

CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1)

MUA +21,2%

Ngành	Điện
Ngày báo cáo	09/08/2024
Giá hiện tại	27.400 VND
Giá mục tiêu	33.200 VND
Giá mục tiêu gần nhất	32.400 VND
TL tăng	+21,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+21,2%

GT vốn hóa	8,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,1 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	132,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	311 tr
Pha loãng	311 tr

	PC1	VNI
P/E (trượt)	32,4x	14,5x
P/B (hiện tại)	1,6x	1,6x
ROA	2,1%	1,9%
ROE	5,3%	12,3%

Tổng quan Công ty

PC1 có bề dày hoạt động trên 50 năm trong lĩnh vực xây lắp đường truyền và trạm biến áp tại Việt Nam. Các mảng hoạt động chính bao gồm: 1) phát điện với công suất 313 MW (thủy điện – 169 MW; điện gió – 144 MW), 2) xây lắp điện và 3) BĐS khu công nghiệp & nhà ở và 4) khoáng sản niken

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn

Chuyên viên

Đinh Thị Thủy Dương

Trưởng phòng cao cấp

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.775	9.913	12.498	15.031
% YoY	-7,0%	27,5%	26,1%	20,3%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	140	476	876	1.400
% YoY	-69,6%	240,1%	83,9%	59,9%
EPS	-69,6%	240,1%	83,9%	59,9%
Biên LN gộp	20,3%	20,2%	19,8%	20,5%
Biên LN ròng	1,8%	4,8%	7,0%	9,3%
ROE	2,7%	9,0%	15,3%	22,0%
Nợ ròng/vốn CSH	119,1%	119,6%	100,3%	109,0%
Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	3,6%	3,6%
Cổ tức (đồng/CP)	0	0	1.000	1.000
P/E	65,7x	19,3x	10,5x	6,6x
P/B	1,6x	1,6x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA	9,9x	8,2x	7,6x	7,7x

Doanh số đường dây truyền tải điện và bất động sản thúc đẩy lợi nhuận trong năm 2025

- Chúng tôi tăng 2,5% giá mục tiêu cho CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1) và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi tăng 2,3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (thay đổi tương ứng -9%/ -7%/1%/+10%/+4%, chi tiết tại trang 5).
- Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận do (1) lợi nhuận từ mảng bất động sản (BĐS) nhà ở tăng 104%, bao gồm các dự án Bắc Từ Liêm (LNST dự kiến đạt 334 tỷ đồng trong năm 2027/28) và Tháp Vàng (LNST dự kiến đạt 150 tỷ đồng trong năm 2025/26), (2) lợi nhuận từ Khu công nghiệp (KCN) Western Pacific tăng 31%, chủ yếu nhờ việc bổ sung KCN Yên Lư (được phê duyệt chủ trương đầu tư vào tháng 7/2024) và (3) lợi nhuận từ mảng thủy điện tăng 30%, do chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm cao hơn trong năm 2024 khi PC1 tự tin vượt kế hoạch nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi.
- Những yếu tố này bù đắp cho dự báo lợi nhuận/doanh thu năm 2024/25 thấp hơn của chúng tôi đối với mảng xây lắp điện.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 sẽ tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ năm trước từ mức cơ sở thấp của năm 2023.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng mạnh 84% YoY, chúng tôi cho rằng nguyên nhân do (1) doanh thu từ mảng xây lắp điện tăng 45% YoY, được hỗ trợ bởi kế hoạch tăng 2,8 lần tổng chiều dài đường dây 500kV toàn quốc trong giai đoạn 2026-2030 so với giai đoạn 2021-2025 và đầu tư vào năng lượng tái tạo dự kiến phục hồi sau khi Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) đi vào thực hiện và cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo dự kiến được ban hành trong nửa cuối năm 2024, (2) ghi nhận doanh thu từ mảng BĐS so với không ghi nhận trong năm 2024 và (3) công ty dự kiến không ghi nhận lỗ tỷ giá trong năm 2025.
- Theo quan điểm của chúng tôi, PC1 có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 10,5 lần, thấp hơn khoảng 30% so với P/E trung bình 4 năm của công ty và PEG tương ứng là 0,1 dựa trên tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS dự phóng giai đoạn 2024-2026 là 71%.
- Rủi ro:** Doanh thu và biên lợi nhuận của mảng xây lắp điện thấp hơn dự kiến trong năm 2025.

Chúng tôi giảm dự báo doanh thu năm 2024/25 của mảng xây lắp điện nhưng vẫn duy trì triển vọng khả quan cho mảng kinh doanh này trong những năm tới. Chúng tôi giảm dự báo doanh thu năm 2024/25 của mảng xây lắp điện do lượng hợp đồng ký mới trong quý 2 thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về sự phục hồi của mảng kinh doanh này, với dự báo doanh thu đạt 5,5/7,0 nghìn tỷ (+45% YoY)/năm trong giai đoạn 2025-2026 trong bối cảnh nhu cầu mạnh mẽ cho đường dây 500kV, cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo dự kiến được ban hành và việc DPPA đi vào thực hiện sẽ thúc đẩy các hợp đồng EPC cho các nhà máy điện tái tạo của PC1. Ngoài ra, trong Cuộc họp nhà đầu tư gần đây, PC1 đặt kế hoạch biên lợi nhuận gộp tăng, đạt 10,0% với đóng góp cao hơn từ các hợp đồng của nhà đầu tư tư nhân và các

hợp đồng có biên lợi nhuận cao hơn của Tập đoàn Điện lực Việt Nam trong dài hạn. Do đó, chúng tôi nhìn chung vẫn giữ nguyên dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2025/26 của chúng tôi.

Chúng tôi đã bổ sung dự án KCN Yên Lư (tỉnh Bắc Giang), các dự án BĐS nhà ở Bắc Từ Liêm và Tháp Vàng vào mô hình dự báo của chúng tôi cho PC1. Vào tháng 7/2024, công ty liên kết Western Pacific của PC1 đã nhận được phê duyệt đầu tư cho dự án KCN Yên Lư Mở rộng giai đoạn 1 (120 ha), ghi nhận doanh thu từ năm 2026 và đóng góp khoảng 70 tỷ đồng doanh thu mỗi năm, tương đương 4% LNST của PC1 (trang 13). Chúng tôi cũng đưa doanh số của dự án BĐS nhà ở Bắc Từ Liêm vào dự báo năm 2027/28/29 và doanh số của dự án BĐS nhà ở Tháp Vàng vào dự báo năm 2025/26. Chúng tôi ước tính Bắc Từ Liêm và Tháp Vàng sẽ lần lượt đem lại 150 tỷ đồng và 77 tỷ đồng mỗi năm, tương đương khoảng 10% LNST của PC1 (trang 14).

Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ ngành phát điện phục hồi mạnh, đóng góp từ CTCP Western Pacific

Hình 1: Triển vọng năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo 2024 trước đây so với dự báo mới
Doanh thu	7.775	9.913	27%	-3%	(1) Chủ yếu nhờ doanh thu từ mảng xây lắp điện tăng 46% YoY, ngoài ra doanh thu từ mảng sản xuất trụ điện cao hơn một phần nhờ các hợp đồng cho dự án đường dây 500 kV mạch 3 và doanh thu từ mảng niken cải thiện do nhà máy vận hành cả năm (nhà máy này chỉ hoạt động 9 tháng vào năm 2023). (2) Chủ yếu do doanh thu từ mảng xây lắp điện thấp hơn, ảnh hưởng doanh thu cao hơn từ mảng niken. Doanh thu nửa đầu năm 2024 đạt 5,3 nghìn tỷ đồng (+77% YoY), hoàn thành 52% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi.
Xây lắp điện (1)	2.607	3.800	46%	-10%	(2) Chủ yếu do doanh thu nửa đầu năm 2024 của PC1 thấp hơn dự kiến, thấp hơn nhẹ so với kỳ vọng của chúng tôi khi hoàn thành 42% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi. (2) Do chúng tôi tăng 33% dự báo sản lượng điện thương phẩm lên 500 triệu kWh (so với kế hoạch của công ty là 520 triệu kWh), dựa trên sản lượng điện thương phẩm cao hơn dự kiến trong nửa đầu năm và điều kiện thủy văn tiếp tục thuận lợi trong quý 3, theo PC1.
Sản xuất trụ điện	1.166	1.600	37%	0%	
Phát điện	1.452	1.652	14%	7%	
BDS	187	28	-85%	0%	
Nickel (57% cổ phần)	705	1.185	68%	0%	
KCN Nomura (70% cổ phần)	614	615	0%	0%	
Thương mại & Khác (2)	1.043	1.034	-1%	0%	
Lợi nhuận gộp	1.581	2.004	27%	1%	(2) Đóng góp cao hơn từ mảng thủy điện, bù đắp một phần cho lợi nhuận gộp thấp hơn từ mảng xây lắp điện và mảng sản xuất trụ điện.
Xây lắp điện (1)	235	312	33%	-17%	(2) Chúng tôi giảm dự báo biên lợi nhuận gộp thêm 80 điểm cơ bản xuống 8,2% dựa trên biên lợi nhuận gộp thấp hơn dự kiến, đạt 8% trong nửa đầu năm, chủ yếu do chi phí cao hơn để đáp ứng thời hạn của đường dây 500kV mạch 3. (2) Chúng tôi giảm dự báo biên lợi nhuận gộp thêm 100 điểm cơ bản xuống 9,1% dựa trên biên lợi nhuận gộp thấp hơn dự kiến, đạt 8,9% trong nửa đầu năm. Lợi nhuận gộp đạt 95 tỷ đồng trong nửa đầu năm. (2) Thủy điện sinh lời so với dự báo hòa vốn trước đây.
Sản xuất trụ điện	117	146	24%	-10%	
Phát điện	736	979	33%	13%	
BDS	79	19	-76%	0%	
Nickel (57% cổ phần)	240	373	55%	0%	
KCN Nomura (70% cổ phần)	139	141	2%	0%	
Thương mại & Khác (2)	34	34	0%	0%	
Chi phí SG&A	-391	-523	34%	15%	(2) Chủ yếu do chi phí nhân công cao hơn do khối lượng công việc tăng so với cùng kỳ năm trước và thời hạn gấp rút của dự án đường dây 500kV mạch 3.
Thu nhập từ HĐKD	1.190	1.481	24%	-3%	Trong nửa đầu năm 2024, công ty liên kết KCN Western Pacific ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt đạt 545 tỷ đồng và 191 tỷ đồng, và PC1 ghi nhận tương ứng khoảng 60 tỷ đồng.
Thu nhập tài chính	183	115	-37%	0%	
Chi phí tài chính	-967	-873	-10%	1%	
Trong đó: chi phí lãi vay	-844	-766	-9%	2%	
Trong đó: lỗ tỷ giá & khác	-124	-107	-13%	0%	
Lợi nhuận được chia từ công ty liên kết	2	105	6.586%	-1%	
Thu nhập khác	-18	0	N.M.	N.M.	(2) Chủ yếu do lợi nhuận từ mảng xây lắp điện và chi phí SG&A thấp hơn, ảnh hưởng lợi nhuận cao hơn từ thủy điện. LNST sau lợi ích CBTS nửa đầu năm đạt 143 tỷ đồng, hoàn thành 27% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi, chủ yếu do biên lợi nhuận gộp của mảng xây lắp điện thấp hơn dự kiến và lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến. LNST sau lợi ích CBTS điều chỉnh nửa đầu năm đạt 257 tỷ đồng, hoàn thành 41% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi. (1) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (i) lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp điện và mảng phát điện cao hơn YoY, (ii) đóng góp lợi nhuận từ CTCP Western Pacific với 30% cổ phần và (iii) mỏ niken hoạt động cả năm.
LNST	389	828	113%	-6%	
LNST trước lợi ích CBTS	303	702	132%	-4%	
Lợi ích CBTS	-163	-226	39%	8%	
LNST sau lợi ích CBTS báo cáo	140	476	240%	-9%	
LNST sau lợi ích CBTS điều chỉnh (3)	204	583	187%	-8%	

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap ((1) Mảng xây lắp điện bao gồm các hoạt động xây dựng & lắp đặt lưới điện và các hợp đồng EPC cho các dự án năng lượng tái tạo. (2) 'Các mảng khác' chủ yếu bao gồm kinh doanh máy móc có biên lợi nhuận thấp. (3) Không bao gồm lãi bất thường và lỗ tỷ giá chưa ghi nhận).

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận tăng mạnh nhờ doanh số xây lắp điện và BĐS

Hình 2: Triển vọng năm 2025

Tỷ trọng	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Doanh thu	9.913	12.498	26%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (i) doanh thu từ mảng xây lắp điện tăng 45% YoY, dự kiến sẽ được hỗ trợ nhờ sự phục hồi của đầu tư vào năng lượng tái tạo sau khi DPPA đi vào thực hiện và cơ chế giá mới dự kiến được ban hành, và (ii) doanh thu từ mảng BĐS tăng mạnh.
Xây lắp điện (1)	3.800	5.500	45%	Khí chúng tôi kỳ vọng (i) PC1 sẽ duy trì giá trị hợp đồng với EVN nhờ chuyên môn và danh tiếng vững chắc đã được chứng minh trong việc xây dựng đường dây 500kV mạch 3 và kế hoạch tăng 2,8 lần tổng chiều dài đường dây 500kV toàn quốc trong giai đoạn 2025-2030, theo QHĐ VIII và (ii) đầu tư mạnh mẽ vào mảng năng lượng tái tạo sau khi DPPA đi vào thực hiện và cơ chế giá mới dự kiến được ban hành.
Sản xuất trụ điện	1.600	1.600	0%	Chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ tăng 9% do hiện tượng La Niña dự kiến kéo dài trong suốt năm nay, so với hiện tượng El Niño/giai đoạn trung tính trong nửa đầu năm. Được thúc đẩy bởi doanh số từ dự án thấp tầng Tháp Vàng so với không có dự án nào trong năm 2024. Chủ yếu do giá niken dự kiến tăng 6% YoY.
Phát điện	1.652	1.722	4%	
BĐS	28	779	2.710%	
Nickel (57% cổ phần)	1.185	1.249	5%	
KCN Nomura (70% cổ phần)	615	615	0%	Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của các hợp đồng với EVN sẽ quay về mức bình thường sau khi đáp ứng thời hạn của các dự án đường dây 500kV mạch 3. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của các hợp đồng với EVN sẽ quay về mức bình thường sau khi đáp ứng thời hạn rút của các dự án đường dây 500kV mạch 3.
Thương mại & Khác (2)	1.034	1.034	0%	
Lợi nhuận gộp	2.004	2.475	24%	
Xây lắp điện (1)	312	520	67%	Chúng tôi kỳ vọng KCN Yên Phong IIA (tỉnh Bắc Ninh) sẽ đóng góp nhiều hơn cho chủ đầu tư KCN và nhà cung cấp dịch vụ logistic mà PC1 sở hữu 30% - Western Pacific - do giá thuê trung bình cao hơn YoY.
Sản xuất trụ điện	146	151	4%	
Phát điện	979	1.049	7%	
BĐS	19	160	755%	
Nickel (57% cổ phần)	373	419	12%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (i) lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp điện cao hơn YoY, (ii) ghi nhận doanh thu BĐS so với không có khoản doanh thu này trong năm 2024 và (iii) không có lỗ tỷ giá.
KCN Nomura (70% cổ phần)	141	141	0%	
Thương mại & Khác (2)	34	34	0%	
Chi phí SG&A	-523	-608	16%	
Thu nhập từ HĐKD	1.481	1.867	26%	Chúng tôi kỳ vọng KCN Yên Phong IIA (tỉnh Bắc Ninh) sẽ đóng góp nhiều hơn cho chủ đầu tư KCN và nhà cung cấp dịch vụ logistic mà PC1 sở hữu 30% - Western Pacific - do giá thuê trung bình cao hơn YoY.
Thu nhập tài chính	115	119	4%	
Chi phí tài chính	-873	-707	-19%	
Trong đó: chi phí lãi vay	-766	-707	-8%	
Trong đó: lỗ tỷ giá & khác	-107	0	-100%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (i) lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp điện cao hơn YoY, (ii) ghi nhận doanh thu BĐS so với không có khoản doanh thu này trong năm 2024 và (iii) không có lỗ tỷ giá.
Lợi nhuận được chia từ công ty liên kết	105	127	20%	
Thu nhập khác	0	0	N.M.	
LNTT	828	1.405	70%	
LNST trước lợi ích CĐTS	702	1.187	69%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (i) lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp điện cao hơn YoY, (ii) ghi nhận doanh thu BĐS so với không có khoản doanh thu này trong năm 2024 và (iii) không có lỗ tỷ giá.
Lợi ích CĐTS	-226	-311	38%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	476	876	84%	
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh (3)	583	876	50%	

