

# Tập đoàn PC1 (PC1)

## Hướng về tương lai

17/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn  
nguyenn1@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**PC1 hoàn thành 61% kế hoạch năm sau 6 tháng đầu năm**

LNST 2Q2024 đạt 190 tỷ VND (so với -21 tỷ VND cùng kỳ) nhờ (1) mảng EPC đạt 1,969 tỷ VND (+147% YoY), chiếm 63% doanh thu của PC1 trong kỳ nhờ ghi nhận phần lớn doanh thu từ đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối, (2) doanh thu Điện hồi phục, được thúc đẩy bởi doanh thu từ Thủy điện nhờ tình hình thủy văn thuận lợi trong 2Q2024

**Kỳ vọng doanh thu mảng Điện khởi sắc trong thời gian tới khi vào pha La Nina**

KBSV kỳ vọng doanh thu Thủy điện hồi phục mạnh mẽ nhờ tình hình thủy văn thuận lợi, góp phần gia tăng lợi nhuận gộp của PC1. KBSV ước tính doanh thu mảng Điện đạt 1,700/1,798 tỷ VND trong 2024/2025, tăng 16%/6% so với cùng kỳ

**Kỳ vọng nguồn cung công việc mảng EPC dần hồi phục**

Tỷ trọng đóng góp vào backlog mảng EPC từ khu vực đầu tư công, tư nhân hiện chiếm lần lượt 66%/34%. KBSV kỳ vọng backlog sẽ dần hồi phục nhờ (1) giá bán điện chuyển tiếp cho các dự án năng lượng tái tạo được thông qua vào cuối 2024, (2) nhu cầu xây lắp đường dây truyền tải gia tăng sau khi DPPA được ban hành, các dự án thuộc Quy hoạch Điện VIII được đẩy mạnh triển khai từ 2025

**Các dự án Bất động sản Dân dụng, Khu công nghiệp là động lực tăng trưởng dài hạn**

Trong 2Q2024, Western Pacific (PC1 sở hữu 30% VCSH) đã được phê duyệt chủ trương đầu tư cho 2 dự án KCN là Yên Lư – Bắc Giang và Đồng Văn 5 – Hà Nam. Bên cạnh đó, KCN Yên Lệnh đã bắt đầu thi công trong 3Q2024. Đối với KCN Yên Phong 2A, chúng tôi kỳ vọng WP sẽ kịp bàn giao quỹ đất còn lại trong 2026. Về với Nomura Hải Phòng 2, KBSV kỳ vọng PC1 sẽ nhận được chủ trương đầu tư trong 1Q2025

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 33,100 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 33,100 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng là 15% so với giá đóng cửa ngày 17/09/2024

## MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 33,100
Tăng/giảm (%)	15%
Giá hiện tại (05/09/2024)	VND 28,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 33,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	8.9/0.4

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	76.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	107.5/4.3
Sở hữu nước ngoài (%)	14%
Cổ đông lớn	
Trịnh Văn Tuấn	21.4%
Chứng khoán VIX	5.6%

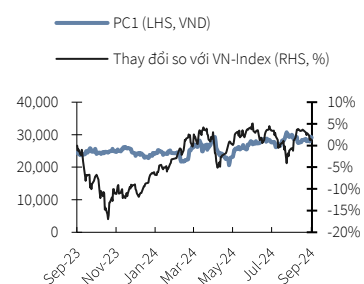
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-1.9	-1.5	7.0
Tương đối	-1.2	1.9	-0.6	4.7

### Dự phóng KQKD & định giá

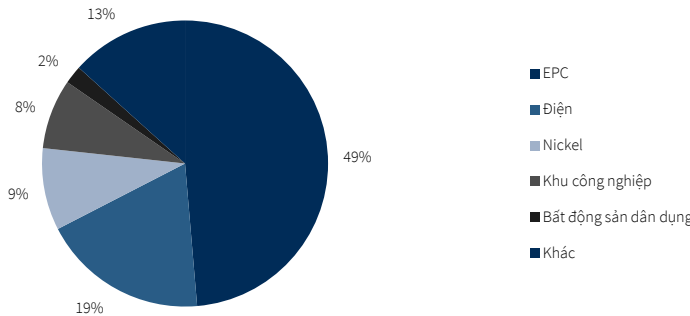
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,333	7,803	10,350	10,915
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	638	398	895	1,026
Lợi nhuận của CP công ty mẹ (tỷ VND)	450	137	553	725
EPS (VND)	1,664	439	1,777	2,331
Tăng trưởng EPS (%)	-43.7%	-73.6%	304.6%	31.2%
P/E (x)	12.1	65.4	16.2	12.3
P/B (x)	0.9	1.5	1.4	1.2
ROE (%)	6.7%	1.9%	7.4%	9.1%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5%	4.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: FiinProX, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Cơ cấu doanh thu 2023**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Hoạt động kinh doanh**

PC1 là doanh nghiệp đa ngành, hoạt động trong các lĩnh vực bao gồm (1) xây lắp công trình điện, (2) năng lượng tái tạo, (3) khai thác và tinh chế quặng Nickel, (4) Bất động sản Khu công nghiệp, (5) Bất động sản Dân dụng.

