

KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (HSX: PC1) _ DẪN DẮT BỞI MẢNG NĂNG LƯỢNG

Giá hiện tại:	28,800	Ngày viết báo cáo:	24/09/2024	Cổ đông lớn	
Giá mục tiêu trước:	35,300	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	311	Trịnh Văn Tuấn	21.4%
Giá mục tiêu mới:	33,800	Vốn hóa (tỷ VND)	9,050	CTCP Chứng khoán VIX	5.6%
Lợi suất cổ tức:	0%	KLGD TB 10 phiên (CP):	1,862,000		
Upside:	17%	% Sở hữu nước ngoài:	13,97%		

Research Department:

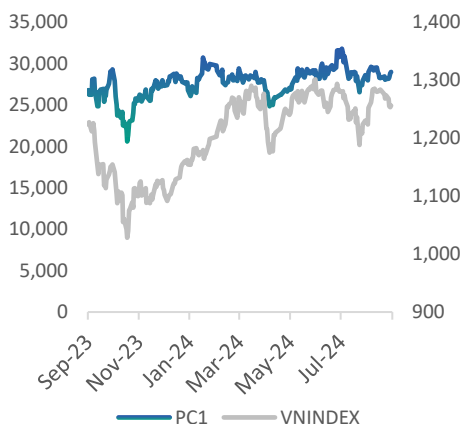
Nguyen Dan Truong
(Dầu khí – Điện – Hóa chất)
truongnd@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

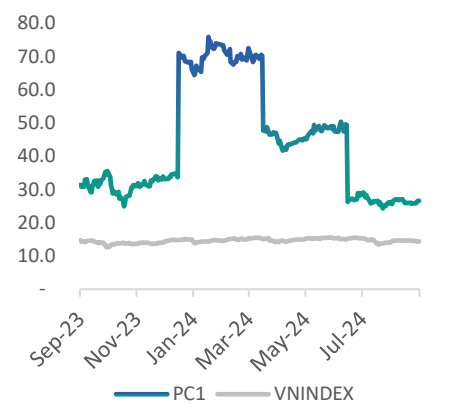
Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu năm 2024 là **33,800 VND/CP (upside 17%** so với giá đóng cửa ngày 24/09/2024) dựa trên phương pháp định giá từng mảng kinh doanh của công ty.

So với báo cáo trước, chúng tôi điều chỉnh giảm -4.2% giá mục tiêu từ 35,300 VND/CP xuống mức 33,800 VND/CP, chủ yếu do giảm định giá của mảng xây lắp và mảng niken.

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E CP và VN-Index



DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2024

Doanh thu đạt 10,206 tỷ VND, tăng +32% YoY nhờ:

- **Mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp tăng +54% YoY và +20% YoY** với các dự án truyền tải điện được đẩy mạnh đầu tư trở lại sau 2 năm trì hoãn.
- **Mảng năng lượng tăng 12% YoY** với ảnh hưởng của La nina.
- **Mảng khai khoáng tăng +149% YoY**, nhờ 1) 50 tỷ doanh thu từ 2023 chuyển sang 2024 và 2) hoạt động tròn 1 năm.

Biên lợi nhuận gộp đạt mức 18.6%, giảm 0.4 điểm % so với năm 2023, trong đó, biên gộp của năng lượng và khai khoáng tăng bù đắp mức giảm của mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp.

Chi phí lãi vay giảm -14% YoY nhờ môi trường lãi suất hạ nhiệt và dư nợ ở các dự án năng lượng giảm.

Dẫn đến LNST-CĐTS đạt mức 467 tỷ VND, tăng +1,316% YoY (LNST-CĐTS năm 2023 được điều chỉnh giảm 103 tỷ VND, về mức 33 tỷ VND).

Chúng tôi điều chỉnh 1 số giả định quan trọng so với dự báo cũ như sau:

- Mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp giảm biên lợi nhuận gộp từ 9.5% và 10% xuống mức 8.5% và 9% phản ánh tình hình khó khăn chung của ngành.
- Mảng năng lượng tăng doanh thu 7% nhờ thời tiết thuận lợi hơn.
- Mảng khai khoáng giảm biên gộp 6.9 điểm % do 1) thay đổi cách hạch toán chi phí và 2) giá niken giảm.

RỦI RO

- Rủi ro lỗ tỷ giá ở các khoản nợ vay tài trợ cho dự án điện gió.
- Biến động đột ngột của giá Niken.

	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	17.3	273.3	19.2	17.1
PB (x)	1.4	1.2	1.1	1.0
P/S (x)	0.8	1.2	0.9	0.8
ROE (%)	8.0%	2.4%	8.3%	8.7%
ROA (%)	2.7%	0.8%	3.0%	3.5%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	8,358	7,752	10,391	10,693
Lợi nhuận gộp	1,595	1,469	1,955	1,955
LNST-CĐTS	460	33	467	524
EPS	1,701	106	1,503	1,685
% Tăng trưởng EPS	-42%	-94%	1316%	12%

I. Cập nhật KQKD 2Q2024:

(Tỷ VND)	2Q2024	% YoY	1H2024	% YoY	Thực hiện/ dự phóng	Nhận xét
Doanh thu	3,092	110%	5,257	77%	53%	<p>Trong Q2.2024: Doanh thu đạt 3,092 tỷ VND (+110% YoY), trong đó, các mảng đóng góp chính cho tăng trưởng gồm: - Mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp tăng +120% YoY và 205% YoY nhờ ghi nhận các gói thầu từ đường dây 500kv mạch 3. - Mảng năng lượng tăng 42% YoY nhờ 1) thời tiết thuận lợi và 2) tỷ giá tăng. - Mảng khai khoáng ghi nhận 338 tỷ VND doanh thu (phát sinh doanh thu từ Q3.2023).</p> <p>Biên lợi nhuận gộp đạt 15%, giảm 4 điểm % so với cùng kỳ: - Biên gộp mảng xây lắp đạt 7%, giảm 9.6 điểm % do 1) trong Q2/2023, PC1 quyết toán bổ sung dự án Tân Phú Đông và 2) tăng cường thuê ngoài để đảm bảo tiến độ gấp rút của EVN trong dự án 500kv mạch 3. - Biên gộp mảng sản xuất công nghiệp đạt 8%, giảm 3.7 điểm % do cạnh tranh gay gắt. - Biên gộp mảng năng lượng đạt 56%, cải thiện 20 điểm % chủ yếu do thời tiết thuận lợi, thủy văn tích cực và tỷ giá tăng.</p> <p>Chi phí tài chính tăng 16% YoY chủ yếu do lỗ tỷ giá 60 tỷ VND (cùng kỳ lỗ 6 tỷ VND), được bù đắp bởi chi phí lãi vay giảm -7% YoY.</p> <p>Dẫn đến LNST_CĐTS đạt 159 tỷ VND (cùng kỳ lỗ 8 tỷ VND).</p> <p>Lũy kế 1H2024, doanh thu đạt 5,257 tỷ VND (+77% YoY), LNST_CĐTS đạt 239 tỷ VND (+324% YoY) lần lượt hoàn thành 53% và 50% dự phóng.</p>
Xây lắp	1,188	120%	1,752	75%	44%	
Sản xuất CN	781	205%	1,068	210%	87%	
Năng lượng	394	42%	749	12%	49%	
Vận hành KCN	154	-10%	274	-6%	45%	
Khai khoáng	338		866		57%	
Khác	233	6%	575	-12%	54%	
Lợi nhuận gộp	521	84%	960	63%	49%	
Chi phí bán hàng	(24)	287%	(36)	533%	60%	
Chi phí QLDN	(120)	54%	(212)	46%	51%	
EBIT	377	89%	712	62%	48%	
Doanh thu TC	50	68%	94	-1%	69%	
Chi phí tài chính	(267)	16%	(537)	22%	62%	
-Lãi vay	(204)	-7%	(384)	-9%	53%	
Lãi/(lỗ) từ LDLK	14	NA	63	2687%	121%	
LNST	221	NA	378	349%	47%	
LNST	190	NA	319	445%	49%	
LNST_CĐTS	159	NA	239	324%	50%	
		Thay đổi		Thay đổi		
% SG&A/Doanh thu	4.7%	-1.0%	4.8%	-0.3%		
Biên LNG	15%	-4.0%	17%	-2.5%		
Xây lắp	7.3%	-9.6%	8.0%	-5.4%		
Sản xuất CN	8.5%	-3.7%	8.9%	-0.7%		
Năng lượng	56%	20.5%	53%	5.1%		
Vận hành KCN	39%	11.6%	30%	6.6%		
Khai khoáng	11%	-	21%	-		

