

CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (PC1) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND16.450

Giá mục tiêu

VND30.800

Tỷ suất cổ tức

0,57%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Doanh nghiệp đa ngành

Ngày 22/11/2022

Triển vọng ngắn hạn:

Tích cực

Triển vọng dài hạn:

Tích cực

Định giá:

Tích cực

Consensus*: Mua:8 Giữ:1 Bán:0

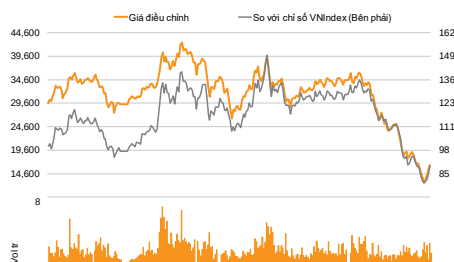
Giá mục tiêu/Consensus:

-10,9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ na

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	42.567
Thấp nhất 52 tuần (VND)	12.650
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	43.598tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	4.165
Free float (%)	69
P/E trượt (x)	6,40
P/B hiện tại (x)	0,95

Cơ cấu sở hữu

Trịnh Văn Tuấn	21,4%
BEHS	17,3%
Khác	61,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Bước ngoặt lợi nhuận đến gần

- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2022 giảm 37% svck do áp lực lớn từ lãi vay và lỗ tỉ giá tăng mạnh.
- Giai đoạn bùng nổ lợi nhuận sẽ đến trong 2023 với mức tăng trưởng LN ròng ấn tượng 163% svck, thúc đẩy bởi mảng Niken và bất động sản.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 30.800đ/cp.

KQKD 9T22: Chi phí tài chính gây áp lực lên lợi nhuận

LN ròng 9T22 của PC1 giảm 52% svck đạt 262 tỷ đồng do chi phí lãi vay và lỗ tỉ giá tăng mạnh. Với cả năm 2022, dự kiến mảng điện sẽ là lực đỡ chủ yếu của PC1 nhờ pha La Nina thuận lợi và đóng góp từ điện gió, kéo LN gộp tăng 104% svck đạt 1.086 tỷ. Dự kiến LN gộp mảng xây lắp tăng 3% svck hỗ trợ bởi biên LN gộp cải thiện, bù đắp cho mức giảm doanh thu trong Q4/22, nhờ giá nguyên liệu giảm và lượng backlog chuyển tiếp lớn từ nửa đầu năm. Theo đó, LN gộp 2022 đạt 1.719 tỷ (+49% svck). Tuy nhiên, chúng tôi dự nhận thấy áp lực từ tỉ giá và lãi vay sẽ duy trì đến cuối năm do tỉ lệ nợ cao. Theo đó, LN ròng PC1 2022 sẽ rơi 37% svck và đạt 437 tỷ đồng.

Chúng tôi kỳ vọng vào sự bùng nổ lợi nhuận trong 2023

Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục của mảng xây lắp sẽ đóng góp lớn cho KQKD PC1, hỗ trợ bởi chính sách giá được ban hành. Bên cạnh đó, chúng tôi dự kiến PC1 sẽ ghi nhận doanh thu lớn bán hàng từ các dự án BĐS nhà ở và một loạt các dự án bất động sản ghi nhận lợi nhuận lần đầu như khai khoáng niken và BĐS KCN (Yên Phong IIA). Tổng quát, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN gộp 2023 tăng 48% svck và 66% svck, giúp LN ròng tăng 163% svck đạt 1.148 tỷ đồng.

Với năm 2024, chúng tôi dự kiến doanh thu và LN gộp tiếp tục tăng 14% svck và 12% svck, kéo LN ròng tăng 33% svck đạt 1.523 tỷ đồng nhờ 1) Mảng BĐS KCN sẽ đóng góp 411 tỷ (+167% svck) cho LN từ liên doanh liên kết (LDLK) của PC1; 2) Mảng BĐS nhà ở sẽ ghi nhận phần lớn doanh thu bán hàng từ 2 dự án mới trong 2024 theo dự phóng của chúng tôi.

Thời điểm đầu tư đã đến cho giai đoạn bước ngoặt sắp tới

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 30.800đ/cp dựa trên phương pháp định giá SOTP. Đánh giá của chúng tôi được củng cố bởi tăng trưởng kép EPS khá cao trong giai đoạn 2023-24 đạt 42% với mức P/E 2023 chỉ vào khoảng 8,0x. Tiềm năng tăng giá bao gồm các dự án thủy điện đi vào hoạt động và các dự án bất động sản bắt đầu ghi nhận doanh thu/lợi nhuận đúng với tiến độ. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) Những thách thức của thị trường bất động sản cản trở tiến độ bán hàng của các dự án BĐS nhà ở; 2) Lãi suất tài chính tăng mạnh hơn dự kiến, gây áp lực lên chi phí tài chính.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	9.828	9.949	14.722	16.753
Tăng trưởng DT thuần	47,2%	1,2%	48,0%	13,8%
Biên lợi nhuận gộp	11,8%	17,3%	19,3%	19,0%
Biên EBITDA	16,0%	18,3%	21,6%	22,6%
LN ròng (tỷ)	695	437	1.148	1.523
Tăng trưởng LN ròng	35,5%	(37,1%)	162,8%	32,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.570	1.616	4.247	5.631
EPS điều chỉnh	2.570	1.616	4.247	5.631
BVPS	17.384	17.917	21.611	25.524
ROAE	16,0%	9,2%	21,5%	23,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

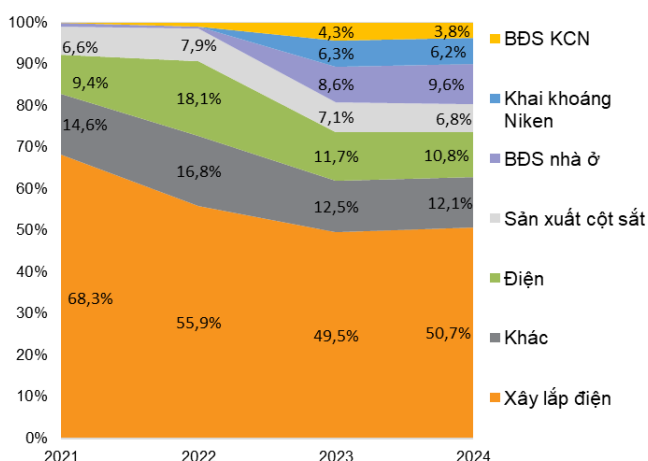
BƯỚC NGOẶT LỢI NHUẬN ĐẾN GẦN

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích PC1 vì:

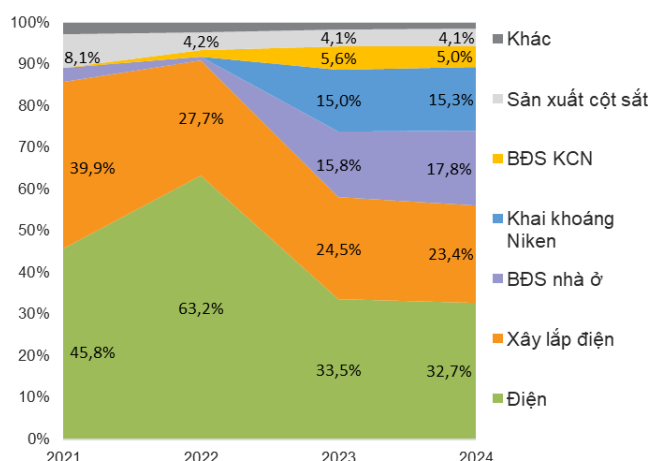
- PC1 là một trong những doanh nghiệp xây lắp điện hàng đầu với bề dày lịch sử và kinh nghiệm, đã tham gia nhiều dự án lưới điện quy mô lớn, kỹ thuật phức tạp. Doanh nghiệp cũng thể hiện năng lực làm tổng thầu EPC điện gió với 600MW đã tham gia cả trên bờ và gần bờ. Chúng tôi tin rằng PC1 có cơ hội lớn để bắt kịp với nhu cầu ngày càng tăng của nguồn điện NLTT, kéo theo đó là nhu cầu tương ứng đối với lưới truyền tải. Chúng tôi cho rằng Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8) và chính sách giá NLTT được ban hành sẽ là chất xúc tác cho tăng trưởng mảng này.
- PC1 đã chứng minh năng lực của mình trong việc phát triển và vận hành các nhà máy điện (thủy điện và điện gió) với tổng công suất 313MW tính đến 2022. Trong giai đoạn 2023-2025, PC1 đã lên kế hoạch phát triển thêm 81MW nhà máy thủy điện nhỏ mới, và hiện tại, công ty cũng đang tiến hành khảo sát hơn 1.000MW điện gió và tìm cơ hội đạt được tham vọng bổ sung 350MW điện tái tạo vào danh mục trong năm 2025.
- Chúng tôi nhận thấy, PC1 đã bắt kịp xu hướng phát triển xe điện (EV) toàn cầu khi đầu tư vào dự án khai thác niken tại Cao Bằng. Với dự báo giá Niken tăng cao củng cố bởi nhu cầu ngày càng tăng của mặt hàng này, chúng tôi dự đoán dự án khai thác quặng niken của PC1 sẽ ghi nhận kết quả tích cực ngay trong năm 2023.
- Chúng tôi dự đoán rằng 2023–2024 sẽ là giai đoạn bùng nổ lợi nhuận cho PC1 với một loạt các hoạt động mở rộng kinh doanh ở nhiều ngành trong hệ sinh thái, bao gồm thủy điện, khai thác khoáng sản Niken, bất động sản dân cư và khu công nghiệp (KCN). Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng EPS tích cực lần lượt đạt 163% svck và 33% svck trong giai đoạn này.

Hình 1: M&E sẽ đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tổng doanh thu PC1 2022-24 (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 2: Mảng điện dự kiến đóng góp nhiều nhất cho LN gộp của PC1, theo sau là M&E và BĐS nhà ở trong 2022-24 (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Tiềm năng đánh giá lại:

- PC1 Gia Lâm và PC1 Định Công bắt đầu ghi nhận doanh thu theo đúng kế hoạch của công ty và nhanh hơn dự kiến của chúng tôi.
- QHĐ 8 và chính sách giá NLTT sẽ được công bố chính thức trong thời gian tới, thúc đẩy cho tăng trưởng back-log kỹ mới của công ty.

- Giá niken neo ở mức cao hơn dự kiến, giúp tăng lợi nhuận kỳ vọng của dự án khai thác khoáng sản của PC1.

Rủi ro giảm giá:

- Chúng tôi nhận thấy rủi ro tiềm ẩn từ chi phí tài chính và nợ vay tăng do tỷ lệ vay USD của doanh nghiệp khá cao đạt 4.061 tỷ đồng, chiếm 36% tổng nợ trong 9T22. Trong đó, chính sách lãi suất của khoản vay này phần lớn dựa trên LIBOR 3 tháng + 6 tháng + biên độ. Chúng tôi đánh việc tăng trung bình 1 điểm % lãi suất sẽ khiến PC1 mất khoảng 38 tỷ đồng chi phí lãi vay, đặc biệt trong bối cảnh FED nỗ lực nâng lãi suất để kiểm soát lạm phát. Chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro lỗ tỷ giá liên quan đến các khoản vay USD, giữa tình hình USD/VND tăng giá như hiện nay. Chúng tôi nhận thấy áp lực lỗ tỷ giá có thể duy trì đến giữa 2023 trong tình hình vĩ mô rất khó khăn ở Mỹ. Với tham vọng mở rộng kinh doanh của công ty khi liên tục đầu tư vào các dự án mới như khai thác khoáng sản và bất động sản, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ ròng/VCSH sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2022-23, gây áp lực lớn lên dòng tiền của doanh nghiệp.
- Chúng tôi nhận thấy thách thức hiện tại của thị trường BĐS đang cản trở tiến độ triển khai của các dự án sắp tới, cũng như trở ngại trong việc thu xếp các thủ tục pháp lý.