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap ((1) Mảng xây lắp điện bao gồm các hoạt động xây dựng & lắp đặt lưới điện và các hợp đồng EPC cho các dự án năng lượng tái tạo. (2) 'Các mảng khác' chủ yếu bao gồm kinh doanh máy móc có biên lợi nhuận thấp. (3) Không bao gồm lãi bất thường và lỗ tỷ giá chưa ghi nhận).

Tóm tắt dự báo dài hạn

Chúng tôi tăng 2,3% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (lần lượt thay đổi -9%/-7%/1%/+10%/+4%) chủ yếu do (1) lợi nhuận từ mảng BĐS nhà ở tăng 104%, bao gồm các dự án Bắc Từ Liêm (LNST dự kiến đạt 334 tỷ đồng trong năm 2027/28) và Tháp Vàng (LNST dự kiến đạt 150 tỷ đồng trong năm 2025/26), (2) lợi nhuận từ KCN Western Pacific tăng 31%, chủ yếu nhờ việc sáp nhập KCN Yên Lư (được phê duyệt chủ trương đầu tư vào tháng 7/2024) và (3) lợi nhuận từ mảng thủy điện tăng 30%, do chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm cao hơn trong năm 2024 khi PC1 tự tin vượt kế hoạch nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi.

Chúng tôi giảm 9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 chủ yếu do (1) dự báo doanh thu năm 2024 của mảng xây lắp điện thấp hơn 10% cũng như biên lợi nhuận gộp thấp hơn và (2) chi phí SG&A cao hơn 15% (chủ yếu là chi phí nhân công), dựa trên KQKD 6 tháng đầu năm 2024.

Chúng tôi cũng giảm 7% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 chủ yếu do (1) lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp điện thấp hơn 21% dựa trên dự báo doanh thu thấp hơn của chúng tôi và (2) chi phí SG&A cao hơn 27% do chi phí nhân công cao hơn liên quan đến tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước của mảng xây lắp điện. Các yếu tố này ảnh hưởng (3) lợi nhuận gộp từ mảng BĐS cao hơn 3,0 lần YoY chủ yếu do đóng góp từ dự án BĐS Tháp Vàng và (4) dự báo lợi nhuận gộp từ mảng phát điện cao hơn 10%, chủ yếu nhờ sản lượng thủy điện dự kiến cao hơn.

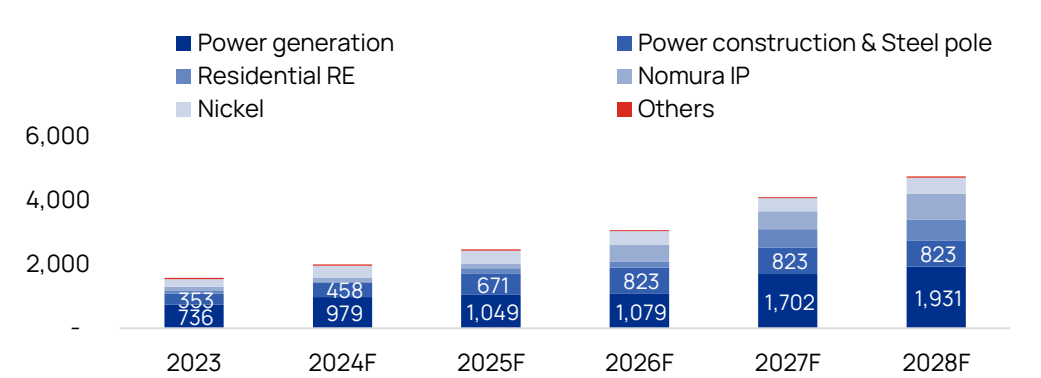
Chúng tôi tăng 10%/4% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2027/28, chủ yếu do chúng tôi đưa vào dự báo (1) dự án Bắc Từ Liêm (đóng góp 255 tỷ đồng LNST trong năm 2027/28) và (2) KCN Yên Lư (đóng góp 164 tỷ đồng LNST trong năm 2027/28).

Hình 3: Dự báo giai đoạn 2024-2028

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024-2028F
Dự báo trước đây						
Doanh thu	10.204	13.230	14.888	16.075	17.015	71.412
LNST sau lợi ích CĐTS	525	943	1.390	1.776	2.134	6.767
Dự báo mới						
Doanh thu	9.913	12.498	15.031	17.031	18.388	72.861
LNST sau lợi ích CĐTS	140	476	876	1.400	1.948	2.222
Dự báo mới s/v trước đây						
Doanh thu	-2,8%	-5,5%	1,0%	5,9%	8,1%	2,0%
LNST sau lợi ích CĐTS	-9,4%	-7,1%	0,8%	9,7%	4,1%	2,3%

Nguồn: Vietcap forecasts

Hình 4: Lợi nhuận gộp theo mảng của PC1 (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap

Định giá

Chúng tôi định giá PC1 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) 100% vì chúng tôi tin rằng phương pháp này rất phù hợp để phản ánh những thay đổi dự kiến về dòng tiền của công ty trong dài hạn khi công ty chuyển đổi từ một nhà thầu liên quan đến điện và nhà sản xuất trụ điện sang một công ty phát điện chủ yếu là năng lượng tái tạo & nhà đầu tư BĐS KCN.

Định giá giá trị tăng trưởng cuối cùng của chúng tôi chiếm phần lớn trong định giá CKDT của chúng tôi do dự báo vốn đầu tư XDCB tương đối lớn cho 2 dự án điện gió bổ sung của PC1 mà chúng tôi cho rằng sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2027-2028. Chúng tôi sử dụng giả định tăng trưởng cuối cùng ở mức 0% vì chúng tôi tin rằng chúng tôi đã lập mô hình định giá cho tất cả các dự án mở rộng công suất trung hạn trong tương lai của PC1.