**Điểm nhấn đầu tư**

**Doanh thu mảng Điện hồi phục nhờ tình hình thủy văn thuận lợi.** KBSV ước tính doanh thu mảng Điện đạt 1,700/1,798 tỷ VND trong 2024/2025, tăng 16%/6% YoY

**Tỷ giá hạ nhiệt giúp giảm chi phí tài chính trong 2H2024.** Trong 1H2024, PC1 ghi nhận 128 tỷ VND lỗ tỷ giá chưa thực hiện, với việc tỷ giá giảm 3.4% từ đầu 3Q2024 tới nay, chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ ghi nhận khoản lãi tỷ giá, hoàn nhập từ chi phí đã hạch toán từ 1H2024

**Mảng EPC và KCN là động lực tăng trưởng dài hạn.** KBSV kỳ vọng nguồn cung công việc mảng EPC sẽ dần hồi phục nhờ (1) giá điện chuyển tiếp được phê duyệt vào cuối 2024, (2) nhu cầu xây lắp đường dây truyền tải điện gia tăng sau khi DPPA được ban hành, các dự án thuộc Quy hoạch Điện VIII được gia tăng triển khai từ 2025. Bên cạnh đó, các dự án KCN được kỳ vọng sẽ dần gia tăng đóng góp vào lợi nhuận của PC1 từ 2026 trở đi

**Chú thích**

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

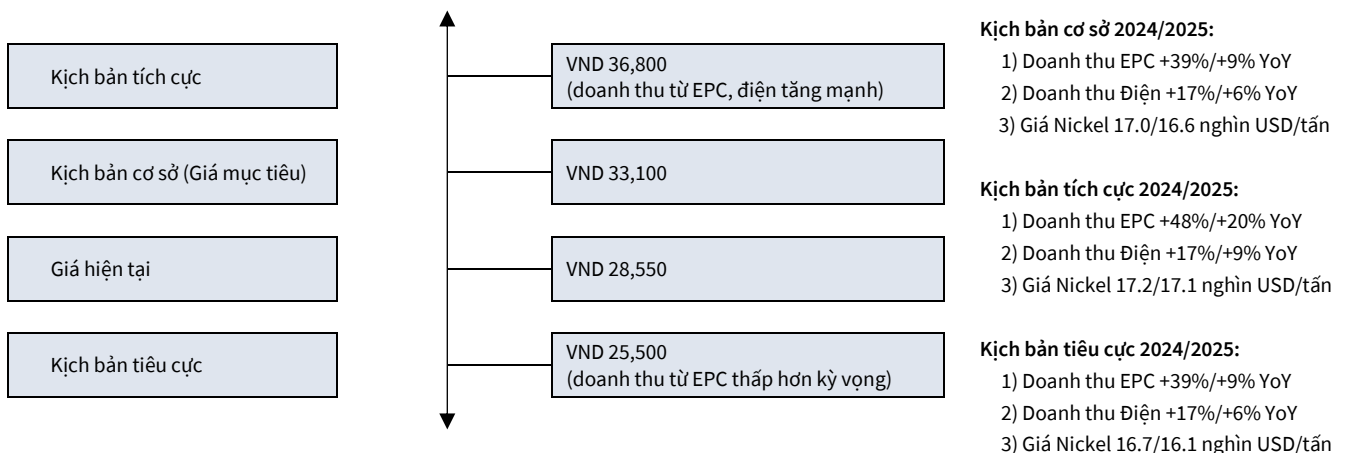
**Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	10,350	10,915	2.3%	2.1%	10,217	11,876	1.3%	-8.1%
EBIT	1,627	1,811	14.0%	5.7%	1,496	1,797	8.8%	0.8%
LNST công ty mẹ	553	725	21.7%	5.1%	486	753	13.7%	-3.7%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