Định giá

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 BĐS nhà ở, chúng tôi áp dụng phương pháp NPV cho các dự án đã công bố. Đối với các mảng kinh doanh khác, bao gồm khu công nghiệp (KCN), điện và khai thác niken, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF. Theo đó, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 1 năm cho PC1 là 30.800 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để bắt đầu tích lũy PC1 – doanh nghiệp có yếu tố cơ bản tốt và dự kiến sẽ bùng nổ lợi nhuận trong năm 2023.

Hiện tại giá cổ phiếu PC1 đã giảm 50% so với mức đỉnh hồi tháng 3, phản ánh KQKD 9T22 ảm đạm. Giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi là 30.800 đồng/cp tương ứng với mức tăng trưởng tiềm năng là 86%.

Hình 3: Tổng hợp định giá SOTP

Bảng tổng hợp định giá			
Phương pháp định giá từng phần	Giá trị	Phương Pháp	Tỷ trọng
	tỷ đồng		
Xây lắp điện	3.001	EV/EBITDA - 7x	
BDS Nhà ở	604	NPV	
BDS Khu công nghiệp (KCN)	1.521	DCF	
Điện	10.983	DCF 10 năm	
Khai khoáng Niken	2.330	DCF 20 năm	
Đầu tư vào Idlk (không bao gồm KCN)	437	Giá trị sổ sách tại cuối Q3/22	
(+) Tiền và tương đương tiền	2.917		
(-) Nợ vay	(11.745)		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.718)		
Giá trị doanh nghiệp	8.329		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	270		
Giá trị mỗi cp (VND/cp)			30.799
Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)			30.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Giá định DCF

Giá định	
Lãi suất phi rủi ro, bloomberg	4%
Beta bloomberg	1,2
Phần bù rủi ro (ERP)	11,0%
Chi phí vốn - ke	17,2%
Chi phí nợ - kd (sau thuế)	11%
Tỷ lệ nợ trên vốn	65%
WACC	12,6%
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH	

Hình 5: Định giá DCF mảng điện (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	2024	2025	//	2032
EBITDA	1.498,9	1.412,9	1.496,2	1.657,8		1.885,0
(-) Chi phí khấu hao	(493,8)	(537,0)	(537,0)	(614,0)		(614,0)
EBIT	1.005,1	875,9	959,2	1.043,7		1.271,0
(-) Thuế	(20,3)	(15,8)	(21,4)	(21,9)		(68,7)
EBIAT	984,8	860,1	937,8	1.021,9		1.202,2
(+) Chi phí khấu hao	493,8	537,0	537,0	614,0		614,0
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	-	-	-	-		-
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(298,0)	(1.146,1)	(770,0)	(770,0)		-
FCFF	1.180,6	251,0	704,8	865,9		1.816,3
Giá trị FCFF						6.619,7
Giá trị dòng tiền năm cuối						4.362,8
Giá trị doanh nghiệp mảng điện						10.982,6

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		tr US\$	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	27.200	43.800	Khả quan	268,1	4,8	5,1	1,1	1,0	3,7	3,2	27,3	20,6
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN Equity	5.710	22.300	Khả quan	122,7	1,9	1,0	0,4	0,3	NA	NA	30,1	36,0
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	69.500	85.500	Khả quan	995,1	9,7	9,6	1,4	1,2	7,9	7,9	16,4	15,9
Trung bình						5,5	5,2	1,0	0,8	5,8	5,5	24,6	24,2
Doanh nghiệp xây lắp													
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN Equity	19.600	NA	KKN	53,3	11,6	NA	1,0	NA	3,2	NA	NA	NA
CTCP FECON	FCN VN Equity	7.590	16.500	Trung lập	48,1	11,9	7,3	0,4	0,0	11,0	NA	4,0	6,3
Trung bình						11,8	7,3	0,7	0,0	7,1	NA	4,0	6,3
Doanh nghiệp thủy điện													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	11.200	NA	KKN	145,3	11,2	9,1	1,0	1,0	8,5	8,5	9,3	11,3
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN Equity	22.400	NA	KKN	132,6	6,0	NA	1,7	NA	4,4	NA	NA	NA
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN Equity	28.850	NA	KKN	274,6	5,8	11,4	1,3	1,3	5,1	NA	25,1	13,5
Trung bình						9,2	8,4	1,1	0,7	6,6	7,3	13,9	12,9
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	16.450	33.800	Khả quan	179,2	21,0	8,0	0,6	0,4	7,7	5,7	9,3	21,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg
Dữ liệu tại ngày 21/11/2022

KQKD quý 3/22: Chi phí tài chính tăng vọt, kéo KQKD giảm mạnh

Hình 7: Tóm tắt KQKD 9T22

Tỷ đồng	Q3/22	Q3/21	%svck	9T22	9T21	%svck	Nhận xét
Doanh thu	3.006	3.131	-4,0%	5.995	7.667	-21,8%	Doanh thu giảm 4% svck trong Q3/22 chủ yếu do doanh thu mảng xây lắp sụt giảm từ mức cao 2021.
LN gộp	396	315	25,9%	1.091	745	46,5%	LN gộp Q3/22 tăng 26% svck đạt 396 tỷ nhờ kết quả tích cực từ mảng biên cao như mảng điện.
Biên LN gộp (%)	13%	10%	3 điểm%	18%	10%	8 điểm%	
Chi phí bán hàng&QLDN	94	68	38%	213	217	-2%	
EBIT	302	247	23%	878	527	66%	
LN từ Idlk	(4)	20	-118%	8	74	-90%	
Thu nhập tài chính	23	17	37%	53	303	-82%	Thu nhập tài chính giảm 82% svck do năm ngoài doanh nghiệp ghi nhận LN đột biến đánh giá lại Khoáng sản Tân Phát.
Chi phí tài chính	265	83	220%	602	220	173%	Chi phí tài chính Q3/22 tăng 220% svck do lãi vay và lỗ tỉ giá tăng mạnh.
LN trước thuế	47	187	-75%	303	690	-56%	
Biên LN trước thuế (%)	2%	6%	-4 điểm%	5%	9%	-4 điểm%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	(61)	13	-590%	(11)	28	-138%	
LN ròng	66	144	-54%	262	550	-52%	LN ròng Q3/22 giảm 54% svck đạt 66 tỷ. Theo đó, LN ròng 9T22 giảm 52% svck đạt 262 tỷ đồng.
EPS (đ/cp)	255	605		1.018	2.314		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

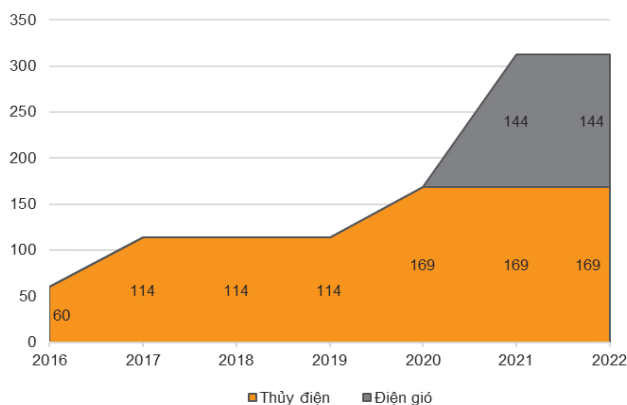
Mảng điện: Nhân tố đóng góp chính giai đoạn 2022-2025

Doanh thu mảng điện tăng trưởng mạnh 150% svck trong 9T22 nhờ các nhà máy điện gió mới đi vào hoạt động

Hiện tại, PC1 có danh mục bao gồm 169MW thủy điện nhỏ và 144MW điện gió mới được bổ sung vào tháng 11/2021.

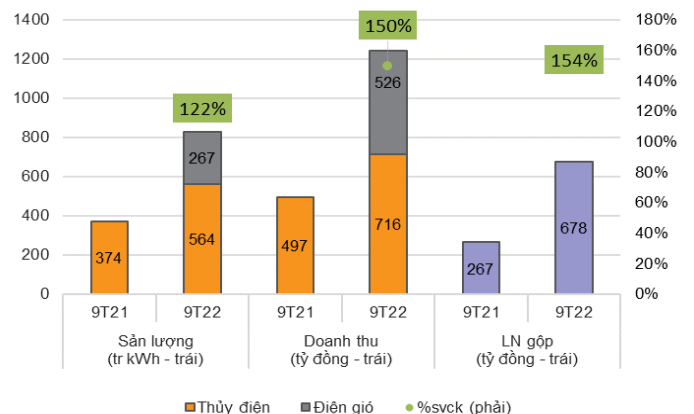
Trong 9 tháng đầu năm 2022, thời tiết cả nước ghi nhận trạng thái khá cực đoan với lượng mưa lớn và thủy văn dồi dào kể cả trong mùa khô ở miền Bắc. Do đó, sản lượng thủy điện PC1 ghi nhận kết quả khả quan với 564 triệu kWh (+51% svck). Bên cạnh đó, nhờ có thêm các nhà máy mới, sản lượng điện gió huy động đạt 267 triệu kWh, chiếm 54% tổng sản lượng thiết kế năm (495 triệu kWh) và đưa tổng sản lượng điện PC1 đạt 831 triệu kWh (+222% svck). Do đó, doanh thu 9T22 tăng 150% svck lên 1.243 tỷ đồng, kéo theo lợi nhuận gộp 9T22 tăng 153% svck lên 678 tỷ đồng.

Hình 8: Ba nhà máy điện gió 144MW mới nâng tổng công suất nguồn PC1 lên 313MW từ tháng 11/2021 (Đơn vị: MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 9: Mảng điện PC1 ghi nhận KQKD 9T22 ấn tượng cho cả thủy điện và điện gió



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Thủy điện sẽ giảm tốc trong 2023-24 từ mức nền cao trong năm 2022

Kể từ năm 2014, PC1 đã liên tục phát triển các dự án thủy điện, chủ yếu là các nhà máy thủy điện vừa và nhỏ nằm ở khu vực phía Bắc như Điện Biên, Cao Bằng. Trong giai đoạn 2023-25, công ty có kế hoạch triển khai các dự án thủy điện mới có công suất khoảng 81MW với tổng chi phí đầu tư khoảng 3.005 tỷ đồng. Cụ thể, dự án Bảo Lạc A (30MW) hiện đang trong giai đoạn xây dựng và sẽ đi vào hoạt động kể từ năm 2023-24, trong khi 51MW còn lại dự kiến sẽ vận hành từ năm 2025.