Chúng tôi duy trì mức chiết khấu định giá 10% mà chúng tôi đã áp dụng lần đầu tiên trong [Báo cáo cập nhật PC1](#) ngày 01/06/2020. Theo quan điểm của chúng tôi, việc công ty mua lại mỏ đồng-niken giúp đa dạng hóa hoạt động kinh doanh của PC1, nhưng hoạt động kinh doanh khai thác mới và có tính thương mại hóa cao này đi kèm với rủi ro thực thi. Do đó, chúng tôi giữ lại mức chiết khấu định giá 10% để phản ánh cấu trúc tập đoàn ngày càng tăng của PC1.

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tăng 2,5% giá mục tiêu lên 33.200 đồng/cổ phiếu do chúng tôi tăng 2,3% dự báo LNST sau lợi ích CBTS giai đoạn 2024-2028.

Hình 5: Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)

Phương pháp	(đồng/CP)
CKDT	36.900
Giá trị hợp lý	36.900
Chiết khấu định giá	10,0%
Giá mục tiêu	33.200
Tỷ lệ tăng	21,2%
Lợi suất cổ tức (%)	0,0%
Tổng mức sinh lời (%)	21,2%
P/E dự phóng năm 2024 theo giá mục tiêu (báo cáo)	23,4x
P/E dự phóng năm 2025 theo giá mục tiêu (báo cáo)	12,7x

Nguồn: dự báo của Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LN từ HĐKD + LN được chia	1.191	1.587	1.994	2.661	3.525	4.212
- Thuế	-86	-126	-218	-342	-464	-551
+ Khấu hao	763	956	956	956	1.326	1.625
- Vốn đầu tư XDCB	-475	-384	-2.450	-4.950	-6.150	-150
- Thay đổi vốn lưu động	-76	-1.651	-393	-790	-938	14
Dòng tiền tự do (DTTD)		381	-111	-2.465	-2.700	5.150
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		361	-94	-1.874	-1.839	3.143
GTHT lũy kế của DTTD		361	267	-1.607	-3.446	-303

Chi phí vốn	Trước đây	Mới
Beta	1,0	1,0
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	14,0	14,0
Chi phí nợ vay%	10,0	10,0
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0
Nợ vay %	40,0	40,0
Vốn CSH %	60,0	60,0
WACC %	11,6	11,6

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	-303
GTHT của giá trị cuối (GTC) (0,0% g)	22.570
GTHT của DTTD và GTC	22.267
Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn	2.967
Trừ: Nợ vay	-11.448
Trừ: Lợi ích CĐTS	-2.313
Giá trị vốn sở hữu	11.473
Số lượng cổ phiếu (triệu)	311
Giá trị CKDT/CP (đồng)	36.900

Nguồn: dự báo của Vietcap

Hình 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) của PC1 so với WACC và tốc độ tăng trưởng cuối của mô hình định giá CKDT, các yếu tố khác giữ nguyên

		WACC				
Tốc độ tăng trưởng cuối %		12,6%	12,1%	11,6%	11,1%	10,6%
	0,0%	25.600	29.300	33.200	37.600	42.400
	0,5%	28.300	32.200	36.500	41.200	46.400
	1,0%	31.100	35.500	40.100	45.300	50.900
	2,0%	37.900	42.800	48.400	54.600	61.600
	3,0%	45.900	51.900	58.600	66.200	74.900

Nguồn: Vietcap

Các công ty cùng ngành

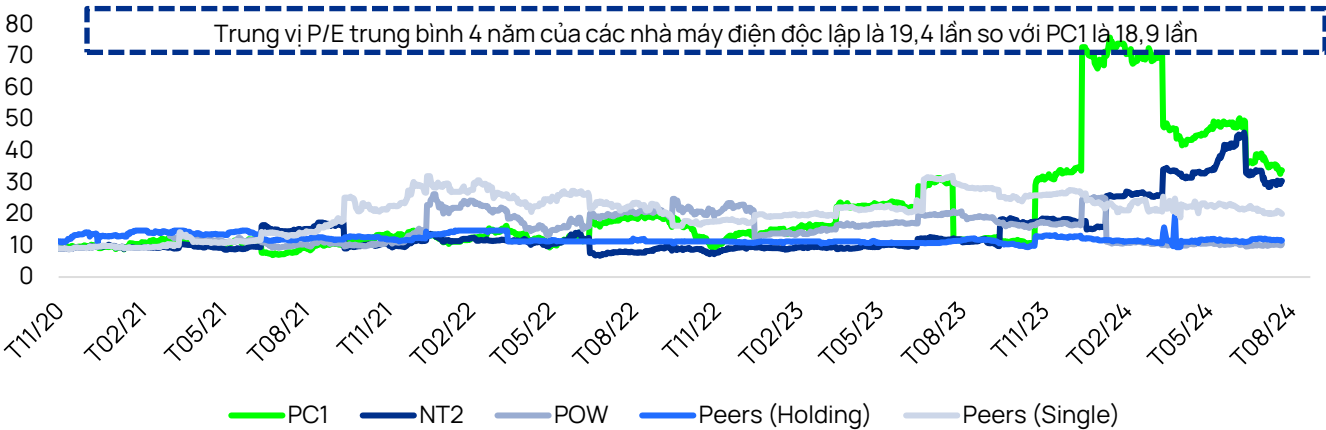
Do PC1 đang chuyển đổi thành một công ty phát điện, chúng tôi tin rằng việc so sánh PC1 với các công ty cùng ngành trong khu vực (Châu Á) và các nhà máy điện đơn lẻ trong nước là phù hợp. Chúng tôi lưu ý rằng hầu hết các công ty trong nhóm các công ty cùng ngành của chúng tôi chủ yếu tập trung vào nhiệt điện than và nhiệt điện khí trong khi PC1 tập trung vào sản xuất thủy điện và điện gió.

Hình 8: Một số công ty cùng ngành

Tên viết tắt	Quốc gia	DT		YoY (%)	LNST		Nợ		ROA (%)	ROE (%)	Lợi		EV/ EBITDA (x)
		VHTT (triệu USD)	thuần trượt (triệu USD)		trượt (triệu USD)	YoY (%)	vay ròng/ VCSH (%)	suất cổ tức (%)			P/E trượt (x)	P/B trượt (x)	
NHÀ MÁY ĐIỆN ĐƠN LẺ													
GUANGZHOU HENG	Trung Quốc	706	693	24,4	35,3	288,0	91,1	1,4	4,4	2,1	16,3	0,8	N/A
GEPIC ENERGY D	Trung Quốc	1.312	389	35,6	85,8	114,5	90,1	2,9	7,3	1,9	14,6	1,1	N/A
GUIZHOU QIANYU	Trung Quốc	4.212	774	-28,6	128,2	-43,5	45,9	2,1	4,4	1,0	32,9	1,4	N/A
YUNNAN WENSHAN	Trung Quốc	978	283	-10,7	40,7	-6,2	125,5	1,8	7,8	1,2	24,1	1,8	N/A
VIVANT CORP	Philippines	284	119	47,7	34,6	-10,2	13,5	6,9	10,9	3,5	8,4	0,9	18,9
SAHACOGEN	Thái Lan	112	145	-12,1	2,7	N/A	40,7	1,0	2,5	1,5	44,4	1,1	11,1
Trung vị		842	336	6,9	38,0	-6,2	68,0	2,0	5,8	1,7	20,2	1,1	15,0
PC1	Việt Nam	339	410	20,5	11,4	5,8	108,4	1,4	4,9	N/A	33,8	1,6	8,5

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 07/08/2024)

