

CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)

Doanh nghiệp đầu ngành với tiềm năng phát triển lớn

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@kbsec.com.vn

06/04/2022

Mảng xây lắp điện được hưởng lợi nhờ vào kế hoạch đầu tư xây lắp điện trung bình năm giai đoạn 2021-2045 gấp 2 lần giai đoạn 2016-2020

Lợi nhuận mảng điện gió sẽ thuận lợi trong 2022 còn mảng thủy điện sẽ tích cực trong dài hạn

Mảng BĐS và mỏ khoáng sản sẽ là động lực tăng trưởng mới trong giai đoạn tới

Khuyến nghị MUA cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu 58,300 VNĐ/cổ phiếu

Với nhu cầu điện ngày càng cao, trong các năm qua, Chính phủ liên tục đầu tư vào các trạm biến áp và đường dây truyền tải. Theo chúng tôi tính toán dựa trên Dự thảo QHĐ VIII, khối lượng công việc trung bình năm của cả đường dây và trạm đều đạt mức tăng trưởng 3 chữ số và sẽ đem lại tăng trưởng CAGR = 25%/năm cho PC1 trong giai đoạn 5 năm tới.

Chúng tôi kì vọng 3 nhà máy điện gió của PC1 sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện gió hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao, đồng thời các nhà máy thủy điện lại gặp khó khăn do tình hình thủy văn không thuận lợi trong năm 2022. Đối với mảng thủy điện, chúng tôi cho rằng đây sẽ là một năm kém tích cực với thủy điện khi La Nina có thể sẽ kết thúc vào Quý 3/2022. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ bùng nổ khi PC1 đưa vào vận hành lần lượt 4 nhà máy thủy điện mới, giúp tăng tổng công suất mảng thủy điện lên 50%.

Chúng tôi kì vọng PC1 sẽ bàn giao đúng kế hoạch và thu được tổng cộng 3.2 nghìn tỷ VNĐ doanh thu và 1.2 nghìn tỷ VNĐ lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2022-2025. Thêm vào đó, 3 KCN chuẩn bị được mở bán trong giai đoạn tới sẽ đóng góp từ 600-1,000 tỷ lợi nhuận từ doanh thu liên doanh – liên kết trong giai đoạn 2023-2026. Ngoài ra, mỏ khoáng sản Nickel mới sở hữu sẽ đi vào hoạt động trong 2023, góp phần đem lại nguồn doanh thu lớn cho PC1 trong bối cảnh nhu cầu và giá Nickel đang tăng mạnh trong những năm tới.

Dựa trên tiềm năng và rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cổ phiếu PC1 theo phương pháp Định giá từng phần (SOTP) với mức giá mục tiêu 58,300 VNĐ/cổ phiếu, upside 25.9% so với giá đóng cửa ngày 05/04/2022.

Mua

Giá mục tiêu	VNĐ 58,300
Tổng mức sinh lời (%)	25.9%
Giá hiện tại (06/04/2022)	VNĐ 42,300
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ 51,800
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	10,890

Dự phóng KQKD & định giá

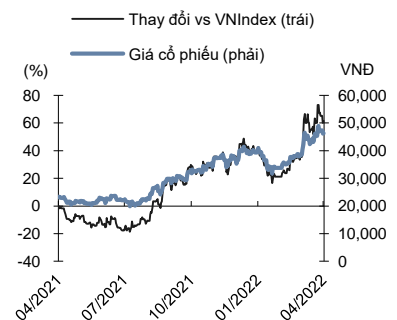
Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	6,679	9,813	9,387	13,063
EBIT	823	850	1,547	2,524
LN sau CĐTS	513	691	978	2,045
EPS (VNĐ)	2,682	3,003	4,158	8,695
Thay đổi EPS (%)	19.4	12.0	38.0	109.0
P/E (x)	6.9	13.1	14.0	6.7
EV/EBITDA (x)	6.0	14.5	9.9	6.6
P/B (x)	0.7	1.7	1.9	1.3
ROE (%)	11.4	12.2	13.0	18.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0.4	0.3	0.0	0.0

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	74.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	96.83
Sở hữu nước ngoài (%)	44.9%
Cổ đông lớn	CTCP BEHS (24.04%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
PC1	20.3	12.9	45.4	101.3
VNINDEX	19.1	13.1	29.6	64.2



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Tập đoàn PC1 (PC1) được thành lập từ năm 1963 với tên gọi ban đầu là Công ty Xây lắp đường dây và trạm trực thuộc Cục Điện lực. Trải qua gần 60 năm xây dựng và phát triển, công ty đã vươn lên vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp đường dây truyền tải và trạm biến áp cho ngành điện Việt Nam. Ngoài mảng hoạt động truyền thống là xây lắp điện, PC1 hiện nay đã trở thành một doanh nghiệp kinh doanh đa ngành, mở rộng sang các lĩnh vực: Sản xuất công nghiệp (kết cấu thép và cột điện); Đầu tư năng lượng tái tạo; Phát triển dự án bất động sản. Ngoài ra, hai mảng hoạt động mới đang được công ty triển khai là khai khoáng và khai thác khu công nghiệp sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2023.