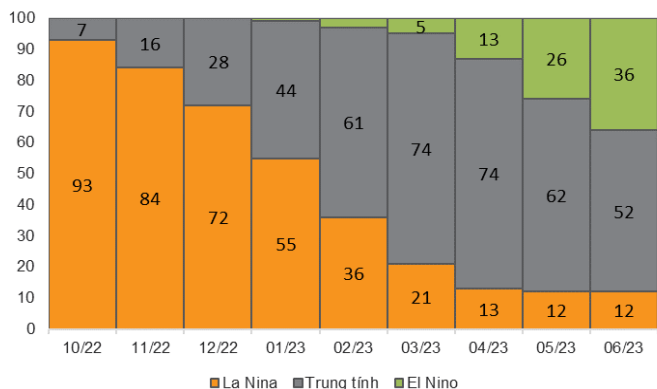
Hình 10: PC1 sẽ tiếp tục đầu tư thêm 81MW thủy điện nhỏ giai đoạn 2022-25

Dự án	Sở hữu PC1 (%)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Vị trí	Thời gian xây dựng										
					2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Trung Thu	60%	900	30	Điện Biên											
Bảo Lâm 1	100%	915	30	Cao Bằng											
Bảo Lâm 3	100%	1.394	46	Cao Bằng											
Bảo Lâm 3a	100%	253	8	Cao Bằng											
Mông Ân	90%	916	30	Cao Bằng											
Bạo Lạc B	100%	568	18	Cao Bằng											
Sông Nhiêm 4	100%	196	7	Hà Giang											
Tổng		5.142	169		Dự án đang phát triển										
Bạo Lạc A	100%	1.080	30	Cao Bằng											
Nậm Pô 5A	100%	760	18	Điện Biên											
Nậm Pô 5B	100%	684	20	Điện Biên											
Thượng Hạ	100%	481	13	Cao Bằng											
Tổng		3.005	81												

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

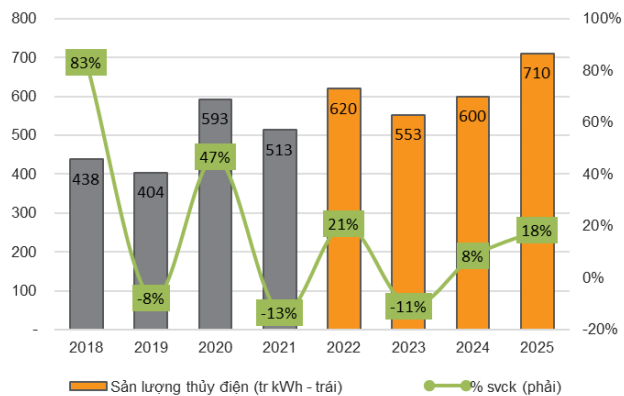
Theo Viện Nghiên cứu Quốc tế (IRI), dự báo mới nhất cho thấy khả năng cao pha La Nina sẽ duy trì cho đến hết năm 2022 và chuyển sang pha trung tính từ 2023. Chúng tôi nhận thấy đây sẽ là yếu tố lớn nhất để kỳ vọng vào một mức sản lượng huy động dồi dào mảng thủy điện từ nay đến cuối năm. Bên cạnh đó, với việc đầu tư chủ yếu vào các nhà máy thủy điện nhỏ (dưới 30MW), PC1 được hưởng lợi từ giá bán bình quân (ASP) cao hơn nhờ biểu giá chi phí tránh được do Bộ Công Thương (MOIT) ban hành hàng năm. Do đó, giá bán trung bình của các nhà máy thủy điện của PC1 có xu hướng cao hơn 20-30% so với mặt bằng giá trung bình của các nhà máy thủy điện lớn (900-1.100 đồng/kWh).

Hình 11: Pha La Nina được kỳ vọng sẽ duy cho đến hết 2022 trước khi chuyển sang pha trung tính từ tháng 1/2023 (Đơn vị: %)



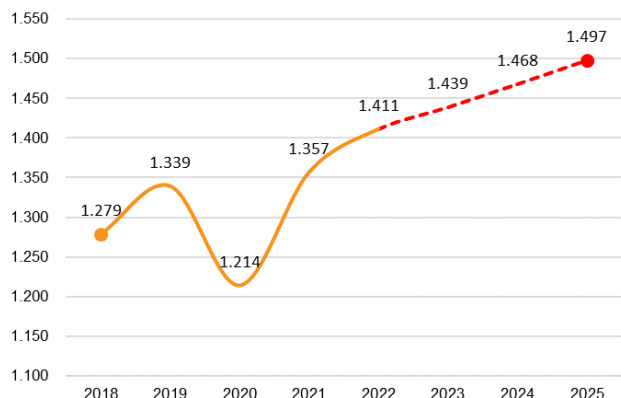
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IRI

Hình 12: Chúng tôi kỳ vọng vào một năm 2022 rực rỡ trước khi điều kiện thời tiết lý tưởng sẽ kết thúc trong năm 2023



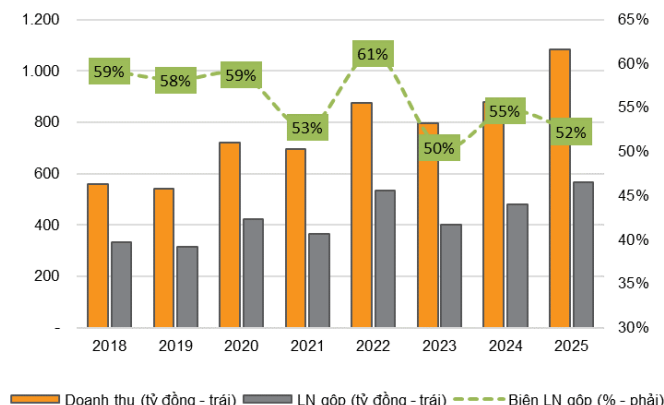
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 13: PC1 được hưởng giá bán cao hơn nhờ biểu phí tránh được. Chúng tôi dự phóng giá trung bình sẽ tăng 2%/năm (Đơn vị: đồng/kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 14: Doanh thu và LN gộp từ thủy điện sẽ ổn định trước khi tăng mạnh trong năm 2025 nhờ các nhà máy thủy điện mới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện tích cực đạt 620 triệu kWh (+21% svck) nhờ điều kiện thời tiết lý tưởng. Doanh thu ước tính tăng 25% svck lên 874 tỷ đồng với giả định giá bán trung bình tăng 2% mỗi năm lên 1.411 đồng/kWh. Biên LN gộp sẽ cải thiện lên mức 61% nhờ tối ưu sản lượng huy động.
- Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện PC1 sẽ giảm 11% svck xuống còn 553 triệu kWh do điều kiện thời tiết không còn thuận lợi. Doanh thu năm 2023 sẽ giảm 9% svck xuống còn 795 tỷ đồng và LN gộp giảm 24% svck xuống còn 420 tỷ đồng.
- Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện dựa trên mức trung bình 3 năm, ước đạt khoảng 599 triệu kWh (+6,8% svck). Doanh thu và LN gộp tăng lần lượt 10% và 19% svck, đạt 880 tỷ đồng và 481 tỷ đồng.
- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện sẽ tăng 20% svck lên 710 triệu kWh nhờ đóng góp bổ sung từ ba nhà máy thủy điện mới với công suất 51MW. Theo đó, doanh thu tăng 23% svck, đạt 1.083 tỷ đồng và LN gộp tăng 18% svck, đạt 566 tỷ đồng.

Kỳ vọng doanh thu từ mảng điện sẽ tăng trưởng kép 8,5% trong giai đoạn 2023-25 với sự đóng góp lớn từ điện gió

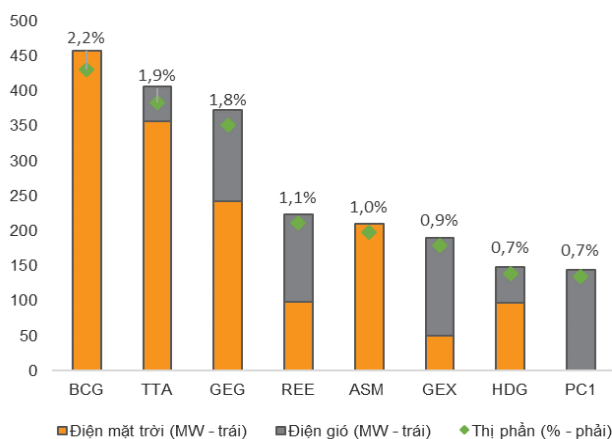
Hiện PC1 đang sở hữu 3 dự án điện gió với tổng công suất 144MW và chi phí đầu tư ước tính khoảng 5.763 tỷ đồng. Trong bối cảnh khó khăn của đại dịch Covid, PC1 đã chứng tỏ được năng lực triển khai dự án khi cả 3 dự án đều hoàn thành trước hạn, theo đó được hưởng mức giá FIT ưu đãi là 8,5 UScent/kWh. Theo đó, PC1 đã lọt vào top 10 công ty năng lượng tái tạo (NLTT) niêm yết theo quy mô củng cố vị thế lớn của mình trong ngành. Các nhà máy điện gió của PC1 có suất đầu tư vào khoảng 40 tỷ đồng/MW, cao hơn so với trung bình các nhà máy điện gió được phát triển cùng kỳ (39,4 tỷ đồng/MW). Tuy nhiên, các dự án này được tài trợ từ khoản vay hợp vốn của 3 bên gồm Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), Cơ quan Hợp tác Quốc tế Nhật Bản (JICA), Tổ chức Tín dụng xuất khẩu Úc (EFA). Đây là khoản vay ngoại tệ, được chứng nhận là khoản vay “xanh”, do đó được hưởng lợi từ chính sách lãi suất rất hấp dẫn vào khoảng 5-6%/năm.

Hình 15: Thông tin về các nhà máy điện gió của PC1

Nhà máy	Sở hữu PC1 (%)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Giá FIT (cent/kWh)	Công suất (MW)	Sản lượng/năm (triệu kWh)	Số giờ vận hành/năm (giờ)	Khoản vay ngoại tệ kỳ hạn 15 năm được tài trợ bởi ADB
Liên Lập	55,5%	1.921	8,5	48,0	145,0	3.020,8	1.307,2 LS cố định 5.02%/năm
Phong Nguyên	54,7%	1.921	8,5	48,0	173,0	3.604,2	2.114,7 Libor 3 tháng + biên độ
Phong Huy	54,7%	1.921	8,5	48,0	177,0	3.687,5	575,7 Libor 6 tháng + biên độ
Tổng		5.763		144,0	495,0		3.997,6

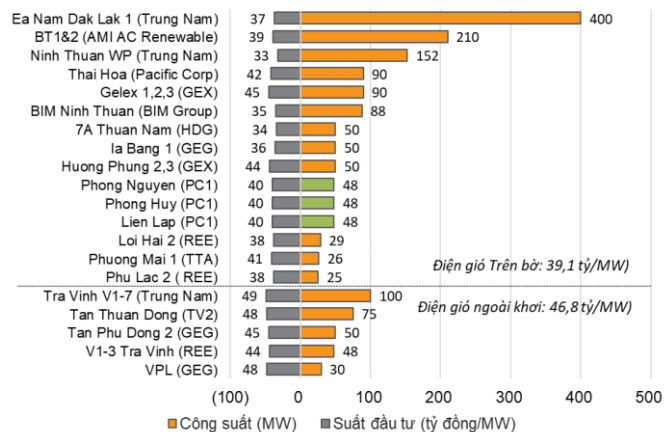
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 16: Hiện tại PC1 thuộc top 10 nhà phát triển NLTT niêm yết có công suất lớn nhất (ngoại trừ thủy điện)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 17: Theo ước tính của chúng tôi, các nhà máy điện gió của PC1 có suất đầu tư cao hơn so với các công ty cùng ngành



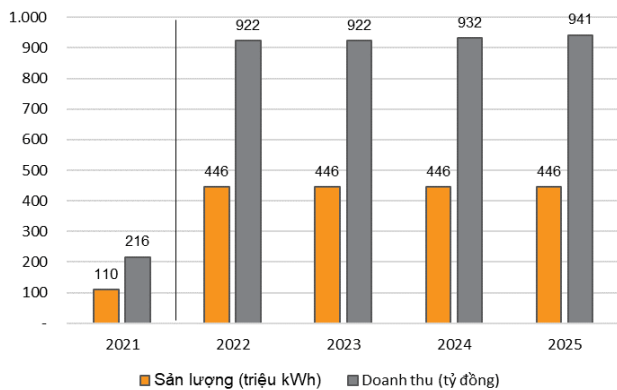
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hiện tại, PC1 đang tiến hành khảo sát 90MW điện gió trên bờ tại Quảng Trị, và đang liên tục khảo sát các dự án điện gió ngoài khơi khác để thực hiện hóa tham vọng phát triển thêm 350MW điện NLTT trong giai đoạn 2023-25. Chúng tôi kỳ vọng điện gió sẽ tiếp tục đóng góp phần lợi nhuận ổn định, giúp cho LN gộp mảng điện duy trì mức tỉ trọng lớn khoảng 40% LN gộp toàn công ty trong giai đoạn 2022-25:

- Trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện gió sẽ ghi nhận mức tăng mạnh 305% svck lên 446 triệu kWh khi vận hành cả năm. Doanh thu sẽ tăng 326% svck lên 922 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi tỷ giá USD/VND tăng 5%, do đó, lợi nhuận gộp dự kiến đạt 422 tỷ đồng.
- Trong giai đoạn 2023-25, chúng tôi giả định mức sản lượng tương tự là 422 triệu kWh (85% sản lượng thiết kế) để thể hiện quan điểm thận trọng của chúng tôi về rủi ro cắt giảm điện gió do tính chất không ổn định và chất lượng của lưới truyền tải. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đi ngang trong năm 2023, sau đó tăng 1% mỗi năm trong năm 2024-25. Vì vậy, lợi nhuận gộp mảng điện gió sẽ dao động lần lượt ở mức 534 tỷ đồng, 543 tỷ đồng và 551 tỷ đồng trong năm 2023/24/25.