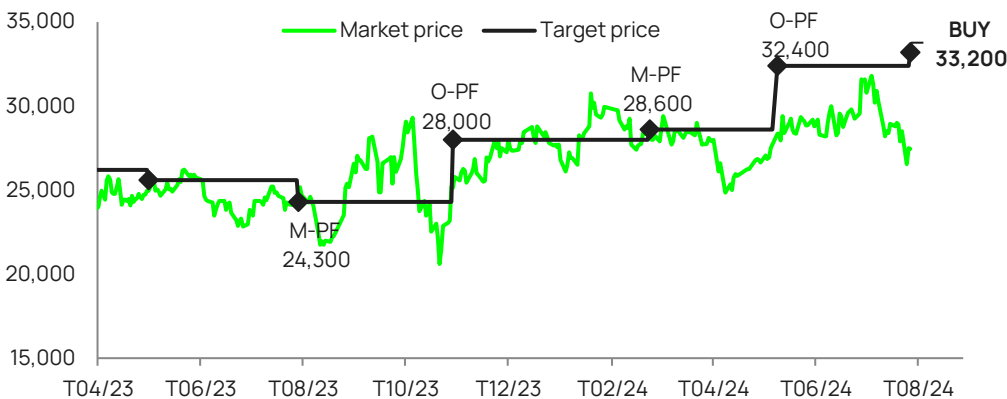
Hình 9: Diễn biến trung vị P/E trượt trên lợi nhuận báo cáo của PC1 so với các công ty cùng ngành (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 07/08/2024)

Diễn biến khuyến nghị

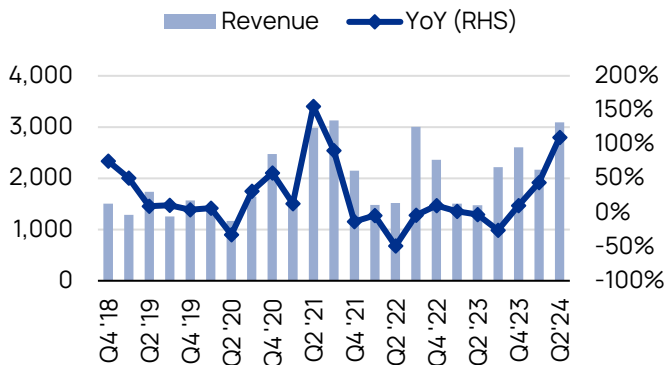
Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/CP) (*)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap (* Lưu ý: Giá mục tiêu được điều chỉnh theo thay đổi về số lượng cổ phiếu đang lưu hành do chia cổ tức cổ phiếu 15% vào ngày 22/11/2023)

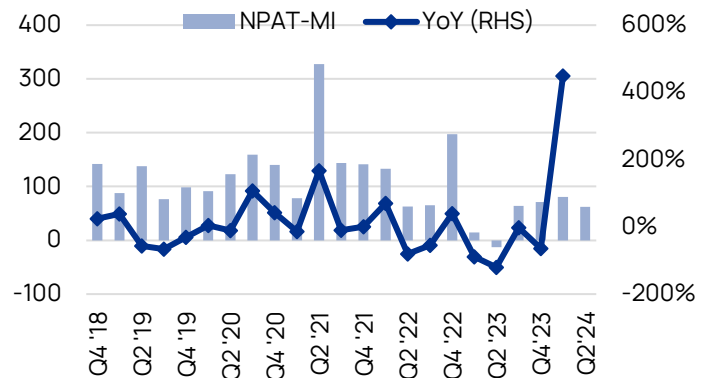
KQKD hàng quý

Hình 11: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



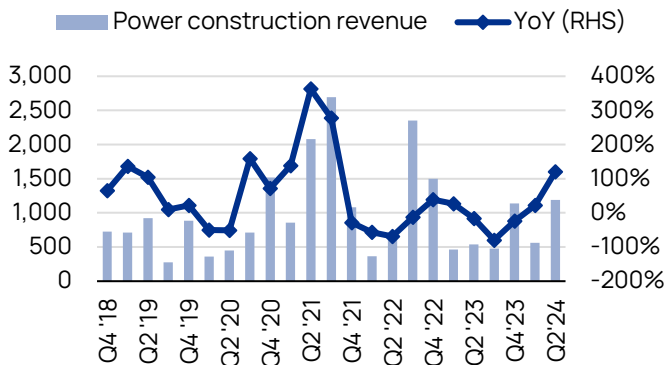
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng) (*)



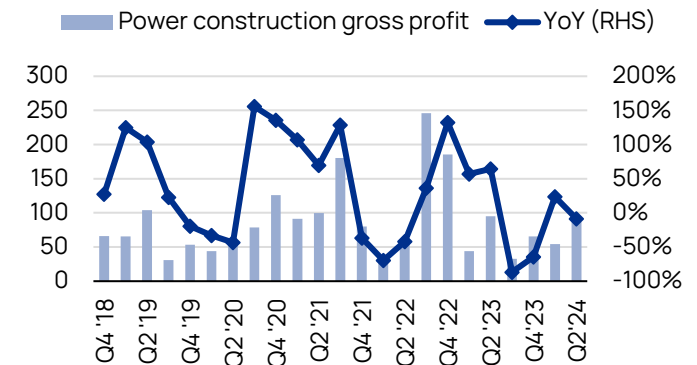
Nguồn: PC1, Vietcap (* LNST sau lợi ích CĐTS quý 2/2021 tăng nhờ khoản lãi 262 tỷ đồng từ việc tái đánh giá tài sản vô hình (quyền khai thác) tại CTCP Khoáng sản Tân Phát mới mua lại; tăng trưởng quý 2/2024 không được trình bày do khoản lỗ vào quý 2/2023)

Hình 13: Doanh thu của mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



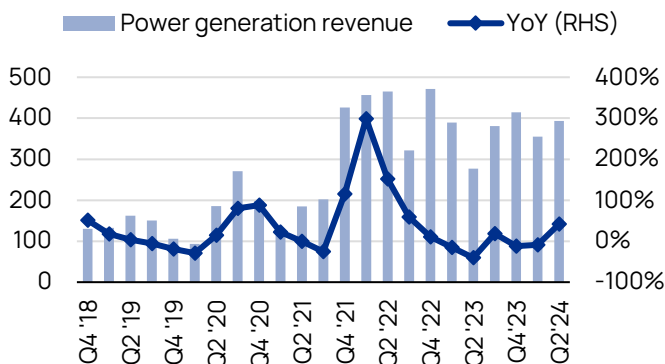
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 14: Lợi nhuận gộp của mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



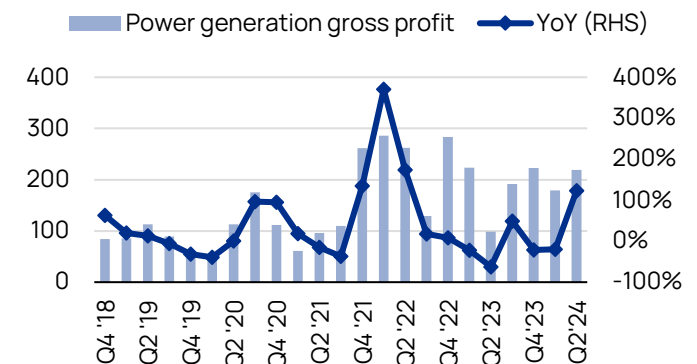
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 15: Doanh thu của mảng phát điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 16: Lợi nhuận gộp của mảng phát điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, Vietcap