\*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

**Quan điểm định giá**



## Cập nhật Kết quả Kinh doanh

**Bảng 1. Cập nhật Kết quả Kinh doanh**

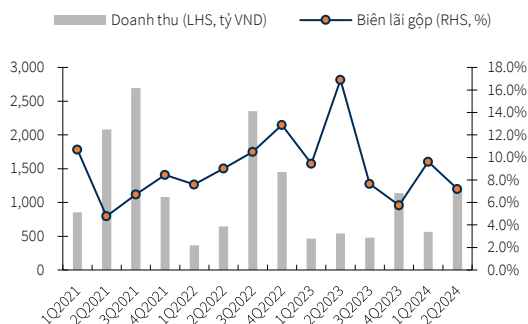
(tỷ VND)	2Q2023	2Q2024	+/-%YoY	1H2023	1H2024	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>1,472</b>	<b>3,141</b>	<b>113%</b>	<b>2,977</b>	<b>5,306</b>	<b>78%</b>	
Xây lắp điện	540	1,188	120%	1,003	1,752	75%	Các gói thầu thuộc dự án đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối hoàn thành đúng tiến độ, đã ghi nhận 80% backlog, tương ứng với hơn 2,400 tỷ VND
Sản xuất công nghiệp	256	781	205%	344	1,068	210%	Doanh thu điện trong 2Q2024 tăng 45% do doanh thu thủy điện phục hồi nhờ tình hình thủy văn tích cực, sản lượng thủy điện 1H2024 tăng 86% YoY
Điện	271	393	45%	660	749	13%	Trong 2Q2024, Tấn Phát xuất khẩu 10,095 tấn quặng Nickel tinh chế
Nickel	0	388		0	866		
Khu công nghiệp	172	161	-6%	292	281	-4%	
Bất động sản	8	4	-48%	15	22	53%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>283</b>	<b>570</b>	<b>102%</b>	<b>590</b>	<b>1,008</b>	<b>71%</b>	
Biên lãi gộp	19.2%	18.1%	-105 bps	19.8%	19.0%	-82 bps	
Thu nhập tài chính	30	50	69%	95	94	0%	
Chi phí tài chính	-230	-267	16%	-441	-537	22%	Ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 108 tỷ VND trong 1H2024 (so với 17 tỷ VND trong cùng kỳ)
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	-2	14		2	64	2712%	
Chi phí SG&A	-84	-144	71%	-151	-248	65%	SG&A tăng mạnh so với cùng kỳ do ghi nhận chi phí từ nhà máy Tấn Phát (hoạt động từ 3Q2024)
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐKD</b>	<b>-3</b>	<b>223</b>		<b>95</b>	<b>381</b>	<b>302%</b>	
Thu nhập khác, ròng	3	-2		-11	-2	-78%	
<b>LNTT</b>	<b>0</b>	<b>221</b>		<b>84</b>	<b>378</b>	<b>350%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>-21</b>	<b>190</b>		<b>58</b>	<b>319</b>	<b>446%</b>	<b>Hoàn thành 61% kế hoạch năm</b>
<b>Lợi nhuận CĐ công ty mẹ</b>	<b>-13</b>	<b>159</b>		<b>2</b>	<b>240</b>	<b>11491%</b>	
Biên LNCD công ty mẹ	-0.9%	5.1%	592 bps	0.1%	4.5%	444 bps	

Nguồn: PC1, KBSV

**Backlog mảng EPC chủ yếu tới từ các dự án trong EVN, nguồn công việc từ nhóm tư nhân tiếp tục duy trì ở mức hạn chế**

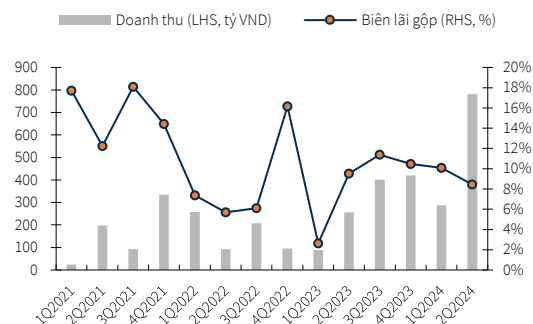
Trong 2Q2024, doanh thu mảng EPC đạt 1,969 tỷ VND (+147% YoY) nhờ ghi nhận 80% backlog dự án đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối, đóng góp 63% doanh thu của PC1 trong kỳ. 20% còn lại dự tính sẽ được ghi nhận trong 3Q2024, ước tính đạt xấp xỉ 600 tỷ VND. Tính tới cuối 2Q2024, backlog xây lắp và sản xuất công nghiệp của PC1 đạt lần lượt 4,011/381 tỷ VND, trong đó, nguồn công việc trong EVN chiếm 66%. Chúng tôi kỳ vọng backlog mảng EPC sẽ dần hồi phục từ 2025 nhờ (1) công bố giá điện chuyển tiếp cho các dự án điện năng lượng tái tạo, (2) nhu cầu xây dựng các đường dây truyền tải điện gia tăng, bao gồm các dự án thuộc quy hoạch Điện VIII và nhu cầu từ khu vực tư nhân sau khi cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) được ban hành. KBSV kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới mảng EPC đạt 6,200/5,800 tỷ VND trong 2024/2025, trong đó, hợp đồng mảng xây lắp chiếm 73%/86%. Doanh thu EPC ước tính đạt 5,251/5,734 tỷ VND, tăng 39%/9% YoY.

