

CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)

Vững vàng tăng trưởng chờ Quy hoạch Điện VIII

15/03/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyenn1@kbsec.com.vn

LNST 2022 đạt 527 tỉ VND (-31% YoY) khi doanh thu thuần giảm 15% và chi phí lãi vay tăng 95% so với cùng kỳ

Kết thúc 2022, PC1 ghi nhận 8,333 tỉ VND doanh thu (-15% YoY), với chi phí lãi vay đạt 614 tỉ VND (+95% so với cùng kỳ) do công ty bắt đầu chi trả lãi vay để đầu tư vào 3 dự án điện gió tại Quảng Trị. Do đó, LNST 2022 đạt 527 tỉ VND (-31% YoY).

Kỳ vọng mảng Xây lắp điện và Sản xuất Công nghiệp tăng trưởng 10% khi Quy hoạch Điện VIII và quyết định về giá bán điện chuyển tiếp của các dự án điện mặt trời, điện gió được phê duyệt

Với giá trị hợp đồng chuyển giao sang 2023 ở mức cao (3,726 tỉ VND), chúng tôi dự phóng giá trị hợp đồng ký mới đạt 5,500 tỉ và doanh thu thuần cả năm của mảng Xây lắp điện ước tính đạt 5,074 tỉ (+5% YoY). Trong ngắn hạn, PC1 sẽ được hưởng lợi trong việc hoàn thành các dự án điện mặt trời, điện gió chuyển tiếp khi giá bán điện chuyển tiếp đã được phê duyệt. Trong trung và dài hạn, tổng công suất ước tính theo dự thảo Quy hoạch Điện VIII sẽ tạo động lực tăng trưởng cho ngành xây lắp điện với CAGR ước tính 11%/năm.

Hoạt động bán điện ổn định, ước tính đạt 1,806 tỉ doanh thu 2023

Chúng tôi dự phóng mảng bán điện sẽ hoạt động ổn định với hệ số công suất đạt lần lượt 50% - 40% với thủy điện và điện gió.

Mỏ Nickel – Đồng chính thức đi vào khai thác từ 2Q2023

Với việc bán hàng theo giá hợp đồng giao ngay trên thị trường quốc tế, cùng với đó là lợi thế về việc kiểm soát chi phí khai thác khoáng sản, chúng tôi ước tính mỏ Nickel – Đồng sẽ đóng góp 987 tỉ doanh thu cho PC1 trong năm 2023.

Khuyến nghị NẮM GIỮ với PC1 với định giá 29,800 VND/cổ phiếu

Sử dụng phương pháp Định giá từng phần, chúng tôi xác định giá trị phù hợp của PC1 là 29,800 VND/cổ phiếu, upside 10% so với giá đóng cửa ngày 14/03/2023,

NẮM GIỮ

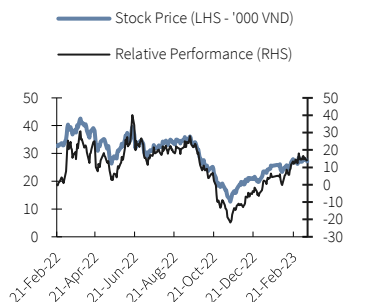
Giá mục tiêu	29,800
Tăng/giảm	10%
Giá hiện tại (14/03/2023)	VND 27,200
Giá mục tiêu thị trường	VND 31,200
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	7.4/0.3

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu free-float (%)	74
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	51.6/2.2
Sở hữu nước ngoài (%)	5.2

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	11	30	-25	-31
Tương đối	11	31	-8	-3

Dự phóng KQKD & định giá

	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỉ VND)	9,828	8,333	8,816	9,806
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỉ VND)	905	638	1,093	1,277
Lợi nhuận sau thuế (tỉ VND)	764	527	1,005	1,193
EPS (VND)	2,858	1,513	3,158	3,750
Tăng trưởng EPS (%)	7%	-47%	109%	19%
P/E (x)	15.4	16.4	8.6	7.3
P/B (x)	2.3	1.4	1.0	0.9
ROE (%)	46%	9%	13%	14%
Tỉ lệ cổ tức tiền mặt	5%	0%	0%	0%



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Cập nhật Kết quả Kinh doanh

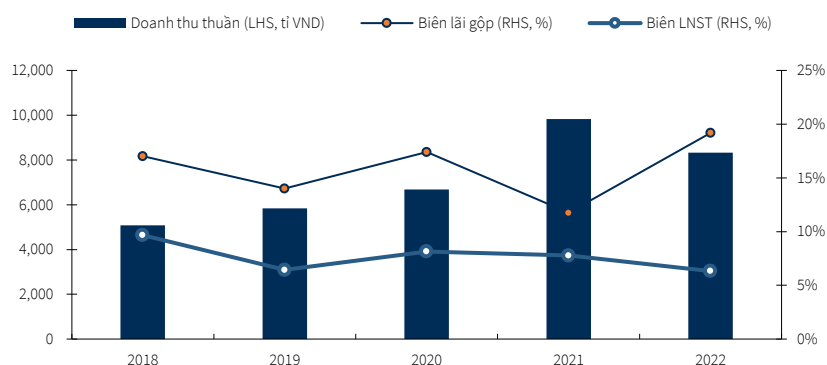
Doanh thu 4Q2022 đạt 2,339 tỉ VND, PC1 kết thúc 2022 với 8,333 tỉ VND doanh thu (-15% YoY) và 527 tỉ VND LNST (-31% YoY)