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	7.775	9.913	12.498	15.031
Giá vốn hàng bán	-6.194	-7.909	-10.023	-11.950
Lợi nhuận gộp	1.581	2.004	2.475	3.081
Chi phí bán hàng	-56	-91	-115	-167
Chi phí quản lí DN	-335	-432	-493	-559
LN thuần HĐKD	1.190	1.481	1.867	2.354
Doanh thu tài chính	183	115	119	182
Chi phí tài chính	-967	-873	-707	-772
Trong đó, chi phí lãi vay	-844	-766	-707	-772
Lợi nhuận từ công ty LDLK	2	105	127	308
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-18	0	0	0
LNTT	389	828	1.405	2.072
Thuế TNDN	-86	-126	-218	-342
LNST trước lợi ích CĐTS	303	702	1.187	1.730
Lợi ích CĐ thiếu số	-163	-226	-311	-329
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	140	476	876	1.400
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	204	583	876	1.400
EBITDA	1.953	2.437	2.823	3.309
EPS báo cáo, VND	417	1.419	2.609	4.172
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	621	1.763	2.609	4.172
EPS pha loãng, VND	621	1.763	2.609	4.172
DPS báo cáo, VND	0	0	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	0%	0%	38%	24%

(1) Điều chỉnh theo các khoản bất thường

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-7,0%	27,5%	26,1%	20,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-9,7%	24,5%	26,1%	26,0%
Tăng trưởng LNTT	-35,8%	112,9%	69,7%	47,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	-69,6%	240,1%	83,9%	59,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	20,3%	20,2%	19,8%	20,5%
Biên LN từ HĐKD %	15,3%	14,9%	14,9%	15,7%
Biên EBITDA %	25,1%	24,6%	22,6%	22,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	1,8%	4,8%	7,0%	9,3%
ROE %	2,7%	9,0%	15,3%	22,0%
ROA %	0,7%	2,3%	3,7%	4,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	54	58	72	85
Số ngày phải thu	141	126	116	100
Số ngày phải trả	69	52	51	53
TG luân chuyển tiền	126	131	137	132
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,5	1,6	1,9	1,7
CS thanh toán nhanh	1,3	1,3	1,5	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,6	0,6
Nợ/Tài sản	53,1%	53%	52%	54%
Nợ/Vốn sử dụng	59,6%	60%	58%	60%
Nợ/Vốn CSH	119,1%	120%	100%	109%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,4	1,9	2,6	3,0

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	2.082	2.187	3.774	4.636
Đầu tư TC ngắn hạn	781	781	781	781
Các khoản phải thu	2.821	4.029	3.944	4.280
Hàng tồn kho	944	1.557	2.401	3.188
TS ngắn hạn khác	240	240	240	240
Tổng TS ngắn hạn	6.868	8.794	11.140	13.125
TS dài hạn (gộp)	14.474	14.858	17.308	22.257
- Khấu hao lũy kế	-3.460	-4.350	-5.239	-6.128
TS dài hạn (ròng)	11.014	10.508	12.069	16.129
Đầu tư TC dài hạn	1.607	1.607	1.607	1.607
TS dài hạn khác	746	680	612	547
Tổng TS dài hạn	13.367	12.794	14.288	18.283
Tổng Tài sản	20.235	21.588	25.428	31.408
Phải trả ngắn hạn	1.049	1.219	1.585	1.918
Nợ ngắn hạn	2.839	3.598	3.434	4.966
Nợ ngắn hạn khác	828	828	828	828
Tổng nợ ngắn hạn	4.715	5.644	5.847	7.711
Nợ dài hạn	7.902	7.850	9.802	12.017
Nợ dài hạn khác	348	348	348	348
Tổng nợ	12.964	13.842	15.997	20.077
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.110	3.110	3.110	3.110
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
Lợi nhuận giữ lại	1.362	1.750	2.434	3.200
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	2.087	2.313	3.434	4.573
Vốn chủ sở hữu	7.270	7.746	9.432	11.331
Tổng cộng nguồn vốn	20.235	21.588	25.428	31.408
CP lưu hành cuối năm (tr)	311	311	311	311
CP lưu hành cuối năm (tr) (pha loãng)	311	311	311	311

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	2.581	2.082	2.187	3.774
Lợi nhuận sau thuế	140	476	876	1.400
Khấu hao	763	956	956	956
Thay đổi vốn lưu động	-76	-1.651	-393	-790
Điều chỉnh khác	205	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.032	-219	1.439	1.566
Chi mua sắm TSCĐ	-475	-384	-2.450	-4.950
Đầu tư, ròng	420	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-55	-384	-2.450	-4.950
Cổ tức đã trả	-124	0	0	-311
Tăng (giảm) vốn	3	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-839	760	-164	1.532
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-382	-52	1.952	2.216
Tiền từ các hoạt động TC	-150	0	810	810
Tiền từ hoạt động TC	-1.492	708	2.598	4.247
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-514	105	1.587	863
Tiền cuối năm	2.082	2.187	3.774	4.636

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap

Phụ lục

Chúng tôi duy trì dự báo PC1 sẽ bổ sung 300 MW công suất điện gió trong năm 2027/28

Chúng tôi duy trì giả định rằng PC1 sẽ lắp đặt thêm 2 dự án điện gió trên bờ (mỗi dự án 150 MW) với giá FIT ưu đãi là 6,81 US cent/kWh – thấp hơn 20% so với giá FIT ưu đãi hiện tại là 8,5 US cent/kWh. Đối với mỗi dự án mở rộng mới, chúng tôi giả định tổng vốn đầu tư XDCB đạt 6 nghìn tỷ đồng (tương đương 1,7 triệu USD/MW) – trong đó 70% sẽ được tài trợ bằng nợ vay. Chúng tôi giả định rằng PC1 sẽ sở hữu 55% các dự án điện gió mới này, trong khi 45% còn lại sẽ do đối tác chiến lược nắm giữ. Tuy nhiên, tại ĐHCĐ thường niên năm 2024 của PC1, ban lãnh đạo cho biết công ty sẽ ưu tiên phát triển thêm các khu công nghiệp, bất động sản thương mại và mở rộng dịch vụ ký hợp đồng EPC cho các dự án năng lượng tái tạo ở nước ngoài (như Úc và Lào). Mặt khác, PC1 sẽ trì hoãn đầu tư vào năng lượng tái tạo để chờ chính sách thuận lợi, chi phí đầu tư giảm. Do đó, chúng tôi trì hoãn giả định CoD 2 dự án điện gió bổ sung thêm 1 năm, lần lượt sang năm 2027 và 2028. Dựa trên ước tính của chúng tôi, các dự án mở rộng này sẽ đóng góp trung bình 162 tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi trong giai đoạn 2027-2028.

Hình 17: Tóm tắt đầu tư điện gió của PC1

Nhà máy	COD dự kiến	Khấu hao (năm)	Giá FIT ưu đãi (US cent/kWh)	Công suất (MW)	Vốn đầu tư XDCB/MW (Tỷ đồng)	Hệ số tải
Liên Lập	Cuối năm 2021	20	8,5	48	41,7	38%
Phong Huy	Cuối năm 2021	20	8,5	48	41,7	38%
Phong Nguyên	Cuối năm 2021	20	8,5	48	41,7	38%
Dự án mở rộng 1	2027	20	6,8	150	40,0	36%
Dự án mở rộng 2	2028	20	6,8	150	40,0	36%

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap (COD = Ngày vận hành thương mại)

Hình 18: Dự báo của Vietcap cho mảng điện gió của PC1

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Công suất (MW)	144	144	144	144	294	444
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	450	460	460	457	924	1.390
Doanh thu	911	978	978	972	1.764	2.557
LNST trước lợi ích CĐTTS	169	218	341	368	591	802
LNST sau lợi ích CĐTTS	93	120	187	202	325	441

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap

PC1 tăng cường đầu tư vào mảng khai thác mỏ

Vào ngày 16/06/2021, PC1 mua lại 23,3% cổ phần của CTCP Thương mại Khoáng sản Tân Phát (“Khoáng sản Tân Phát”) với giá 233 tỷ đồng, nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty này từ 33,9% lên 57,2%. Khoáng sản Tân Phát nắm giữ quyền khai thác mỏ đồng-niken tại huyện Hòa An, tỉnh Cao Bằng.

