94%	470	34%	94%	Điều chỉnh tăng LN gộp mảng khai khoáng 2023/24 94%/94% phản ánh triển vọng bán hàng tích cực hơn và biên LN cao hơn giả định cũ.
Khác	22	40	84%	37%	28	-30%	-3%	
Chi phí bán hàng&QLDN	(277)	(322)	16%	6%	(351)	9%	1%	
EBIT	1.318	1.384	5%	-3%	1.755	27%	14%	
Lãi/lỗ từ Idlk	1	(15)	NA	NA	146	NA	35%	Lỗ Idlk 15 tỷ trong 2023 phản ánh kết quả 9T23, lãi Idlk 146 tỷ, điều chỉnh tăng 35% sv dự phóng trước do lùi tiến độ ghi nhận doanh thu Yên Phong 2A từ Q4/23 sang năm này.
Doanh thu tài chính	95	150	58%	50%	224	49%	113%	Điều chỉnh tăng doanh thu tài chính 2023/24 50%/113% phản ánh kết quả 9T23 tốt hơn dự kiến với doanh thu tiền gửi tăng mạnh.
Chi phí tài chính	(767)	(987)	29%	22%	(837)	-15%	3%	Điều chỉnh tăng chi phí tài chính 2023/24 lên 22%/3% phản ánh lãi suất vay neo cao lâu hơn dự kiến.
LN trước thuế	605	528	-13%	-31%	1.260	138%	34%	
Thuế thu nhập DN	(69)	(67)	-2%	-27%	(188)	179%	34%	
LN sau thuế	537	461	-14%	-31%	1.072	133%	33%	
Lợi ích CDTS	(77)	(195)	153%	-0,3%	(260)	33%	16%	
LN ròng	460	265	-42%	-45%	812	206%	40%	Điều chỉnh giảm LN ròng 2023 đi 45% và tăng LN ròng 2024 lên 40% đạt lần lượt 265 tỷ đồng và 812 tỷ đồng, phản ánh các điều chỉnh giả định bên trên.
EPS (đ/cp)	1.479	854	-42%	-45%	2.610	206%	40%	

