

**PC1 – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 23/12/2022)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	21.600
KLGD TB 10 ngày	2.417.364
Vốn hoá (tỷ đồng)	5.841
SL CPLH (triệu CP)	270.433
Giá mục tiêu	29.000
Upside	+34,3%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Bùi Võ Thế Vinh  
[bvtvinh@vcbs.com.vn](mailto:bvtvinh@vcbs.com.vn)  
+84-2838208117 ext 641

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**PC1 – CHỜ ĐỢI HIỆU QUẢ TỪ CÁC MẢNG KINH DOANH MỚI**

**KQKD Q3.2022**, PC1 ghi nhận DTT đạt 3.008 tỷ đồng (-4,0% yoy) và LNST giảm mạnh còn 4 tỷ đồng (-97,2% yoy). Lũy kế 9T.2022, DTT đạt 5.997 tỷ đồng (-21,8% yoy), hoàn thành 61% KH năm và LNST đạt 252 tỷ đồng (-56,5% yoy), hoàn thành 33% KH năm. **Ảnh hưởng từ chi phí lãi vay và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại các khoản vay có gốc ngoại tệ đã ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận sau thuế.**

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

- Hoạt động xây lắp hưởng lợi khi QHĐ VIII được thông qua.** PC1 với vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trong dài hạn nhờ nguồn vốn đầu tư lớn cho cả nguồn điện và lưới điện.
- Mảng khai khoáng Niken dự kiến sẽ sản xuất thành phẩm trong năm 2023.**
- Mảng bất động sản khu công nghiệp bắt đầu ghi nhận lợi nhuận vào năm sau.** Khu công nghiệp Yên Phong II-A sẽ bắt đầu cho thuê vào năm sau. PC1 đang đẩy mạnh đầu tư vào lĩnh vực khu công nghiệp nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh và nắm bắt xu hướng dịch chuyển sản xuất vào Việt Nam.
- PC1 sẽ hưởng lợi khi QHĐ VIII được phê duyệt với xu hướng chuyển đổi ưu tiên phát triển NLTT đặc biệt là điện gió trong giai đoạn 2020 – 2035.**

PC1 vẫn là cổ phiếu được chúng tôi lựa chọn trong ngành xây lắp điện – NLTT nhờ việc mở rộng sang các mảng kinh doanh mới đầy tiềm năng và giữ vững vị thế dẫn đầu ở mảng kinh doanh truyền thống. **Chúng tôi giảm dự phóng LNST xuống 34,9% và 21,6% trong năm 2022 và 2023 so với “Báo cáo cập nhật PC1 ngày 07.09.2022” do: (1) Trong Q3.2022, PC1 chịu ảnh hưởng lớn từ chi phí lãi vay và khoản lỗ tỷ giá; (2) Lợi nhuận mảng khai khoáng thấp hơn dự kiến trong năm 2023.** Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2022F và 2023F lần lượt đạt 8.611 tỷ đồng (-12,4% yoy) và 12.503 tỷ đồng (+45,2%), LNST năm 2022F và 2023F lần lượt đạt 429 tỷ đồng (-43,8% yoy) và 865 tỷ đồng (+101,4% yoy). EPS 2022F, 2023F đạt 1.076 đồng/cổ phiếu và 2.471 đồng/cổ phiếu.

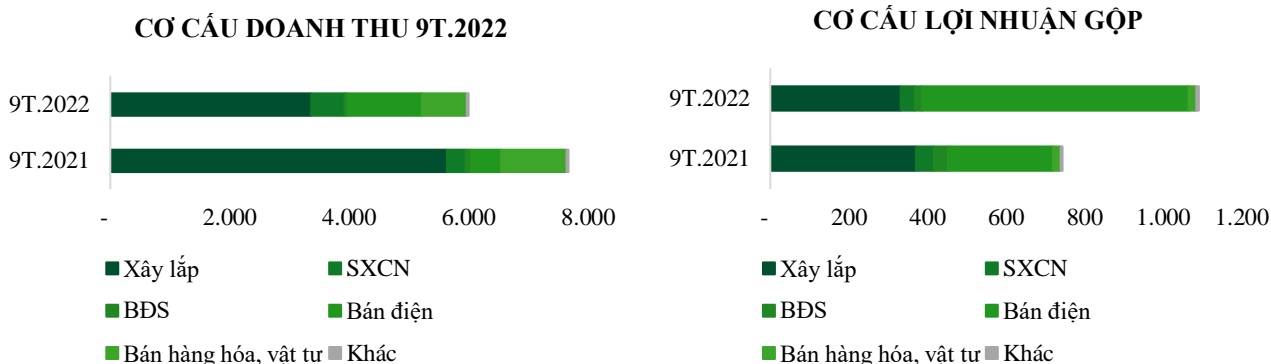
Chúng tôi sử dụng phương pháp **SOTP** xác định giá mục tiêu là 29.000 đồng/cp (đã điều chỉnh tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu 15%) – tương đương triển vọng tăng 34,3% so với giá đóng cửa 23/12/2022. Chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **MUA** đối với **PC1**.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021	2022F	2023F
DTT (Tỷ đồng)	6.679	9.828	8.611	12.503
+/- yoy (%)	14,3%	47,2%	-12,4%	45,2%
LNST (Tỷ đồng)	544	764	429	865
+/- yoy (%)	44,5%	40,5%	-43,8%	101,4%
ROA (%)	5,7%	5,2%	2,2%	4,1%
ROE (%)	12,9%	13,8%	6,6%	12,1%
EPS - TTM (đồng)	2.682	2.858	1.076	2.471

## KẾT QUẢ KINH DOANH

**KQKD Q3.2022** - Ảnh hưởng từ chi phí lãi vay và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại các khoản vay có gốc ngoại tệ đã ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận sau thuế. DTT đạt 3.008 tỷ đồng (-4,0% yoy) và LNST đạt 4 tỷ đồng (-97,2% yoy).

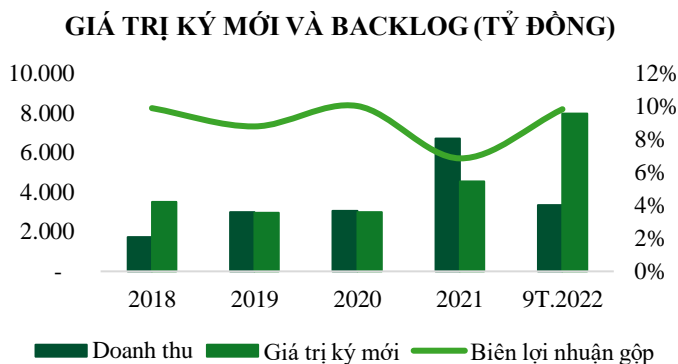
**Lũy kế 9T.2022**, DTT đạt 5.997 tỷ đồng (-21,8% yoy, hoàn thành 61% KH năm) và LNST đạt 252 tỷ đồng (-56,5% yoy, hoàn thành 33% KH năm).



Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

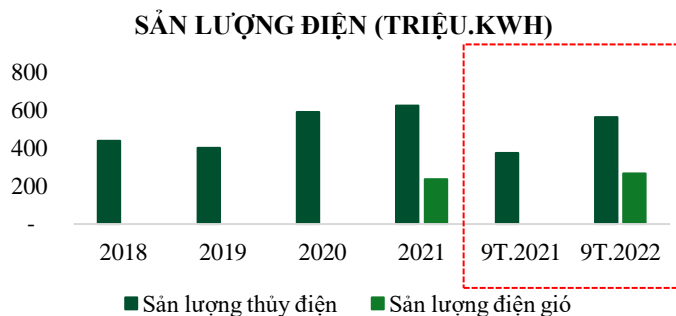
### Một số điểm nhấn về doanh thu 9T.2022:

- Giá trị hợp đồng ký mới tính đến hiện tại ở mức cao nhất trong các năm gần đây, ước tính hơn 10.000 tỷ đồng.** Doanh thu mảng xây lắp đạt 3.362 tỷ đồng (-40,2% yoy) do backlog chuyển tiếp từ cuối năm 2021 ở mức thấp, đạt 1.061 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp đạt 9,9% so với mức chỉ 6,6% cùng kỳ do: (1) PC1 tăng tỷ trọng đối với các dự án có đối tác ngoài EVN; (2) Giá nguyên vật liệu xây dựng đặc biệt là giá thép đang có xu hướng giảm mạnh trong thời gian qua.



Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

- Mảng năng lượng tăng trưởng mạnh nhờ thủy văn thuận lợi và đóng góp từ 3 dự án điện gió từ cuối năm trước.** Doanh thu mảng năng lượng 9T.2022 đạt 1.244 tỷ đồng (+147,9% yoy) nhờ: (1) Tình hình thủy văn thuận lợi, mưa lớn bất thường từ đầu năm giúp sản lượng tăng mạnh, đạt 564 triệu kWh (+50,8% yoy); (2) Đóng góp từ 03 dự án điện gió vận hành từ T11.2022 với sản lượng đạt mức 267 triệu kWh. Theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp thì hiện tổng công suất vận hành thực tế của 3 dự án điện gió lên đến 150 MW, cao hơn tổng công suất thiết kế ban đầu.



Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

**(3) Doanh thu bất động sản giảm mạnh do tiến độ pháp lý của các dự án kéo dài lâu hơn dự kiến và PC1 vẫn chưa thể mở bán các dự án Gia Lâm và Định Công như kế hoạch.**

**Biên lợi nhuận gộp cải thiện mạnh, đạt 18,2% do:**

- (1) Mảng năng lượng có BLNG cao đóng góp 20,7% tổng DTT (cùng kỳ năm 2021 đóng góp 6,5%).
- (2) BLNG mảng xây lắp đạt 9,9%, tăng mạnh so với mức 6,6% cùng kỳ do hiệu quả các dự án tăng cao và giá NVL giảm mạnh

**Lợi nhuận thuần từ HĐKD đạt 878 tỷ đồng (+66,4% yoy).**

Doanh thu tài chính giảm mạnh do doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận từ việc đánh giá lại khoản đầu tư vào CTCP Tấn Phát trong nửa đầu năm 2021.

**Chi phí tài chính tăng mạnh, đạt 602 tỷ đồng (+173,3%), chi phí lãi vay khoảng 411 tỷ đồng (+88% yoy)** do không còn được vốn hóa lãi vay, ngoài ra PC1 còn ghi nhận 179 tỷ đồng khoản lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại số dư các khoản vay có gốc ngoại tệ. Chi phí tài chính tăng mạnh ảnh hưởng đến KQKD của PC1 trong 9 tháng đầu năm.

LNST đạt 252 tỷ đồng (-56,5% yoy).

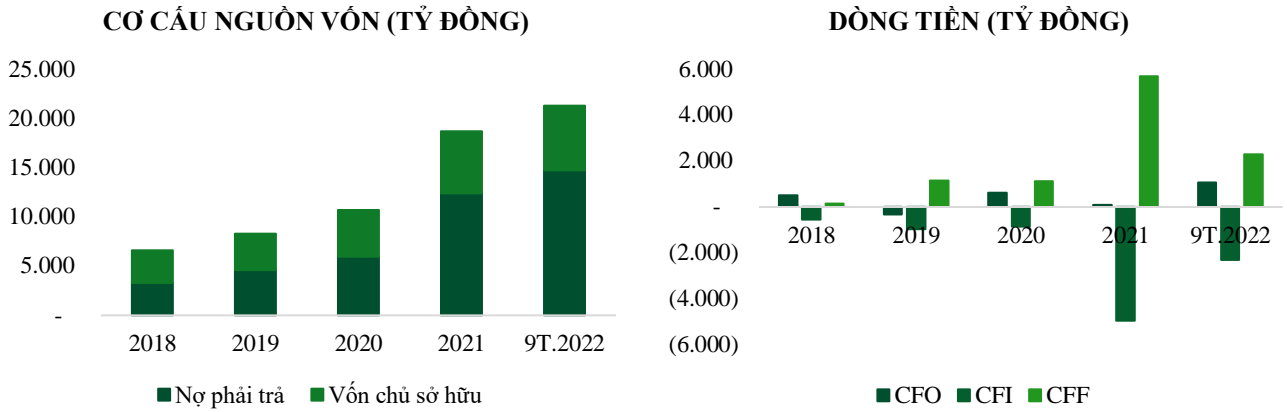
**KQKD Q4.2022 – Chúng tôi đánh giá KQKD Q4.2022 của PC1 sẽ khả quan hơn do:**

**(1) Doanh thu mảng xây lắp cải thiện nhờ vào khối lượng lớn hợp đồng ký mới và tiến độ triển khai dự án tốt.** Với khối lượng hợp đồng ký mới hiện ở mức hơn 10.000 tỷ đồng và backlog chuyển sang Q4.2022 khoảng 3.500 tỷ đồng, chúng tôi kỳ vọng PC1 có thể ghi nhận khoảng 1.260 tỷ đồng doanh thu trong Q4.

**(2) Q4 là thời điểm mùa gió tốt hỗ trợ KQKD mảng năng lượng.** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện gió trong Q4 đạt khoảng 200 Triệu.kWh và ghi nhận doanh thu hơn 420 tỷ đồng với BLNG ở mức khoảng 57%.

**(3) Tỷ giá hạ nhiệt giúp PC1 có thể hoàn nhập khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong Q3 và không phải ghi nhận lỗ tỷ giá thêm trong Q4.** Tại thời điểm 9T.2022, tỷ giá USD/VND ghi nhận mức tăng 4,8% so với đầu năm. Với đà giảm giá mạnh của tỷ giá trong thời điểm gần đây (hiện tỷ giá USD/VND chỉ còn tăng khoảng 4%) do những tín hiệu tích cực trong ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá sẽ duy trì mức tăng này đến cuối năm và PC1 có thể hoàn nhập khoản hơn 30 tỷ đồng từ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong 9T.2022 và tránh khỏi việc ghi nhận lỗ khoản 170 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá trong Q4.

**TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH**



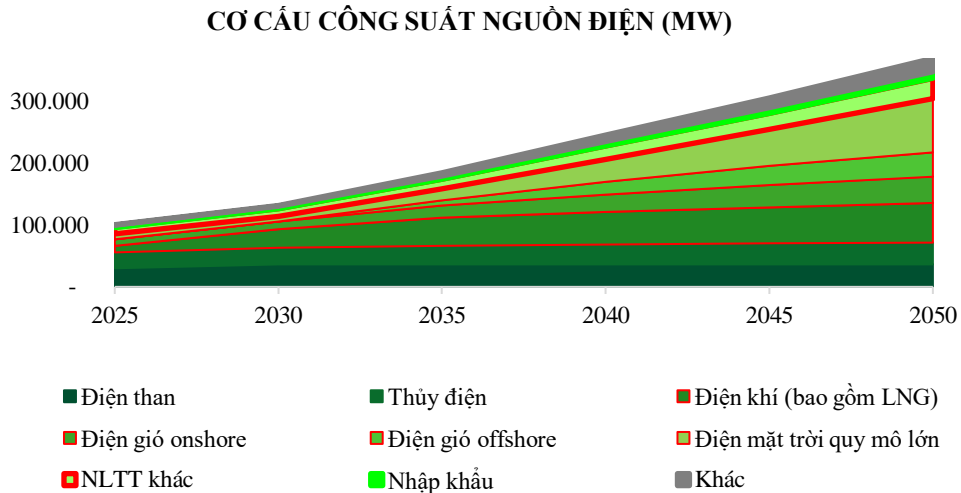
Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

Nợ vay của PC1 tăng mạnh từ năm 2021 khi doanh nghiệp cần nguồn vốn lớn để đầu tư các dự án điện gió và dự án khai thác khoáng sản Niken. Nợ phải trả hiện chiếm tỷ trọng lớn trong tổng nguồn vốn (hơn 70%) và chúng tôi cho rằng, tỷ lệ nợ vay của PC1 sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong các năm tiếp theo do kế hoạch mở rộng công suất các dự án điện gió. Tuy nhiên, yếu tố này sẽ không ảnh hưởng lớn tình tài chính nhờ vào dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định từ mảng năng lượng.

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

**PC1 trực tiếp hưởng lợi từ chính sách QH Điện VIII**

QHĐ VIII được phê duyệt với xu hướng chuyển đổi ưu tiên phát triển NLTT đặc biệt điện gió trong giai đoạn 2020-2035



Nguồn: IEA, VCBS tổng hợp

Điện gió sẽ được ưu tiên phát triển mạnh nhất với tốc độ tăng trưởng công suất hàng năm (CAGR) ở mức 29,1%/năm trong giai đoạn 2020-2035 và 7,5%/năm trong giai đoạn 2035-2050. Với những tín hiệu tích cực gần đây trong việc ban hành

cơ chế giá mới cho các dự án NLTT chuyển tiếp, chúng tôi tin rằng đây là cơ sở để PC1 tiếp tục mở rộng công suất NLTT lên đến **350 MW** vào năm **2025**.

PC1 hiện cũng đang có kế hoạch đầu tư mở rộng công suất thủy điện lên đến **250 MW** vào năm **2025**.

Dự án	Địa điểm	Thời gian	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	SL thiết kế (triệu kWh)
Bảo Lạc A	Cao Bằng	2021 - 2023	1080	30	104
Thượng Hà	Cao Bằng	2023 - 2025	481	13	40
Nậm Pồ 5A	Điện Biên	2023 - 2025	760	20	57
Nậm Pồ 5B	Điện Biên	2023 - 2025	648	18	52

Nguồn: PC1, VCBS tổng hợp

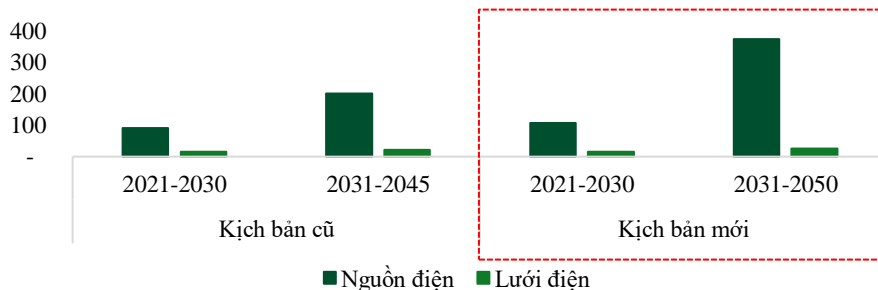
Hiện nay, các dự án Bảo Lạc A và Thượng Hà vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu, chuẩn bị đầu tư nên chúng tôi vẫn chưa đưa các dự án trên vào dự phóng KQKD và mô hình định giá.

### Hoạt động xây lắp sẽ hưởng lợi khi QHĐ VIII được phê duyệt

Theo dự thảo mới nhất về QHĐ VIII, vốn đầu tư phát triển nguồn điện trong giai đoạn 2021-2030 ở mức 89 – 126,1 tỷ đồng, tương ứng với 8,9 – 12,6 tỷ USD vốn đầu tư bình quân mỗi năm. Tổng vốn đầu tư cho lưới điện truyền tải khoảng 15,2 – 15,6 tỷ USD, tương ứng với 1,5 – 1,6 tỷ USD mỗi năm. Tổng nguồn vốn đầu tư phát triển điện lực trong giai đoạn này lên đến 104,7 – 142,2 tỷ USD, được điều chỉnh cao hơn so với dự thảo lần trước. Chúng tôi cho rằng các dự án nguồn điện đặc biệt là NLTT sẽ được ưu tiên phát triển mạnh và sẽ chiếm tỷ trọng lớn trong tổng vốn đầu tư vào nguồn điện. Ngoài ra, lưới điện cũng sẽ được phát triển đồng bộ để đáp ứng nhu cầu truyền tải và giải tỏa ở các khu vực dư thừa công suất.

Với dư địa thị trường còn rất lớn, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng mảng xây lắp của PC1 trong dài hạn nhờ vào vị thế đầu ngành, có kinh nghiệm và những lợi thế nhất định về công nghệ và nguồn lực. Chúng tôi kỳ vọng giá trị hợp đồng ký mới của PC1 sẽ tiếp tục tăng mạnh trong các năm tiếp theo.

### TỔNG VỐN ĐẦU TƯ CHO NGUỒN ĐIỆN VÀ LƯỚI ĐIỆN (TỶ ĐỒNG)



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, VCBS tổng hợp

### Mảng khai khoáng Niken dự kiến sẽ sản xuất thành phẩm trong năm sau

Dự án khai thác Niken – Đồng vẫn đang đảm bảo tiến độ đề ra ban đầu, tổng giá trị đầu tư 9T.2022 đạt 1.357 tỷ đồng, đạt 81% kế hoạch. Tuy nhiên, chúng tôi có đánh giá lại về triển vọng kinh doanh của mảng này. Về tổng công suất giai đoạn 1 sẽ ở mức 700.000 tấn và có thể nâng cấp dần lên 900.000 tấn. Giai đoạn 2 của dự án vẫn sẽ được thực hiện vào năm 2025 nhưng vốn đầu tư chỉ ở mức 1.000 tỷ đồng (thấp hơn so với mức ước tính 1.500 tỷ đồng trước đây) do đã tận dụng được cơ sở hạ tầng từ giai đoạn 1.

Chúng tôi cho rằng giá bán Niken phải duy trì ở mức cao thì doanh nghiệp mới có thể duy trì được biên lợi nhuận gộp tốt do mảng kinh doanh khai thác và chế biến ở Việt Nam hiện vẫn đang còn chịu nhiều loại chi phí và thuế khác nhau.

Hiện nay, khi khai thác, chế biến và xuất khẩu tinh quặng khoáng sản, doanh nghiệp phải chịu các loại thuế như:

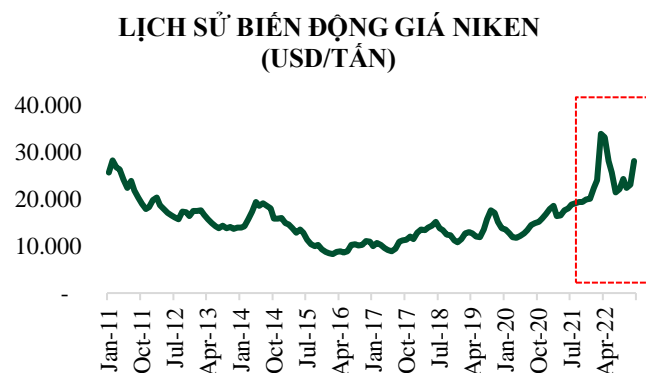
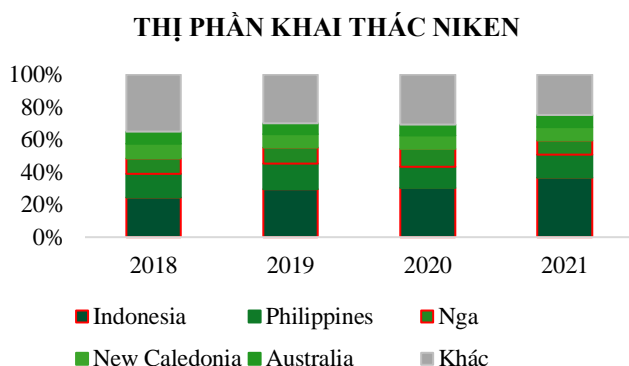
- Thuế xuất khẩu tài nguyên.
- Thuế tài nguyên, khoáng sản.
- Phí bảo vệ môi trường.
- Phí cấp quyền khai thác khoáng sản.

### PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY GIỮA GIÁ NIKEN VÀ BIÊN LỢI NHUẬN GỘP MẢNG KHAI KHOÁNG

Giá Niken (USD/Tấn)	17.000	18.000	19.000	20.000	21.000	22.000	23.000	24.000	25.000
Biên lợi nhuận gộp	14,7%	18,2%	21,4%	24,2%	26,8%	29,1%	31,2%	33,2%	35,0%

Nguồn: VCBS ước tính

**Mảng kinh doanh khai khoáng sẽ chịu tác động lớn từ biến động giá đầu ra.**



Nguồn: Investing, VCBS tổng hợp

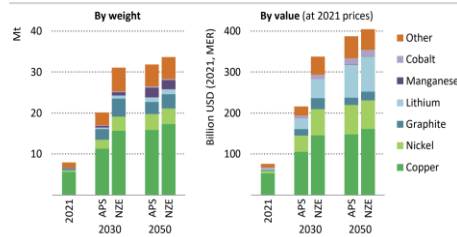
Chúng tôi cho rằng giá Niken giao ngay trên sàn LME có mức tăng mạnh trong năm nay là do:

- **Indonesia hiện đang là quốc gia có thị phần xuất khẩu quặng thô Niken lớn nhất toàn cầu**, đã ban hành lệnh cấm xuất khẩu quặng thô để tập trung vào các sản phẩm mang lại giá trị cao hơn và đang có kế hoạch áp thuế xuất khẩu Niken.
- **Xung đột giữa Nga và Ukraine là một trong những nguyên nhân khiến giá Niken tăng vọt** và duy trì ở mức cao vào T3.2022 do Nga hiện đang là quốc gia xuất khẩu quặng thô lớn thứ 3 trên thế giới với thị phần dao động ở mức 9%-11%/năm.
- **Nhu cầu đối với Niken tăng cao để phục vụ cho sản xuất pin xe điện.**

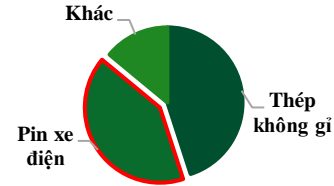
Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá Niken sẽ bắt đầu hạ nhiệt từ trong năm sau khi cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine kết thúc.

**Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu của Niken sẽ tiếp tục tăng cao trong tương lai.**

**Figure 4.17** Critical mineral demand by weight and value for clean energy technologies by scenario



**ỨNG DỤNG CỦA NIKEN NĂM 2040**



Nguồn: IEA, Wood Mackenzie, VCBS tổng hợp

Hiện nay, khoảng hơn 69% Niken được sử dụng để sản xuất thép không gỉ và 13% được dùng để sản xuất Pin xe điện. Theo Wood Mackenzie, tỷ lệ Niken sử dụng để sản xuất Pin xe điện sẽ tăng lên mức khoảng 41% vào năm 2040. Ngoài ra, cùng với xu hướng ưu tiên phát triển NLTT trên toàn cầu đặc biệt là điện gió, nhu cầu Niken được IEA dự báo sẽ tăng gấp 12 lần trong giai đoạn từ năm 2022-2025.

**Các loại pin xe điện có thành phần chính là Niken vẫn đang giữ vững thị phần**

Pin được sử dụng để sản xuất xe điện hiện nay được chia thành 2 loại chủ yếu là LFP và NMC/NCA.

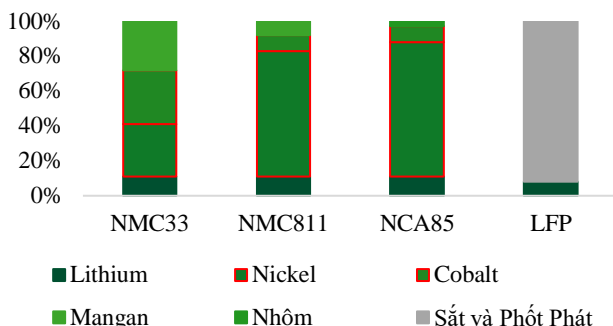
**BẢNG SO SÁNH GIỮA PIN LFP VÀ PIN NCM/NCA**

Tiêu chí	Pin LFP	Pin NMC/NCA
Thành phần chủ yếu	Sắt, Phot phat	Niken, Cobalt, Mangan
Kích thước	Nhỏ hơn	Lớn hơn
Trọng lượng	Nặng hơn	Nhẹ hơn
Mật độ năng lượng	Thấp hơn	Cao hơn
An toàn	Cao hơn	Thấp hơn
Giá thành	Thấp hơn	Cao hơn
Tuổi thọ	Cao hơn	Thấp hơn

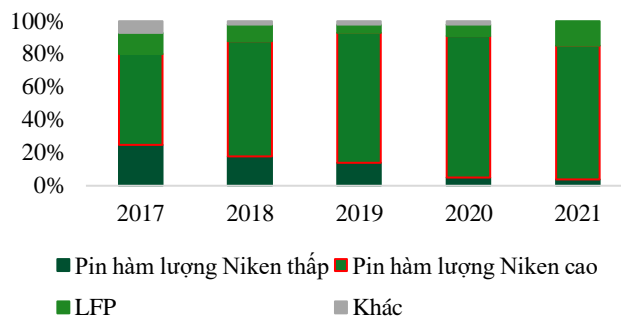
Nguồn: VCBS tổng hợp

Có thể thấy cả Pin LFP và Pin NMC/NCA đều có những ưu nhược điểm khác nhau. Pin NMC/NCA sẽ có hiệu suất cao hơn và hiện đang được dùng để sản xuất các dòng xe điện tiêu chuẩn, thuộc phân khúc cao cấp (ligh-duty vehicle) và có thị phần lớn nhất ngoài Trung Quốc. Pin LFP có lợi thế giá thành sản xuất thấp hơn nhưng đổi lại sẽ có hiệu suất thấp hơn so với pin NMC/NCA, pin LFP chủ yếu dùng để sản xuất các dòng xe hạng nặng (Heavy-duty vehicle). Hiện nay, pin NMC/NCA (có thành phần chủ yếu là Niken) vẫn đang chiếm hơn 90% thị phần toàn cầu. Tuy nhiên, với đà tăng giá của hầu hết các khoáng sản đặc biệt là Niken và Cobalt đã thúc đẩy cho sự tăng trưởng của dòng pin LFP tại thị trường châu Mỹ và châu Âu. Một số hãng xe lớn như Tesla và Volkswagen đã thông báo sẽ sử dụng Pin LFP cho dòng xe tiêu chuẩn tại hai thị trường này.

## CÁC KIM LOẠI DÙNG CHO SẢN XUẤT PIN XE ĐIỆN



## PIN DÙNG CHO SẢN XUẤT DÒNG XE ĐIỆN TIÊU CHUẨN



Nguồn IEA, VCBS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng nhu cầu của Niken, Cobalt để đáp ứng cho sự phát triển của xe điện trong tương lai sẽ phụ thuộc nhiều vào giá thành và hiệu suất của các loại pin. Nếu giá các kim loại này tăng quá cao có thể khiến các doanh nghiệp sản xuất xe điện chuyển sang sử dụng dòng pin khác với chi phí hợp lý hơn.

### Mảng bất động sản khu công nghiệp sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận vào năm sau

- **KCN Yên Phong II-A:** Hiện nay, các thủ tục pháp lý tại khu công nghiệp Yên Phong II-A đã hoàn tất và sẽ tiến hành cho thuê vào năm sau. Với giá cho thuê ước tính khoảng 150 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, chúng tôi ước tính Western Pacific sẽ ghi nhận khoảng 1.142 tỷ đồng doanh thu từ cho thuê đất và cung cấp dịch vụ vào năm sau (tỷ lệ lấp đầy ước tính khoảng 30%). Chúng tôi ước tính PC1 sẽ ghi nhận 122 tỷ đồng lợi nhuận liên kết trong năm sau từ KCN IP II-A.
- **Đối với KCN Nomura Hải Phòng.** Doanh thu chủ yếu của PC1 sẽ đến từ doanh thu bán điện (chiếm 60%), còn lại sẽ là doanh thu cung cấp dịch vụ. Doanh thu ước tính khoảng 600 tỷ đồng/năm và biên lợi nhuận ròng mảng cung cấp dịch vụ khoảng 10%. PC1 dự kiến sẽ tiến hành lắp đặt điện mặt trời.
- **Ngoài ra Western Pacific cũng đang triển khai nhiều dự án khác như KCN tại cụm cảng Yên Lệnh (30 ha),** dự kiến sẽ có thể ghi nhận doanh thu vào năm 2024. Chúng tôi hiện chưa đưa KCN cảng Yên Lệnh vào mô hình định giá do chưa có nhiều thông tin cụ thể về tiến độ của dự án.

### Tiến độ triển khai các dự án bất động sản dân dụng có thể kéo dài hơn dự kiến

Hiện nay do khó khăn chung của thị trường bất động sản và tiến độ pháp lý của các dự án sẽ kéo dài lâu hơn dự kiến.

- **Các dự án PC1 Gia Lâm và PC1 Định Công** nhiều khả năng sẽ nhận được chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm sau thay vì cuối năm nay như kế hoạch ban đầu. Chúng tôi đánh giá 2 dự án trên sẽ mở bán chậm hơn dự kiến ban đầu, cụ thể là mở bán vào năm 2025 và bắt đầu bàn giao trong năm 2026.
- **Dự án Thăng Long và Vĩnh Hưng:** chúng tôi tạm chưa đưa 2 dự án này vào mô hình định giá do chưa có nhiều thông tin về tiến độ triển khai.



## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp định giá từng phần (SOTP)

#### Mảng năng lượng

#### Thủy điện

Chúng tôi điều chỉnh chi phí sử dụng vốn (Re) từ mức 11,2% lên 14,3% và lãi suất trung bình các khoản vay từ mức 8,4% lên 9% để phản ánh các rủi ro gia tăng trong thời gian gần đây và hầu hết các khoản vay tài trợ cho các dự án thủy điện đều có mức lãi suất thả nổi.

Chúng tôi giữ nguyên các giá định khác so với báo cáo lần trước.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>		<b>854</b>	<b>730</b>	<b>722</b>	<b>752</b>	<b>765</b>	<b>742</b>
EBIT		419	325	319	342	351	334
<b>FCFF</b>		<b>607</b>	<b>528</b>	<b>520</b>	<b>534</b>	<b>538</b>	<b>520</b>
Giá trị hiện tại FCFF		606	474	417	381	339	288
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2027							1.528
<b>Giá trị mảng thủy điện</b>	<b>4.033</b>						
Điều chỉnh	(2.348)						
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.685</b>						

Giá trị mảng thủy điện khoảng **1.685 tỷ đồng**.

#### Điện gió

Chúng tôi điều chỉnh doanh thu bán điện với giả định tỷ giá USD/VND sẽ tăng lần lượt 4%/4% trong năm 2022/2023.

Chi phí vận hành, bảo dưỡng ở mức 30 USD/MW.

Chúng tôi điều chỉnh chi phí sử dụng vốn (Re) từ mức 11,2% lên 14,3% để phản ánh các rủi ro gia tăng trong thời gian gần đây.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>		<b>946</b>	<b>983</b>	<b>1.003</b>	<b>1.003</b>	<b>983</b>	<b>962</b>
EBIT		506	539	555	555	538	520
<b>FCFF</b>		<b>805</b>	<b>837</b>	<b>854</b>	<b>854</b>	<b>820</b>	<b>801</b>
Giá trị hiện tại FCFF		803	764	708	638	551	478
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2027							2.469
<b>Giá trị mảng điện gió</b>	<b>6.411</b>						
Điều chỉnh	(3.983)						
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.428</b>						

Giá trị mảng điện gió khoảng **2.428 tỷ đồng**.

### Tổng hợp định giá mảng năng lượng

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị mỗi cổ phần (VND)
Thủy điện	DCF	1.685	6.231
Điện gió	DCF	2.428	8.977
<b>Tổng</b>		<b>4.113</b>	<b>15.209</b>

**Mảng xây lắp** Chúng tôi điều chỉnh giá trị hợp đồng ký mới năm 2022 ở mức 10.000 tỷ đồng và 7.000 tỷ đồng trong các năm sau. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ ở mức 9,5% trong năm nay và cải thiện lên mức 10% trong các năm tiếp theo. Chúng tôi định giá mảng xây lắp và SXCN ở mức P/E mục tiêu: 7,5x  
Giá trị cho 2 mảng này khoảng **1.856 tỷ đồng**.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu</b>		<b>5.563</b>	<b>8.227</b>	<b>8.413</b>	<b>8.374</b>	<b>8.325</b>	<b>8.475</b>
Lợi nhuận gộp		532	820	839	835	830	845
<b>EBIT</b>		<b>309</b>	<b>491</b>	<b>502</b>	<b>500</b>	<b>497</b>	<b>506</b>
LNTT		309	491	502	500	497	506
<b>LNST</b>		<b>247</b>	<b>393</b>	<b>402</b>	<b>400</b>	<b>398</b>	<b>405</b>

**Mảng khai khoáng** Các giả định chính:  
Chúng tôi điều chỉnh tổng vốn đầu tư cho giai đoạn 2 ở mức 1.000 tỷ đồng.  
Nhà máy sẽ vận hành 50%/75% công suất vào năm 2023/2024 trước khi vận hành tối đa công suất vào năm 2025.

Các chi phí chính bao gồm: chi phí khai thác, chi phí xử lý và chi phí tinh chế.

Các loại thuế:

- Thuế xuất khẩu: 20% tính trên tổng doanh thu.
- Thuế tài nguyên, khoáng sản theo quy định.
- Phí cấp quyền khai thác khoáng sản theo quy định.
- Phí bảo vệ môi trường theo quy định.

Chúng tôi điều chỉnh chi phí sử dụng vốn (Re) từ mức 11,2% lên 14,3% và lãi suất trung bình các khoản vay từ mức 8,5% lên 9% để phản ánh các rủi ro gia tăng trong thời gian gần đây và khoản vay có lãi suất thả nổi.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Giá Niken (USD/tấn)		-	22.000	20.000	18.000	18.000	18.000
Giá Đồng (USD/tấn)		6.500	6.500	6.500	6.500	6.500	6.500
Giá Cobalt (USD/tấn)		50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
<b>Doanh thu</b>		-	<b>739</b>	<b>1.028</b>	<b>1.233</b>	<b>1.934</b>	<b>2.166</b>
Lợi nhuận gộp		-	215	249	225	353	396
<b>EBIT</b>		-	<b>185</b>	<b>208</b>	<b>176</b>	<b>276</b>	<b>309</b>
<b>FCFF</b>		-	<b>166</b>	<b>202</b>	<b>183</b>	<b>268</b>	<b>307</b>
Giá trị hiện tại FCFF		-	149	162	130	173	175
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2027							1.173
<b>Giá trị mảng khai khoáng</b>		<b>1.963</b>					
Điều chỉnh		(1.750)					
<b>Vốn chủ sở hữu</b>		<b>213</b>					

Giá trị mảng khai khoáng khoảng **213 tỷ đồng**.