Dự án khai thác niken có vẻ hấp dẫn nhờ nhu cầu ổn định và giá bán thuận lợi. Chủ tịch HĐQT PC1 cho biết, công ty đã theo đuổi dự án này từ năm 2013 và PC1 đã nhận được giấy phép đầu tư khai thác khoáng sản vào năm 2021; do đó, đây không phải là một khoản đầu tư mới. PC1 đã xây dựng đội ngũ vận hành cho dự án này. Tổng chi phí đầu tư của dự án này (Giai đoạn 1) là 1,5 nghìn tỷ đồng. Trữ lượng của mỏ này là 14 triệu tấn, PC1 dự kiến sẽ phải mất 15-20 năm mới khai thác hết mỏ này. Công ty lạc quan về khả năng sinh lời của dự án này do IRR ở mức 17%-18%, dựa trên giả định giá niken là 17.000-18.000 USD/tấn.

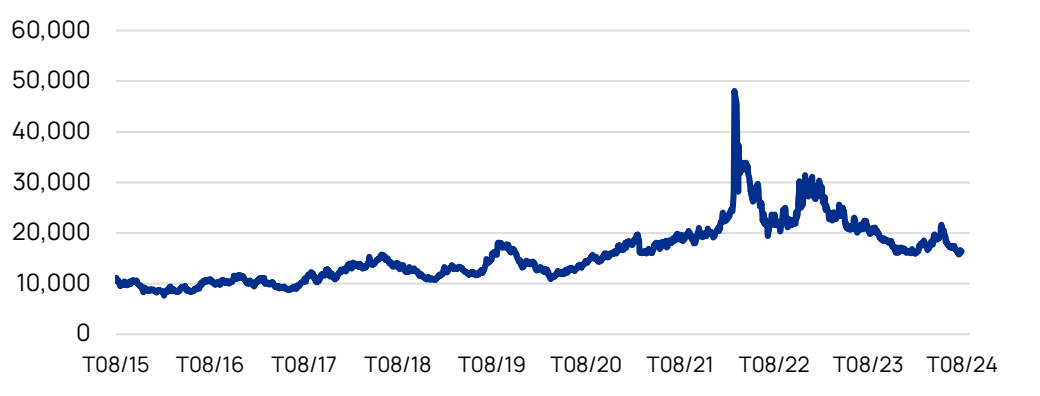
Trong Báo cáo Cập nhật tháng 8 này, chúng tôi duy trì giả định giá bán niken và dự báo của chúng tôi.

Hình 19: Dự báo cho dự án niken của PC1

Năm	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng sản xuất* (tấn/năm)	700.000	700.000	700.000	700.000	700.000
Hiệu suất hoạt động %	100%	100%	100%	100%	100%
Tỷ lệ tinh chế %	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%
Sản lượng bán** (tấn)	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552
Giá niken (USD/tấn)	17.000	18.000	18.000	18.000	20.000
Doanh thu (tỷ đồng)	1.185	1.249	1.249	1.249	1.376
Giá vốn hàng bán	(812)	(830)	(835)	(840)	(870)
Lợi nhuận gộp	373	419	414	409	506
Chi phí SG&A	(78)	(82)	(82)	(82)	(91)
Lợi nhuận từ HĐKD	295	337	332	327	415
Chi phí lãi vay	(70)	(61)	(52)	(44)	(35)
LNTT	225	275	279	283	380
Chi phí thuế	(45)	(55)	(56)	(57)	(76)
LNST	180	220	223	226	304
Lợi ích CĐTS (43%)	(77)	(95)	(96)	(97)	(131)
LNST sau lợi ích CĐTS	103	126	127	129	173

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap (* Khai thác thô, trước khi chế biến thành quặng niken; ** Niken tiêu chuẩn LME)

Hình 20: Giá niken giao dịch trên Sàn giao dịch kim loại Luân Đôn (USD/tấn) trong giai đoạn 2015-2024



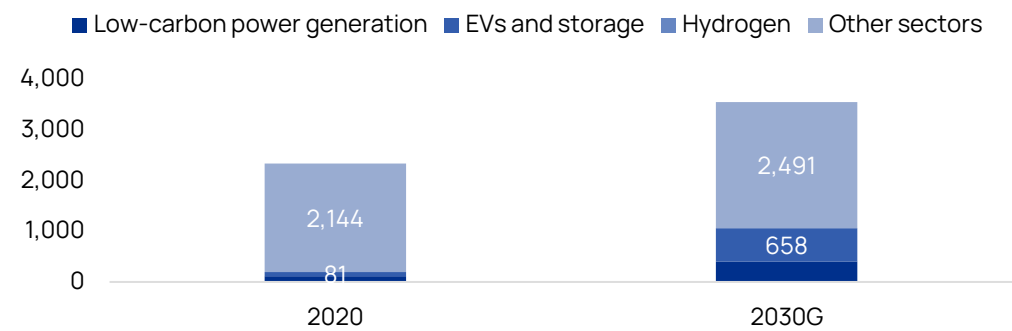
Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Từ năm 2011 đến năm 2021, giá niken dao động trong khoảng 10.000-20.000 USD/tấn. Tuy nhiên, giá niken đã tăng lên hơn 40.000 USD/tấn trong nửa đầu năm 2022 chủ yếu do xung đột Nga-Ukraine. Nga chiếm 9% nguồn cung niken của thế giới và sở hữu 1/3 lượng niken cao cấp nhất thế giới. Loại quặng này thích hợp để sản xuất niken sunfat, nguyên liệu quan trọng được sử dụng trong sản xuất pin xe điện. Sau khi xung đột Nga-Ukraine bắt đầu vào đầu năm 2022, một số nước phương Tây đã áp đặt lệnh cấm xuất khẩu đối với Nga, khiến nguồn cung niken toàn cầu bị thắt chặt.

Giá niken đóng cửa giao dịch năm 2023 ở mức khoảng 16.600 USD/tấn (-20% so với cuối năm 2022). Trung bình, niken được giao dịch ở mức gần 21.700 USD (-15% so với mức trung bình của năm 2022). Giá niken giảm chủ yếu do nguồn cung ngày càng tăng từ Indonesia và Philippines (2 trong số những nước sản xuất niken lớn nhất thế giới).

Theo Hiệp hội Năng lượng Quốc tế, nhu cầu niken dự kiến sẽ tăng với CAGR đạt 4,3% trong giai đoạn 2020-2030 nhờ nhu cầu gia tăng từ sản xuất điện phát thải carbon thấp, xe điện và sản xuất thép không gỉ.

Hình 21: Triển vọng nhu cầu niken theo ngành (nghìn tấn)



Nguồn: Cơ quan Năng lượng Quốc tế, Vietcap

Công ty liên kết KCN Western Pacific của PC1

PC1 đã mua lại 30% cổ phần của CTCP Western Pacific vào năm 2021. Theo cuộc thảo luận của chúng tôi với PC1, ban lãnh đạo chỉ ra rằng PC1 đã mua lại 15% cổ phần từ các cổ đông hiện hữu của Western Pacific và số cổ phần còn lại thông qua phát hành riêng lẻ. Chi phí mua lại là 1,1 nghìn tỷ đồng.

Western Pacific sở hữu 62% cổ phần của KCN Yên Phong II-A tỉnh Bắc Ninh và Trung tâm Logistic Thông minh đặt tại KCN này. Yên Phong II-A đã được UBND tỉnh Bắc Ninh chấp thuận đầu tư với tổng diện tích 158 ha. Tổng chi phí đầu tư là 1,8 nghìn tỷ đồng, trong đó Western Pacific đóng góp 275 tỷ đồng. Tính đến thời điểm hiện tại, toàn bộ 158 ha diện tích đất đã nhận được tiền đặt cọc với giá bán trung bình đạt khoảng 150 USD/m². PC1 dự kiến Western Pacific sẽ ghi nhận 300 tỷ đồng LNST trong năm 2024, trong đó 191 tỷ đồng lợi nhuận đã được ghi nhận trong 6 tháng đầu năm 2024.

Theo PC1, CTCP Western Pacific có kế hoạch đầu tư 100% vào KCN rộng 600 ha (tổng diện tích cho giai đoạn 1 và giai đoạn 2 lần lượt là 237 và 332 ha) tại tỉnh Hà Nam, nằm trong quy hoạch tổng thể của tỉnh. Theo Chủ tịch HĐQT PC1, CTCP Western Pacific đặt mục tiêu khởi công dự án KCN này trong quý 3/2024 sau khi nhận được phê duyệt đầu tư cho giai đoạn 1 vào tháng 7/2024. Do đó, chúng tôi dự báo dự án này sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2026. Chúng tôi giả định ASP đạt 120 USD/m² và tổng chi phí đầu tư đạt khoảng 8,5 nghìn tỷ đồng cho cả 2 giai đoạn. Theo ước tính của chúng tôi, KCN này có thể đem lại tổng cộng khoảng 15,3 nghìn tỷ đồng doanh thu và khoảng 5,2 nghìn tỷ đồng LNST trong giai đoạn 2026-2032. Chúng tôi ước tính KCN Hà Nam sẽ đóng góp 483 tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTTS cho PC1 trong giai đoạn 2026- 2028.

Trong dài hạn, Western Pacific đặt mục tiêu mở rộng tổng quỹ đất công nghiệp lên 1.000 ha vào năm 2025 và 2.000-3.000 ha vào năm 2030. PC1 tự tin có thể ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất KCN bắt đầu từ năm 2024 nhờ nhu cầu vững chắc tại Việt Nam. Ngoài ra, ban lãnh đạo kỳ vọng việc cho thuê đất KCN sẽ có khả năng sinh lời cao với IRR đạt 25%-30% và biên lợi nhuận ròng đạt 35%-40% nhờ vị trí lý tưởng của KCN và giá cho thuê thuận lợi.

Hình 22: Dự báo lợi nhuận của Vietcap cho các KCN của CTCP Western Pacific

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024-2028F
Doanh thu	-	1.446	1.583	3.780	2.710	3.364	12.883
LNST sau lợi ích CĐTTS	-	351	421	1.022	709	1.053	3.555
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTTS của PC1	-	105	127	308	213	317	1.069
Từ KCN Yên Phong - Bắc Ninh	-	105	127	126	7	7	371
Từ KCN Đồng Văn - Hà Nam	-	-	-	131	149	203	483
Từ KCN Yên Lư - Bắc Giang	-	-	-	51	58	106	215

Nguồn: PC1, Vietcap

PC1 dự kiến phát triển KCN Nomura Hải Phòng Giai đoạn 2, công ty sở hữu 100% dự án này

Tại ĐHCĐ thường niên năm 2023 của PC1, các cổ đông đã thông qua đề xuất của công ty là phát triển hơn 1.500 ha bất động sản khu công nghiệp đến năm 2033 với IRR dự kiến trên 20%. Vào năm 2023, PC1 sẽ tập trung vào việc mở rộng 200 ha cho KCN Nomura. Chúng tôi lưu ý rằng PC1 có kế hoạch nắm giữ 100% quyền sở hữu KCN Nomura – Giai đoạn 2; hiện tại công ty sở hữu 70% cổ phần của KCN Nomura – Giai đoạn 1 rộng 158 ha.

Tổng vốn đầu tư XDCHB cho dự án này ước tính đạt 2,5 nghìn tỷ đồng. PC1 đặt mục tiêu có được giấy phép đầu tư cho dự án này vào nửa đầu năm 2024 và bắt đầu giải phóng mặt bằng. Chúng tôi dự báo KCN Nomura – Giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động vào năm 2026 với 70% tổng diện tích khu đất có thể cho thuê và giá cho thuê trung bình tương đương với giá của KCN Nomura – Giai đoạn 1 (hiện tại là khoảng 120 USD/m2/50 năm). Chúng tôi ước tính dự án này sẽ đóng góp 687 tỷ đồng lợi nhuận cho PC1 trong giai đoạn 2026-2028. Tại cuộc họp nhà đầu tư gần nhất của công ty, PC1 chia sẻ rằng công ty kỳ vọng nhận được phê duyệt đầu tư vào đầu năm 2025.

Hình 23: : Dự báo lợi nhuận của Vietcap cho KCN Nomura – Giai đoạn 2

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024- 2028F
Doanh thu	-	-	-	909	927	1.419	3.255
LNST sau lợi ích CĐTS	-	-	-	163	202	393	757

Nguồn: PC1, Vietcap

Các dự án BĐS nhà ở của PC1

Chúng tôi đã thêm các dự án Bắc Từ Liêm (Hà Nội) và Tháp Vàng (Gia Lâm, Hà Nội) vào dự báo dựa trên kế hoạch của PC1. Chúng tôi trì hoãn thời gian phát triển và ghi nhận doanh thu của dự án BĐS nhà ở Gia Lâm thêm 1 năm sang giai đoạn 2026-2027 do PC1 đang trong quá trình xin phê duyệt đầu tư cho dự án này. Ngoài ra, chúng tôi duy trì các giả định về mốc thời gian phát triển đối với các dự án BĐS nhà ở khác của PC1, bao gồm Định Công và Vĩnh Hưng.

Hình 24: Đóng góp của mảng BĐS vào LNST sau lợi ích CĐTS của PC1

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng 2024- 2028F
Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTS của PC1	9	86	96	353	433	977
Tháp Vàng	-	77	77	-	-	154
Gia Lâm	-	-	10	24	-	34
Định Công	-	-	-	94	161	255
Bắc Từ Liêm	-	-	-	128	206	334
Vĩnh Hưng	-	-	-	97	57	154
Khác (bao gồm cho thuê BĐS)	9	9	9	9	10	46

Nguồn: : dự báo của Vietcap

Hình 25: Các dự án BĐS nhà ở của PC1

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Sản phẩm	Năm mở bán dự kiến	Năm hoàn thành	Tiềm năng doanh thu (tỷ đồng)
Tháp Vàng	Hà Nội	1,5	Thấp tầng	2025	2026	1.500
Gia Lâm	Hà Nội	0,7	Thấp tầng	2026	2027	258
Định Công	Hà Nội	1,5	Đa mục đích	2027	2029	1.086
Bắc Từ Liêm	Hà Nội	5,2	Đa mục đích	2027	2029	2.410
Vĩnh Hưng	Hà Nội	2,1	Đa mục đích	2027	2029	881

Nguồn: PC1, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald
Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Phó Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức
Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.