**Biểu đồ 2. Doanh thu, biên lãi gộp mảng xây lắp điện**



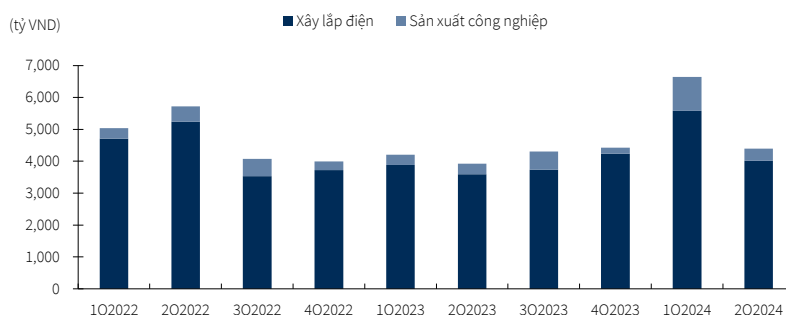
Nguồn: PC1, KBSV

**Biểu đồ 3. Doanh thu, biên lãi gộp mảng sản xuất công nghiệp**



Nguồn: PC1, KBSV

**Biểu đồ 4. Backlog mảng EPC**

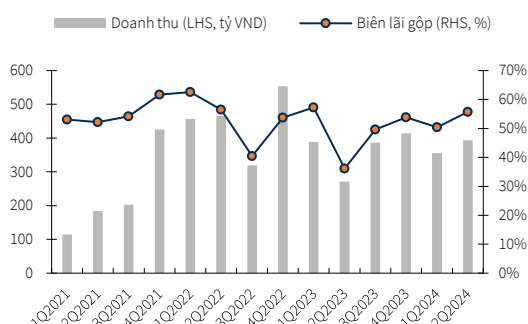


Nguồn PC1, KBSV

**Kỳ vọng doanh thu mảng điện gia tăng trong 12 tháng tới nhờ tình hình thủy văn cải thiện so với cùng kỳ**

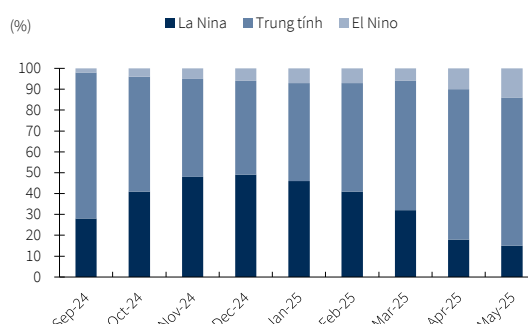
Dựa trên số liệu và phân tích của IRI, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng Điện sẽ gia tăng trong thời gian tới nhờ yếu tố La Nina giúp hỗ trợ tình hình thủy văn, ước tính tổng sản lượng điện đạt 966/1,072 triệu kWh trong 2024/2025, tăng 13%/11% YoY, trong đó, sản lượng thủy điện tăng 31%/18%. Trong 3Q2024, 2 dự án thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW) sẽ được khởi công xây dựng và kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động từ 2027, giúp nâng công suất thủy điện thêm 25% so với hiện tại. KBSV ước tính doanh thu mảng Điện của PC1 đạt 1,700/1,798 tỷ VND trong 2024/2025.