Nguồn: PC1, BSC Research

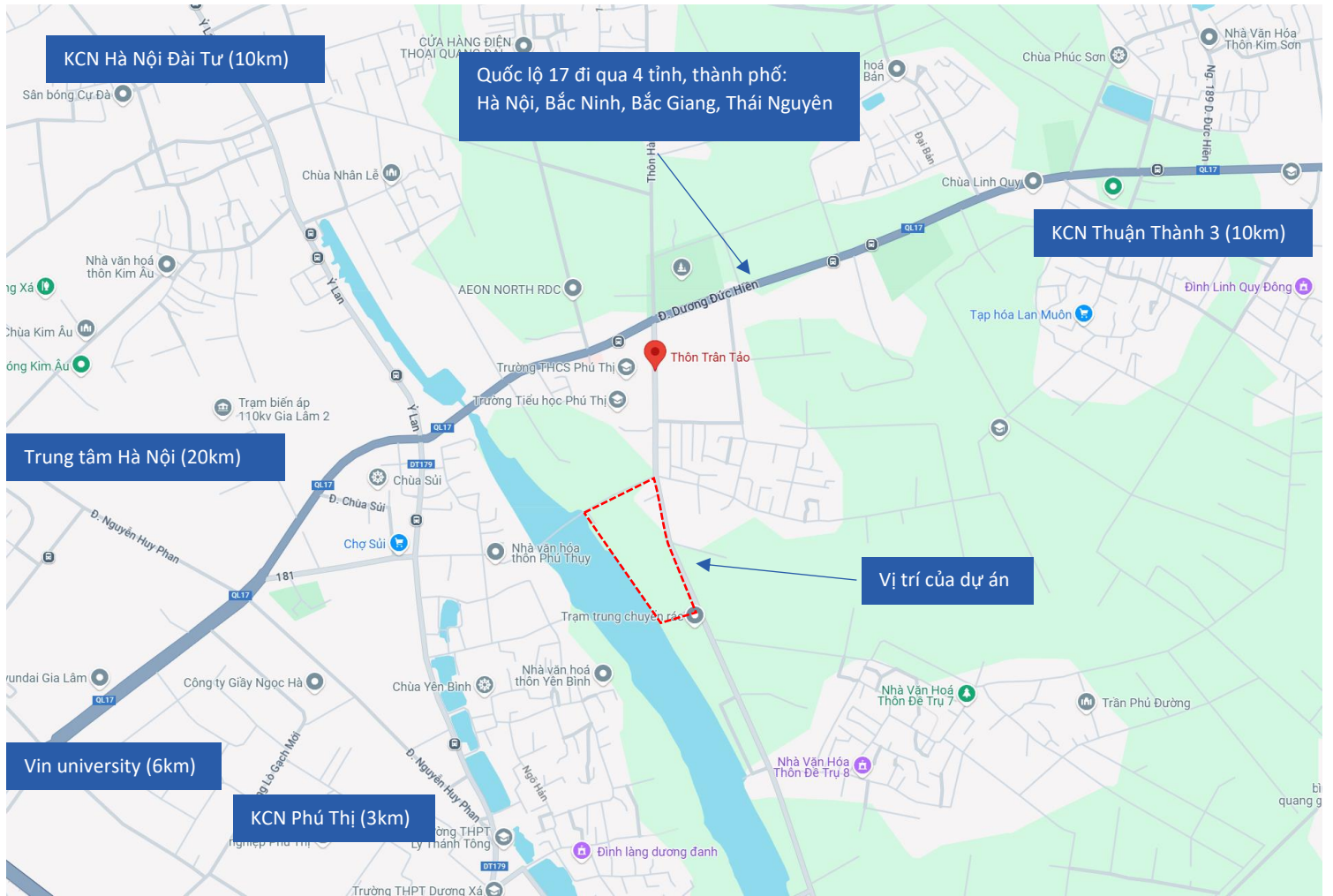
Đáng chú ý, trong BCTC soát xét bán niên 2024, LNST-CĐTS 1H2024 đạt 239 tỷ, điều chỉnh tăng 103 tỷ so với BCTC tự lập và LNST-CĐTS 2023 giảm 103 tỷ VND do (i) Hồi tố khoản thuế GTGT, thuế tài nguyên của công ty Tấn Phát và doanh thu bán cho khách hàng niken (ii) Điều chỉnh phương pháp từ đường thẳng sang theo doanh thu/diện tích bán ra cho Quyền khai thác dự án.

Cập nhật về mảng bất động sản thương mại: Trong quý 2/2024, PC1 đã trúng đấu giá khu đất xây dựng nhà ở thấp tầng, công trình thương mại và bãi đỗ xe tại Tháp Vàng, xã Phú Thị, huyện Gia Lâm, Hà Nội với mức giá trúng ước tính 571 tỷ VND (cao hơn 30 tỷ VND so với giá khởi điểm). Khu đất có diện tích 1.69 ha, gồm 1.5 ha đất nhà ở liền kề với kế hoạch xây dựng 182 căn thấp tầng. PC1 dự kiến sẽ thực hiện dự án trong 2H2024 và mở bán trong 2025 với doanh thu tiềm năng 1,500 tỷ (tương đương giá bán khoảng 8.2 tỷ/căn).