Nguồn: PC1, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25		31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	8.358	8.477	10.379	11.571	LN trước thuế	605	528	1.260	1.468
Giá vốn hàng bán	(6.763)	(6.771)	(8.273)	(9.217)	Khấu hao	627	682	684	744
Lợi nhuận gộp	1.595	1.706	2.106	2.354	Thuế đã nộp	(82)	(67)	(188)	(211)
Chi phí quản lý DN	(285)	(279)	(342)	(360)	Các khoản điều chỉnh khác	55	(285)	(553)	(452)
Chi phí bán hàng	8	(43)	(9)	(45)	Thay đổi VLD	85	(332)	(288)	(140)
LN từ HĐKD	1.318	1.384	1.755	1.949	LCTT từ HĐKD	1.289	526	914	1.408
EBITDA thuần	1.944	2.067	2.439	2.693	Đầu tư TSCĐ	(1.729)	(731)	(351)	(1.009)
LN trước thuế & lãi vay	1.318	1.384	1.755	1.949	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	-	-	-
Thu nhập lãi	95	150	224	232	LCTT từ đầu tư	(3.808)	(2.298)	(227)	(866)
Chi phí tài chính	(767)	(987)	(837)	(791)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	97	406	-	-
Thu nhập ròng khác	(41)	(5)	(29)	(19)	Tiền vay ròng nhận được	2.754	732	(885)	(324)
TN từ các Cty LK & LD	1	(15)	146	96	Dòng tiền từ HĐTC khác	(3)	(76)	278	115
LN trước thuế	605	528	1.260	1.468	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(40)	(23)	(71)	(85)
Thuế TNDN	(69)	(67)	(188)	(211)	LCTT từ hoạt động TC	2.809	1.039	(678)	(294)
Lợi nhuận sau thuế	537	461	1.072	1.256	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.292	2.581	1.849	1.859
Lợi ích cổ đông thiểu số	(77)	(195)	(260)	(277)	LC tiền thuần trong năm	289	(732)	10	248
Lợi nhuận ròng	460	265	812	979	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.581	1.849	1.859	2.107
Chi trả cổ tức	(40)	(23)	(71)	(85)					
Lợi nhuận giữ lại	420	242	741	894					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25		31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tiền và tương đương tiền	2.581	1.849	1.859	2.107	Tăng trưởng doanh thu thuần	59,0%	6,3%	18,0%	10,4%
Đầu tư ngắn hạn	1.006	2.723	2.822	2.912	Tăng trưởng EBITDA	153,4%	105,1%	126,8%	111,1%
Phải thu khách hàng	3.183	3.141	3.758	4.303	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-32,5%	-12,8%	138,5%	16,5%
Hàng tồn kho	890	1.163	1.343	1.395	Tăng trưởng LN trước thuế	-33,8%	-42,3%	205,7%	20,6%
Tổng tài sản ngắn hạn	7.922	9.056	10.053	10.989	Tăng trưởng LN ròng	-36,2%	-48,2%	176,2%	16,7%
Tài sản cố định	8.602	9.874	9.407	9.146	Tăng trưởng EPS	-36,2%	-48,2%	176,2%	16,7%
Xây dựng cơ bản dở dang	1.376	146	281	807					
BDS đầu tư	271	271	271	271	Biên LN gộp	19,1%	20,1%	20,3%	20,3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên EBITDA	22,0%	25,1%	26,8%	25,9%
Đầu tư vào công ty LDLK	1.538	1.523	1.670	1.766	Biên LN ròng	5,5%	3,1%	7,8%	8,5%
Khoản đầu tư dài hạn khác	744	542	715	826	ROAE	9,4%	5,1%	14,0%	14,4%
Tổng tài sản dài hạn	13.833	13.659	13.646	14.117	ROAA	2,3%	1,2%	3,5%	4,0%
Tổng tài sản	21.754	22.715	23.698	25.107	ROIC	2,4%	1,3%	3,9%	4,5%
Vay & nợ ngắn hạn	3.677	3.538	3.331	3.232	Vòng quay tài sản	0,4	0,4	0,4	0,5
Phải trả người bán	1.285	1.226	1.493	1.706	Cổ tức chi trả/LN ròng	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%
Phải trả ngắn hạn khác	988	1.028	1.285	1.453	Tổng nợ vay/VCSH	166,8%	169,4%	134,8%	114,4%
Tổng nợ ngắn hạn	5.950	5.791	6.109	6.391	Nợ vay ròng/VCSH	130,8%	144,9%	113,7%	93,6%
Vay & nợ dài hạn	8.284	9.229	8.551	8.326	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	43,1%	48,1%	42,3%	37,6%
Các khoản phải trả khác	347	159	225	290	Khả năng thanh toán lãi vay	2,2	1,5	2,1	2,5
Tổng nợ dài hạn	8.631	9.389	8.775	8.616					
Tổng nợ	14.582	15.180	14.884	15.007	Số ngày phải thu	139,0	135,2	132,2	135,7
					Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	48,0	62,7	59,3	55,2
Vốn điều lệ	2.704	3.110	3.110	3.110	Số ngày phải trả tiền bán	69,3	66,1	65,9	67,5
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,6	1,6	1,7
LN giữ lại	1.345	1.181	1.922	2.816	Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,4	1,4	1,5
Các quỹ thuộc VCSH	1.067	992	1.270	1.385	Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,8	0,8	0,8
Vốn chủ sở hữu	5.116	5.283	6.302	7.311					
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.057	2.252	2.512	2.789	Định giá				
Tổng vốn chủ sở hữu	7.173	7.535	8.814	10.100	EPS (đồng/cp)	1.819	913	2.610	3.148
Tổng nợ và VCSH	21.754	22.715	23.698	25.107	BVPS (đồng/cp)	18.918	16.987	20.264	23.508
					P/E (lần)	14,2	28,4	9,9	8,2
					P/B (lần)	1,4	1,5	1,3	1,1

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Lê Minh Anh

Lê Ngọc Hưng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Đỗ Lan Phương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly