

**PC1 - MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 07/09/2021)

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| Sàn giao dịch            | HSX       |
| Thị giá (đồng)           | 33.850    |
| KLGD TB 10 ngày          | 3.014.070 |
| Vốn hoá (tỷ đồng)        | 6472      |
| Số lượng CPLH (triệu CP) | 191,188   |
| Giá mục tiêu             | 42.500    |
| Upside                   | +25,7%    |

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Trịnh Văn Hà  
[tvha@vcbs.com.vn](mailto:tvha@vcbs.com.vn)  
+84-2838200796 ext 643

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 – ĐIỆN GIÓ HOẠT ĐỘNG, MỞ KHOẢNG SẢN HẤP DẪN**

**CÁC ĐIỂM NHẤN CHÍNH:**

1. Tiến độ các dự án điện gió tự đầu tư rất tốt và có khả năng cao hoàn thành đúng hạn trước diễn biến dịch bệnh phức tạp giúp tăng gấp đôi Doanh thu phát điện.
2. Các dự án xây lắp điện gió cũng đúng hạn và sẽ hạch toán phần lớn doanh thu vào Q3, Q4.2021. Đồng thời ký thêm hợp đồng xây lắp với tổng giá trị hơn 1.000 tỷ đồng trong Q2.2021.
3. Sở hữu chi phối công ty khoán sản Tấn Phát với dự án Nickel – Đồng tại Quang Trung – Hà Trì, Cao Bằng có rất nhiều tiềm năng trong xu thế sử dụng Pin dành cho ô tô điện.
4. Mở rộng hoạt động kinh doanh BĐS thông qua góp vốn công ty BĐS CT2 để chuẩn bị cho các kế hoạch mới về mảng BĐS. Tiếp tục đẩy nhanh thủ tục các dự án hiện hữu để đưa vào kinh doanh từ năm 2022 trở đi.
5. Tiếp tục mở rộng đầu tư các dự án năng lượng.

**Đánh giá:**

Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh 2H.2021 khả quan và năm 2022 tăng trưởng tốt nhờ doanh thu bán điện gió khi 03 dự án đi vào vận hành ổn định. Mỏ Nickel Đồng có rất nhiều tiềm năng về đầu ra và có thêm đem lại lợi nhuận hàng năm tăng thêm khoảng 150 – 200 tỷ hợp nhất.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2021 và 2022 lần lượt đạt 8.287 tỷ đồng (+21,4% yoy) và 6.742 tỷ đồng (-22% yoy), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ 2021 đạt 799 tỷ đồng (+56% yoy, vượt 70% kế hoạch năm) do có thêm hơn 200 tỷ đồng LN tài chính từ đánh giá lại mỏ Nickel – Đồng. EPS 2021, 2022 dự kiến đạt 4.181 đồng/cp và 3.473 đồng/cp.

Chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **MUA** dành cho PC1 và nâng giá mục tiêu 1 năm tới đạt **42.500 đồng/cổ phiếu** – upside 25,7% so với giá đóng cửa ngày 07.09.2021.

| Chỉ tiêu tài chính | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| DTT (tỷ đồng)      | 5.845  | 6.679  | 8.287  | 6.472  |
| +/- yoy (%)        | 15%    | 14%    | 24%    | -22%   |
| LNST (tỷ đồng)     | 358    | 513    | 799    | 664    |
| +/- yoy (%)        | -23%   | 43%    | 56%    | -17%   |
| VCSH (tỷ đồng)     | 3.695  | 4.770  | 5.590  | 6.425  |
| Nợ/TTS (%)         | 37%    | 35%    | 49%    | 45%    |
| TS LN góp (%)      | 14,01% | 17,39% | 13,31% | 24,45% |
| ROA (%)            | 4,80%  | 5,39%  | 6,12%  | 4,45%  |
| ROE (%)            | 10,26% | 12,12% | 15,43% | 11,05% |
| EPS (đồng)         | 2.246  | 2.682  | 4.181  | 3.473  |
| P/E                | 9      | 7,5    | 8,1    | 9,7    |
| BVPS (đồng)        | 23.190 | 24.947 | 29.240 | 33.604 |
| P/B                | 0,95   | 1,5    | 1,16   | 1,01   |

**PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH**

**KQKD 1H.2021**

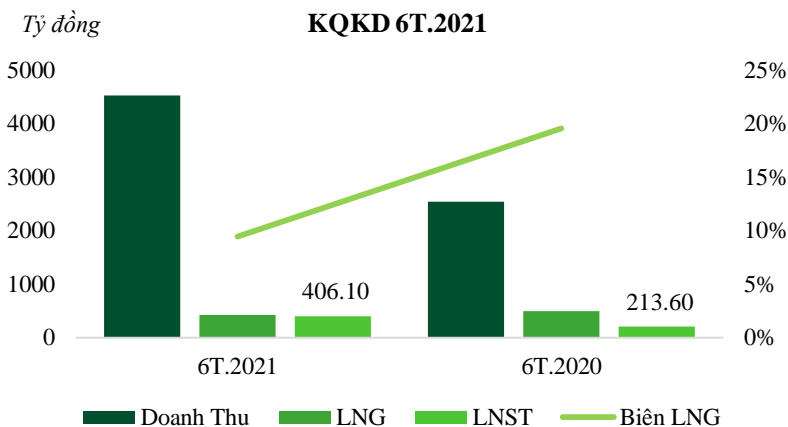
Doanh thu 1H.2021 đạt 4.536 tỷ đồng (+78,5% yoy) chủ yếu do hạch toán các công trình có giá trị lớn như: hệ thống truyền tải, TBA cho Dự án Ia Pét Đăk Đoa 1, 2 với giá trị hợp đồng lên tới hơn 740 tỷ, các dự án truyền tải cho điện gió như: Quốc Vinh, Hương Tân, BIM, Hưng Hải Gia Lai... Ngoài ra, hạch toán một phần doanh thu từ hợp đồng EPC 02 dự án điện gió Ia Bang và Tân Phú Đông 2. Các dự án này vẫn theo đúng tiến độ và sẽ hạch toán phần doanh thu còn lại trong 2H.2021.

BLNG giảm mạnh còn 9,6% chủ yếu là do (1) năm nay hầu như không còn hạch toán doanh thu từ BĐS với BLNG lên tới hơn 30%, (2) giá thép tăng mạnh so với cùng kỳ (+60% – 70% yoy) khiến cho BLNG xây lắp sụt giảm mạnh từ 10,7% năm 2020 còn 4,8% trong Q2.2021. Ngoài ra phần thiết bị chiếm nhiều hơn khi hạch toán trong quý này cũng là nguyên nhân làm giảm BLNG. Tuy nhiên, với giá trị hợp đồng lớn, LNG riêng mảng xây lắp đạt 190,68 tỷ đồng (85% yoy).

Ngoài ra, trong kỳ công ty thực hiện hợp nhất Công ty cổ phần khoáng sản Tấn Phát, nâng sở hữu từ 33,92% lên 57,27% và phát sinh khoản chênh lệch đánh giá lại công ty con, hạch toán doanh thu hoạt động tài chính hơn 260 tỷ đồng.

Chi phí lãi vay đạt 136 tỷ đồng (+15% yoy) do gia tăng vay vốn ngắn hạn bổ sung nguồn vốn cho các dự án điện gió và phục vụ hợp đồng tổng thầu.

Kết quả LNST hợp nhất đạt 421,7 tỷ đồng (+94% yoy), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 406,1 tỷ đồng (+90,1% yoy), đạt 79,6% kế hoạch năm.



Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

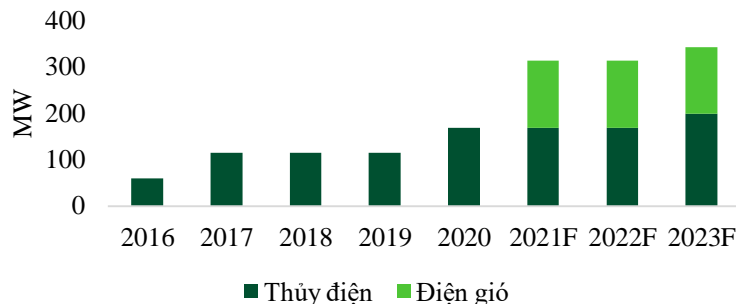
**Dự án điện gió dự kiến kịp hoàn thành**

Các dự án điện gió với tổng 144MW sẽ có khả năng cao đi vào hoạt động đúng thời hạn hưởng giá bán 8,5 cent/kWh.

Dự án Liên Lập đã hoàn thành lắp các turbine và chạy thử 1 phần hướng tới chạy thương mại toàn dự án trong tháng 9. Hai dự án còn lại dự kiến sẽ vận hành thương mại vào tháng 10. Các dự án đã khắc phục được khó khăn về huy động chuyên gia nước ngoài để phục vụ cho quá trình lắp đặt turbine, kết nối mạng lưới truyền tải và vận hành dự án.

Hiện đường dây 220 kV Đông Hà – Lao Bảo dự kiến sẽ hoàn thành trong tháng 9, đảm bảo truyền tải tốt nhất cho tất cả các dự án điện gió tại khu vực Quảng Trị nên sẽ không xảy ra hiện tượng quá tải đường dây.

## Công suất phát điện



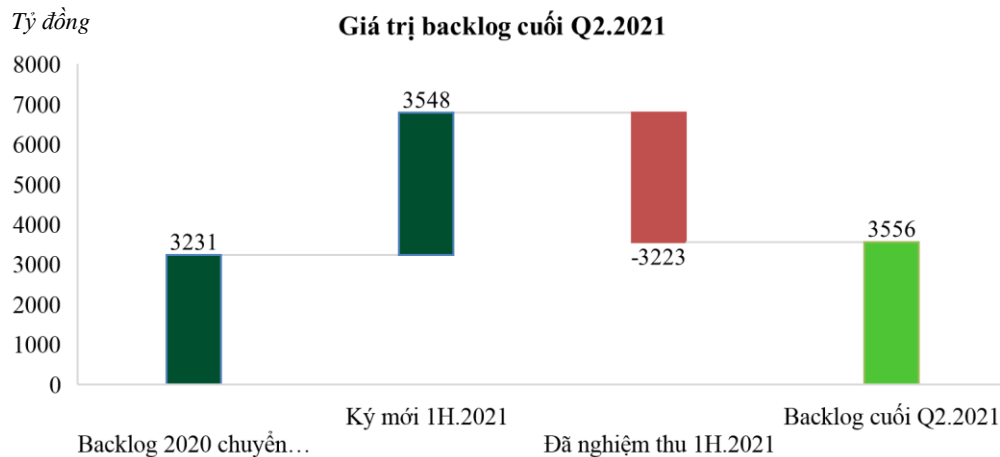
Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

Các dự án này sẽ đem lại doanh thu và LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 160 – 180 tỷ đồng và 50 – 55 tỷ đồng trong năm 2021; 990 – 1000 tỷ đồng DT và 200 – 210 tỷ đồng LNST năm 2022. Giúp tăng tỷ trọng doanh thu phát điện từ 11% DT năm 2020 - 2021 lên 24 – 25% năm 2022 và gần 80% LNG trong năm 2022.

### Hoạt động xây lắp, sản xuất công nghiệp.

Dự kiến trong Q3 và Q4.2021 sẽ hoàn thành các dự án điện gió như Iabang 1, Tân Phú Đông 2 và các dự án khác với tổng giá trị hợp đồng còn lại khoảng hơn 2.000 tỷ đồng. Với sự ảnh hưởng của giá thép tăng cùng với phần lớn tỷ trọng của phần thiết bị điện gió, chúng tôi ước tính BLNG mảng này cả năm 2021 sẽ đạt 7,0%. Theo doanh nghiệp, Backlog hiện tại còn hơn 3.500 tỷ đồng do mới ký thêm hợp đồng mới với giá trị khoảng 1.000 tỷ đồng trong T7.2021. Hợp đồng này chủ yếu sẽ hạch toán sang năm sau.

Chúng tôi điều chỉnh ước tính doanh thu mảng xây lắp năm 2021 lên hơn 5.294 tỷ đồng, tăng 17% so với ước tính ban đầu.



Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

### Tiềm năng lớn từ mỏ Nickel – Đồng

**Nâng tỷ lệ sở hữu chi phối CTy Cổ phần Khoáng sản Tân Phát trong Q2.2021** hiện đang sở hữu mỏ Nickel – Đồng xâm tán tại Quang Trung – Hà Trì, Hòa An, Cao Bằng với trữ lượng 3,46 triệu tấn quặng Sunfua cấp 122<sup>1</sup>, chứa 20.841 tấn Ni, 9,207 tấn Cu và 2.555 tấn Co. Tài nguyên cấp 333<sup>2</sup> là 10.802 nghìn tấn quặng, chứa 60.288 tấn Ni, 22.414 tấn Cu và 2.555 tấn Co. Tổng giá trị dự án khoảng 1.502 tỷ đồng. Dự án đã được khởi công ngày 03.07.2021 và dự kiến bắt đầu khai thác vào Q4.2022. Thời hạn khai thác lên tới 08 năm.

<sup>1</sup> Tài nguyên cấp 122: Có hiệu quả kinh tế, đã có báo cáo tiền khả thi với mức độ nghiên cứu địa chất tin cậy

<sup>2</sup> Tài nguyên cấp 333: Chưa rõ hiệu quả kinh tế, mới nghiên cứu khái quát và mức độ nghiên cứu địa chất: dự tính

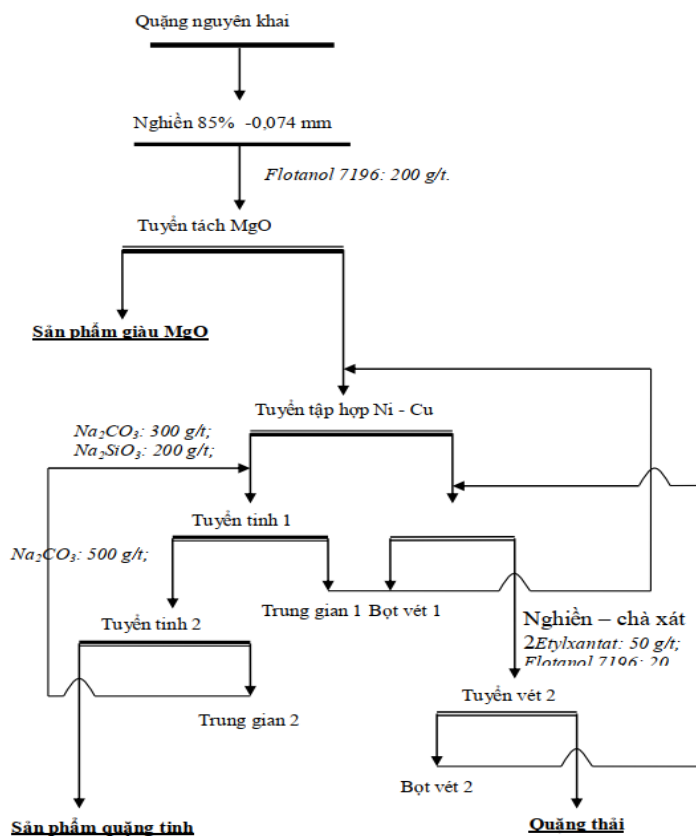
Dự kiến dự án sẽ thu được quặng tinh Ni với hàm lượng tối đa 10% - 11% và hiệu quả thu hồi dự kiến khoảng 63%, hàm lượng Cu khoảng 2,5% – 3% với thực thu khoảng 41% - 45%; Co có hàm lượng khoảng 0,2% - 0,3% với khả năng thực thu đạt 53% - 55%.

| Chỉ tiêu                       | Ni     | Cu    | Co     |
|--------------------------------|--------|-------|--------|
| Trữ lượng (tấn)                | 20.841 | 9.207 | 914    |
| Trữ lượng có thể thu hồi (tấn) | 13.130 | 3.775 | 484    |
| Giá (USD/tấn)                  | 19.000 | 9.000 | 50.000 |
| Giá trị tiềm năng (tỷ đồng)    | 5.788  | 788   | 562    |

Nguồn: Viện KH&CN Mỏ - Luyện kim, VCBS ước tính

Công suất dự kiến hàng năm khoảng 600.000 tấn quặng nguyên khai. Chi phí hoạt động chủ yếu là chi phí khấu hao máy móc, chi phí các loại hóa chất sử dụng trong quá trình tuyển quặng, điện và nhân công. Do khai thác lộ thiên và quặng mềm nên chỉ cần sử dụng các máy móc đơn giản trong quá trình khai thác, ít phải sử dụng các loại thuốc nổ để phá quặng. Công nghệ tuyển quặng theo chia sẻ của công ty sẽ sử dụng công nghệ Trung Quốc.

### Quy trình tuyển quặng dự kiến



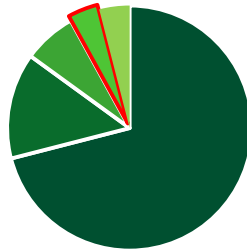
Nguồn: Viện KH&CN Mỏ - Luyện kim

### Triển vọng của sản xuất Nickel:

Trên thế giới, 71% Nickel sử dụng làm thép không gỉ, 14% sử dụng trong các hợp kim, 6% làm điện cực, 4% làm pin

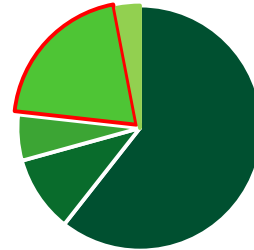
điện. Hiện tại, nhu cầu Nickel đang tăng do Trung Quốc đang mở rộng đầu tư công và xu hướng sử dụng xe điện tăng mạnh trên toàn cầu.