Kết thúc 2022, PC1 ghi nhận doanh thu 8,333 tỉ VND và 527 tỉ LNST. Một trong những nguyên nhân dẫn tới sự suy giảm lợi nhuận của PC1 tới từ 614 tỉ chi lãi vay trong năm (+95% YoY), phát sinh từ khoản vay 3,983 tỉ trong 2021 để đầu tư cho 3 dự án điện gió Liên Lập, Phong Nguyên, Phong Huy

Lĩnh vực kinh doanh xây lắp điện tiếp tục là mảng kinh doanh đóng góp chính vào doanh thu (chiếm 57%) của PC1 với kết quả đạt được ở mức 4,819 tỉ (-28% YoY) do giá trị backlog chuyển sang 2021 từ 2020 ở mức cao (3,231 tỉ VND, chiếm gần 50% doanh thu trong 2021), trong khi đó giá trị backlog của năm 2021 chuyển sang chỉ đạt 1,060 tỉ (tương đương với 22% doanh thu cả năm).

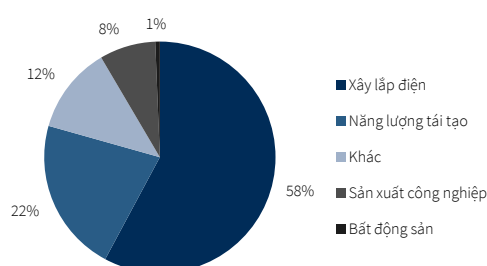
Mảng phát/bán điện (năng lượng tái tạo) đóng góp 1,795 tỉ VND doanh thu (+93% YoY), tương ứng với tỉ trọng 22% doanh thu thuần của PC1. Động lực tăng trưởng của mảng bán điện tới từ sự cải thiện ở hệ số công suất của lĩnh vực Điện gió (33% so với 19% trong 2021), giúp doanh thu Điện gió đạt 829 tỉ VND, tăng gần 3 lần so với cùng kỳ. Lĩnh vực Phát điện với biên lợi nhuận gộp cao (55% - 60%) đã giúp cải thiện biên lãi gộp cấp Tập đoàn của PC1 lên 19% so với 12% của 2021.

Biểu đồ 1. Doanh thu, biên lãi gộp và biên LNST của PC1



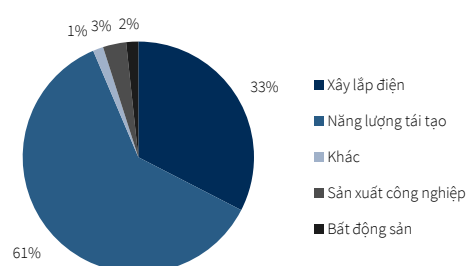
Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Biểu đồ 2. Cơ cấu đóng góp doanh thu 2022



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Biểu đồ 3. Cơ cấu đóng góp lãi gộp 2022



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Điểm nhấn đầu tư

Doanh thu xây lắp điện tăng nhẹ 5% trong thời gian chờ Quy hoạch Điện VIII được thông qua

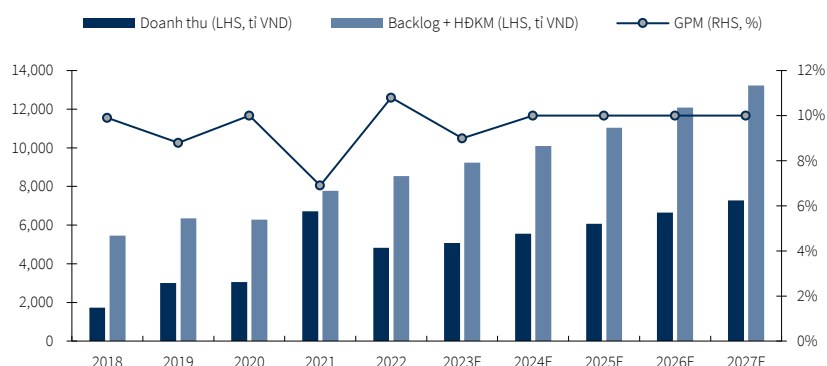
Sau năm 2020 với xu hướng đầu tư điện mặt trời; điện mặt trời mái nhà nhờ cơ chế giá bán điện ưu đãi từ QĐ 13/2020/QĐ-TTg, thị trường năng lượng tái tạo đang có giai đoạn chững lại với tốc độ tăng trưởng thấp khi Dự thảo Quy hoạch Điện VIII vẫn chưa được phê duyệt.