**Biểu đồ 5. Doanh thu, biên lãi gộp mảng điện**



Nguồn PC1, KBSV

**Biểu đồ 6. Dự báo xác suất các pha thời tiết tính tới T9/2024**

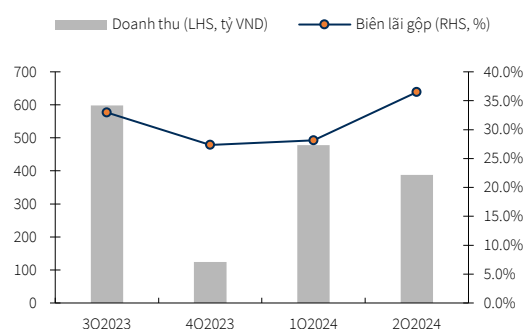


Nguồn: IRI, KBSV

**Giá Nickel duy trì ở vùng thấp trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ suy yếu**

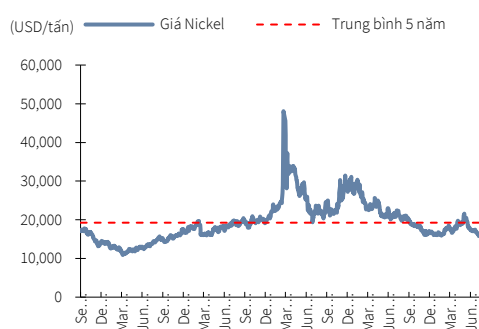
Giá Nickel tiếp tục duy trì ở mức thấp (-4% YTD) và được dự báo sẽ tiếp tục đi ngang trong 2025 do nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc suy giảm, hoạt động sản xuất suy yếu, trong khi đó, nguồn cung tại Indonesia và Phillipines tiếp tục gia tăng. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng giá Nickel sẽ được hỗ trợ mạnh mẽ nhờ xu hướng chuyển dịch từ xe xăng sang xe điện, kích thích nhu cầu sản xuất pin với nguyên liệu chính từ Nickel. Đối với PC1, nhà máy Tấn Phát đã ký hợp đồng cung cấp toàn diện với đối tác Trafigura, đảm bảo đầu ra cho quặng tinh chế được khai thác. Do đó, chúng tôi cho rằng tác động giảm giá hàng tồn kho từ mảng Nickel với PC1 ở mức thấp. KBSV giả định giá Nickel đạt 17,000/16,600 USD/tấn trong 2024/2025, kỳ vọng doanh thu mảng Nickel của PC1 đạt 1,714/1,743 tỷ VND, biên lãi gộp trung bình ở mức 31%.

**Biểu đồ 7. Doanh thu, biên lãi gộp mảng Nickel**



Nguồn PC1, KBSV

**Biểu đồ 8. Diễn biến giá Nickel**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**PC1 đấu thầu thành công dự án Tháp Vàng – Gia Lâm, kỳ vọng bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2026**

Trong 2Q2024, PC1 thông báo đã đấu thầu thành công dự án nhà ở thấp tầng Tháp Vàng – Gia Lâm và đã hoàn thành đóng tiền sử dụng đất (570.1 tỷ VND) trong kỳ. Dự án có quy mô 1.5 ha đất thương phẩm, sản phẩm gồm có 183 căn biệt thự và liền kề. Tháp Vàng – Gia Lâm được khởi công xây dựng trong 3Q2024 và kỳ vọng mở bán trong 2025, bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 2026. KBSV ước tính doanh thu của dự án đạt 1,640 tỷ VND và được ghi nhận trong 2026-2027.

**Kỳ vọng KCN Nomura Hải Phòng 2 được phê duyệt chủ trương đầu tư trong 1Q2025, doanh thu cho thuê đất từ KCN Yên Phong 2A được ghi nhận hết trong 2026**

Hiện tại, doanh thu KCN duy trì ổn định, tới từ việc vận hành Nomura Hải Phòng 1, ước tính đạt 595/640 tỷ VND trong 2024/2025. Đối với KCN Nomura Hải Phòng 2, PC1 đang tập trung xin chủ trương đầu tư và hoàn thiện hồ sơ pháp lý, kỳ vọng hoàn thành trong 1Q2025 và bắt đầu giải phóng mặt bằng, xây dựng cơ sở hạ tầng ngay sau đó. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu cho thuê đất từ 2027 trở đi.

Đối với Western Pacific (WP – PC1 sở hữu 30% VCSH), trong 1H2024, WP đã ghi nhận doanh thu và LNST đạt lần lượt 545 tỷ VND và 191 tỷ VND nhờ bàn giao 1 phần dự án KCN Yên Phong 2A. Chúng tôi kỳ vọng phần còn lại của dự án sẽ được ghi nhận hết trong giai đoạn 2025-2026, kỳ vọng đóng góp 258 tỷ VND vào lãi từ công ty liên kết cho PC1 trong 2024-2026. Với các dự án khác, trong 2Q2024, WP cũng đã nhận được chủ trương đầu tư 2 KCN là KCN Yên Lư (mở rộng) tại Bắc Giang và KCN Đồng Văn 5 tại Hà Nam. Bên cạnh đó, KCN Yên Lệnh tại Hà Nam cũng đã bắt đầu xây dựng hạ tầng trong 3Q2024. KBSV ước tính KCN Yên Lệnh, KCN Yên Lư, KCN Đồng Văn 5 sẽ đóng góp 73/71/219 tỷ VND lãi từ công ty liên kết cho PC1 trong 2024-2028.

**Bảng 9. Tóm tắt thông tin các dự án KCN có vốn góp của PC1**

KCN	Nhà đầu tư	Sở hữu của PC1 (%)	GFA (ha)	NSA (ha)	Giá cho thuê (USD/m2)	Tổng vốn (tỷ VND)	Tình trạng hiện tại
Nomura Hải Phòng 1	PC1	100%	153	123	153	N/A	Đang vận hành
Nomura Hải Phòng 2	PC1	100%	200	120	122	2,500	Chờ duyệt chủ trương đầu tư
Yên Phong 2A	WP	19%	159	83	153	2,130	Sẵn sàng cho thuê
Yên Lệnh - Hà Nam	WP	30%	69	45	87	630	Khởi công từ 3Q2024
Yên Lư - Bắc Giang (mở rộng)	WP	30%	120	66	102	1,550	Đã duyệt chủ trương đầu tư
Đồng Văn 5 - Hà Nam	WP	30%	237	166	112	2,900	Đã duyệt chủ trương đầu tư

Nguồn: PC1, KBSV

**Bảng 10. Dự phóng doanh thu và lãi từ công ty liên kết mảng KCN của PC1**

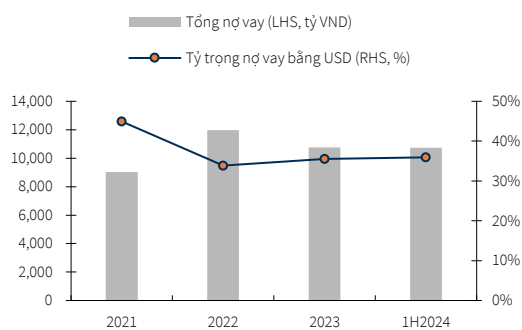
	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng
<b>Doanh thu từ NHIZ</b>	<b>595</b>	<b>640</b>	<b>653</b>	<b>916</b>	<b>1,343</b>	<b>4,147</b>
Nomura Hải Phòng 1	595	640	653	666	679	3,232
Nomura Hải Phòng 2	0	0	0	251	664	915
<b>Lãi/lỗ từ công ty liên kết WP</b>	<b>56</b>	<b>89</b>	<b>161</b>	<b>143</b>	<b>173</b>	<b>622</b>
Yên Phong 2A	56	82	99	11	11	258
Yên Lệnh - Hà Nam	0	7	18	23	25	73
Yên Lư - Bắc Giang (mở rộng)	0	0	10	27	34	71
Đồng Văn 5 - Hà Nam	0	0	33	83	103	219

Nguồn: KBSV

**Tỷ giá hạ nhiệt giúp PC1 giảm chi phí lãi vay trong thời gian tới**

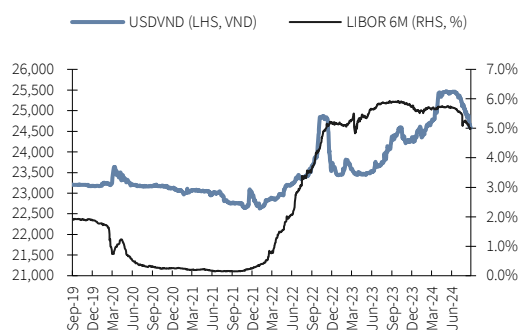
Trong 1H2024, PC1 ghi nhận khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện 128 tỷ VND từ việc đánh giá lại các khoản vay bằng USD (chiếm 36% nợ vay tính tới cuối 1H2024). Với việc tỷ giá dần hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng một phần từ khoản lỗ trên sẽ được hoàn nhập lại trong 2H2024, giúp giảm chi phí tài chính so với 1H2024

**Biểu đồ 10. Tỷ trọng nợ vay USD, VND của PC1**



Nguồn: PC1, KBSV

**Biểu đồ 11. Diễn biến USDVND và LIBOR 6M**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Dự phóng KQKD

**Bảng 12. Dự phóng Kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2023	2024	+/-%YoY	2025	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>7,803</b>	<b>10,350</b>	<b>33%</b>	<b>10,915</b>	<b>5%</b>	
Xây lắp điện	2,618	3,718	42%	4,903	32%	Kỳ vọng nguồn cung công việc tiếp tục hồi phục, backlog mảng xây lắp điện đạt 5,000 tỷ VND
Sản xuất công nghiệp	1,165	1,533	32%	831	-46%	
Điện	1,461	1,700	16%	1,798	6%	Doanh thu mảng Điện được thúc đẩy bởi sự hồi phục về sản lượng của các thủy điện
Nickel	722	1,714	137%	1,743	2%	Doanh thu mảng Nickel duy trì ổn định, giá Nickel trong 2025 đi ngang so với 2024
Khu công nghiệp	614	595	-3%	640	8%	Doanh thu từ việc vận hành Nomura 1 duy trì ổn định, giá định giá dịch vụ tăng 2% trong 2025
Bất động sản	160	22	-86%	0	-100%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>1,574</b>	<b>2,123</b>	<b>35%</b>	<b>2,268</b>	<b>7%</b>	
Biên lãi gộp	20.2%	20.5%	34 bps	20.8%	27 bps	
Lãi tiền gửi	151	141	-7%	194	38%	
Chi phí lãi vay	-844	-799	-5%	-890	11%	Lãi suất vay tăng trở lại trong 2025
Lãi/(lỗ) tỷ giá	-78	-68	-12%	0	-100%	Giả định tỷ giá ít biến động trong 2025
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	2	87	5385%	89	3%	WP ghi nhận doanh thu bàn giao KCN Yên Phong 2A
Chi phí SG&A	-391	-501	28%	-546	9%	
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐKD</b>	<b>398</b>	<b>895</b>	<b>125%</b>	<b>1,026</b>	<b>15%</b>	
Thu nhập khác, ròng	-18	-2	-87%	0		
<b>LNTT</b>	<b>381</b>	<b>900</b>	<b>137%</b>	<b>1,115</b>	<b>24%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>297</b>	<b>737</b>	<b>148%</b>	<b>892</b>	<b>21%</b>	
<b>Lợi nhuận CD công ty mẹ</b>	<b>137</b>	<b>553</b>	<b>305%</b>	<b>725</b>	<b>31%</b>	
Biên LNCD công ty mẹ	1.8%	5.3%	359 bps	6.6%	130 bps	