Thông tin các dự án bất động sản của PC1

Dự án	Tỷ lệ sở hữu của PC1	Diện tích xây dựng (ha)	Sản phẩm dự kiến	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Tình trạng
Tháp vàng – Gia Lâm	100%	1.69	Thấp tầng: 182 căn	1,150	Đã có pháp lý đầy đủ
Gia Lâm	100%	0.72	Thấp tầng: 54 căn	966*	Chờ chấp thuận chủ trương đầu tư
Bắc Từ Liêm	100%	2.2	Thấp tầng: 80 căn Căn hộ: 270 căn	2,782*	
Tổng	100%	4.61	Thấp tầng: 316 căn Căn hộ: 270 căn	4,898	

Nguồn: PC1, (*) BSC Research ước tính



II. Cập nhật triển vọng kinh doanh 2H2024

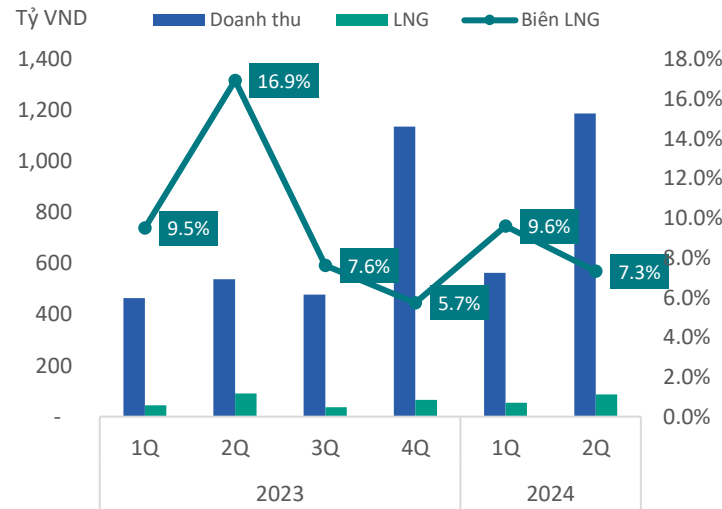
1. Mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp: lợi nhuận từ dự án 500kv mạch 3 không đạt như kỳ vọng, tình hình của ngành có cải thiện nhưng chưa đáng kể.

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, hầu hết doanh thu liên quan đến dự án 500kv mạch 3 đã được ghi nhận trong quý 2 (gồm cả xây lắp và cung cấp cột thép), phần còn lại sẽ tiếp tục ghi nhận trong quý 3 (phù hợp với dự phóng của chúng tôi). Tại thời điểm cuối quý 2, giá trị backlog ở mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp đạt lần lượt 4,011 tỷ VND và 381 tỷ VND – có thể giúp PC1 hoàn thành dự phóng doanh thu năm 2024. **Hiện tại, chúng tôi nhận thấy chưa có dự án nổi bật nối tiếp đường dây 500kv mạch 3.**

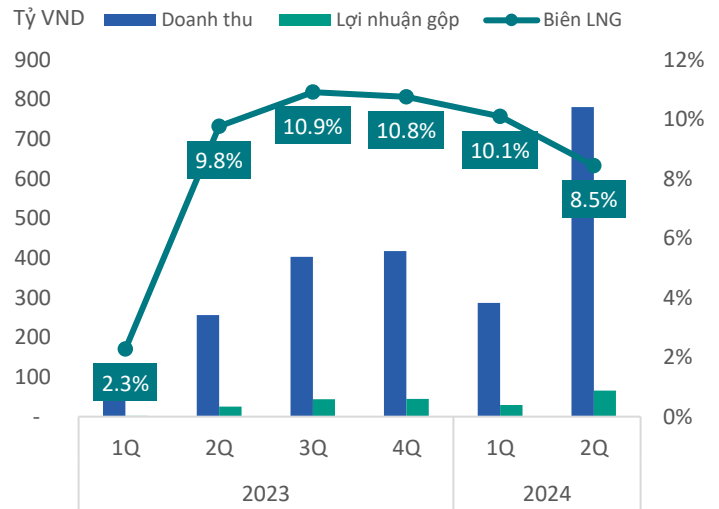
Trong Q2/2024, biên lợi nhuận gộp của 2 mảng lần lượt đạt 7.3% và 8.5%, thấp hơn so với mức 9.5% và 10% mà chúng tôi kỳ vọng trong báo cáo trước vì công ty phải tăng cường thuê ngoài để đáp ứng được tiến độ gấp rút của EVN đề ra. Công ty cho rằng biên gộp sẽ quay trở lại mức bình thường ở cả 2 mảng (9% - 10%) trong 2H2024 nhờ giảm thuê dịch vụ ngoài.

Nhìn chung, tình hình của ngành đã có cải thiện nhưng chưa đáng kể và **với kết quả kinh doanh trong 1H2024, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo biên gộp mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp từ mức 9.5% và 10% xuống mức 8.5% và 9% trong năm 2024.**

Trong quý 2, biên gộp mảng xây lắp chỉ đạt 7.3% vì tăng cường thuê ngoài để đảm bảo tiến độ của dự án 500kv mạch 3

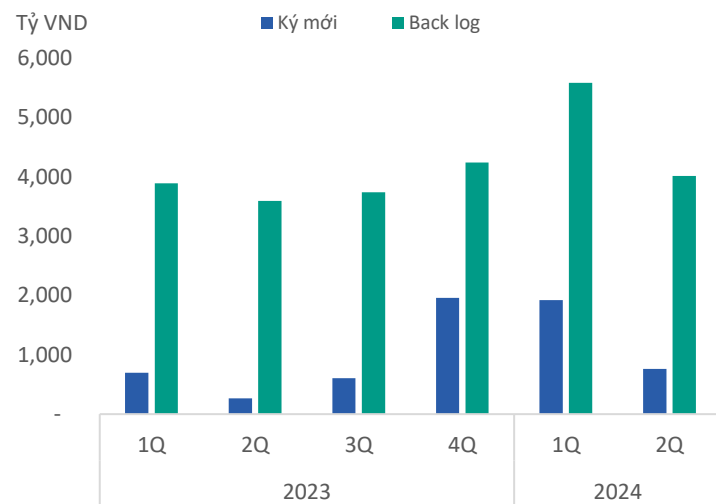


Tình hình tương tự đối với mảng sản xuất công nghiệp

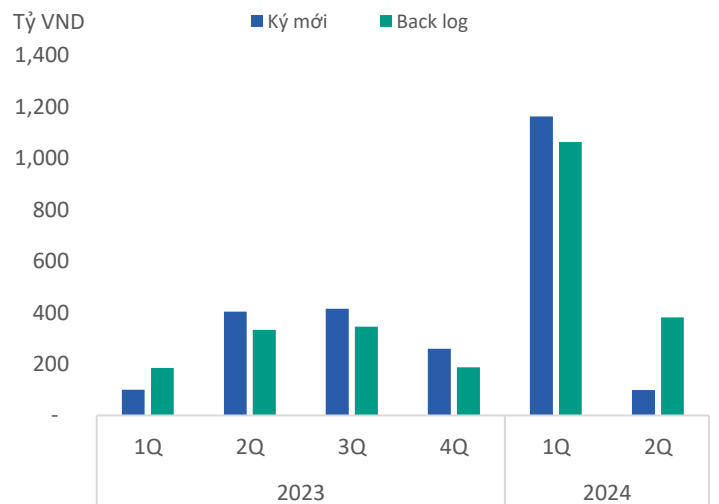


Nguồn: PC1, BSC Research

Giá trị backlog ở mảng xây lắp quay về mức bình thường



Giá trị backlog mảng sản xuất CN giảm về mức bình thường



Nguồn: PC1, BSC Research ước tính

Về triển vọng dài hạn, 2 mảng này của PC1 sẽ được hưởng lợi theo quy hoạch điện 8 với 1) EVN có kế hoạch đầu tư khoảng 35 – 37 nghìn tỷ VND/năm trong giai đoạn 2021 – 2030 (cao hơn 50% so với giai đoạn trước) cho hạ tầng lưới điện, 2) công suất điện gió trên bờ và gần bờ được phê duyệt triển khai trong giai đoạn 2023 – 2030 đạt 17,800 MW, tương đương cần đầu tư khoảng 85,000 tỷ VND/năm (cao gấp 4 lần so với giai đoạn trước).

Chúng tôi cho rằng cần quan sát 2 yếu tố nút thắt của ngành gồm 1) tình hình tài chính của EVN cần được cải thiện (tăng giá điện) và 2) bộ công thương phê duyệt giá huy động mới cho NLTT (cơ sở để chủ đầu tư thực hiện dự án) để những triển vọng dài hạn nêu trên thật sự đóng góp vào tăng trưởng của PC1.

2. Mảng năng lượng được hỗ trợ bởi thời tiết thuận lợi.

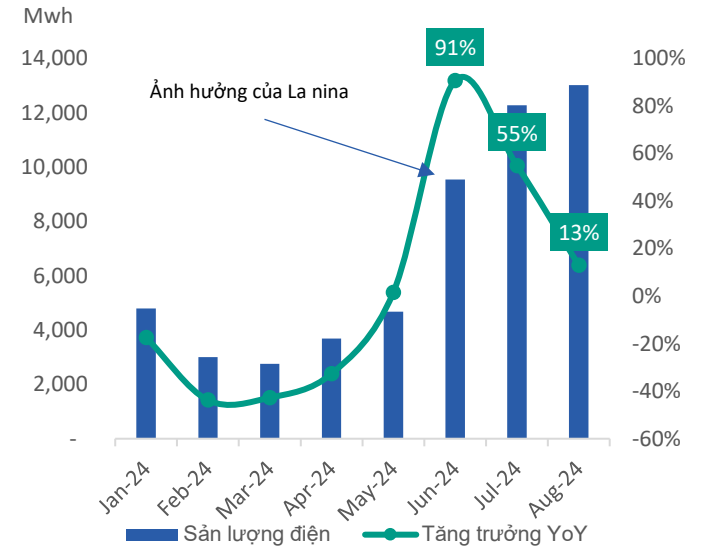
Sản lượng thủy điện trên toàn hệ thống đã tăng đột biến từ tháng 6, đến tháng 8 vẫn tăng trưởng 13% YoY trên mức nền cao. Mùa cao điểm của thủy điện đã bắt đầu và mạnh mẽ hơn so với năm trước nhờ tác động của La Nina. NOAA dự báo hiện tượng La Nina vẫn sẽ tiếp tục kéo dài đến tháng 3/2025, do đó, xu hướng tăng trưởng sản lượng của thủy điện vẫn sẽ tiếp tục trong 4 tháng còn lại của năm 2024 và năm 2025 (1H2024 chịu tác động của El nino). **Chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện của PC1 trong năm 2024 tăng 46% YoY (2H2024 tăng 24% YoY).**

PC1 đang sở hữu 7 nhà máy thủy điện với tổng công suất 169 MW, trong đó 6 dự án có công suất dưới 30 MW và được áp dụng biểu giá chi phí tránh được - mức giá năm 2024 không thay đổi nhiều so với năm 2023. Đối với dự án Bảo Lâm 3 có công suất 46 MW, giá điện bình quân năm 2024 có thể giảm 10-15% YoY do EVN giao sản lượng Qc cao hơn. **Tóm lại, giá bán điện trung bình năm 2024 của nhóm thủy điện PC1 chỉ giảm nhẹ 2-3% YoY, trong khi đó giá bán điện của các nhà máy thủy điện lớn giảm khoảng 10-15% YoY.**

Dự báo sản lượng thủy điện của PC1 tiếp tục tăng trưởng tốt so với cùng kỳ trong 2H2024

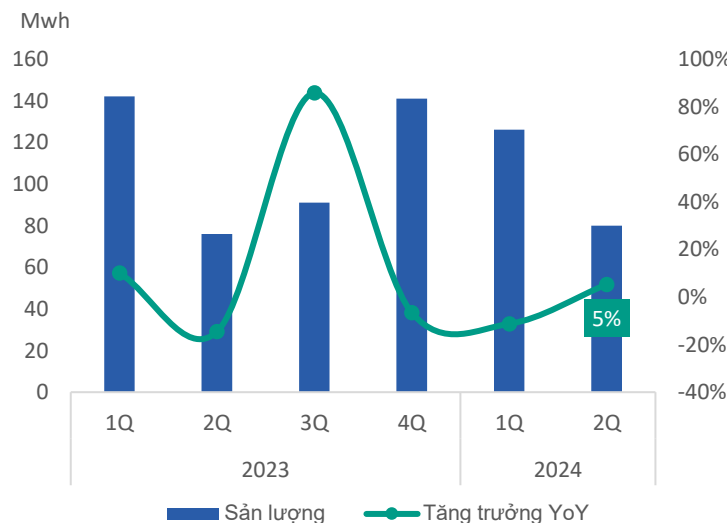


Ngay từ tháng 6/2024, sản lượng thủy điện của Việt Nam tăng đột biến so với cùng kỳ