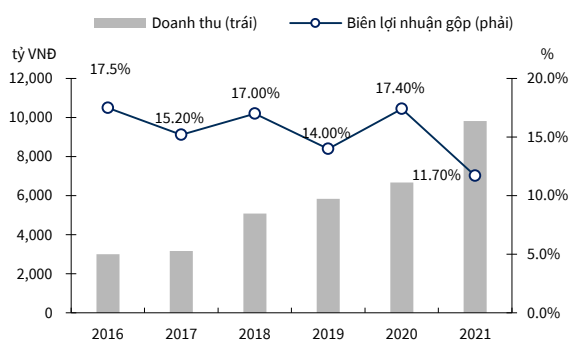
Hoạt động kinh doanh của PC1

Hiện tại doanh thu của PC1 tới từ các nguồn chính: **(1)** Xây lắp điện, **(2)** Sản xuất công nghiệp, **(3)** Mảng Bất động sản, **(4)** Đầu tư năng lượng. Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp là 2 mảng kinh doanh truyền thống với thị phần số 1 thị trường, EVN cùng các công ty con là nhóm khách hàng chủ yếu đóng góp khoảng 70-80% tổng doanh thu 2 mảng này của PC1. Về mảng BĐS, PC1 là một chủ đầu tư uy tín, tập trung vào phân khúc trung cấp với 5 dự án đã bàn giao đầy đủ pháp lý cho khách hàng và PC1 dự kiến sẽ có thêm 3 dự án mới sẽ được mở bán trong 5 năm tới. Đối với mảng năng lượng, PC1 đang dần chuyển dịch cơ cấu sang mảng này với việc tập trung đầu tư vào dự án thủy điện nhỏ, có CSTK từ 30MW trở xuống, do lĩnh vực này vận hành đơn giản, hoạt động ổn định và được nhiều ưu đãi từ các cơ chế hỗ trợ của chính phủ. Bên cạnh đó, công ty cũng sở hữu cụm 3 dự án điện gió tại Quảng Trị đã COD (Vận hành thương mại) trước ngày 01/11/2021, đảm bảo được nhận giá FIT 8.5 cent/kWh trong 20 năm kế tiếp.

Doanh thu 2021 tăng nhẹ so với cùng kỳ nhưng LNST tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đền bù đất

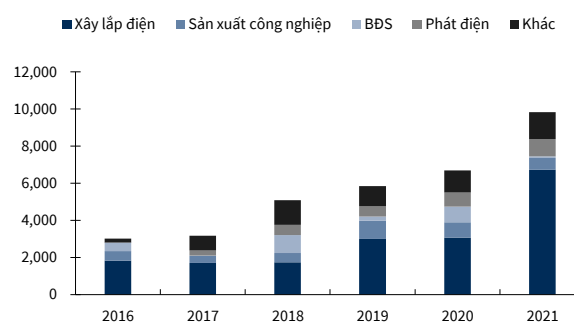
Kết thúc năm 2021, doanh thu và LNST của PC1 đạt 9,813 tỷ VNĐ (+47 YoY) và 764 tỷ VNĐ (+40% YoY). Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ hoạt động tổng thầu EPC các công trình điện gió nhờ vào xu hướng phát triển năng lượng tái tạo của Chính phủ, doanh thu bán điện tăng trưởng lần lượt 24% YoY nhờ tình hình thủy văn thuận lợi trong khi sản xuất công nghiệp và bất động sản giảm do ảnh hưởng từ giá thép và không có dự án được triển khai sau PCC1 Thanh Xuân. Đáng chú ý, PC1 đã ghi nhận khoản doanh thu tài chính 262 tỷ đồng do đánh giá lại khoản đầu tư nâng tỷ lệ sở hữu ở CTCP Khoáng sản Tấn Phát.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của PC1, 2016-2021 (tỷ đồng)



Nguồn: KBSV, PC1

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của PC1, 2016-2021 (tỷ đồng)



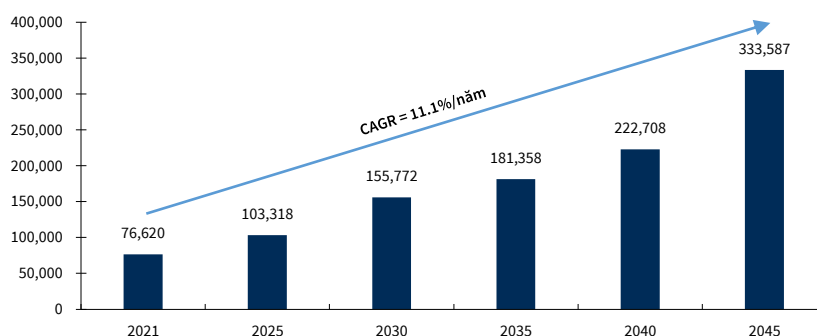
Nguồn: KBSV, PC1

Điểm nhấn đầu tư

Nhu cầu nâng cấp hệ thống truyền tải điện đang quá tải cùng với các chính sách khuyến khích năng lượng tái tạo giúp thúc đẩy khối lượng hợp đồng xây lắp trong trung và dài hạn

Đầu tư lưới điện liên quan đến an ninh năng lượng quốc gia và được quy hoạch cụ thể bởi Chính phủ. Với nhu cầu điện ngày càng cao, trong các năm qua, Chính phủ liên tục đầu tư vào các trạm biến áp và đường dây truyền tải. Theo Dự thảo Quy hoạch điện (QHĐ) VIII, tốc độ tăng trưởng công suất nguồn điện sẽ đạt 11.1%/năm, do đó nhu cầu xây dựng mạng lưới truyền tải điện vẫn còn rất lớn, điều này sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp trong ngành xây lắp điện. Tổng mức đầu tư dự kiến cho giai đoạn 2021-2045 theo QHĐ VII là 369.8 tỷ USD, tương đương khoảng 8,459,359 tỷ VNĐ. Trong cơ cấu đầu tư này, tổng mức đầu tư cho lưới điện chiếm 26.5%, tương đương 2,264,816 tỷ VNĐ. Ngoài ra, EVN sẽ tiếp tục phải đẩy nhanh tiến độ của các dự án xây dựng truyền tải điện lớn đặc biệt ở tuyến Trung – Nam để đảm bảo hệ thống đáp ứng đủ công suất cho các dự án điện mặt trời và điện gió tại khu vực này khi xu hướng đầu tư vào ngành này đang dần được mở rộng. Đây sẽ là lợi thế đối với các doanh nghiệp xây lắp điện, đặc biệt là PC1 với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành trong mảng xây lắp đường truyền tải điện.

Biểu đồ 3. Tổng công suất nguồn lắp đặt tăng trưởng 2 chữ số và gấp 4 lần trong 15 năm tới (MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Theo chúng tôi tính toán dựa trên Dự thảo QHĐ VIII, khối lượng công việc trung bình năm của cả đường dây và trạm đều đạt mức tăng trưởng 3 chữ số, điều này là hợp lý khi: **(1)** Công suất và sản lượng điện tái tạo tăng trưởng nhanh do xu hướng đầu tư vào năng lượng xanh trên toàn cầu và **(2)** Đường dây hiện đang quá tải do công suất đấu nối cục bộ của một số vùng tập trung các dự án năng lượng tái tạo (Trung và Nam Bộ) vượt quá nhu cầu đáp ứng của hệ thống lưới điện. Đặc biệt, chúng tôi cho rằng tiến độ giải ngân trung bình năm của EVNNPT (Một khác hàng lớn của PC1) sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng xây lắp điện. Bình quân giá trị giải ngân cho các dự án truyền tải điện trong giai đoạn 2021-2045 sẽ tăng mạnh 111%, đạt mức ~90,600 tỷ đồng/năm so với mức ~43,000 tỷ/năm của giai đoạn 2016-2020. Chúng tôi ước tính kế hoạch đầu tư này sẽ đem lại **tăng trưởng CAGR = 25%/năm** cho PC1 trong giai đoạn 5 năm tới.

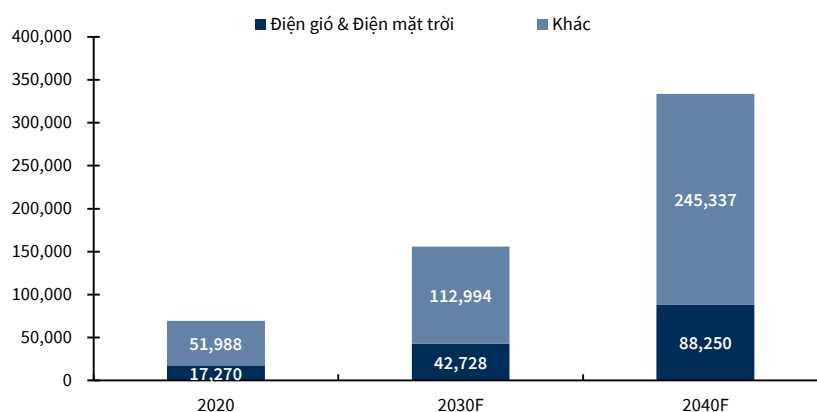
Bảng 1. Quy hoạch đầu tư lưới điện Việt Nam giai đoạn 2021-2045

Hạng mục đầu tư	Đơn vị	Giai đoạn 2016-2020		Giai đoạn 2021-2045	
		Tổng khối lượng	Trung bình năm	Tổng khối lượng	Trung bình năm
Trạm biến áp 220 kV	Mega Volt-Ampere (MVA)	28,743	5,749	203,311	8,132
Trạm biến áp 500 kV	Mega Volt-Ampere (MVA)	17,850	3,570	196,500	7,860
Đường dây truyền tải 220 kV và 110 kV	km	10,048	2,010	27,253	1,090
Đường dây truyền tải 500 kV	km	2,221	444	20,304	812
Tổng mức đầu tư	tỷ VNĐ	214,665	42,933	2,264,816	90,593

Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Ngoài nhu cầu lớn từ việc nâng cấp hệ thống truyền tải điện đã quá tải, chúng tôi cũng nhận thấy một cơ hội cho mảng xây lắp điện của PC1 khi công suất lắp đặt mảng năng lượng tái tạo tăng mạnh từ 34.5 GW vào cuối năm 2020 lên 277 GW vào cuối năm 2040 nhờ vào cơ chế giá mới mà EVN đưa ra cho điện gió và điện mặt trời. Với uy tín cũng như kinh nghiệm tổng thầu EPC (Engineering, Procurement and Construction – Hợp đồng thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ và thi công xây dựng công trình) cho các dự án điện gió và điện mặt trời trong năm 2021 như Ia Bang và Tân Phú Đông 2 sẽ đảm bảo khối lượng xây lắp tiềm năng cho PC1 trong tương lai. Chúng tôi cũng lưu ý rằng biên lợi nhuận gộp từ mảng xây dựng năng lượng tái tạo đạt mức 11-15%, cao hơn 6-8% của xây lắp truyền thống, từ đó sẽ mở rộng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện của PC1.

Biểu đồ 4. Cơ cấu nguồn lắp đặt chứng kiến sự tăng mạnh của nhóm năng lượng tái tạo (MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Lợi nhuận được hỗ trợ nhờ cụm điện gió hoạt động cả năm, mảng thủy điện kém tích cực do kết thúc La Nina nhưng dài hạn được hưởng lợi nhờ các dự án mới đi vào hoạt động

Năm 2019, ngay khi nhận thấy bối cảnh chính sách giá mới cho điện mặt trời vẫn còn gặp nhiều khó khăn, ban lãnh đạo công ty đã rất nhanh chóng quyết định tạm hoãn dự án điện mặt trời và linh hoạt ưu tiên đầu tư nhà máy điện gió Liên Lập (công suất 48 MW, tại tỉnh Quảng Trị) và tiếp theo đó là bổ sung thêm 2 dự án nhà máy điện gió Phong Nguyên và Phong Huy cũng tại tỉnh Quảng Trị, nâng tổng công suất lên tới 144 MW. Cụm dự án điện gió này đã được kịp thời xây dựng và COD vào trước ngày 01/11/2021 để hưởng giá FIT 8.5 cent/kWh trong vòng 20 năm kế tiếp. Chúng tôi kì vọng 3 nhà máy điện gió của PC1 sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện

gió hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao, đồng thời các nhà máy thủy điện lại gặp khó khăn do tình hình thủy văn không thuận lợi trong năm 2022. Với biên lợi nhuận gộp cao (>60%), điện gió cùng với thủy điện sẽ là nguồn tiền ổn định hỗ trợ cho dòng tiền của PC1 trong trung và dài hạn.

Đối với mảng thủy điện, chúng tôi cho rằng đây sẽ là một năm kém tích cực với thủy điện khi dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới chỉ ra rằng La Nina có thể sẽ kết thúc vào Quý 3/2022, đồng nghĩa với lượng mưa ít hơn và muộn hơn cho các nhà máy thủy điện để có thể tích nước trong hồ chứa. Trong giai đoạn 2022-2023F, xác suất của El Nino tăng dần sẽ khiến cho các nhà máy thủy điện gặp khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ bùng nổ khi PC1 đưa vào vận hành lần lượt 4 nhà máy thủy điện mới. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng thấy rằng giá bán điện sẽ giữ được mức tăng ổn định CAGR 2%/năm trong dài hạn. Từ khi được ban hành (2009) đến nay, biểu giá chi phí tránh được (biểu giá áp dụng cho thủy điện có công suất <30MW) đã tăng trung bình 3.6%/năm. PC1 với danh mục thủy điện nhỏ dưới 30MW sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi trực tiếp từ việc này với nguồn tiền đều đặn trong dài hạn.

Bảng 2. Mảng điện gió của PC1 hoạt động ổn định với chi phí bán điện cạnh tranh so với nhiệt điện, 2022-2026F

tỷ VNĐ	2022	2023	2024	2025	2026
Sản lượng điện phát (MWh)	504,576	504,576	504,576	504,576	504,576
Doanh thu	990.7	990.7	990.7	990.7	990.7
Lợi nhuận gộp	614.3	614.3	614.3	614.3	614.3
Khấu hao	298.4	298.4	298.4	298.4	298.4
EBITDA	900.4	900.4	900.4	900.4	900.4
Chi phí lãi vay	-219.6	-204.3	-188.9	-173.6	-158.3
Lợi nhuận trước thuế	382.4	397.7	413.0	428.4	443.7
Lợi nhuận sau thuế	382.4	397.7	413.0	406.9	421.5

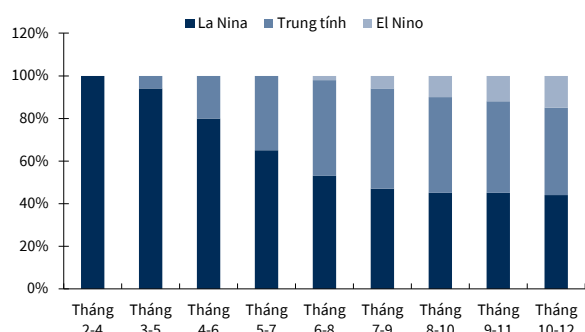
Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 3. Các dự án thủy điện mới của PC1

Dự án	Công suất thiết kế (MW)	Thi công	COD	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)
Bảo Lạc A	30	2021-2023	2024	1,080
Thượng Hà	13	2023-2025	2026	480
Nậm Pồ 5A	20	2023-2026	2026	760
Nậm Pồ 5B	18	2023-2027	2026	648

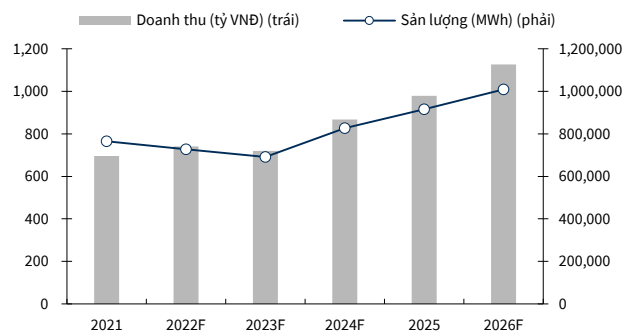
Nguồn: PC1, KBSV

Biểu đồ 5. La Nina có khả năng kết thúc trong Quý 3/2022



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 6. Doanh thu tăng trưởng mạnh từ 2024 nhờ vận hành các nhà máy mới



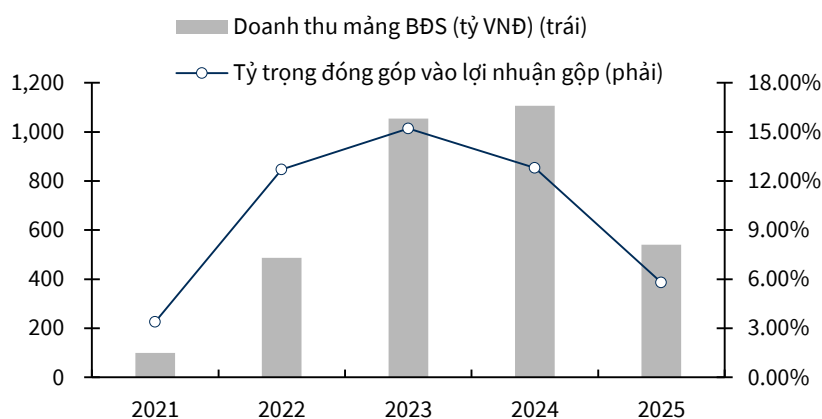
Nguồn: PC1, KBSV

Các dự án BĐS là nhân tố giúp doanh thu PC1 bùng nổ trong giai đoạn 2023-2026

PC1 cũng tham gia vào lĩnh vực đầu tư và kinh doanh bất động sản như các công ty cùng ngành xây dựng. Mặc dù không phải là lĩnh vực kinh doanh chính, tuy nhiên PC1 vẫn thành công với các dự án BĐS của mình (Mỹ Đình Plaza I và Mỹ Đình Plaza II, dự án Nàng Hương,...) nhờ nắm bắt được nhu cầu về phân khúc tầm trung, tiến độ thi công và chất lượng được đảm bảo. Hiện nay công ty đang sở hữu 3 dự án BĐS có thể chờ mở bán là dự án PC1 Định Công, PCC1 Vĩnh Hưng và PCC1 Thăng Long (Bắc Từ Liêm). Năm 2021 do ảnh hưởng từ dịch Covid-19 và vướng mắc về thủ tục pháp lý đã khiến cho quá trình khởi công và bàn giao của PC1 bị chậm trễ. Do đó, chúng tôi kì vọng PC1 sẽ tăng tốc quá trình xây dựng và bàn giao trong 2022-2023 khi dịch bệnh được kiểm soát và những khó khăn về pháp lý được giải quyết. Với 3 dự án được bàn giao, chúng tôi ước tính PC1 sẽ thu được tổng cộng 3.2 nghìn tỷ VNĐ doanh thu và 1.2 nghìn tỷ VNĐ lợi nhuận gộp, đóng góp đều đặn vào doanh thu của PC1 trong giai đoạn 2022-2025.

Về mảng BĐS KCN, PC1 đã công bố thông tin dự kiến mua lại 30% cổ phần của Công ty Cổ phần Western Pacific (WP). WP có 62% cổ phần trong khu công nghiệp Yên Phong II-A ở tỉnh Bắc Ninh và Trung tâm Logistics thông minh nằm trong khu công nghiệp này. Ngoài ra, WP cũng có kế hoạch đầu tư vào 2 KCN mới ở Hà Nam và Bắc Giang với diện tích lần lượt là 691 ha và 263 ha. KCN Yên Phong II-A vừa được UBND tỉnh Bắc Ninh chấp thuận đầu tư với tổng diện tích mặt bằng là 158 ha và 2 KCN còn lại đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. Tổng chi phí đầu tư theo chúng tôi ước tính là 10,346 tỷ VNĐ cho 3 KCN. KBSV giả định 2 KCN Yên Phong và Hà Nam sẽ đi vào cho thuê trong 2H2022 và 2023 trong khi KCN Bắc Giang là năm 2024 với giá thuê lần lượt là 120, 85 và 120 USD/m²/kỳ thuê. Mảng kinh doanh này được kì vọng sẽ đem lại khoản lợi nhuận lớn cho doanh nghiệp với đóng góp từ 600-1,000 tỷ vào lợi nhuận từ liên doanh-liên kết cho PC1 trong giai đoạn 2023-2026.

Biểu đồ 7. Mảng BĐS bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ 2022



Nguồn: PC1, KBSV

Bảng 4. Doanh thu, lợi nhuận và đóng góp của mảng KCN cho PC1

Tỷ VNĐ	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu	832	3,147	4,576	4,575	5,166	306
Lợi nhuận gộp	606	2,347	3,366	3,433	3,969	228
Lợi nhuận sau thuế	523	2,033	2,909	2,976	3,323	197
Đóng góp cho PC1	157	612	875	895	1,000	59

Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 8. Kế hoạch ghi nhận doanh thu mảng BĐS và KCN của PC1

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng doanh thu dự án (tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PC1 Định Công	99.75%	975						
PCC1 Vĩnh Hưng	99.95%	594						
PCC1 Thăng Long	100%	1,620						
KCN Yên Phong II-A	18.65%	4,822						
KCN Hà Nam	30.02%	10,344						
KCN Bắc Giang	30.02%	5,642						

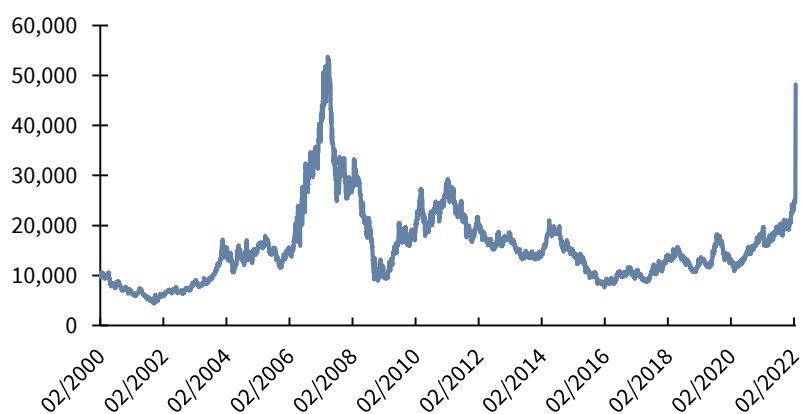
Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Mỏ Nickel là nhân tố mới cho tăng trưởng của PC1

Ngày 16/06/2021, PC1 mua lại 23.3% cổ phần của CTCP Thương mại Khoáng sản Tấn Phát với giá 233 tỷ đồng, nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty này từ 33.9% lên 57.2%. Khoáng sản Tấn Phát giữ quyền khai thác mỏ nickel - đồng Quang Trung - Hà Trì ở huyện Hòa An, tỉnh Cao Bằng với tổng trữ lượng 3.46 triệu tấn quặng Sunfua, chứa 20,841 tấn Ni, 9,207 tấn Cu và 914 tấn Co. Việc xây dựng khai trường bắt đầu vào tháng 07/2021 và dự kiến hoàn thành vào năm 2023. Theo PC1, tổng mức đầu tư cho dự án khai khoáng này khoảng 1,502 tỷ đồng. PC1 dự kiến sẽ khai thác hàng năm khoảng 600,000 tấn quặng nguyên khai. Do đây là mỏ lộ thiên nên quá trình khai thác thường đơn giản với chi phí chủ yếu là chi phí khấu hao máy móc và nhân công. Chúng tôi giả định rằng mỏ sẽ đem về hơn 1,200 tỷ VNĐ doanh thu mỗi năm và biên lợi nhuận ròng của công ty sẽ ở mức cao, khoảng 35%, tương đương với các công ty khai khoáng Nickel trên thế giới.

Về triển vọng của Nickel, hiện nay khoảng 75% tiêu thụ niken thế giới được sử dụng để sản xuất thép không gỉ, trong đó Trung Quốc chiếm hơn khoảng 50% lượng tiêu thụ cho mảng này. Nhu cầu nickel để sản xuất thép không gỉ dự kiến sẽ duy trì mạnh mẽ trong 10 năm tới khi xu hướng toàn cầu về dân số đô thị ngày càng tăng, mật độ dân số của các nước tăng dần và nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng lớn với yêu cầu về chất lượng cao sẽ chủ yếu tập trung sử dụng thép không gỉ để xây dựng cơ sở hạ tầng và mạng lưới giao thông. Bên cạnh đó, nhu cầu nickel cũng sẽ tăng mạnh trong giai đoạn tới khi pin của xe điện hiện tại có thành phần chính là nickel. Theo Commodity Insights, ứng dụng của nickel cho sản xuất pin xe điện sẽ tăng lên 26% vào năm 2030 từ 5% hiện nay với nhu cầu hơn 1 triệu tấn niken để làm pin mỗi năm. Nhu cầu nickel mạnh mẽ sẽ đạt mức 3.9 triệu tấn vào năm 2030 so với mức 2.4 triệu tấn cuối năm 2019, ủng hộ đà tăng giá trong dài hạn của Nickel. Ngoài ra, xung đột Nga – Ukraine cũng góp phần làm tăng giá Nickel với những lo ngại của phương Tây cho Nga – nhà cung cấp Nickel lớn thứ 3 thế giới. Trong nước, chỉ có một mỏ sản xuất Nickel duy nhất đã khai thác tại Bản Phúc, Sơn La từ năm 2013 với trữ lượng quặng nguyên khai gấp hơn 5 lần mỏ Quang Trung – Hà Trì. Tuy nhiên dự án này đã dừng hoạt động năm 2016 do công nghệ xử lý kém với hàm lượng MgO cao (gây quá nhiệt và hư hỏng lò luyện). Do đó, chúng tôi kì vọng mỏ Quang Trung – Hà Trì đi vào khai thác sẽ đáp ứng nguồn cung cấp cho nhu cầu tiêu thụ Nickel lớn của Việt Nam và trên thế giới, góp phần đa dạng hoá nguồn doanh thu cho PC1. Với giả định giá bán trung bình 22,000 USD/tấn và thời gian khai thác là 7 năm, chúng tôi ước tính mỏ Nickel có giá trị 447 tỷ VNĐ với PC1.

Biểu đồ 9. Xung đột Nga – Ukraine đẩy giá Nickel chạm mức cao mới (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng KQKD

Năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 9,387 tỷ VNĐ (-4.3% YoY) và LNST đạt 1,047 tỷ VNĐ (+37.0% YoY)

KBSV dự báo doanh thu của PC1 trong năm 2022 đạt 9,387 tỷ VNĐ (-4.3% YoY) và LNST đạt 1,047 tỷ VNĐ (+37.0% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Doanh thu mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp đạt 5,945 tỷ VNĐ (-19% YoY) và 659 tỷ VNĐ (-6.6% YoY) do 2021 là mức cao tới từ các hợp đồng EPC điện gió và năm 2022 EVN chưa công bố cơ chế giá bán mới, khiến nhu cầu đầu tư sụt giảm.
- Sản lượng điện phát từ thủy điện đạt 726.9 GWh (-5% YoY) do tình hình

thuỷ vẫn không thuận lợi.

- Sản lượng điện phát từ cụm nhà máy điện gió đạt 504.5 GWh (+112% YoY) do hoạt động cả năm 2022 thay vì 2 tháng như năm 2021.
- Dự án PC1 Định Công sẽ được bàn giao 50% trong năm 2022 với mức giá trung bình 130 triệu VNĐ/m².
- Biên lợi nhuận gộp đạt 19.5% so với mức 11.7% của năm 2021 do tỷ trọng đóng góp lớn từ các mảng có biên lợi nhuận gộp cao như mảng phát điện và mảng BĐS.
- Doanh thu tài chính đạt 123 tỷ VNĐ (-61% YoY) do không còn khoản lợi nhuận bất thường từ đánh giá lại công ty con như năm 2021.
- Doanh thu từ liên doanh – liên kết đạt 157 tỷ VNĐ (+7.7x YoY) do bắt đầu ghi nhận doanh thu từ KCN Yên Phong II-A.

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị MUA cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu 58,300 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu PC1 và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 58,300 VNĐ/cổ phiếu, tương ứng upside 25.9% so với giá đóng cửa ngày 05/04/2022, trong đó mảng xây lắp trị giá 3,196 tỷ VNĐ, mảng BĐS trị giá 910 tỷ VNĐ, mảng phát điện trị giá 14,308 tỷ VNĐ, mảng khai khoáng trị giá 447 tỷ VNĐ và mảng KCN trị giá 2,063 tỷ VNĐ.

Bảng 5. Tổng hợp định giá PC1

Tỷ VNĐ	Phương pháp	Giá trị của PC1
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	P/E	4,294
Bất động sản	DCF	910
Thuỷ điện	DCF	7,175
Điện gió	DCF	7,133
Khai khoáng	DCF	447
Khu công nghiệp	DCF	2,063
Tổng giá trị		22,022
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		1,913
(-) Vay nợ ròng		-8,575
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-1,654
Giá trị VCSH		13,706
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		235.20
Giá trị cổ phiếu		58,300
Giá hiện tại (06/04/2022)		46,300
Tổng mức sinh lời		25.9%

Nguồn: KBSV ước tính

Rủi ro

Nhu cầu điện toàn quốc giảm do dịch khiến huy động từ cụm điện gió giảm

Với mục tiêu tăng trưởng GDP 6-6.5% trong năm 2022, chúng tôi cho rằng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ đi kèm để đảm bảo đủ điều kiện phát triển kinh tế với tăng trưởng nhu cầu năm 2022 khoảng 9-10% trong năm 2022. Tuy nhiên, dịch bệnh vẫn còn diễn biến phức tạp khiến khối FDI có thể chưa quay lại tiếp tục sản xuất hoàn toàn sẽ làm nhu cầu điện chững lại so với năm 2021, khiến cho nhu cầu của các nhà máy điện, trong đó có cụm điện gió của PC1 không được đảm bảo. Đây là một rủi ro giảm giá với dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này sẽ có khả năng xảy ra hạn chế do chính sách “bình thường mới” của Chính phủ Việt Nam đã bắt đầu đem lại hiệu quả cho sản xuất kinh tế với chỉ số IIP tháng 2 tăng 8.5% YoY nhờ việc Chính phủ chuyển trọng tâm sang khôi phục phát triển kinh tế.

Rủi ro giá nguyên vật liệu tăng ảnh hưởng tới biên LN gộp mảng SXCN

Thép là nguyên liệu chính trong mảng sản xuất công nghiệp của PC1. Vì vậy, giá thép biến động sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và khả năng sinh lời của mảng này.

Rủi ro lạm phát ảnh hưởng tới thị trường BĐS

Mảng bất động sản có rất nhiều rủi ro: rủi ro giấy tờ pháp lý, rủi ro giải phóng mặt bằng, rủi ro nguyên vật liệu xây dựng, rủi ro cạnh tranh và giá. Tuy nhiên, đến thời điểm này, chúng tôi cho rằng PC1 kiểm soát tốt những rủi ro này và ảnh hưởng của những rủi ro này là hạn chế.

Rủi ro giá Nickel thấp/cao hơn dự báo

Chúng tôi hiện đang giữ giả định giá Nickel có mức giá trung bình là 22,000 USD/tấn trong vòng đời khai thác của mỏ Quang Trung – Hà Trì. Do Nickel là một kim loại được giao dịch trên các sàn giao dịch, chúng tôi thấy rằng diễn biến giá bất lợi hoặc thuận lợi có thể ảnh hưởng tương ứng tới mảng kinh doanh này của PC1. Tuy nhiên, nếu xét về tiềm năng và nhu cầu mạnh mẽ của Nickel, chúng tôi cho rằng rủi ro tăng giá sẽ hiện hữu nhiều hơn so với rủi ro giảm giá và là một rủi ro tăng giá dự phóng so với mô hình của chúng tôi.

Rủi ro liên quan tới mảng KCN

KCN Yên Phong II-A đã được nhận chấp thuận chủ đầu tư từ UBND Tỉnh Bắc Ninh, PC1 tự tin rằng KCN sẽ xây dựng kịp tiến độ và đảm bảo đi vào hoạt động từ năm 2023. Tuy nhiên, vẫn có khả năng chậm tiến độ hơn so với dự kiến của công ty do diễn biến phức tạp từ dịch bệnh, hiện tại chúng tôi đang giả định PC1 sẽ ghi nhận lợi nhuận từ mảng này vào năm 2023 với 30 ha đất đầu tiên cho thuê. Một rủi ro khác có thể xảy ra với mô hình của chúng tôi là diện tích cho thuê của KCN Yên Phong II-A trong năm 2023 có thể cao hơn dự kiến, đây là rủi ro tăng giá so với dự báo của KBSV.

Rủi ro tỷ giá ảnh hưởng tới lãi vay phải trả của PC1

PC1 đã thực hiện vay khoảng 4.2 nghìn tỷ VNĐ (70% Tổng mức đầu tư) từ nguồn vốn nước ngoài với lãi suất bằng đồng USD là 5.5%. Chúng tôi cho rằng trong tình hình kinh tế vĩ mô biến động như hiện nay, rủi ro về tỷ giá có thể xảy ra làm tăng chi phí lãi vay bằng ngoại tệ của PC1.

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Phân tích Doanh nghiệp

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

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở
ngaphb@kbsec.com.vn

Lê Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng
tungla@kbsec.com.vn

Nguyễn Ngọc Hiếu
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng
hieunn@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics
quangtpt@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

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

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

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

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

Chi nhánh Hà Nội:

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

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

Chi nhánh Sài Gòn:

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

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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