Việc ban hành Quyết định 21/QĐ-BCT về giá phát điện cho các dự án điện mặt trời, điện gió chuyển tiếp (không COD kịp thời hạn của Quyết định 13/2020/QĐ-TTg về giá điện mặt trời hay Quyết định 39/2018/QĐ-TTg về giá điện gió) cũng sẽ tạo động lực cho các chủ đầu tư nhanh chóng hoàn thiện dự án của mình và bắt đầu phát điện, qua đó giúp PC1 nhanh chóng xử lý backlog chuyển giao từ 2022 sang 2023.

Qua trao đổi với đại diện PC1, backlog mảng xây lắp điện hiện tại có tỉ trọng lớn là các dự án của EVN, các dự án điện cấp ngầm cũng như các hợp đồng cung cấp, lắp đặt máy móc thiết bị điện. Do đó, trong kịch bản Cơ sở, chúng tôi cho rằng **(1) việc đẩy nhanh hoàn thiện các dự án điện mặt trời, điện gió theo Quyết định 21/QĐ-BCT và (2) các hợp đồng ký mới với các công trình truyền tải điện, cung cấp, lắp đặt thiết bị điện sẽ giúp duy trì giá trị hợp đồng ký mới ở mức cao và đạt kết quả đề ra.**

Trong kịch bản này, chúng tôi dự phóng giá trị hợp đồng ký mới trong năm ở mức 5,500 tỉ (tương ứng với 90% kế hoạch của PC1). Đồng thời, trong kịch bản Lạc quan với giả định Quy hoạch Điện VIII được phê duyệt nhanh chóng trong năm, giá trị hợp đồng ký mới của PC1 có thể duy trì ổn định ở mức 6,000 – 7,000 tỉ/năm hoặc cao hơn trong 2024 và 2025. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xây lắp điện đạt 5,704 tỉ VND (+5% YoY) trong 2023.

Biểu đồ 4. Doanh thu, tổng hợp đồng chuyển giao, ký mới và biên lãi gộp



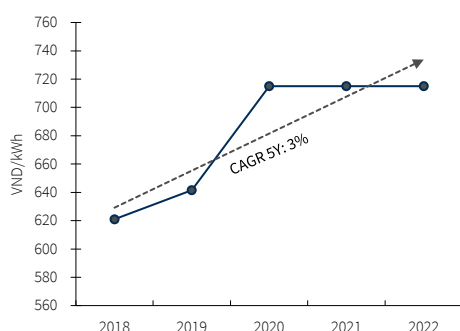
Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Lợi thế về vị trí đầu nguồn giúp các thủy điện của PC1 hạn chế tác động của El Nino

Giai đoạn 2023 – 2024, theo dự báo, sẽ là giai đoạn El Nino, tức hiện tượng thâm hụt lượng mưa ở các khu vực Bắc Bộ, Tây Nguyên và Đông Nam Bộ. Tuy nhiên, việc PC1 sở hữu các dự án thủy điện tọa lạc ở các tỉnh như Cao Bằng, Hà Giang được coi như là 1 lợi thế cạnh tranh so với các dự án khác nhờ vị trí đầu nguồn giúp công suất ổn định hơn.

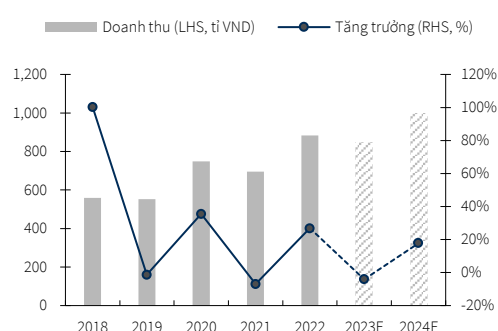
Thêm vào đó, giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được (áp dụng cho các thủy điện công suất dưới 30 MW) có CAGR 5 năm trở lại đây ở mức 3%, cho thấy sự ổn định trong hoạt động sản xuất, phát điện của PC1 với các dự án thủy điện hiện có. Với chi phí mua điện tiết kiệm hơn so với các điện than, điện mặt trời, chúng tôi cho rằng hoạt động mua bán điện giữa PC1 và EVN sẽ diễn ra thuận lợi trong năm nay và dự phóng doanh thu bán điện đạt 847 tỉ VND (-4% YoY) trong 2023 trước khi tăng lên 906 tỉ VND (+18% YoY) khi Bảo Lạc A đi vào hoạt động.

Biểu đồ 5. Giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được



Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV ước tính

Biểu đồ 6. Doanh thu thủy điện và tăng trưởng

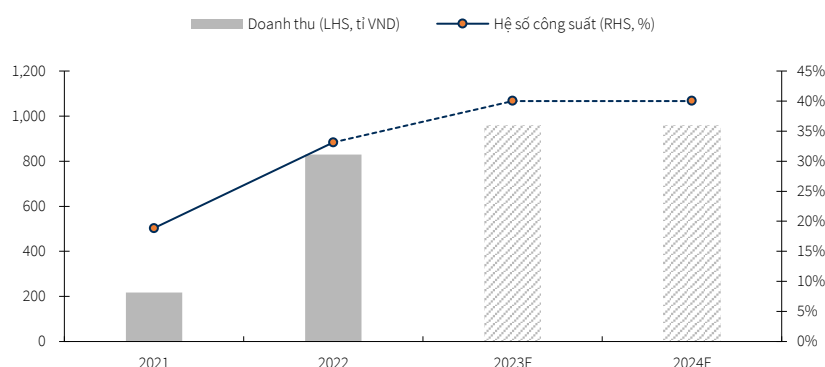


Nguồn: PC1, KBSV ước tính

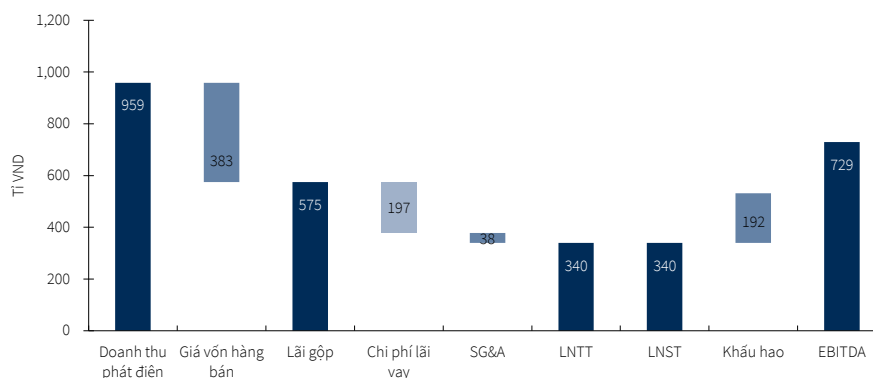
Điện gió hoạt động ổn định với hệ số công suất trung bình 40%

3 dự án điện gió Liên Lập, Phong Nguyên, Phong Huy đi vào vận hành chính thức từ cuối 2021 và đạt doanh thu 829 tỉ VND (+282% YoY). Chúng tôi dự phóng các dự án trên tiếp tục hoạt động sản xuất ổn định trong tương lai với hệ số công suất trung bình ở mức 40%, qua đó doanh thu bán điện năm 2023 ước tính đạt ở mức 959 tỉ (+16% YoY). PC1 đang trong quá trình nghiên cứu triển khai các dự án điện gió ngoài khơi và sẽ ưu tiên triển khai các dự án gần bờ, tuy nhiên về thời gian cũng sẽ cần sự phê duyệt của Quy hoạch Điện VIII để có phương án chi tiết.

Biểu đồ 7. Doanh thu điện gió và hệ số công suất dự phóng



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Biểu đồ 8. Ước tính hiệu quả kinh doanh mảng Điện gió của PC1 trong 2023

Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Các dự án Bất động sản Nhà ở lùi tiến độ triển khai trong bối cảnh thị trường Bất động sản gặp nhiều khó khăn

Theo thông tin được cung cấp, các dự án Bất động sản Dân cư như Yên Thường (Gia Lâm) hay Định Công sẽ được lùi thời gian triển khai so với kế hoạch trong giai đoạn thị trường Bất động sản còn nhiều khó khăn liên quan tới nguồn vốn từ ảnh hưởng của thị trường trái phiếu doanh nghiệp, cùng với đó là sức mua sụt giảm cũng như những rủi ro liên quan tới lãi suất khi triển khai dự án trong thời điểm hiện tại.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng thời gian triển khai các dự án Yên Thường, Định Công sẽ được lùi sang 2024 và ghi nhận 1 phần doanh thu trong năm. Dự án Vĩnh Hưng cũng sẽ được triển khai tương tự.

Qua trao đổi với đại diện của PC1, các dự án Nhà ở hiện tại đang trong quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý và việc lùi thời gian triển khai các dự án trên không có phát sinh thêm chi phí cho Tập đoàn. Trong kịch bản thận trọng khi đánh giá dư nợ trái phiếu doanh nghiệp Bất động sản đáo hạn ở quy mô lớn (xấp xỉ 120,000 tỉ VND) trong 2024 và diễn biến tăng lãi suất, lạm phát trên toàn cầu có thể tiếp tục ảnh hưởng mạnh hơn tới thị trường Việt Nam, chúng tôi dự phòng các dự án như Yên Thường, Định Công và Vĩnh Hưng sẽ lùi thời gian triển khai sang 2025.

Do đó, PC1 sẽ không có lợi nhuận đột biến tới từ các dự án Bất động sản Nhà ở trong năm 2023.