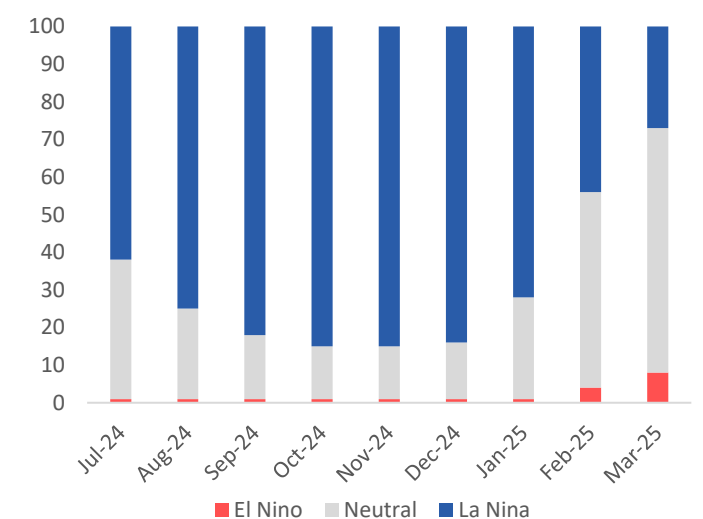
Nguồn: PC1, BSC Research

Nhóm điện gió duy trì ổn định



Nguồn: EVN, BSC Research

Dự báo hiện tượng La nina sẽ tiếp tục duy trì xác suất cao đến tháng 3/2025



Nguồn: NOAA

3. Mảng khai khoáng Niken gặp áp lực về tình trạng dư cung trên toàn cầu.

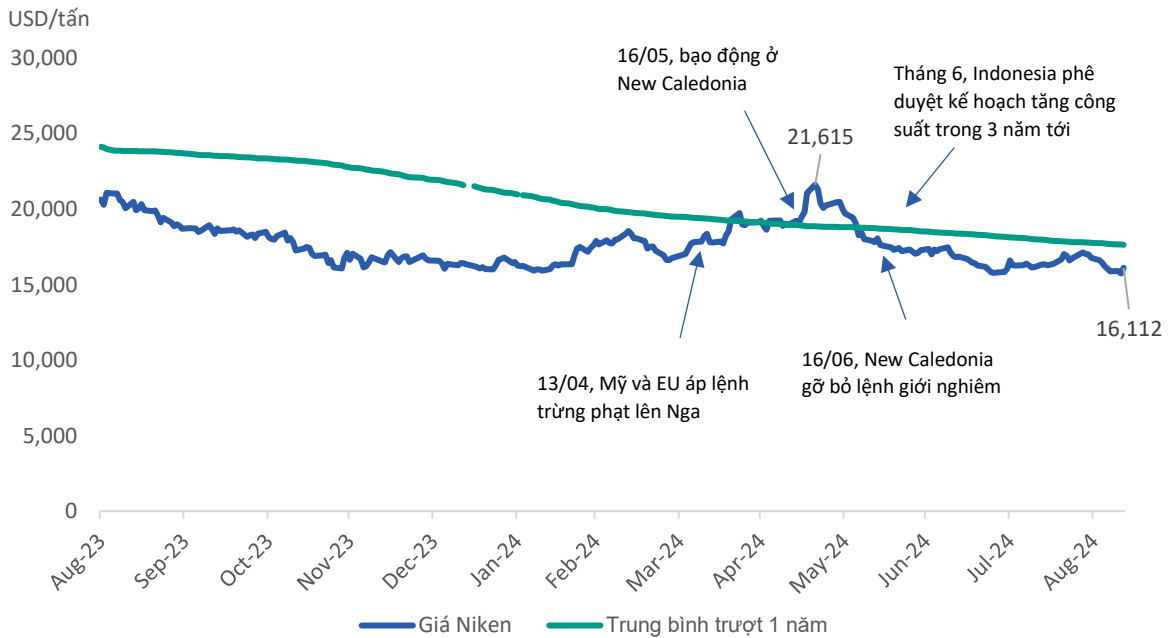
Tại thời điểm giữa tháng 9, giá Niken thế giới đã giảm 25% so với mức đỉnh thiết lập từ tháng 5/2024 do tình trạng dư cung đang ngày càng đáng lo ngại:

- 1) New Caledonia (chiếm 6% nguồn cung toàn cầu) đã khôi phục hoạt động khai thác niken sau cuộc bạo động từ giữa tháng 5/2024.
- 2) Indonesia (chiếm 50% nguồn cung toàn cầu) phê duyệt kế hoạch tăng công suất khai thác niken thêm 928 nghìn tấn trong giai đoạn 2024 – 2026 (+8% nguồn cung toàn cầu).

Tuy nhiên, một vài nhà sản xuất Niken lớn trên thế giới như First Quantum Minerals và BHP đã và đang giảm công suất hoạt động trong năm 2024. Do đó, chúng tôi cho rằng giá Niken có thể tạo đáy dài hạn quanh mốc 16,000 USD/tấn.

Chúng tôi điều chỉnh 1) tăng sản lượng khai thác Niken của PC1 năm 2024 từ mức 46,750 tấn lên mức 63,450 tấn tinh quặng (phù hợp với kế hoạch khai thác của PC1) và 2) giảm giá bán trung bình 2024 giả định của Niken từ mức 18,700 USD/tấn về mức 16,900 USD/tấn - tương ứng giảm 10% (giá trung bình cho 2H2024 đạt 16,500 USD/tấn, -12% YoY).

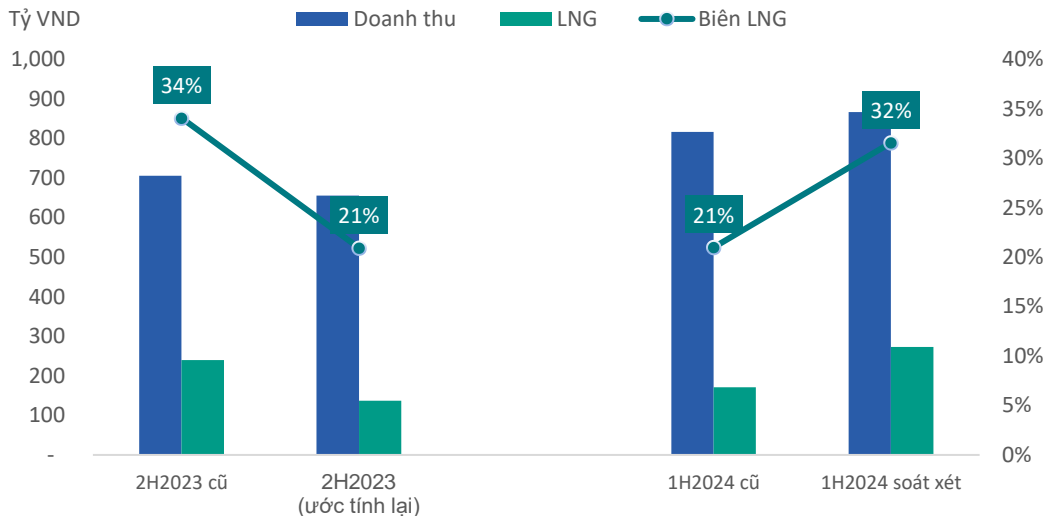
Giá Niken đã giảm 25% so với đỉnh được thiết lập từ tháng 5/2024 do áp lực dư cung



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Ngoài ra, do thay đổi phương pháp tính quyền khai thác khoáng sản từ phân bổ quyền khai thác theo phương pháp đường thẳng sang phân bổ theo doanh thu/diện tích bán ra, biên gộp mảng khai khoáng được cải thiện đáng kể. BSC cho rằng phương pháp ghi nhận giá vốn mới sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của mảng khai khoáng sẽ ít biến động hơn và phản ánh đúng tình hình kinh doanh.