## Mảng bất động sản

- Chúng tôi vẫn chưa đưa 2 dự án PCC1 Vĩnh Hưng và PCC1 Thăng Long vào mô hình định giá.
- Chúng tôi điều chỉnh giá bán cho dự án Gia Lâm ở mức từ 60-70 triệu đồng/m<sup>2</sup> và 150 triệu đồng/m<sup>2</sup> cho dự án Định Công do đây là các dự án thuộc phân khúc thấp tầng với vị trí tốt.
- Chúng tôi ước tính NPV cho 2 dự án này ở mức **720 tỷ đồng**.

### Bất động sản khu công nghiệp

Giá định giá cho thuê: 150 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Tỷ lệ cho thuê mới		0%	30%	30%	20%	20%	0%
<b>Doanh thu cho thuê đất</b>		-	<b>1.142</b>	<b>1.142</b>	<b>761</b>	<b>761</b>	-
Doanh thu cung cấp dịch vụ		-	46	92	122	153	153
Lợi nhuận gộp		-	622	652	474	494	99
<b>EBIT</b>		-	<b>575</b>	<b>603</b>	<b>439</b>	<b>458</b>	<b>93</b>
<b>FCFF</b>		-	<b>473</b>	<b>495</b>	<b>364</b>	<b>379</b>	<b>88</b>
Giá trị hiện tại FCFF		-	423	398	262	245	51
Giá trị hiện tại FCFF sau năm 2027							303
<b>Giá trị mảng khu công nghiệp</b>	<b>1.682</b>						
Điều chỉnh		-					
<b>Giá trị cho cổ đông</b>	<b>1.682</b>						
<b>Giá trị thuộc về PC1</b>	<b>505</b>						

### Tổng hợp định giá

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị mỗi cổ phần (VND)
Thủy điện	DCF	1.685	6.231
Điện gió	DCF	2.428	8.977
Xây lắp, SXCN	P/E	1.856	6.861
Bất động sản dân dụng	NAV	720	2.662
Bất động sản khu công nghiệp	RNAV	505	1.867
Khai Khoáng	DCF	213	788
Khác	BV	437	1.616
<b>Tổng</b>		<b>7.843</b>	<b>29.003</b>

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của PC1 là **29.000 đồng/cổ phiếu** (upside 34,3% so với giá đóng cửa ngày 22/12/2022).

## ĐÁNH GIÁ

PC1 có thể hưởng lợi trong dài hạn nhờ nguồn vốn đầu tư lớn cho nguồn và lưới điện và đang mở rộng nhanh chóng sang lĩnh vực rất tiềm năng khác là bất động sản khu công nghiệp. Mảng khai khoáng có thể sẽ có được lợi nhuận tốt nhờ vào việc giá Niken đang duy trì ở mức cao. Trong ngắn hạn, rủi ro đối với PC1 phần nào đã giảm đi do tỷ giá đã có xu hướng hạ nhiệt mạnh trong thời gian gần đây. Với vị thế lớn trong mảng xây lắp và tiềm năng tương đối tốt ở các mảng kinh doanh mới, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng dài hạn của PC1.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với PC1 với mức giá mục tiêu trong vòng 1 năm là **29.000 đồng/cp**.

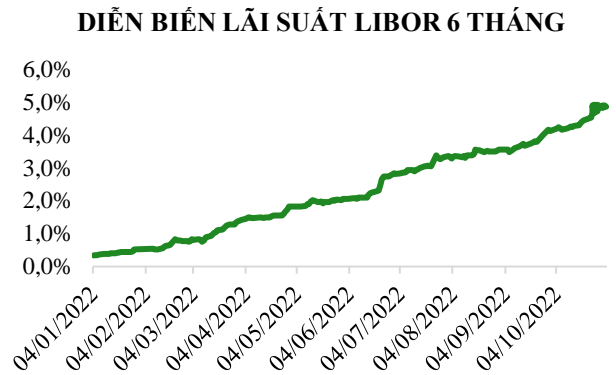
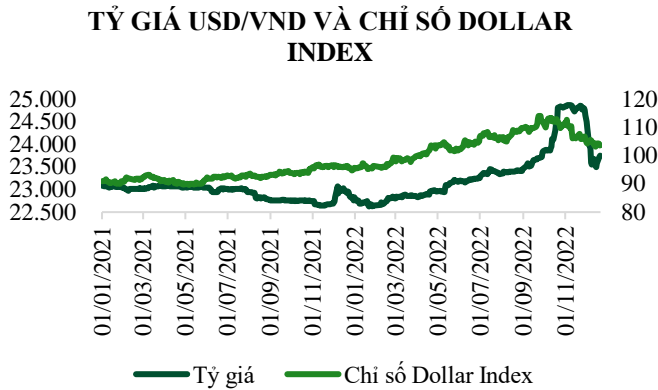
## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro thời tiết.** Lania sẽ sớm suy yếu và chuyển sang trạng thái trung tính trong năm 2023, từ đó có thể ảnh hưởng đến sản lượng thủy điện của PC1.

**Rủi ro biến động giá Niken.** Với việc giá thành sản xuất Niken ở mức cao, biến động giá bán Niken toàn cầu sẽ ảnh hưởng lớn đến KQKD cũng như là giá trị mảng khai khoáng.

**Rủi ro biến động tỷ giá ảnh hưởng đến chi phí tài chính.**

Tỷ giá USD/VND đã có xu hướng hạ nhiệt mạnh trong thời gian gần đây và hiện đang có mức tăng khoảng 4%. Chúng tôi cho rằng tỷ giá nhiều khả năng sẽ giữ nguyên mức tăng từ đây đến cuối năm sẽ góp phần làm giảm áp lực lên KQKD trong cả năm.