Bảng 1: Dự phóng doanh thu, lợi nhuận và thời gian triển khai các dự án Bất động sản Nhà ở của PC1 trong kịch bản Cơ sở

Dự án	Loại hình	NSA dự kiến (m2)	Doanh thu ước tính (tỉ VND)	Lợi nhuận ước tính (tỉ VND)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Yên Thường (Gia Lâm)	Cao tầng	2,500	150	42						
Định Công	Cao tầng	7,500	810	228						
Vĩnh Hưng	Cao tầng	21,600	540	143						
Thăng Long	Cao tầng và Thấp tầng	25,200	1,620	481						

Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Việc khai thác mỏ Nickel – Đồng chính thức đi vào hoạt động từ 2Q2023, ước tính doanh thu đạt 987 tỉ VND trong 2023

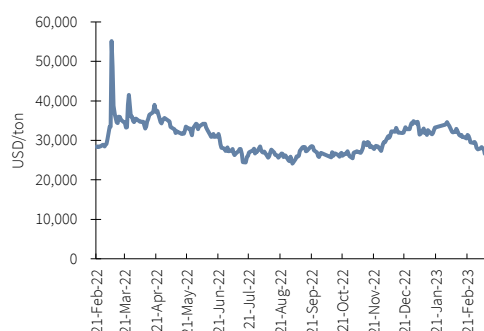
Đại diện PC1 cho biết tới cuối T2/2023, việc xây dựng nhà máy khai thác mỏ Nickel – Đồng tại Quang Trung, Hà Trì tại Cao Bằng cơ bản đã hoàn thiện và PC1 sẽ chính thức đi vào vận hành nhà máy từ đầu 2Q2023. Theo thông tin được cung cấp từ báo cáo đánh giá về khả năng thu hồi nickel từ mỏ Quang Trung, Hà Trì, chúng tôi ước tính sản lượng nickel, đồng phù hợp để khai thác trong giai đoạn 1 cho PC1 lần lượt đạt 13,130 tấn và 3,775 tấn.

Giá bán sản phẩm sẽ dựa trên các hợp đồng giao dịch trực tiếp (trading) trên thị trường quốc tế, do đó PC1 sẽ có lợi thế cạnh tranh so với các nhà xuất khẩu khác nhờ vào việc kiểm soát và tối ưu chi phí khai thác. Đồng thời, thành phẩm quặng Nickel sau khai thác có thể được sử dụng trong đa lĩnh vực sản xuất kim loại, giai đoạn hiện tại cũng đang là thời điểm phát triển của pin xe điện nên có thể thấy tiềm năng bán hàng ở mức cao.

Chúng tôi giả định giá bán Nickel ở mức trung bình 18,000 USD/tấn (thấp hơn so với thị trường tại thời điểm hiện tại đang ở mức 26,000 USD/tấn và đang trong xu hướng giảm) thì PC1 vẫn có thể kiểm soát được biên lãi gộp ở mức cao (27%). Với giả định giá bán Đồng ở mức trung bình 6,000 USD/tấn, chúng tôi ước tính doanh thu mảng Khai thác Nickel – Đồng có thể đạt 987 tỉ VND trong 2023 khi hoạt động 75% công suất cả năm, sau đó sẽ tăng lên 1,316 tỉ VND trong 2024 (+33% YoY).

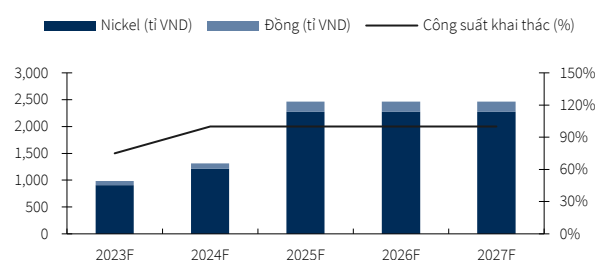
CTCP Khoáng sản Tấn Phát (PC1 sở hữu 57%) cũng có kế hoạch sẽ đầu tư thêm giai đoạn 2 với số vốn đầu tư ước tính là 1,502 tỉ VND, kỳ vọng có thể khai thác từ 2025 với công suất giả định được nâng lên gấp đôi (1,500,000 tấn/năm). Đại diện PC1 cũng chia sẻ công ty cũng sẽ góp thêm vốn và/hoặc gia tăng sở hữu thêm tại CTCP Khoáng sản Tấn Phát trong trường hợp công ty này cần thêm vốn để mở rộng khai thác giai đoạn 2 sắp tới.

Biểu đồ 9. Giá bán Nickel trực tiếp trên sàn Thượng Hải



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Doanh thu dự phóng mỏ Nickel – Đồng



Nguồn: Viện KH&CN Mỏ - Luyện kim, KBSV ước tính

Doanh thu cho thuê đất KCN Yên Phong II-A sẽ được hạch toán trong năm 2023, ước tính đạt 1,757 tỉ VND

Đại diện PC1 cho biết quá trình giải phóng mặt bằng và xây dựng cơ sở hạ tầng KCN Yên Phong II-A đã hoàn thiện và công ty sẽ bắt đầu cho thuê trong năm nay. Giá cho thuê dự kiến giao động trong khoảng từ 150 – 160 USD/m² và dự kiến sẽ tiếp tục tăng nhờ hưởng lợi từ dòng vốn đầu tư FDI vào Việt Nam tiếp tục gia tăng trong tương lai. Dự án đã có khách hàng đặt cọc cho thuê đất nhưng PC1 cũng đang cân đối tình hình để ký kết hợp đồng nhằm đảm bảo hài hòa 2 mục tiêu về (1) lợi nhuận và (2) dòng tiền.