Kết quả kinh doanh của mảng khai khoáng sau soát xét



Nguồn: PC1, BSC Research

4. Công ty Western Pacific (PC1 sở hữu 30%) được chấp thuận chủ trương đầu tư 2 khu công nghiệp mới.

Ngày 27/07/2024, dự án KCN Đồng Văn 5 giai đoạn 1 và KCN Yên Lư mở rộng đã được chấp thuận chủ trương đầu tư, giúp bổ sung vào nguồn thu giai đoạn 2026-2030 của Western Pacific (PC1 sở hữu 30%).

Dự án KCN Yên Lư mở rộng có tiềm năng lớn nhờ 1) vị trí thuận lợi gần biên giới Trung Quốc và hạ tầng phát triển, thuận tiện di chuyển đến các cảng biển quốc tế ở Hải Phòng, 2) tỷ lệ lấp đầy các KCN ở Bắc Giang đa phần đã đạt tiệm cận 100%, 3) tham khảo giá cho thuê của KCN Yên Lư đạt 135 USD/m² trong năm 2024. Tổng mức đầu tư của dự án dự kiến 1,543 tỷ VND với vốn chủ sở hữu khoảng 309 tỷ VND.

Dự án KCN Đồng Văn 5 giai đoạn 1 có thể đóng góp khiêm tốn hơn vì nguồn cung bất động sản KCN ở Hà Nam vẫn còn dồi dào và tỷ lệ lợi ích của PC1 tại dự án này chỉ ở mức 15%. Tổng mức đầu tư của dự án khoảng 2,911 tỷ VND và vốn chủ sở hữu 437 tỷ VND.

Thông tin các KCN ở Hà Nam và Bắc Giang

KCN	Diện tích (ha)	Giá thuê (USD/m ² /kỳ thuê)	Tỷ lệ lấp đầy	Thành lập	Địa điểm (xã/huyện)	Lợi ích của PC1
Hà Nam						
Đang vận hành						
Đồng Văn 1	209	55	100%	2019	Duy Tiên	
Đồng Văn 1 mở rộng	149	95	N/A	2021	Duy Tiên	
Đồng Văn 2	323	80	98%	2006	Duy Tiên	
Đồng Văn 3	523	100	60%	2019	Duy Tiên	
Hoàng Đông	100	50	30%	2005	Duy Tiên	
Hòa Mạc	131	65	100%	2008	Duy Tiên	
Thanh Liêm	293	78	70%	2019	Thanh Liêm	
Đồng Văn 4	300	120	100%	2016	Kim Bảng	
Châu Sơn	377	83	96%	2007	Kim Bảng	
Thái hà	100	85	40%	2019	Lý Nhân	
Quy hoạch mới						
Đồng Văn 5 GD 1	237				Duy Tiên	15%
Đồng Văn 6	250				Duy Tiên	
Châu Giang 1	210				Duy Tiên	
Kim Bảng 1	230				Kim Bảng	
Bắc Giang						
Đang vận hành						
Quang Châu	516	150	100%	2007	Việt Yên	
Đình Trám	127	100	100%	2003	Việt Yên	
Vân Trung	350	120	100%	2008	Việt Yên	
Song Khê - Nội Hoàng	159	100	100%	2007	Yên Dũng	
Yên Lư	377	135	N/A	2021	Yên Dũng	
Việt Hàn	147	140	N/A	2021	Việt Yên	
Hòa Phú	207	140	100%	2016	Hiệp Hòa	
Yên Sơn - Bắc Lũng	490	100	N/A	2021	Lục Nam	
Tân Hưng	105	130	N/A	2021	Lạng Giang	
Quy hoạch mới						
Yên Lư mở rộng GD 1	120				Yên Dũng	30%
Đức Giang	287				Yên Dũng	
Nghĩa Hưng	152				Lạng Giang	
Mỹ Thái	160				Lạng Giang	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

III. Dự phóng KQKD 2024/2025

(Tỷ VND)	1H2024	2024F mới	2025F	% YoY 2024F	% YoY 2025F	2024F cũ	2024F mới/cũ
Doanh thu	5,257	10,391	10,693	34%	3%	9,978	4%
Xây lắp	1,752	4,027	4,500	54%	12%	4,027	0%
Sản xuất CN	1,068	1,398	1,258	20%	-10%	1,223	14%
Năng lượng	749	1,636	1,534	12%	-6%	1,522	7%
Vận hành KCN	274	614	614	0%	0%	614	0%
Khai khoáng	866	1,633	1,682	149%	3%	1,509	8%
Khác	575	1,056	1,077	2%	2%	1,056	0%
Lợi nhuận gộp	960	1,955	1,955	32%	0%	1,967	-1%
Chi phí bán hàng	(36)	(62)	(64)	11%	3%	(60)	4%
Chi phí QLDN	(212)	(436)	(449)	30%	3%	(419)	4%
EBIT	712	1,456	1,441	34%	-1%	1,488	-2%
Doanh thu TC	94	132	144	-32%	9%	137	-4%
Chi phí tài chính	(537)	(861)	(746)	-12%	-13%	(861)	0%
-Lãi vay	(384)	(722)	(650)	-14%	-10%	(722)	0%
Lãi/(lỗ) từ LDLK	63	52	47		0	52	0%
LNTT	378	764	872	168%	14%	801	-5%
LNST	319	626	715	244%	14%	657	-5%
LNST_CĐTTS	239	467	524	1316%	12%	480	-3%
				Thay đổi			Thay đổi
%SG&A/DT	4.7%	4.8%	4.8%	-0.3%	0.0%	4.8%	0.0%
Biên LNG	18.3%	18.8%	18.3%	-0.3%	-0.5%	19.7%	-0.9%
Xây lắp	8.0%	8.5%	9.5%	-0.6%	1.0%	9.5%	-1.0%
Sản xuất CN	8.9%	9.0%	9.5%	-1.0%	0.5%	10.0%	-1.0%
Năng lượng	53.3%	54.1%	52.5%	3.7%	-1.6%	51.8%	2.3%
Vận hành KCN	29.9%	22.0%	22.0%	-0.5%	0.0%	22.0%	0.0%
Khai khoáng	31.5%	25.7%	24.9%	4.7%	-0.8%	32.6%	-6.9%
Khác	1.4%	2.8%	2.8%	-0.5%	0.0%	2.8%	0.0%

Nguồn: PC1, BSC Research

Dự báo năm 2024

Doanh thu đạt 10,391 tỷ VND, tăng +34% YoY nhờ:

- **Mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp tăng +54% YoY và +20% YoY** với các dự án truyền tải điện được đẩy mạnh đầu tư trở lại sau 2 năm trì hoãn.
- **Mảng năng lượng tăng 12% YoY** với ảnh hưởng của La Nina.
- **Mảng khai khoáng tăng +149% YoY**, nhờ 1) 50 tỷ doanh thu từ 2023 chuyển sang 2024 và 2) hoạt động tròn 1 năm.

Biên lợi nhuận gộp đạt mức 18.8%, giảm nhẹ 0.3 điểm % so với năm 2023, trong đó, biên gộp của mảng năng lượng và khai khoáng tăng bù đắp mức giảm của mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp.