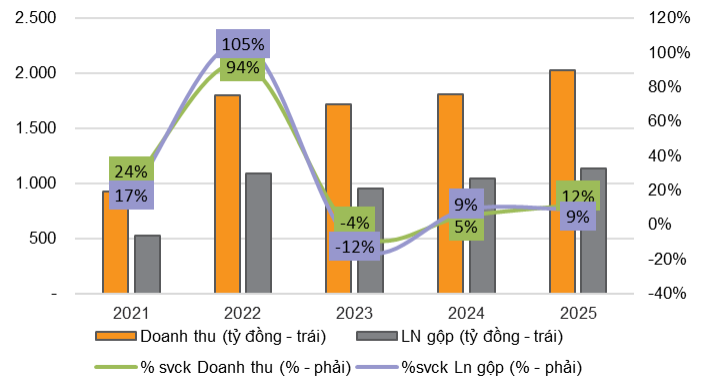
Đối với mảng điện, chúng tôi dự báo doanh thu giảm 4% svck xuống còn 1.718 tỷ đồng trong năm 2023 do sản lượng thủy điện giảm, sau đó ổn định ở mức 1.811 tỷ đồng (+5% svck) trong năm 2024. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 12% svck đạt 2.024 tỷ đồng nhờ tăng công suất thủy điện. Nhìn chung, lợi nhuận gộp mảng điện trong năm 2022 sẽ đạt 956 tỷ đồng (+80% svck), chiếm 54% tổng lợi nhuận gộp của PC1. Tổng lợi nhuận gộp mảng điện sẽ tăng giảm lần lượt -14% svck, 9% svck và 9% svck, đạt 936 tỷ đồng, 1.023 tỷ đồng và 1.117 tỷ đồng trong năm 2023/24/25.

Hình 18: Sản lượng điện gió 2022-25 sẽ ổn định ở mức 446 triệu kWh, trong khi doanh thu dự kiến tăng tương ứng với tỷ giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 19: Mạng điện sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận gộp của PC1 giai đoạn 2022-25.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Bất động sản nhà ở sẽ trở lại sau vài năm vắng bóng

Phân khúc bất động sản nhà ở của PC1 sẽ quay trở lại và đóng góp một phần doanh thu, lợi nhuận lớn cho công ty với chuỗi bốn dự án bất động sản nhà ở tầm trung trong giai đoạn 2023-2025.

Hình 20: PC1 hiện đang phát triển 4 dự án BĐS nhà ở mới, kỳ vọng ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2023-25 theo ước tính của chúng tôi

Dự án	Địa điểm	Tổng diện tích (ha)	Dự kiến bán hàng	Thời gian xây dựng dự kiến	Loại hình
PC1 Gia Lâm (Yên Thường)	Yên Khê, Yên Thường, Gia Lâm, Hà Nội	7.152	Q1/23	Q3/22-Q4/22	+ Diện tích xây dựng: 3.129 m2 + Sản phẩm: 54 căn hộ thấp tầng
PC1 Định Công	Số 1, ngõ 120 Định Công, Thanh Xuân, Hà Nội	15.100	Q1/23	Q3/22-Q1/23	+ Diện tích xây dựng: 6.000m2 + Sản phẩm: 83 căn hộ thấp tầng, văn phòng.
PC1 Vĩnh Hưng	Số 1, ngõ 321 Vĩnh Hưng, Hoàng Mai, Hà Nội	5.160	Q4/23	2023-24	+ Công trình nhà hỗn hợp cao tầng bao gồm 27 tầng nổi, 3 hầm, 1 tum. + Công trình dịch vụ thương mại thấp tầng bao gồm: 05 tầng thương mại, 01 tầng tum
PC1 Thăng Long	Tân Xuân, Bắc Từ Liêm, Hà Nội	22.000	Q2/25	2023-25	+ Công trình nhà hỗn hợp cao tầng bao gồm: 27 tầng nổi, 3 hầm, 1 tum. + Dự án nhà ở thấp tầng: 4 tầng, 1 tum.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi nhận thấy những trở ngại ngày càng lớn tác động tới triển vọng ngành bất động sản, bao gồm: 1) thắt chặt cho vay bất động sản và giám sát chặt chẽ hơn việc phát hành trái phiếu doanh nghiệp; 2) lãi suất vay nợ tăng sẽ cản trở quyết định mua nhà ở. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phân khúc nhà ở tầm trung mà PC1 hướng đến là phân khúc có sức mua và nhu cầu thực cao. Do đó, chúng tôi nhận thấy những yếu tố trên sẽ ảnh hưởng nhẹ hơn đối với dự án bất động sản của PC1:

- Hiện tại, tiến độ đầu tư các dự án này đều chậm so với kế hoạch, trong đó PC1 Gia Lâm dự kiến đến tháng 11 mới được chấp thuận chủ trương đầu tư, sau đó là PC1 Định Công. Do đó, chúng tôi giả định tiến độ bán hàng của các dự án này sẽ bị trì hoãn sang năm 2023.
- Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch mở bán của PC1 Vĩnh Hưng và PC1 Thăng Long sẽ bị chậm lại một năm so với kế hoạch ban đầu do thị trường bất động sản bị thắt chặt và nhu cầu suy yếu trong bối cảnh lãi suất cao. Trong đó, PC1 Thăng Long sẽ bắt đầu bán 10% số căn hộ trong Q4/23,

70% trong năm 2024 và phần còn lại trong năm 2025. Đối với Vĩnh Hưng, chúng tôi kỳ vọng 60% số căn hộ sẽ được bán vào năm 2024, và số căn còn lại sẽ được chuyển sang năm 2025. Mặc dù tiến độ giữa PC1 Vĩnh Hưng và Thăng Long vẫn còn nhiều thông tin chưa rõ ràng, công ty dự kiến tổng doanh thu khoảng 2.300-2.400 tỷ đồng cho 2 dự án với biên LNST dự kiến trên 15%.

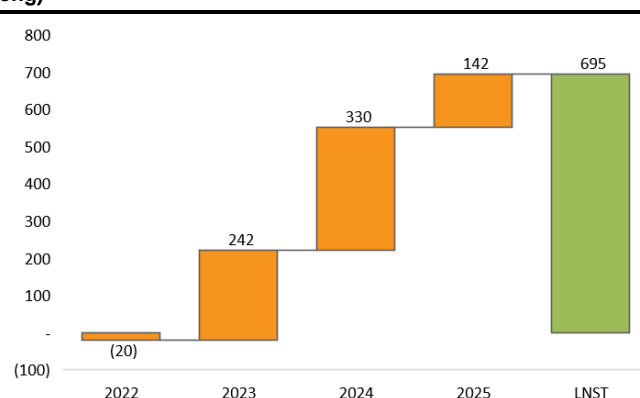
- Chúng tôi kỳ vọng các dự án bất động sản tần trung này sẽ ghi nhận biên LN gộp khoảng 30% (tương đương với biên LN gộp trung bình của các dự án trước đó của PC1) với biên LNST khoảng 20-25%. Do đó, chúng tôi ước tính tổng doanh thu của 4 dự án vào khoảng 3.428 tỷ đồng cho giai đoạn 2022-25. Tổng LNST dự kiến đạt 695 tỷ đồng, với biên LNST là 20%, trong đó LN sẽ phân bổ chủ yếu trong giai đoạn 2023-24.

Hình 21: Cơ cấu doanh thu các dự án bất động sản nhà ở giai đoạn 2022-25

Dự án	Doanh thu dự án (tỷ đồng)	Phân bổ doanh thu theo năm (tỷ đồng)			
		2022	2023	2024	2025
PC1 Gia Lâm	194	-	194		
PC1 Định Công	969	-	969		
PC1 Vĩnh Hưng	725		73	508	145
PC1 Thăng Long	1.539		-	923	615
Tổng (tỷ đồng)	3.428		1.236	1.431	760

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 22: LNST sẽ phân bổ chủ yếu trong năm 2023-24 (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

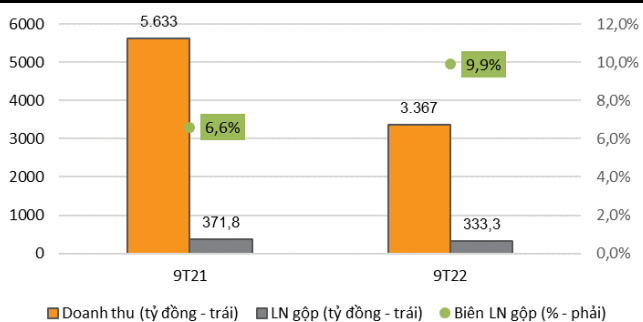
Mảng xây lắp: Chờ đợi cơ chế giá chính thức cho NLTT

Kết quả 9T22 khiêm tốn từ mức nền cao trong năm 2021, với việc trì hoãn dự án điện gió là nguyên nhân cộng hưởng

Trong 9T22, mảng xây lắp của PC1 đạt kết quả khiêm tốn, với doanh thu giảm 40% svck xuống 3.367 tỷ đồng từ mức nền cao trong 9T21. Tuy nhiên, nhờ biên LN gộp cải thiện 3,3 điểm% lên 9,9% nên LN gộp giảm nhẹ 10% svck xuống 333 tỷ đồng. Chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính khiến doanh thu năm 2022 sụt giảm liên quan đến hoạt động đầu tư điện gió âm ảm do hiện tại cơ chế giá NLTT chưa được ban hành. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy giá hàng hóa tăng cao cũng là yếu tố khiến hoạt động M&E bị đình trệ trong 6T22. Ngược lại, sự cải thiện về biên LN gộp trong 9T22 trở thành điểm sáng, trong đó PC1 ghi nhận biên LN cao hơn nhờ các hợp đồng bên ngoài EVN chiếm tỷ trọng lớn hơn.

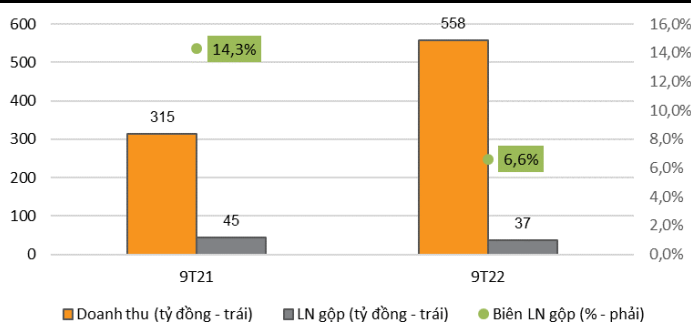
Sản xuất cột thép ghi nhận doanh thu bán hàng tăng mạnh, tăng 77% svck lên 558 tỷ đồng trong 9T22. Tuy nhiên, biên LN gộp thu hẹp chỉ còn 6,9% khiến LN gộp 9T22 giảm 17% svck xuống 37 tỷ đồng. Giá nguyên liệu đầu vào như thép, kẽm tăng mạnh đã gây áp lực lên giá thành sản xuất cột thép trong khi định mức gói thầu của EVN không thay đổi tương ứng. Vào cuối Q2/22, chúng tôi nhận thấy chi phí nguyên vật liệu có xu hướng giảm, đặc biệt là giá thép và chúng tôi kỳ vọng Q2/22 sẽ là đỉnh của giá mặt hàng này.