Nguồn: PC1, KBSV



## Định giá

**Khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 33,100 VND/cổ phiếu**

Giá cổ phiếu PC1 có xu hướng đi ngang từ đầu năm tới nay, sau khi đã phản ánh kỳ vọng tăng trưởng doanh thu nhờ trúng thầu dự án đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối và doanh thu mảng Điện hồi phục. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng KQKD trong ngắn hạn của PC1 sẽ tiếp tục tới từ mảng EPC, mảng Điện và mảng Nickel, trong khi đó, tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ sẽ được hiện thực hóa trong dài hạn khi mảng Bất động sản Dân dụng và Bất động sản Khu công nghiệp dự kiến sẽ gia tăng đóng góp vào lợi nhuận của PC1 từ 2026 trở đi.

Áp dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền, chúng tôi khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 33,100 VND/cổ phiếu, tương ứng PER/PBR dự phóng trong 2025 đạt 14.2x/1.4x.

**Bảng 13. Tổng hợp giả định**

Giả định	Giá trị
Beta	1.2
Lãi suất phi rủi ro	4.7%
Phần bù rủi ro thị trường	7.6%
Chi phí nợ	8.0%
WACC	9.3%

Nguồn: KBSV

**Bảng 14. Dòng tiền tự do của PC1**

	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	1,627	1,811	2,153	2,469	2,125
Chi phí khấu hao	841	863	888	914	934
Thay đổi vốn lưu động	-292	-317	-296	-318	-186
CAPEX	-1,389	-1,375	-1,562	-1,676	-1,274
FCF	786	981	1,184	1,389	1,598

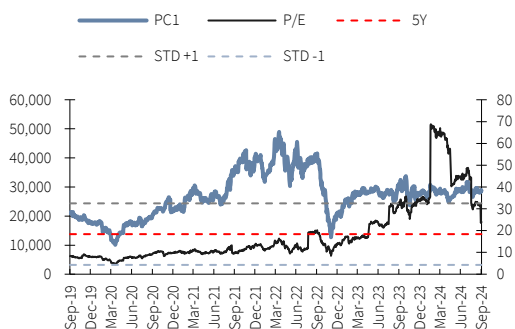
Nguồn: KBSV

**Bảng 15. Ước tính FCFF của PC1**

	2024	2025	2026	2027	2028
FCF	786	981	1,184	1,389	1,598
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					2%
Giá trị dài hạn					22,248
Giá trị hiện tại của FCF	786	898	990	1,063	15,573
Giá trị doanh nghiệp	19,310				
Tiền và tương đương tiền	2,881				
Nợ vay	-10,740				
Giá trị VCSH	11,451				
SLCP	311				
Giá trị hợp lý	36,800				
Chiết khấu cho công ty đa ngành	10%				
Giá mục tiêu	33,100				

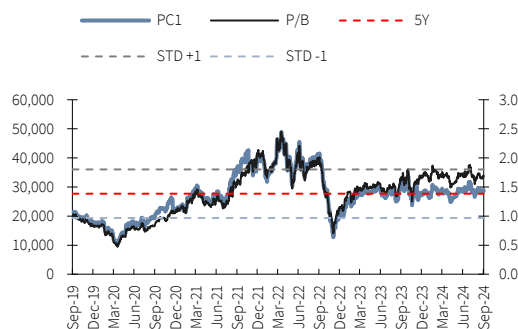
Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 16. PER của PC1**



Nguồn: FiinPro, KBSV

**Biểu đồ 16. PBR của PC1**



Nguồn: FiinPro, KBSV

## PHỤ LỤC

### Báo cáo Kết quả HKKD (Tỷ VND)

(Báo cáo chuẩn)	2022	2023	2024	2025
Doanh số thuần	8,333	7,803	10,350	10,915
Giá vốn hàng bán	-6,735	-6,229	-8,227	-8,647
Lãi gộp	1,599	1,574	2,123	2,268
Lãi tiền gửi	90	151	141	194
Chi phí lãi vay	-614	-844	-799	-890
Lãi/(lỗ) tỷ giá	-132	-78	-68	0
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-281	-391	-501	-546
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	638	398	895	1,026
Thu nhập khác, ròng	-40	-18	-2	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-10	2	87	89
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	598	381	900	1,115
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-71	-84	-163	-223
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	527	297	737	892
Lợi ích cổ đông thiểu số	77	160	184	167
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế cổ đông công ty mẹ	450	137	553	725