Thời gian vừa qua, PC1 cũng đã hoàn tất khoản đầu tư vào NAIV, qua đó sở hữu 70% KCN Nomura – Hải Phòng. Dự đã được vận hành từ năm 1994 và hiện tại cũng đã đạt tỉ lệ lấp đầy 100%, tuy nhiên đại diện doanh nghiệp cũng chia sẻ về tiềm năng mở rộng giai đoạn 2 của KCN Nomura – Hải Phòng trong thời gian tới, khi đó PC1 sẽ có tiết kiệm được 1 phần chi phí cơ sở hạ tầng điện, nước đã có sẵn của KCN, đồng thời được hưởng lợi từ hợp đồng mua và phân phối điện của EVN cho các đối tác thuê đất tại dự án.

Hai dự án còn lại là KCN Yên Dũng (Bắc Giang) và KCN Yên Lệnh (Hà Nam) vẫn đang trong quá trình xây dựng đề án thiết kế và đợi phê duyệt của UBND Tỉnh, do đó chúng tôi dự phóng theo kịch bản cơ sở 2 dự án trên sẽ lần lượt được đi vào hoạt động và cho thuê trong năm 2024 và 2026.

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng KCN của PC1 trong đạt 1,757 tỉ trong kịch bản Cơ sở, tương ứng với tỉ lệ lấp đầy 60% và trong năm nay PC1 sẽ có 49 tỉ VND lợi nhuận từ công ty con là Western Pacific.

Bảng 2: Thông số ước tính về các dự án KCN của Western Pacific (chưa tính Nomura – Hải Phòng)

Dự án	GFA (ha)	NSA dự kiến (ha)	Giá thuê ước tính (USD/m ²)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Yên Phong II-A (Bắc Ninh)	159	89	150 - 170							
Yên Dũng (Bắc Giang)	263	189	120 - 140							
Yên Lệnh (Hà Nam)	691	471	90 - 110							

Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Bảng 3: Dự phóng doanh thu, hiệu quả kinh doanh của Western Pacific và lợi nhuận công ty liên kết của PC1 từ mảng BĐS KCN

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỉ VND)	1,757	1,743	1,022	3,901	4,508
Lãi gộp (tỉ VND)	478	575	390	1,942	2,359
LNTT (tỉ VND)	329	445	313	1,610	1,976
LNST (tỉ VND)	263	356	251	1,288	1,550
Lợi nhuận công ty liên kết của PC1 (tỉ VND)	49	79	75	388	513