Chi phí lãi vay giảm -14% YoY nhờ môi trường lãi suất hạ nhiệt và dư nợ ở các dự án năng lượng giảm.

Dẫn đến LNST-CĐTTS đạt mức 467 tỷ VND, tăng +1,316% YoY (LNST-CĐTTS năm 2023 được điều chỉnh giảm 103 tỷ VND, còn 33 tỷ VND).

Chúng tôi điều chỉnh 1 số giả định quan trọng trong dự báo năm 2024 mới so với dự báo cũ như sau:

- Mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp giảm biên lợi nhuận gộp từ 9.5% và 10% xuống mức 8.5% và 9% phản ánh tình hình khó khăn chung của ngành.
- Mảng năng lượng tăng doanh thu +7% nhờ thời tiết thuận lợi hơn cả thủy điện và điện gió.
- Mảng khai khoáng giảm biên gộp 6.9 điểm % do 1) thay đổi cách hạch toán chi phí và 2) giá niken giảm.

IV. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu **33,800 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá **17%** so với giá ngày 24/09/2024).

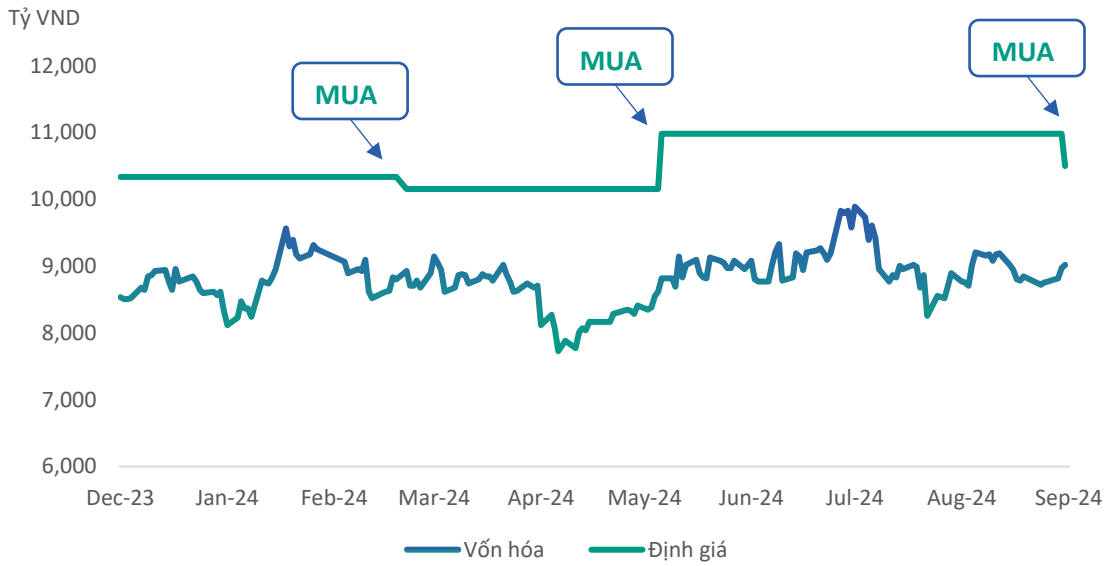
So với báo cáo trước, chúng tôi điều chỉnh giảm -4.2% giá mục tiêu từ 35,300 VND/CP xuống mức 33,800 VND/CP, chủ yếu do giảm định giá của mảng xây lắp và mảng niken.

- Mảng xây lắp, sản xuất công nghiệp giảm EV/EBITDA mục tiêu từ 9.3x xuống mức 7.5x phản ánh lợi nhuận thấp hơn kì vọng và sẽ điều chỉnh lại khi nút thắt tài chính ở EVN và vấn đề chính sách giá điện ở Bộ Công Thương được giải quyết.
- Mảng vận hành KCN thay đổi phương pháp định giá từ EV/EBITDA sang P/E với P/E mục tiêu là 8.0x do công ty chưa có kế hoạch mở rộng với mảng này.
- Mảng năng lượng thay đổi phương pháp từ EV/EBITDA sang DCF, vì chúng tôi cho rằng phương pháp này sẽ giúp giảm sự biến động thất thường của thời tiết qua thời gian dài. Với WACC đạt 11.4% (Chi phí vốn chủ đạt 15% và lãi vay trung bình đạt 9%).
- Định giá mảng khai khoáng giảm -33% do thay đổi EBITDA 2024F từ mức 536 tỷ VND xuống mức 357 tỷ VND (giá bán Niken giảm). Dự phóng EBITDA 2024F đạt mức 460 tỷ VND nhưng khi định giá, chúng tôi loại bỏ 103 tỷ VND vì đây là lợi nhuận gộp của năm 2023 được chuyển sang (xem thêm ở mục cập nhật KQKD Q2.2024).

	Phương pháp	NAV	Tỷ lệ sở hữu	Đóng góp NAV	NAV cũ	NAV mới/cũ
Mảng xây lắp, sản xuất CN	EV/EBITDA	1,071	100%	1,077	1,476	-27%
	Mục tiêu	7.5 x				
Vận hành KCN	P/E	1,048	70%	733	1,175	-38%
	Mục tiêu	8.0 x				
Mảng năng lượng	DCF	6,728		4,943	4,703	5%
Nhóm thủy điện		3,269	93%	3,040	2,981	2%
Nhóm điện gió		3,459	55%	1,903	1,722	10%
Mảng BĐS thương mại	Book value	809	100%	809	169	379%
Tháp Vàng - Gia Lâm		571	100%	571		
Các dự án BĐS khác		238	100%	238		
Mảng khai khoáng	EV/EBITDA	1,951	57%	1,118	1,675	-33%
	Mục tiêu	7.8 x				
KCN Nomura 2	RNAV	262	70%	183	183	0%
	Chiết khấu 70%					
Đầu tư vào công ty liên kết	Book value			1,644	1602	3%
Giá trị vốn chủ				10,507	10,983	-4.2%
Số lượng cổ phiếu (triệu)				311	311	
Giá mục tiêu (vnd/cp)				33,800	35,300	-4.2%
Giá thị trường (vnd/cp)				28,800		
Tiềm năng tăng giá				17%		
Tỷ suất cổ tức				0%		
Tổng mức sinh lời				17%		