Nguồn: Investing, VCBS tổng hợp

**Giả định dự nợ vay của PC1 tại thời điểm đầu năm 2023 (Giả định tỷ giá USD/VND tăng 4% trong năm 2022)**

Đồng	Kỳ hạn	Số dư nợ	Lãi suất
Nợ VND	Ngắn hạn	2.764	LS HĐ + BĐ
	Dài hạn	3.185	9%
Nợ USD	Ngắn hạn	-	
	Dài hạn (Số dư cuối 2022)	3.847	LIBOR + Margin

**Phân tích độ nhạy giữa tỷ giá USD/VND, lãi vay và chi phí tài chính của PC1 trong năm 2023.**

		% TỶ GIÁ USD/VND						
		3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%
Lãi vay ngoại tệ	6,00%	924	995	1.065	1.136	1.206	1.277	1.347
	6,50%	944	1.015	1.085	1.156	1.227	1.298	1.368
	7,00%	964	1.035	1.106	1.176	1.247	1.318	1.389
	7,50%	984	1.055	1.126	1.197	1.268	1.339	1.410
	8,00%	1.003	1.075	1.146	1.217	1.289	1.360	1.431
	8,50%	1.023	1.095	1.166	1.238	1.309	1.381	1.452
	9,00%	1.043	1.115	1.186	1.258	1.330	1.401	1.473

Nguồn: VCBS ước tính

<b>BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	3.158	2.059	2.126	730	2.048	3.480
Các khoản đầu tư ngắn hạn	144	144	144	144	144	144
Các khoản phải thu	3.278	5.027	4.759	5.058	5.707	5.732
Hàng tồn kho	1.282	1.459	1.546	1.692	1.803	1.864
Tài sản ngắn hạn khác	120	147	167	170	186	193
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>7.982</b>	<b>8.836</b>	<b>8.741</b>	<b>7.794</b>	<b>9.888</b>	<b>11.413</b>
Tài sản cố định	11.624	11.204	10.870	11.475	11.059	10.854
Các khoản đầu tư dài hạn	639	639	639	639	639	639
Tài sản dài hạn khác	757	932	947	919	984	983
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>13.020</b>	<b>12.775</b>	<b>12.455</b>	<b>13.032</b>	<b>12.682</b>	<b>12.476</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>21.003</b>	<b>21.610</b>	<b>21.196</b>	<b>20.827</b>	<b>22.570</b>	<b>23.889</b>
Các khoản phải trả	1.391	2.105	2.199	2.197	2.498	2.548
Vay nợ ngắn hạn	3.800	2.800	1.800	800	800	800
Nợ ngắn hạn khác	1.171	1.754	1.741	1.806	2.038	2.063
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>6.362</b>	<b>6.658</b>	<b>5.740</b>	<b>4.803</b>	<b>5.336</b>	<b>5.411</b>
Vay nợ dài hạn	7.729	7.221	6.713	6.205	5.697	5.188
Phải trả dài hạn khác	137	246	317	264	318	333
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>7.867</b>	<b>7.468</b>	<b>7.030</b>	<b>6.469</b>	<b>6.014</b>	<b>5.521</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>14.229</b>	<b>14.125</b>	<b>12.770</b>	<b>11.272</b>	<b>11.350</b>	<b>10.932</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	3.415	3.415	3.415	3.415	3.415	3.415
Lợi nhuận chưa phân phối	1.610	2.326	3.352	4.559	6.225	7.962
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	169	164	79	-	-	-
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>5.194</b>	<b>5.905</b>	<b>6.847</b>	<b>7.975</b>	<b>9.640</b>	<b>11.377</b>
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.580	1.580	1.580	1.580	1.580	1.580
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>21.003</b>	<b>21.610</b>	<b>21.196</b>	<b>20.827</b>	<b>22.570</b>	<b>23.889</b>

<b>BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>8.611</b>	<b>12.503</b>	<b>12.972</b>	<b>13.199</b>	<b>14.861</b>	<b>15.164</b>
GVHB	(7.026)	(10.319)	(10.725)	(10.957)	(12.201)	(12.483)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.585</b>	<b>2.184</b>	<b>2.247</b>	<b>2.243</b>	<b>2.660</b>	<b>2.681</b>
Chi phí bán hàng	(58)	(96)	(87)	(93)	(106)	(105)
Chi phí QLDN	(285)	(407)	(390)	(421)	(468)	(472)
<b>THU NHẬP HOẠT ĐỘNG</b>	<b>1.243</b>	<b>1.682</b>	<b>1.770</b>	<b>1.729</b>	<b>2.087</b>	<b>2.104</b>
Doanh thu tài chính	97	80	64	48	124	158
Chi phí tài chính	(929)	(959)	(753)	(553)	(480)	(444)
Lợi nhuận khác	8	11	4	9	9	8
LN liên kết liên doanh	86	208	337	426	520	527
<b>LNTT</b>	<b>504</b>	<b>1.022</b>	<b>1.422</b>	<b>1.660</b>	<b>2.261</b>	<b>2.353</b>
Chi phí thuế TNDN	(74)	(157)	(213)	(249)	(342)	(354)
<b>LNST</b>	<b>429</b>	<b>865</b>	<b>1.210</b>	<b>1.411</b>	<b>1.919</b>	<b>1.999</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	69	69	69	69	69	69
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>360</b>	<b>796</b>	<b>1.140</b>	<b>1.341</b>	<b>1.850</b>	<b>1.930</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.076	2.471	3.745	4.451	6.245	6.526

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	13	554	1.813	1.297	1.998	2.332
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(1.639)	(145)	(237)	(1.185)	(172)	(391)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	2.492	(1.508)	(1.508)	(1.508)	(508)	(508)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>866</b>	<b>(1.099)</b>	<b>67</b>	<b>(1.396)</b>	<b>1.318</b>	<b>1.432</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2.292	3.158	2.059	2.126	730	2.048
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	3.158	2.059	2.126	730	2.048	3.480
<b>ROE</b>	<b>6,6%</b>	<b>12,1%</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,7%</b>	<b>18,5%</b>	<b>16,5%</b>
<b>ROA</b>	<b>2,2%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>6,7%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,6%</b>
<b>D/A</b>	<b>54,9%</b>	<b>46,4%</b>	<b>40,2%</b>	<b>33,6%</b>	<b>28,8%</b>	<b>25,1%</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**  
Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu  
lhathi@vcbs.com.vn

**Bùi Võ Thế Vinh**  
Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu  
bvtvinh@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>