Nguồn: KBSV ước tính

Dự phóng Kết quả Kinh doanh

Bảng 4. Tóm tắt dự phóng KQKD của PC1 và các giả định trong kịch bản Cơ sở

STT	Chỉ tiêu	2022	2023F	Thay đổi (%)	Giả định
1	Doanh thu thuần	8,333	8,816	6%	
	Xây lắp điện	4,819	5,074	5%	1) Quyết định 21/QĐ-BCT về giá điện chuyển tiếp giúp đẩy mạnh hoàn thiện các dự án điện mặt trời, điện gió, PC1 từ đó nhanh chóng hoàn thiện backlog chuyển giao từ 2022 2) Dự phóng giá trị hợp đồng ký mới trong 2023 đạt 5,500 tỉ (tương ứng với 90% kế hoạch đề ra)
	Sản xuất công nghiệp	653	950	45%	1) Hoạt động sản xuất công nghiệp tăng trưởng trở lại nhờ nhu cầu xây dựng, hoàn thiện các dự án điện mặt trời, điện gió gia tăng khi Quy hoạch Điện VIII được phê duyệt, kích thích nhu cầu về cột thép, cột điện truyền tải 2) Dự phóng giá trị hợp đồng ký mới trong 2023 đạt 900 tỉ
	Năng lượng tái tạo	1,795	1,806	1%	1) Các thủy điện hoạt động ổn định nhờ vị trí đầu nguồn với khả năng trữ nước tốt, hạn chế được ảnh hưởng của lượng mưa. Hệ số công suất ước tính 45-50% 2) Điện gió hoạt động ổn định với hệ số công suất 35-40% với giá bán điện áp dụng giá FIT ưu đãi
	Bất động sản Dân cư	53	0	-100%	1) Các dự án BĐS Nhà ở bao gồm Yên Thường, Định Công dời thời gian triển khai sang 2024 2) Các dự án BĐS không phát sinh chi phí
	Khai khoáng	0	987	100%	1) Hoạt động khai thác mỏ Nickel – Đồng chính thức đi vào hoạt động từ 2Q2023 2) Giá bán ước tính ở mức 18,000 – 20,000 USD/tấn
	Bất động sản KCN	0	1,757	100%	1) KCN Yên Phong II-A đạt tỉ lệ lấp đầy ước tính 60% trong 2023 với giá cho thuê đất giao động 150 – 170 USD/m ² 2) PC1 sở hữu 30% CTCP Western Pacific nên doanh thu, lợi nhuận của Western Pacific không được hạch toán trực tiếp vào BCTC hợp nhất của PC1 mà sẽ thể hiện ở lãi/lỗ công ty liên doanh, liên kết
	Lợi nhuận gộp	1,599	2,003	25%	
2	Xây lắp điện	520	558	7%	1) Hoàn thiện các hợp đồng xây lắp với biên LNG giao động 10-15% 2) Bổ sung các hợp đồng cung cấp thiết bị với biên LNG mức 4-5% 3) Giả định biên LNG mảng Xây lắp điện đạt 10-11%
	Sản xuất công nghiệp	52	95	83%	
	Năng lượng tái tạo	976	1,083	11%	Giả định các dự án thủy điện và điện gió hoạt động ổn định và có biên LNG đạt 55-60%
	Bất động sản Dân cư	27	0	-100%	
	Khai khoáng	0	266	100%	Giả định biên LNG từ hoạt động bán Nickel ở mức 25-30%
	Bất động sản KCN	0	478	100%	
	Biên lợi nhuận gộp	19%	23%	4%	
3	Thu nhập tài chính	95	131	37%	131 tỉ lỗ chênh lệch tỉ giá chưa thực hiện được hoàn nhập vào 2023
4	Chi phí lãi vay	614	688	12%	Lãi suất cơ bản giảm 100 bps trong 2023
5	SG&A	353	392	11%	
6	Lợi nhuận từ HĐKD	638	1,093	71%	
7	Lãi/lỗ từ công ty liên doanh	0	49	100%	Lợi nhuận từ Western Pacific nhờ cho thuê đất KCN tại Yên Phong II-A (Bắc Ninh)
8	LNTT	598	1,142	91%	
	<i>Biên LNTT</i>	7%	13%	5.8%	
9	LNST	527	1,005	91%	
	<i>Biên LNST</i>	6%	11%	5.1%	
10	LN cổ đông công ty mẹ	450	854	90%	
	<i>Biên NPATMI</i>	5%	10%	4.3%	
11	EPS	1,513	3,158	109%	

Nguồn: KBSV ước tính

Định giá

Khuyến nghị NẮM GIỮ với cổ phiếu PC1, giá trị hợp lý ở mức 29,800 VND/cổ phiếu

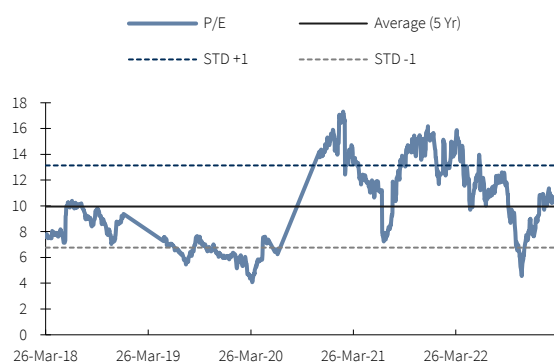
Áp dụng phương pháp Định giá từng phần (SOTP), chúng tôi xác định giá trị hợp lý của PC1 ở mức 29,800 (upside 10% so với giá đóng cửa ngày 14/03/2023). Định giá P/E và P/B thời gian vừa qua cũng đã phản ánh tiềm năng giá của PC1.

Bảng 5. Tóm tắt Định giá PC1 theo phương pháp SOTP

Giá định chung		
Rf		5.00%
Rpm		8.08%
Beta		1
CAPM		13.08%
WACC		8.96%
Mảng kinh doanh	Phương pháp	SOTP
NLTT	DCF	14,413
Xây lắp điện và SXCN	P/E	1,514
BDS Dân cư	DCF	1,213
BDS KCN	DCF	1,157
Khai thác	DCF	1,638
Tổng		19,935
Tiền mặt		2,937
Vay nợ		11,961
NPATMI		1,953
Chiết khấu mô hình Holdings		10%
Giá trị doanh nghiệp (tỉ VND)		8,063
Số lượng cổ phiếu (triệu cổ phiếu)		270
Giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)		29,813

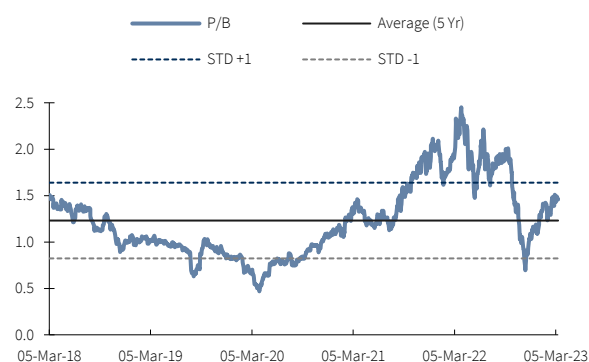
Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 11: Diễn biến lịch sử P/E của PC1