Hình 23: Doanh thu và LN gộp xây lắp 9T22 giảm từ nền cao 2021 do vắng bóng các gói thầu EPC NLTT



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 24: Hoạt động bán cột thép ghi nhận doanh thu khả quan nhưng LN gộp bị ảnh hưởng do giá thép tăng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Triển vọng 2022-24: Chúng tôi kỳ vọng sự trở lại từ mảng xây lắp, được kích hoạt bởi cơ chế giá NLTT chính thức

Mặc dù chúng tôi nhận thấy hoạt động xây lắp tích cực hơn trong Q3/22 và dự kiến tiếp tục khả quan trong Q4/22 nhờ giá hàng hóa hạ nhiệt và các hợp đồng xây lắp được thanh toán, chúng tôi vẫn dự báo doanh thu giảm 17% svck xuống 5.560 tỷ đồng từ mức nền cao trong năm 2021. Tuy nhiên, LN gộp sẽ tăng 3% svck lên 476 tỷ đồng nhờ biên LN gộp tăng lên 8,6%, bù đắp cho khoản lỗ doanh thu. Cùng với định hướng rõ ràng trong dự thảo PDP8, tập trung phát triển điện gió, chúng tôi cho rằng việc công bố cơ chế giá chính thức cho các dự án NLTT sẽ mở ra triển vọng tươi sáng cho hoạt động tổng thầu EPC của PC1 từ 2023.

Chúng tôi kỳ vọng vào một xu hướng tăng dài hạn cho mảng xây lắp điện với nhu cầu nâng cấp lưới điện và phát triển các dự án NLTT. Theo đó, PC1 sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này nhờ năng lực và danh tiếng của công ty trong lĩnh vực này. Chúng tôi dự đoán lượng backlog ký mới sẽ tăng 10% hàng năm từ năm 2023 trở đi, do đó, doanh thu trong năm 2023-24 sẽ tăng 31% svck và 17% svck lên 7.290 tỷ đồng và 8.497 tỷ đồng tương ứng. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp sẽ được mở rộng sau khi bị thu hẹp trong bối cảnh chi phí cao trong 6T22, giúp LN gộp đạt lần lượt đạt 697 tỷ đồng (+46% svck) và 744 tỷ đồng (+7% svck).

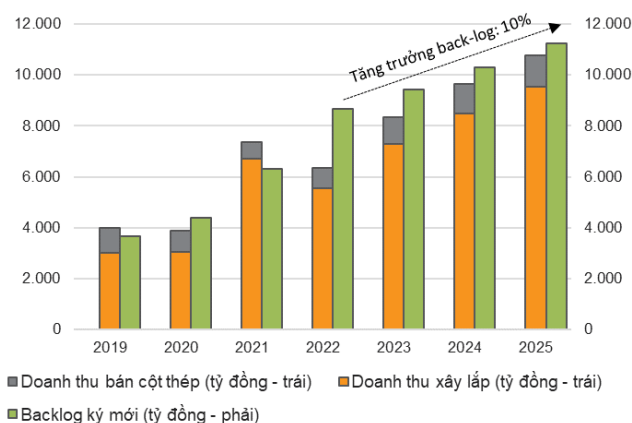
Chúng tôi cho rằng biên LN gộp mảng sản xuất cột thép có thể cải thiện từ mức thấp trong 6T22, tuy nhiên, chúng tôi dự báo biên LN gộp của mảng này sẽ chỉ ở mức 9,2% trong năm 2022, thấp hơn 5,2% điểm so với mức của năm 2021. Do đó, mặc dù chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 20% svck nhưng LN gộp sẽ giảm 12% svck xuống còn 72 tỷ đồng trong năm 2022. Chúng tôi nhận thấy hoạt động kinh doanh cột thép sẽ sôi động hơn nhờ xu hướng giá thép giảm kèm theo nhu cầu lớn hơn. Vì vậy, chúng tôi dự báo biên LN gộp ngành sản xuất cột thép trong năm 2023-24 sẽ tăng lên 11,2% và 11,6% giúp LN gộp đạt lần lượt là 117 tỷ đồng và 131 tỷ đồng.

Hình 25: Nhu cầu lớn về lưới truyền tải sẽ củng cố triển vọng PC1 – doanh nghiệp xây lắp điện hàng đầu Việt Nam

	Đơn vị	Kịch bản phụ tải cao	
		GD 2021-30	GD 2031-45
Trạm biến áp 500kV			
Xây mới	MVA	46.650	66.600
Nâng cấp	MVA	37.800	99.450
Đường dây 500kV			
Xây mới	km	12.490	7.760
Nâng cấp	km	1.324	801
Trạm biến áp 220kV			
Xây mới	MVA	74.275	84.125
Nâng cấp	MVA	34.497	82.625
Đường dây 220kV			
Xây mới	km	16.061	8.245
Nâng cấp	km	6.484	304

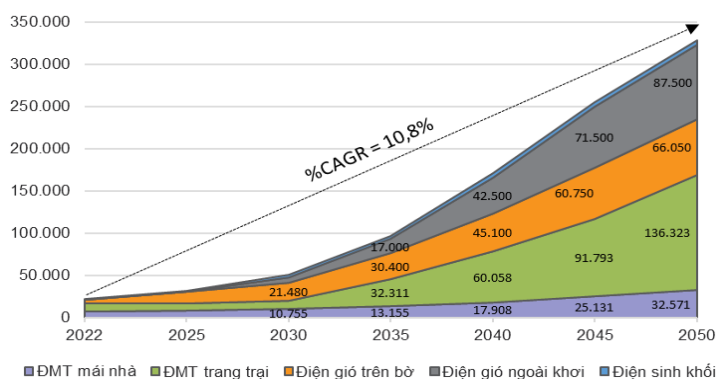
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PDP8 draft

Hình 27: Doanh thu và backlog mảng xây lắp sẽ tăng bền vững trong giai đoạn 2022-24



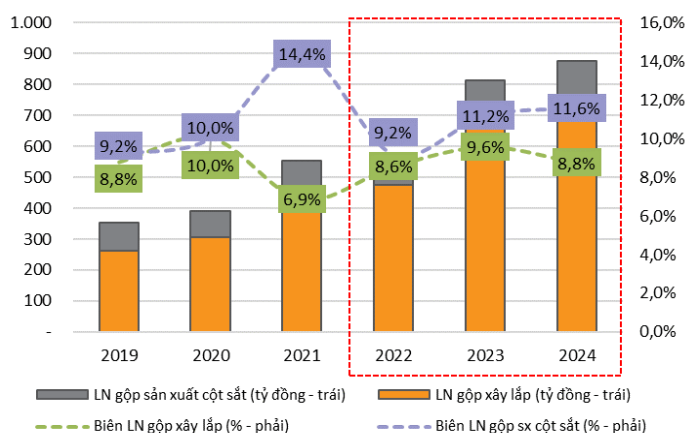
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 26: PC1 đã chứng tỏ năng lực tổng thầu EPC và sẽ được hưởng lợi từ xu hướng phát triển NLTT trong những năm tới (Đơn vị: MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PDP8 draft

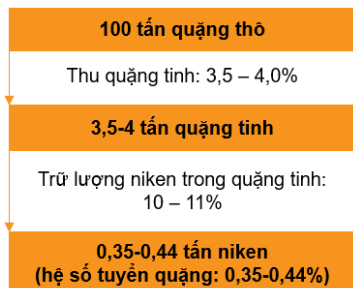
Hình 28: Biên LN gộp sẽ cải thiện nhờ giá vật liệu hạ nhiệt từ mức cao trong 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 29: Một số thông tin dự án mỏ niken

Thông tin dự án mỏ Niken	
Trữ lượng quặng nguyên khai	14.290.000
Công suất thiết kế (tấn/năm)	700.000
Trữ lượng Niken dự tính (%)	0,3%
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	1.502
Công nghệ khai khoáng	Trung Quốc



Nguồn: VIIMLUKI, VNDIRECT RESEARCH

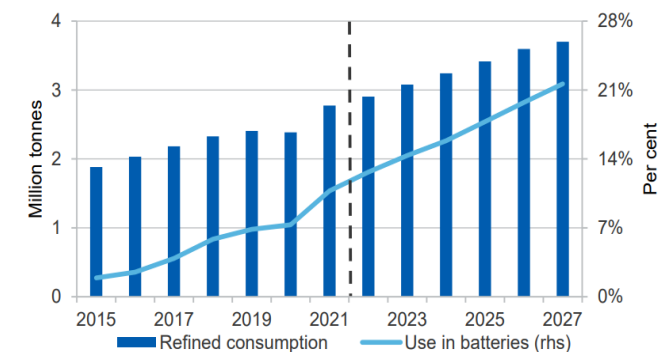
Mảng khai khoáng Niken sẽ mang lại dòng LN ổn định từ năm 2023

Trong Q2/21, PC1 đã mua lại 23,3% cổ phần CTCP Khoáng sản Tấn Phát, nâng tỷ lệ sở hữu lên 57,2%. Hiện tại, Tấn Phát đang là chủ đầu tư dự án khai thác mỏ Niken – Đồng lộ thiên Hà Trì tại Cao Bằng. Dự án được trao quyết định chủ trương đầu tư vào năm 2021 với tổng mức đầu tư dự kiến đạt 1.502 tỷ đồng, công suất thiết kế đạt 700.000 tấn/năm, dự kiến chạy thử vào cuối năm nay và bắt đầu bán sản phẩm trong Q1/23 với giấy phép khai thác khoáng 978 tỷ cho 4 triệu tấn đầu tiên. Dự án sử dụng công nghệ của Trung Quốc – đất nước đi đầu trong lĩnh vực khai thác kim loại màu. Dự án của PC1 có tiêu chuẩn cao về môi trường với lượng chất thải bùn và chất thải lỏng tối thiểu, giúp cho doanh nghiệp có thể thu hút các khách hàng quốc tế đề chú trọng đến chất lượng dự án và yếu tố tác động môi trường. Dự kiến sản phẩm quặng tinh của PC1 chứa 7,5% Niken và 5% Đồng, đạt tiêu chuẩn thương mại để xuất khẩu.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu ngày càng tăng của xe điện (EV) sẽ là yếu tố quyết định cho triển vọng của nhu cầu Niken trong tương lai. Theo báo cáo của Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc, tổng nhu cầu niken tăng 16% trong 2021 và dự kiến sẽ tăng 3,7% mỗi năm từ nay đến 2027. Đặc biệt, nhu cầu niken cho pin xe điện sẽ là động lực tăng trưởng chính với ước tính tỉ trọng nhu cầu niken cho mảng này sẽ tăng từ 11% trong 2021 lên 22% vào 2027. Theo IEA, thị trường niken khó có thể gặp tình trạng thiếu cung trong các năm tới với nguồn cung bổ sung từ các công ty tại Indonesia và Úc, do đó chúng tôi không nhìn thấy tiềm năng tăng giá quá lớn của kim loại này trong tương lai. Trong

tháng 3, thị trường niken chứng kiến cú tăng vọt về giá đạt đỉnh 48.000USD/tấn do những ảnh hưởng đứt gãy chuỗi cung ứng từ xung đột Nga – Ukraine. Tuy rằng mức giá đã nhanh chóng hạ nhiệt xuống còn 25.000USD/tấn, tuy nhiên đây vẫn là mức cao hơn 20% so với cùng kỳ 2021. Theo dự báo của IISA, chúng tôi giả định giá Niken sẽ giảm dần xuống mức 21.250USD/tấn vào 2023 và 20.250USD/tấn vào 2024. Ngoài ra, chúng tôi sử dụng mức giá niken trung bình dài hạn 15.000USD/tấn theo dự phóng từ Fitch rating để phản ánh quan điểm thận trọng của mình.

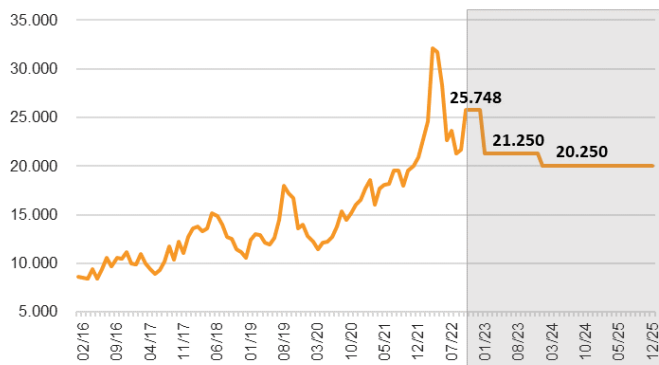
Hình 30: Nhu cầu niken dự kiến tăng trung bình 3,7% hàng năm giai đoạn 2022-27 với tỉ trọng sử dụng cho pin sẽ ngày càng lớn



Source: International Nickel Study Group (INSG); Wood Mackenzie; Department of Industry, Science, Energy and Resources (2022)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc

Hình 31: Dự phóng giá niken giai đoạn 2022-2025 (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IISA, Bloomberg

Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, PC1 đánh giá cáo tính hiệu quả của dự án này với LNST tối thiểu là 30% cho giả định giá niken 16.000USD/tấn. Công ty cũng đã có kế hoạch phát triển thêm giai đoạn 2 từ 2025, nâng quy mô doanh thu có thể đạt 3.000 tỷ/năm, tuy nhiên hiện tại chúng tôi vẫn chưa phải ánh vào định giá do chưa có thông tin cụ thể.

Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ hoạt động ở mức 70-80% công suất trong năm 2023-24, sau khi đạt công suất tối đa khi hoạt động trơn tru hơn từ 2025. Chúng tôi tính toán sản lượng Niken với hệ số tuyển quặng thận trọng 0,35% dựa theo nghiên cứu từ Viện Khoa học và Công nghệ Mỏ - Luyện kim Quốc gia (VIMLUKI), thấp hơn so với ước tính của PC1 là 0,4 – 0,5%, theo đó, sản lượng dự phóng đạt 1.715/1.960/2.450 tấn cho lần lượt 2023/24/25. Về giá, chúng tôi giả định giá Niken sẽ duy trì ở mức 21.000USD/tấn và 20.000USD/tấn dựa theo dự báo của IISA và giảm xuống 15.000USD/tấn từ 2025. Bên cạnh niken, sản phẩm quặng tinh của PC1 còn chứa hàm lượng đồng nhỏ, chúng tôi dự tính sản lượng đồng sẽ vào khoảng 429/490 tấn trong 2023/24, tương đương mức hệ số tuyển quặng 0,1% theo nghiên cứu của VIMLUKI. Về triển vọng giá, Fitch rating đưa ra nhận định giá đồng dự kiến tăng lên 8.400USD/tấn và 9.000USD/tấn trong 2023 và 2024 do nhu cầu dự kiến cao hơn của kim loại này.

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng niken 2023/24/25 đạt lần lượt 928/1.042/1.030 tỷ đồng, với tỉ trọng khoảng 90% đến từ doanh thu niken. LNST sẽ tăng dần đạt 192/239/242 tỷ đồng nhờ sản lượng tăng và chi phí lãi vay giảm. Chúng tôi đưa ra mức biên LNST cho 2023/24/25 lần lượt là 20,7%/23,0%/25,5% thấp hơn mức dự kiến của PC1 (>30%) do chúng tôi thận trọng với những thông tin hạn chế về mảng này tại Việt Nam. Mặt khác, chúng tôi nhận thấy biên LNST bình quân của các doanh nghiệp Niken trên thế giới cũng duy trì ở mức 25-30%.

Hình 32: Dự phóng KQKD mảng khai thác niken của PC1 giai đoạn 2022-30

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sản lượng Niken (tấn)	1.715	1.960	2.450	2.450	2.450	2.450	2.450	2.450
Giá Niken (USD/tấn)	21.000	20.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Sản lượng đồng (tấn)	429	490	613	613	613	613	613	613
Giá đồng (USD/tấn)	8.400	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000
Doanh thu	928,4	1.042,4	1.030,4	1.051,0	1.072,0	1.093,5	1.115,3	1.137,6
LN gộp	426,2	487,8	481,3	492,4	503,8	515,4	527,2	539,2
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>46%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>
Lãi vay	93,02	84,09	75,15	66,21	57,28	48,34	39,40	30,47
LN sau thuế	192,29	239,57	242,50	256,90	271,45	286,15	300,99	315,99
<i>Biên LNST (%)</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>25%</i>	<i>26%</i>	<i>27%</i>	<i>28%</i>
LN ròng	110,12	137,20	138,88	147,13	155,46	163,88	172,38	180,97

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi kỳ vọng mảng KCN sẽ đóng góp nhiều hơn từ năm 2023

Trong năm 2021, PC1 đã mua tổng cộng 18,5 triệu cổ phiếu của CTCP Western Pacific (WP), trong đó 7 triệu cổ phiếu là của cổ đông hiện hữu và 11,5 triệu cổ phiếu còn lại phát hành riêng lẻ cho PC1. Theo đó, công ty sẽ nắm 30,08% cổ phần tại WP với tổng vốn đầu tư là 1.110 tỷ đồng. Western Pacific là công ty khu công nghiệp, tiên phong phát triển các dự án LIC (cụm công nghiệp logistic). Hiện tại, Western Pacific là chủ đầu tư của:

- 60,2% cổ phần tại dự án Trung tâm logistic thông minh Yên Phong II-A: Khu công nghiệp tọa lạc tại Tam Giang, Bắc Ninh, có tổng diện tích 158ha, giá trị đầu tư 1.830 tỷ đồng. Yên Phong II-A dự kiến sẽ bắt đầu cho thuê và ghi nhận lợi nhuận từ năm 2023. Chúng tôi đánh giá Bắc Ninh là khu công nghiệp hàng đầu, đặc biệt thu hút ngành công nghiệp điện tử, sản xuất linh kiện, thiết bị điện tử với đội ngũ lao động có tay nghề cao, cơ chế, chính sách ưu đãi, đặc biệt là đối với các dự án FDI của nhiều doanh nghiệp quốc tế. Nơi đây là điểm đến của các doanh nghiệp lớn như Samsung, Canon, Foxconn,... và chúng tôi tin rằng Yên Phong II-A sẽ được hưởng lợi từ tiềm năng to lớn của tỉnh Bắc Ninh.
- Cụm cảng và khu công nghiệp Yên Lệnh: Khu công nghiệp có tổng diện tích mặt bằng khoảng 70ha và tổng vốn đầu tư là 624 tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng KCN Yên Lệnh sẽ bắt đầu cho thuê từ năm 2024. Hà Nam hiện đang xây dựng chiến lược thu hút đầu tư với mục tiêu thúc đẩy công nghiệp hỗ trợ và công nghệ cao. Bước đầu tỉnh đã thu hút được một số doanh nghiệp ô tô như Yokowo Nhật Bản. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng dự án đường vành đai 5 khi đi vào hoạt động sẽ cải thiện liên kết vùng của Hà Nam và thúc đẩy sức hút của tỉnh. Chúng tôi nhận thấy quỹ đất hạn chế tại các trung tâm công nghiệp lớn sẽ thúc đẩy nguồn cung mới chuyển đến các khu công nghiệp loại 2 như Hưng Yên, Hải Dương và cụ thể hơn là KCN Yên Lệnh.
- Trong giai đoạn 2023-25, WP có kế hoạch phát triển cảng quốc tế Long An và các dự án KCN 1.000ha tại các tỉnh Bắc Giang và Hà Nam. Tuy nhiên, vẫn chưa có thông tin cụ thể về các dự án này và chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là tiềm năng tăng giá cho PC1.

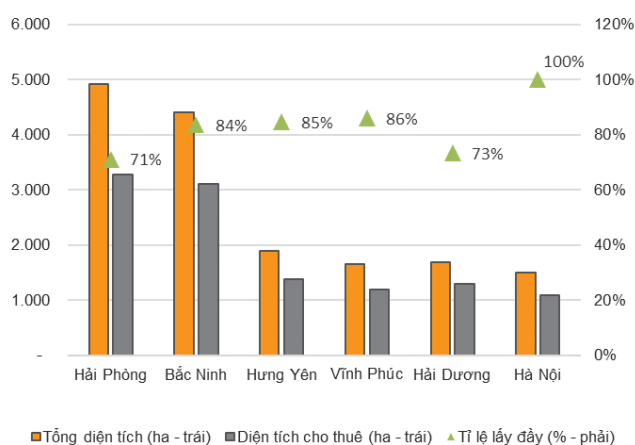
Hình 33: Western Pacific hiện đang phát triển hai khu công nghiệp

Dự án KCN	Vị trí	Sở hữu PC1 (%)	Tổng diện tích (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Năm dự kiến hoạt động
Yên Phong II-A	Tam Giang, Bắc Ninh	19%	158	1.830	2023
Yên Lệnh	Duy Tiên, Hà Nam	30%	69	624	2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

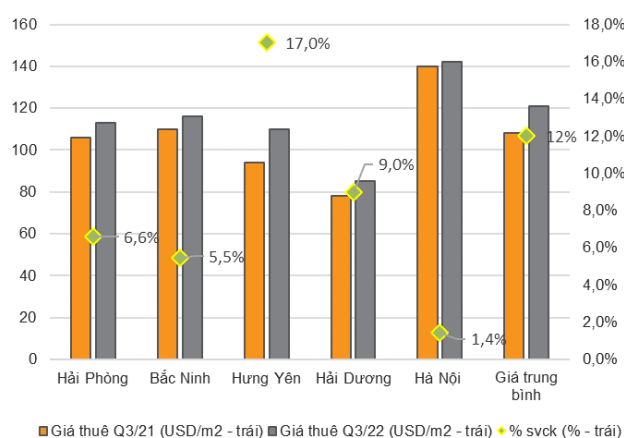
Chúng tôi kỳ vọng hai dự án sắp tới của WP sẽ đóng góp tích cực vào lợi nhuận các công ty liên kết của PC1 từ năm 2023 trở đi. PC1 chia sẻ giá thuê trung bình cho Yên Phong II-A là 150USD/m²/kỳ thuê. Mặc dù giá cao hơn so mức trung bình 120USD/m²/kỳ thuê nhưng chúng tôi cho rằng đây là mức giá chấp nhận được khi Yên Phong II-A là một trong những đơn vị tiên phong đi theo mô hình cụm công nghiệp Logistics, với khả năng cung cấp tối đa dịch vụ hiện đại và đầy đủ cho khách thuê. Chúng tôi giả định tỷ lệ lấp đầy sẽ đạt 100% sau 4 năm, với tỷ lệ diện tích cho thuê hiện tại là 30-40ha/năm trong số các khu công nghiệp trên địa bàn Yên Phong. Chúng tôi giả định thời gian cho thuê tương tự đối với KCN Yên Lệnh là 4 năm kể từ 2024 với giá cho thuê thấp hơn, trung bình 100USD/m²/kỳ thuê. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng KCN Yên Phong II-A sẽ mang lại tổng cộng 569 tỷ đồng cho PC1 trong giai đoạn 2023-26 và KCN Yên Lệnh sẽ mang lại 542 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-27.

Hình 34: Tỷ lệ lấp đầy các khu công nghiệp tại miền Bắc duy trì ở mức cao kể cả trong bối cảnh có nguồn cung mới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 35: Hưng Yên ghi nhận mức tăng giá cao nhất trong 5 khu vực trọng điểm tại miền Bắc



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Vào tháng 7 năm 2022, PC1 đã mua lại 100% cổ phần của Nomura Asia Investment Vietnam (NAIV). NAIV là một pháp nhân có trụ sở tại Singapore, trong đó 70% vốn góp từ Nomura Holdings và 30% bởi JAFECO. Hiện tại, NAIV chỉ có một khoản đầu tư vào KCN Nomura Hải Phòng với tỷ lệ sở hữu 70%. Khu công nghiệp hiện sắp đạt công suất lấp đầy tối đa (90%), do đó, chỉ mang lại doanh thu cho thuê khá khiêm tốn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng đóng góp doanh thu khác từ mảng dịch vụ và nhà máy nhiệt điện than độc lập, được xây dựng chỉ để phục vụ khách hàng KCN. Nhà máy có tổng công suất 50MW và giá bán điện bình quân khoảng 0,12 USD/kWh, đóng góp khoảng 657 tỷ đồng doanh thu mảng dịch vụ, theo ước tính của chúng tôi. Mảng KCN dự kiến sẽ được hợp nhất vào báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của PC1 từ tháng 11 năm 2022, do đó, chúng tôi ghi nhận thêm doanh thu 2 tháng là khoảng 104 tỷ đồng trong năm 2022, dẫn đến Lũn ròng cho PC1 là 11,7 tỷ đồng. Chúng tôi nhận thấy thương vụ M&A là bước đệm vững chắc giúp PC1 tham gia sâu hơn vào mảng bất động sản KCN, cụ thể là quản lý KCN và phát triển các dịch vụ phụ trợ. Bên

cạnh đó, khoản đầu tư sẽ là bàn đạp để PC1 tiếp tục đầu tư vào Nomura HP giai đoạn 2. Mặc dù tiến độ cụ thể của dự án chưa được tiết lộ nhưng công ty tự tin về tiềm năng của dự án này trong tương lai.

Hình 36: Phân bổ doanh thu và LN ròng các dự án KCN (Đơn vị: tỷ đồng)

	2022	2023	%svck	2024	%svck	2025	%svck	2026	%svck	2027	%svck	Tổng
Yên Phong IIA	-	1.087	NA	2.391	120%	2.630	10%	46	-98%	-	-100%	6.154
Yên Lệnh	-	-	NA	797	NA	877	10%	920	5%	483	-47%	3.077
Nomura HP	104	632	505%	637	1%	643	1%	649	1%	655	1%	3.321
Doanh thu	104	1.719	1547%	3.825	123%	4.150	8%	1.616	-61%	1.138	-30%	12.552
Yên Phong IIA	-	85	NA	219	157%	257	17%	1	-99%	-	-100%	562
Yên Lệnh	-	-	NA	132	NA	153	16%	165	8%	87	-47%	537
Nomura HP	12	71	505%	71	1%	72	1%	73	1%	73	1%	372
LN ròng PC1	12	156	1233%	422	171%	481	14%	239	-50%	161	-33%	1.471

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Dự phóng KQKD 2022-24

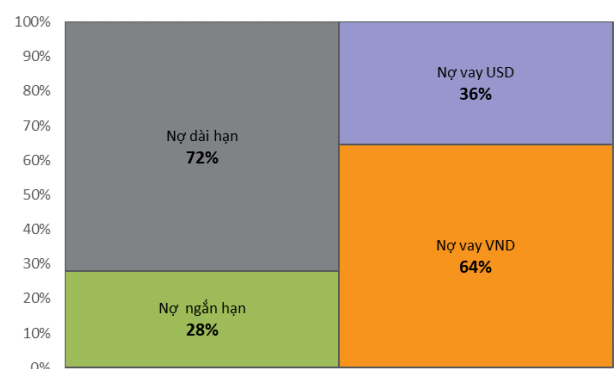
Chúng tôi cho rằng PC1 đang đối mặt với ảnh hưởng kép từ lãi suất và tỉ giá, dự kiến sẽ kéo dài đến ít nhất giữa năm 2023

Hình 37: Các chỉ số thanh toán nhanh của PC1 được cải thiện mặc dù tỉ lệ đòn bẩy tăng mạnh trong Q3/22

	2017	2018	2019	2020	2021	Q3/22
Tỷ số thanh toán nhanh	1,10	1,37	1,05	1,33	0,98	1,17
Tỷ số tiền mặt	0,36	0,45	0,29	0,41	0,42	0,57
Nợ/VCSH (x)	0,60	0,60	0,80	0,80	1,40	1,70
Tỷ lệ thanh toán lãi vay	3,70	4,40	3,50	3,40	2,70	2,40
CFO/Doanh thu (%)	-5,7%	10,1%	-5,7%	9,5%	1,0%	15,3%
Nợ/EBITDA	3,90	2,40	4,00	3,40	7,40	6,40

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

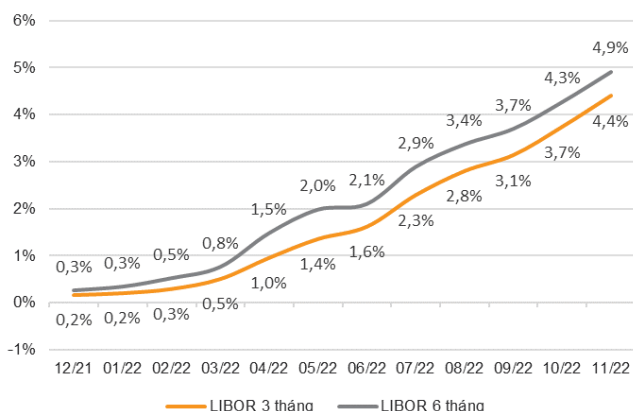
Hình 38: Cơ cấu nợ của PC1 tính đến cuối Q3/22



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

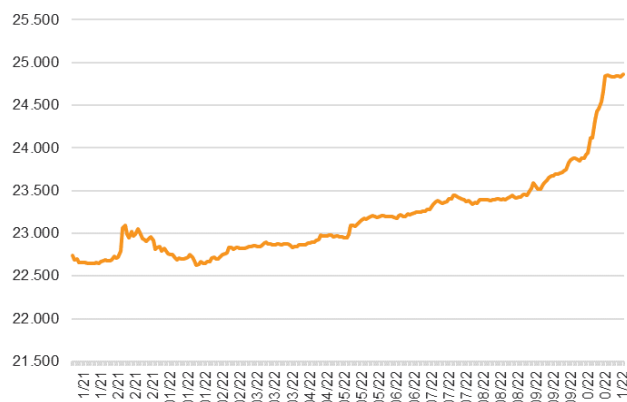
Sau khi đầu tư thêm 144MW điện gió trong năm 2021 và thành công huy động thêm 1200 tỷ trái phiếu trong 2022, tỉ lệ nợ/VCSH của PC1 tăng mạnh từ mức 0,8x trong 2020 lên 1,7x trong Q3/22. Tỉ lệ thanh toán lãi vay theo đó giảm tương ứng từ 3,4 lần xuống còn 2,4 lần. Tỉ lệ nợ/EBITDA cũng gặp áp lực khi tăng gấp đôi từ mức 3,4 lần trong 2020 lên 6,4 lần trong Q3/22. Tuy nhiên, nếu nhìn vào các chỉ tiêu thanh toán, các chỉ số như tỷ lệ thanh toán nhanh và tỷ số tiền mặt của PC1 lại cải thiện đáng kể so với 2021. Chúng tôi đánh giá các khoản đầu tư của PC1 có tính khỏe mạnh và mang lại dòng tiền ổn định, hiện tại dòng tiền CFO/doanh thu của doanh nghiệp đã cải thiện đáng kể trong năm 2022 đạt 15,3% trong Q3/22. Chúng tôi cho rằng mặc dù doanh nghiệp đang ghi nhận tỉ lệ nợ khá cao, PC1 vẫn đang duy trì được một dòng tiền ổn định với chất lượng tài sản tốt. Tính đến cuối Q3/22, cơ cấu nợ của PC1 đang bao gồm 36% nợ USD phân bổ cho 3 dự án điện gió, còn lại 64% là nợ VND.

Hình 39: Lãi suất USD Libor 3 + 6 tháng tăng mạnh từ đầu năm do những nỗ lực tăng lãi suất từ Fed để kiềm chế lạm phát (Đơn vị: %)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, global-rates.com

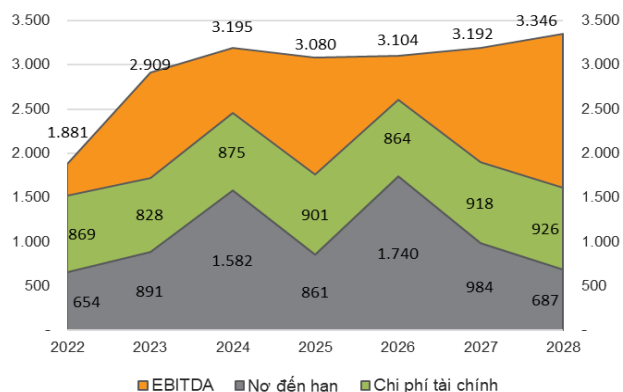
Hình 40: Đồng VND đã giảm so với đồng USD xấp xỉ 8% so với đầu năm. Chúng tôi nhận thấy áp lực tỉ giá sẽ kéo dài đến ít nhất giữa năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

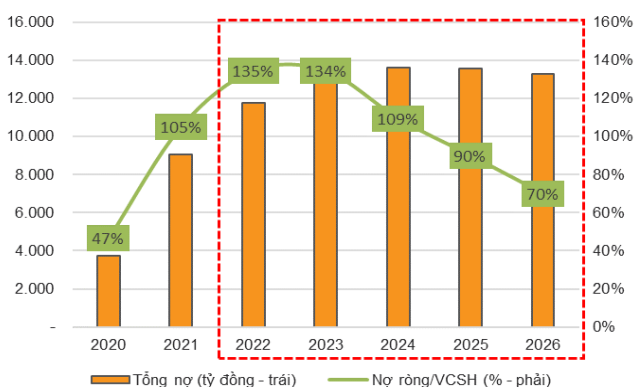
Trong môi trường lãi suất tăng mạnh hiện nay, chúng tôi nhận thấy những áp lực ngày càng lớn cho PC1 đến ít nhất giữa năm 2023 khi vĩ mô ổn định lại do tỉ lệ đòn bẩy khá cao của doanh nghiệp. Trong khi các khoản nợ vay nội tệ đang gặp áp lực từ lãi suất huy động các ngân hàng tăng cao, chúng tôi nhận thấy các khoản vay USD của PC1 cũng đang chưa thể hiện được tính hấp dẫn của mình trong ngắn hạn và thậm chí còn đang đặt gánh nặng lên doanh nghiệp. Hiện tại, phần lớn của dư nợ vay xấp xỉ 4.000 tỷ ngoại tệ đang được huy động với chính sách lãi suất vay dựa theo LIBOR 3 tháng và 6 tháng + biên. Tính từ đầu năm LIBOR đã tăng rất mạnh do những hành động tăng lãi suất quyết liệt từ Fed để kiểm soát mức lạm phát cao kỷ lục của nước Mỹ. Theo ước tính của chúng tôi, dự kiến mức lãi suất của khoản vay này sẽ vào khoảng 6,5% trong 2022, cùng với tỉ giá trung tâm VND/USD mất giá khoảng 5%. Kéo theo chi phí cho khoản vay vào khoảng 11,5%, cao hơn mức trung bình các khoản vay nội tệ cho dự án NLTT. Tuy rằng việc được huy động bằng giá USD cũng đã phần nào bù đắp được những mất mát tỉ giá, chúng tôi cho rằng tỉ giá sẽ ảnh hưởng lên dư nợ vay tăng khi quy đổi sang VND, gây áp lực đến dòng tiền trả nợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên khi nhìn vào dài hạn, chúng tôi cho rằng việc được hưởng lãi suất ở mức 5-6% là một trong những lợi thế khổng lồ, 3 dự án của PC1 là một trong những dự án tiêu biểu của Việt Nam và là dự án đầu tiên được tài trợ bởi các khoản vay “xanh” lãi suất hấp dẫn nhờ đáp ứng đầy đủ các chỉ tiêu ESG. Chúng tôi cho rằng đây là lợi thế rất lớn của PC1 không chỉ cho riêng tính hiệu quả của dự án này mà tạo tiền đề rất tốt để doanh nghiệp có thể tiếp tục huy động được nguồn vốn rẻ cho các dự án sắp tới.