### Chỉ số hoạt động

(%)	2022	2023	2024	2025
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.2%	20.2%	20.5%	20.8%
Tỷ suất EBITDA	16.8%	16.0%	17.4%	17.3%
Tỷ suất EBIT	9.2%	6.1%	9.3%	9.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.2%	4.9%	8.7%	10.2%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.7%	5.1%	8.6%	9.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.3%	3.8%	7.1%	8.2%

### Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025
Lãi trước thuế	598	381	900	1,115
Khấu hao TSCĐ	627	776	841	863
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-82	-188	0	0
Chi phí lãi vay	614	849	799	890
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,872	1,910	2,540	2,869
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	49	424	-203	-563
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	8	-30	-295	126
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-163	-291	206	119
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-45	-66	0	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-701	-997	245	-1,382
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,020	950	2,493	1,169
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,508	-385	-1,389	-1,375
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	3	168	19	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-577	-1,029	-625	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	307	1,233	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-1,543	-68	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	28	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	71	110	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,246	59	-1,996	-1,375
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	97	3	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	9,102	5,796	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	-6,285	-7,167	-742	-212
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	-2	0	0
Cổ tức đã trả	-40	-124	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	2,874	-1,493	-742	-212
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	648	-484	-244	-418
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,292	2,581	2,112	1,867
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,937	2,112	1,867	1,449

Nguồn: KBSV

### Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)

(Báo cáo chuẩn)	2022	2023	2024	2025
<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	<b>21,604</b>	<b>20,225</b>	<b>20,958</b>	<b>21,203</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>7,917</b>	<b>6,845</b>	<b>7,494</b>	<b>7,512</b>
Tiền và tương đương tiền	2,937	2,112	1,867	1,449
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	655	769	1,332	1,332
Các khoản phải thu	3,172	2,803	2,993	3,556
Hàng tồn kho, ròng	890	921	1,216	1,090
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>13,688</b>	<b>13,380</b>	<b>13,464</b>	<b>13,691</b>
Phải thu dài hạn	0	15	28	28
Tài sản cố định	9,521	10,745	10,444	10,668
Tài sản dở dang dài hạn	1,385	107	647	649
Đầu tư dài hạn	1,527	1,607	1,669	1,669
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>14,543</b>	<b>12,957</b>	<b>13,263</b>	<b>12,901</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>5,953</b>	<b>4,709</b>	<b>5,281</b>	<b>5,385</b>
Phải trả người bán	1,293	1,049	1,255	1,374
Vay ngắn hạn	3,676	2,838	2,364	2,618
Phải trả ngắn hạn khác	984	821	1,663	1,394
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>8,589</b>	<b>8,249</b>	<b>7,982</b>	<b>7,516</b>
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	8,284	7,902	7,635	7,169
Phải trả dài hạn khác	305	347	347	347
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>7,062</b>	<b>7,267</b>	<b>7,695</b>	<b>8,302</b>
Vốn góp	2,704	3,110	3,110	3,110
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
Quỹ khác	356	406	406	406
Lãi chưa phân phối	1,337	956	1,384	1,990
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,953	2,085	2,085	2,085

### Chỉ số chính

(x, %, VND)	2022	2023	2024	2025
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	12.1	65.4	16.2	12.3
P/E pha loãng	12.1	65.4	16.2	12.3
P/B	0.9	1.5	1.4	1.2
P/S	0.0	0.0	0.0	0.0
P/Tangible Book	0.6	0.9	1.0	0.9
P/Cash Flow	5.4	9.4	3.6	7.6
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.7	9.1	6.9	6.5
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.5	15.2	10.5	9.5
<b>Hiệu quả quản lý</b>				
ROE%	7%	2%	7%	9%
ROA%	2%	1%	3%	3%
ROIC%	3%	1%	3%	4%
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.5	0.4	0.4	0.3
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.1	1.2	1.2	1.2
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	1.5	1.4	1.4
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	1.2	1.1	1.0	0.9
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.4	0.4	0.4	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.5	0.4	0.3	0.3
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.3	0.4	0.3
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.4	0.3	0.4	0.4
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.2	0.1
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	3.6	3.3	3.3	3.5
Hệ số quay vòng HTK	7.5	6.9	7.7	7.5
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.1	7.0	7.1	6.6

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

### **Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

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

### **Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**  
ngaphb@kbsec.com.vn

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

### **Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

### **Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

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

### **Dầu khí & Hóa Chất**

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### **Vĩ mô & Chiến lược đầu tư**

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

**Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích**  
uyenvt@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienns@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuannd@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 16&amp;17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, 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:	MUA:	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:	MUA:	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 đọc 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.