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12: Diễn biến lịch sử P/B của PC1



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Phụ lục

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	9,828	8,333	8,816	9,806
Giá vốn hàng bán	-8,673	-6,735	-6,814	-7,531
Lãi gộp	1,156	1,599	2,003	2,274
Thu nhập tài chính	319	95	131	0
Chi phí tài chính	-359	-765	-688	-606
Trong đó: Chi phí lãi vay	-315	-614	-688	-606
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	86	-10	0	1
Chi phí bán hàng	-74	-70	-88	-98
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-223	-211	-264	-294
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	905	638	1,093	1,277
Thu nhập khác	28	21	0	0
Chi phí khác	-36	-61	0	0
Thu nhập khác, ròng	-8	-40	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	49	79
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	896	598	1,142	1,356
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-132	-71	-137	-163
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	764	527	1,005	1,193

Chỉ số hoạt động	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.8%	19.2%	22.7%	23.2%
Tỷ suất EBITDA	16.1%	22.6%	32.3%	30.7%
Tỷ suất EBIT	12.4%	15.0%	20.2%	19.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9.1%	7.2%	13.0%	13.8%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	9.2%	7.7%	12.4%	13.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.8%	6.3%	11.4%	12.2%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Lãi trước thuế	896	598	1,142	1,356
Khấu hao TSCĐ	364	627	1,067	1,128
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-386	-82	0	0
Chi phí lãi vay	315	614	688	606
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,233	1,872	2,897	3,089
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-28	49	1,407	-1,961
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-173	8	78	120
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-408	-163	-133	994
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-68	-45	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	0	0	0	1
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	93	1,020	3,219	1,875
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-3,991	-1,508	-2,270	-2,536
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	3	3	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-293	-577	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	212	307	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-925	-1,543	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Có tức và tiền lãi nhận được	45	71	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-4,949	-3,246	-2,270	-2,536
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	422	97	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	15,587	9,102	7,429	7,340
Tiến trả các khoản đi vay	-10,303	-6,285	-9,102	-7,429
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuế tài chính	0	0	0	0
Có tức đã trả	-24	-40	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	5,682	2,874	-1,673	-89
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	826	648	-724	-750
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,476	2,292	2,937	2,213
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,292	2,937	2,213	1,463

Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
(Báo cáo chuẩn)				
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	18,687	21,604	20,599	23,099
TÀI SẢN NGẮN HẠN	6,589	7,917	5,708	6,800
Tiền và tương đương tiền	2,292	2,937	2,213	1,463
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	144	655	655	655
Các khoản phải thu	3,124	3,172	1,765	3,726
Hàng tồn kho, ròng	904	890	813	693
TÀI SẢN DÀI HẠN	12,098	13,688	14,891	16,300
Phải thu dài hạn	8	0	0	0
Tài sản cố định	10,160	9,521	11,724	13,133
Tài sản dở dang dài hạn	380	1,385	385	385
Đầu tư dài hạn	639	1,527	1,527	1,527
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	12,406	14,543	12,532	13,839
Nợ ngắn hạn	5,799	5,953	3,775	5,730
Phải trả người bán	1,756	1,293	1,160	2,154
Vay ngắn hạn	2,800	3,676	1,835	2,394
Phải trả ngắn hạn khác	1,243	984	779	1,182
Nợ dài hạn	6,607	8,589	8,757	8,110
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	6,238	8,284	8,452	7,804
Vay dài hạn	370	305	305	305
VỐN CHỦ SỞ HỮU	6,281	7,062	8,067	9,260
Vốn góp	2,352	2,704	2,704	2,704
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
Quỹ khác	1,913	2,309	2,460	2,639
Lãi chưa phân phối	1,305	1,337	2,192	3,206

Chỉ số chính (x, %, VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Chỉ số định giá				
P/E	15.4	16.4	8.6	7.3
P/E pha loãng	15.4	16.4	8.6	7.3
P/B	2.3	1.4	1.0	0.9
P/S	1.5	0.8	1.0	0.9
P/Tangible Book	1.1	0.9	1.4	1.9
P/Cash Flow	53.3	38.3	-37.6	-36.3
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	6.6	3.6	2.5	2.4
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	8.5	5.5	4.0	3.7

Hiệu quả quản lý				
ROE%	46%	9%	13%	14%
ROA%	22%	5%	5%	5%
ROIC%	25%	8%	9%	11%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.5	0.6	0.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.0	1.1	1.2	1.0
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	2.3	3.3	4.3
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.1	0.0	0.0	0.0
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.5	0.2	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.2	0.1	0.2
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.2	0.1	0.2
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	120.9	137.9	102.2	102.2
Hệ số quay vòng HTK	34.4	48.6	45.6	36.5
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	60.1	82.6	65.7	80.3

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu – Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Dầu khí & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Quyền – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656
Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276
Email: ccc@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