Hình 41: Dòng tiền EBITDA của PC1 sẽ đáp ứng được nghĩa vụ trả nợ và lãi vay trong 2022-28 (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 42: Chúng tôi cho rằng PC1 sẽ duy trì tỉ lệ nợ ròng/VCSH cao trong giai đoạn 2022-24 do liên tục mở rộng kinh doanh



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 43: Chúng tôi đưa ra bảng phân tích độ nhạy để thấy ảnh hưởng của khoản vay USD lên chi phí tài chính của doanh nghiệp (Đơn vị: tỷ đồng)

Bảng phân tích độ nhạy chi phí tài chính 2023

		Giả định lãi suất USD (%)				
		5,3%	5,5%	6,3%	6,5%	7,0%
Giả định tỉ giá (%)	-2%	722,10	730,69	759,34	766,50	784,40
	-1%	756,53	765,12	793,77	800,93	818,83
	0%	790,96	799,55	828,20	835,36	853,26
	1%	825,39	833,98	862,63	869,79	887,69
	2%	859,82	868,41	897,06	904,22	922,13
	3%	894,25	902,85	931,49	938,65	956,56

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Cùng với hàng loạt các thương vụ mở rộng kinh doanh trong thời gian sắp tới, bao gồm khai thác quặng niken, phát triển thủy điện nhỏ và các dự án bất động sản, chúng tôi cho rằng PC1 sẽ duy trì một mức nợ ròng/VCSH khá cao vào khoảng 135% trong 2022-23 và sẽ giảm dần xuống còn 110% trong 2024. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá dòng tiền EBITDA của doanh nghiệp vẫn đang rất dồi dào và hoàn toàn có thể đáp ứng được nghĩa vụ trả nợ gốc và lãi vay trong giai đoạn 2022-28.

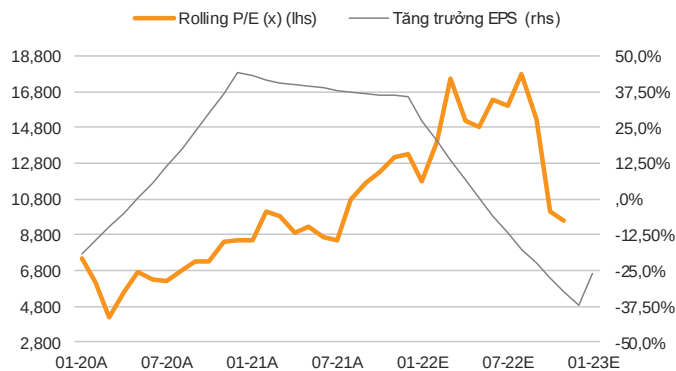
Chúng tôi dự đoán chi phí tài chính của doanh nghiệp sẽ tăng 142% svck trong 2022 với đóng góp từ mức tăng lãi vay 112% svck và 315% svck lỗ tỉ giá. Từ 2023, chúng tôi dự kiến áp lực tỉ giá sẽ giảm từ sớm nhất nửa sau của năm khi lạm phát được kiểm soát. Tuy nhiên lãi vay sẽ duy trì ở mức cao do doanh nghiệp gia tăng đầu tư trong giai đoạn này. Chúng tôi đưa ra bảng phân tích độ nhạy để đánh giá tác động từ lãi vay và tỉ giá của khoản vay USD lên chi phí tài chính của PC1. Chúng tôi nhận thấy 1% thay đổi ở tỉ giá hoặc lãi vay sẽ khiến chi phí tài chính của PC1 tăng thêm 38 tỷ đồng.

Hình 44: Tổng hợp dự phóng KQKD giai đoạn 2022-24

Tỷ đồng	2021	2022	%svck	2023	%svck	2024	%svck	Nhận xét
Doanh thu	9.828	9.949	1%	14.722	48%	16.753	14%	Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 1% svck đạt 9.949 tỷ trong 2022, sau đó tăng mạnh 48% svck và 14% svck đạt 14.722 và 16.753 trong 2023 và 2024.
Xây lắp	6.714	5.560	-17%	7.290	31%	8.498	17%	
Sản xuất cốt thép	650	782	20%	1.044	33%	1.132	8%	
Điện	928	1.797	94%	1.718	-4%	1.812	5%	
BDS nhà ở	106	30	-72%	1.270	4113%	1.611	27%	
Khai thác Niken	-	-	na	928	na	1.042	12%	
BDS KCN	-	104	na	632	505%	637	1%	
Khác	1.431	1.675	17%	1.840	10%	2.021	10%	
LN gộp	1.156	1.719	49%	2.846	66%	3.179	12%	LN gộp sẽ tăng lần lượt 49%, 66% và 12% svck trong 2022/23/24
Biến LN gộp (%)	12%	17%		19%		19%		Biến LN gộp sẽ cải thiện nhờ đóng góp lớn hơn từ các mảng biên cao
Xây lắp	461	476	3%	698	46%	745	7%	LN gộp xây lắp tăng 3% svck nhờ biến LN gộp cải thiện. Sau đó sẽ tăng 46% và 7% svck trong 2023-24, hỗ trợ bởi giá nguyên vật liệu giảm và chính sách giá cho NLTT được ban hành.
Sản xuất cốt thép	94	72	-23%	117	62%	131	12%	LN gộp mảng giảm 23% svck do giá sắt tăng trong nửa đầu năm. Trong 2023-24, LN gộp dự kiến tăng 62% và 12% svck nhờ sản lượng tăng.
Điện	530	1.086	105%	953	-12%	1.041	9%	LN gộp mảng điện tăng mạnh 105% svck trong 2022 nhờ thủy điện thuận lợi và đóng góp từ các nhà máy điện gió mới. Trong 2023, dự kiến LN gộp giảm 12% svck do pha La Nina kết thúc và hồi phục lại 9% svck trong 2024.
BDS Nhà ở	39	17	-56%	449	2570%	567	26%	LN gộp BDS nhà ở sẽ giảm 56% svck do tiến độ PC1 Gia Lâm, Định Công bị chậm, đẩy sang 2023. Theo đó, LN gộp dự kiến tăng 25x svck với đóng góp một phần từ PC1 Thăng Long và Vĩnh Hưng, trước khi bán phần lớn sản phẩm trong 2024.
Khai thác Niken	-	-	na	426	na	488	14%	Dự án mỏ Nicken dự kiến bán sản phẩm và ghi nhận LN gộp 426 tỷ trong 2023. Sau đó tăng 14% svck khi hoạt động công suất cao hơn trong 2024.
BDS KCN	-	26	0%	158	505%	159	1%	KCN Nomura HP ghi nhận doanh thu dịch vụ bắt đầu từ T11/2022
Khác	33	42	29%	45	8%	48	6%	
Chi phí bán hàng và QLDN	297	396	33%	589	49%	668	13%	
Doanh thu tài chính	319	59	-81%	98	65%	188	92%	Doanh thu tài chính dự kiến giảm 81% svck trong 2022 do 2021 ghi nhận LN đột biến 262 tỷ đánh giá lại khoáng sản Tấn Phát. Doanh thu tài chính 2023-24 đạt 98 tỷ và 188 tỷ, chủ yếu là doanh thu tiền gửi.
Chi phí tài chính	359	869	142%	828	-5%	875	6%	Chi phí tài chính 2022 tăng 142% svck do ảnh hưởng từ tỉ giá và lãi suất tăng. Từ 2023-24, chúng tôi kỳ vọng doanh thu tài chính lần lượt giảm 5% svck và tăng lại 6% svck đạt 828 tỷ và 875 tỷ.
Lãi/lỗ từ Idlk	86	52	-39%	154	197%	411	167%	LN từ Idlk dự kiến tăng mạnh 197% svck và 167% svck trong 2023-24 nhờ ghi nhận doanh thu từ các dự án KCN của WP bao gồm Yên Phong IIA và Yên Lệnh.
BDS KCN	-	-	na	85	na	351	313%	
Khác	86	52	-39%	69	33%	60	-12%	
LN trước thuế	896	586	-35%	1.701	190%	2.261	33%	
LN ròng	695	437	-37,1%	1.148	163%	1.523	33%	Tổng quát, LN ròng dự báo điều chỉnh lần lượt -37%, +163% và +33% svck đạt 437 tỷ, 1.148 tỷ và 1.523 tỷ trong 2022/23/24.
EPS (đ/cp)	2.570	1.616	-37,1%	4.247	163%	5.631	33%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Định giá

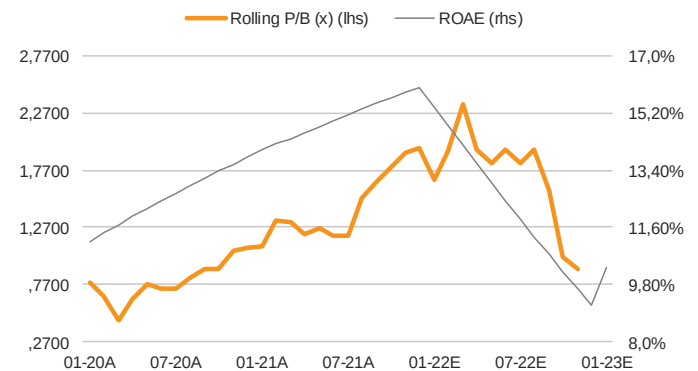


Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	9.949	14.722	16.753
Giá vốn hàng bán	(8.230)	(11.876)	(13.574)
Chi phí quản lý DN	(329)	(514)	(556)
Chi phí bán hàng	(67)	(76)	(112)
LN hoạt động thuần	1.323	2.256	2.512
EBITDA thuần	1.881	2.909	3.195
Chi phí khấu hao	(557)	(652)	(684)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	1.323	2.256	2.512
Thu nhập lãi	59	98	188
Chi phí tài chính	(869)	(828)	(875)
Thu nhập ròng khác	20	21	26
TN từ các Cty LK & LD	52	154	411
LN trước thuế	586	1.701	2.261
Thuế	(11)	(190)	(258)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(138)	(363)	(481)
LN ròng	437	1.148	1.523
Thu nhập trên vốn	437	1.148	1.523
Cổ tức phổ thông	0	0	0
LN giữ lại	437	1.148	1.523

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.270	2.570	1.455
Đầu tư ngắn hạn	647	647	1.834
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.373	5.220	5.724
Hàng tồn kho	1.692	2.213	2.442
Các tài sản ngắn hạn khác	133	163	201
Tổng tài sản ngắn hạn	8.115	10.813	11.655
Tài sản cố định	11.931	13.173	13.708
Tổng đầu tư	690	844	1.255
Tài sản dài hạn khác	781	1.111	1.301
Tổng tài sản	21.518	25.942	27.919
Vay & nợ ngắn hạn	3.220	4.566	5.639
Phải trả người bán	1.614	2.081	2.356
Nợ ngắn hạn khác	1.467	1.879	2.213
Tổng nợ ngắn hạn	6.301	8.526	10.208
Vay & nợ dài hạn	8.525	9.299	8.000
Các khoản phải trả khác	129	192	248
Vốn điều lệ và	2.352	2.352	2.352
LN giữ lại	1.742	2.891	4.414
Vốn chủ sở hữu	4.845	5.844	6.903
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.718	2.080	2.561
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	21.518	25.942	27.919



Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22E	12-23E	12-24E
LN trước thuế	586	1.701	2.261
Khấu hao	557	652	684
Thuế đã nộp	(11)	(190)	(258)
Các khoản điều chỉnh khác	(27)	(519)	(701)
Thay đổi VLD	(964)	(1.517)	(163)
LC tiền thuần HKKD	141	127	1.823
Đầu tư TSCĐ	(1.948)	(1.895)	(1.218)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	59	98	188
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(503)	0	(1.187)
LC tiền từ HĐĐT	(2.391)	(1.797)	(2.217)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	2.521	2.120	(257)
Dòng tiền từ HĐTC khác	(293)	(149)	(465)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	2.228	1.970	(721)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.292	2.270	2.570
LC tiền thuần trong năm	(22)	301	(1.115)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.270	2.570	1.455

Các chỉ số cơ bản

	12-22E	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	4,4%	7,8%	9,1%
Vòng quay TS	0,49	0,62	0,62
ROAA	2,2%	4,8%	5,7%
Đòn bẩy tài chính	4,21	4,44	4,23
ROAE	9,2%	21,5%	23,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	123,7	129,4	125,0
Số ngày nắm giữ HTK	75,1	68,0	65,8
Số ngày phải trả tiền bán	71,6	64,0	63,5
Vòng quay TSCĐ	0,89	1,17	1,25
ROIC	2,4%	5,3%	6,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,3	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	1,0	1,0	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,3
Vòng quay tiền	127,2	133,5	127,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	1,2%	48,0%	13,8%
Tăng trưởng LN từ HKKD	54,1%	70,5%	11,3%
Tăng trưởng LN ròng	(37,1%)	162,8%	32,6%
Tăng trưởng EPS	(37,1%)	162,8%	32,6%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>