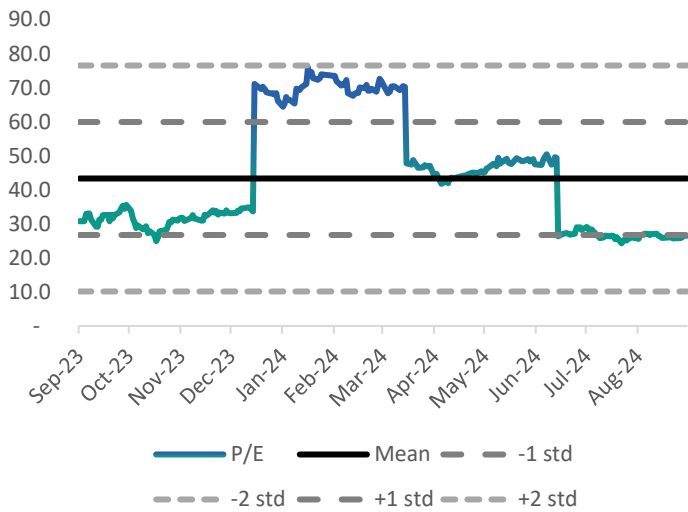
Nguồn: BSC Research

Thông kê khuyến nghị của BSC

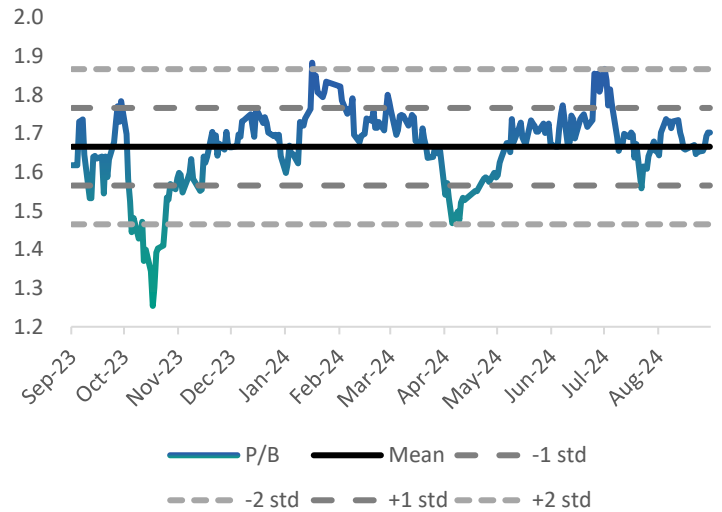


Nguồn: BSC Research

Stock PE



Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	9,828	8,358	7,802	10,391	10,693
Giá vốn	8,673	6,763	6,230	8,436	8,739
Lợi nhuận gộp	1,156	1,595	1,572	1,955	1,955
Chi phí bán hàng	56	(8)	56	62	64
Chi phí QLDN	241	285	336	436	449
Lãi/lỗ HDKD	859	1,318	1,180	1,456	1,441
Doanh thu tài chính	319	95	195	132	144
Chi phí tài chính	359	767	980	861	746
Chi phí lãi vay	315	605	844	722	650
Lợi nhuận LD/LK	86	1	2	52	47
Lãi/lỗ khác	(8)	(41)	(18)	(15)	(15)
LNTT	896	605	381	764	872
Thuế thu nhập DN	132	69	83	137	157
LNST	764	537	298	626	715
CĐTS	69	77	160	159	191
LNST-CĐTS	695	460	138	467	524
EBITDA	1,576	1,837	2,001	2,297	2,320
EPS	2,956	1,701	444	1,503	1,685

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	764	537	298	609	717
Khấu hao	364	627	776	810	798
Thay đổi VLĐ	(609)	173	103	(1,218)	1,066
Điều chỉnh khác	(426)	(47)	(227)	0	0
LCTT từ HĐ KD	93	1,289	950	202	2,581
Tiền chi mua TSCĐ	(3,991)	(1,729)	(385)	(204)	(211)
Đầu tư khác	(880)	(1,485)	42	0	0
LCTT từ HĐ ĐT	(4,949)	(3,808)	59	(204)	(211)
Tiền chi trả cổ tức	(24)	(40)	(124)	0	0
Tiền từ vay ròng	5,284	2,754	(1,371)	(726)	(946)
Tiền thu khác	422	97	2	0	0
LCTT từ HĐ TC	5,682	2,812	(1,493)	(726)	(946)
Dòng tiền đầu kỳ	1,476	2,292	2,581	2,097	1,369
Tiền trong kỳ	826	292	(484)	(729)	1,424
Dòng tiền cuối kỳ	2,302	2,584	2,097	1,369	2,793

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	6,589	7,913	6,845	8,382	7,800
Tiền	2,292	2,581	2,112	1,287	2,815
Đầu tư ngắn hạn	144	1,006	769	769	769
Phải thu ngắn hạn	3,124	3,174	2,803	4,565	2,966
Hàng tồn kho	904	890	921	1,521	1,009
TS ngắn hạn khác	126	261	240	240	240
Tài sản dài hạn	12,098	13,841	13,380	12,771	12,187
Tài sản hữu hình	10,160	9,904	10,745	10,137	9,553
Tài sản dở dang	380	1,376	107	107	107
Đầu tư dài hạn	639	1,538	1,607	1,605	1,605
Tài sản dài hạn khác	919	1,024	922	922	922
Tổng Tài sản	18,687	21,754	20,225	21,154	19,987
Tổng nợ ngắn hạn	5,799	5,950	4,709	5,757	4,822
Nợ phải trả	1,756	1,285	1,049	2,098	1,162
Vay ngắn hạn	2,800	3,677	2,838	2,838	2,838
Nợ ngắn hạn khác	1,243	988	821	821	821
Tổng nợ dài hạn	6,607	8,631	8,249	7,502	6,556
Vay dài hạn	6,238	8,284	7,902	7,155	6,209
DT chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	369	347	347	347	347
Tổng nợ phải trả	12,406	14,582	12,957	13,259	11,378
Vốn góp	2,352	2,704	3,110	3,110	3,110
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711	711
LN chưa phân phối	1,305	1,345	956	1,423	1,947
Vốn chủ khác	333	356	406	406	406
Cổ đông thiểu số	1,580	2,057	2,085	2,244	2,434
Tổng vốn chủ sở hữu	6,281	7,173	7,267	7,894	8,608
Tổng nguồn vốn	18,687	21,754	20,225	21,153	19,986
SLCP (triệu)	235	270	311	311	311

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6
Hệ số TT nhanh	0.8	1.0	1.0	1.0	1.2
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	66%	67%	64%	63%	57%
Hệ số Nợ/VCSH	198%	203%	178%	167%	132%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	34.4	48.4	53.1	52.6	52.6
Số ngày phải thu	72.9	99.2	97.9	98.5	98.5
Số ngày phải trả	60.1	82.1	68.4	67.8	67.8
CCC	47.1	65.6	82.6	83.3	83.3
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên LNG	12%	19%	20%	19%	19%
Biên LNR	8%	6%	4%	6%	7%
ROE	13.83%	7.98%	4.13%	8.04%	8.71%
ROA	5.20%	2.66%	1.42%	2.95%	3.50%
Định giá					
PE	9.2	18.5	63.9	19.8	17.2
PB	0.0	0.0	1.2	1.1	1.0
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	47%	-15%	-7%	32%	3%
Tăng trưởng EBIT	36%	0%	1%	31%	4%
Tăng trưởng LNTT	38%	-32%	-37%	169%	18%
Tăng trưởng EPS	10%	-42%	-74%	1282%	15%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định NẮM GIỮ bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