**Tỷ trọng ứng dụng Nickel năm 2019**



■ Thép không gỉ ■ Điện cực  
■ Hợp kim ■ Pin  
■ Khác

**Tỷ trọng ứng dụng Nickel năm 2030**



■ Thép không gỉ ■ Điện cực  
■ Hợp kim ■ Pin  
■ Khác

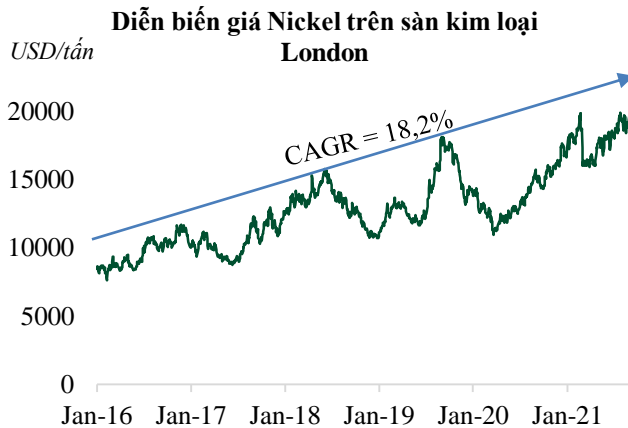
Nguồn: Roskill, VCBS

Theo Roskill, dự kiến nhu cầu Nickel dành cho sản xuất Pin sẽ tăng từ 4% năm 2019 lên 20% trong tổng nhu cầu 3,69 triệu tấn Nickel trong năm 2030 nhờ xu thế chuyển đổi sang các loại Pin sử dụng Nickel với tỷ lệ cao hơn Cobalt với giá thấp hơn đáng kể (giá Cobalt hiện bằng 2,5 lần Nickel), hiệu quả lưu trữ tốt hơn và có thể thu nhỏ hơn so với Pin truyền thống. Ngoài ra, theo Nickel Institute, Tới năm 2025, tỷ trọng Nickel trong toàn ngành Pin toàn cầu sẽ lên tới 58% với việc tăng sử dụng các loại pin Nickel – Cobalt – Aluminium (NCA) với 80% Nickel và Nickel – Manganese – Cobalt (NMC) với 33% Nickel và hướng tới sử dụng 80% Nickel.

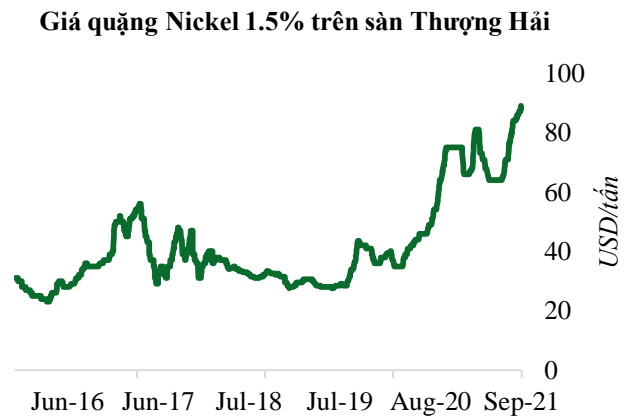
Giá Nickel cũng tăng khá tốt từ năm 2016 đến nay. Giá bán trên sàn kim loại London (LME) cho 1 tấn Nickel hiện tại là 19.590 USD/tấn, tăng 12,6% từ đầu năm và tăng từ 2016 đến nay với CAGR = 18,2% đặc biệt là trong giai đoạn từ 2020 đến nay với xu hướng tăng sử dụng xe điện và các chính sách thúc đẩy đầu tư sau khi kiểm soát dịch Covid 19 trên thế giới giúp nhu cầu sử dụng Nickel tăng làm giá tăng.

Trong khi đó, giá quặng 1,5% Nickel tại Trung Quốc cũng tăng mạnh +35% so với đầu năm 2021 đạt 89 USD/tấn và tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ năm 2019.

Hiện tại trong nước hầu như ít sử dụng Nickel, sản phẩm quặng tinh Nickel sản xuất chủ yếu sẽ xuất khẩu, thị trường chủ yếu là Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản...



Nguồn: Investing.com, VCBS



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

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 ~20% (hàm lượng MgO cao sẽ gây tăng nhiệt độ trong quá trình luyện kim và gây thủng lò) và chỉ xử lý được loại quặng đặc sít mà chưa xử lý được quặng xâm tán, đồng thời hoạt động trong thời kỳ giá Nickel thấp dẫn đến thua lỗ nặng nề và phải đóng cửa năm 2016. Mỏ này phải khai thác bằng hầm lò khiến chi phí khai thác cao hơn và công suất kém hơn. Hiện công ty này đã được mua lại 90% bởi Blackstone (Australia) từ nhà đầu tư Canada – AMR Nickel Limited năm 2019 và sẽ được đầu tư mở rộng công suất lên 4 – 6 triệu tấn quặng nguyên khai/năm từ 360.000 tấn/năm toàn bộ dùng để sản xuất Pin NMC với hiệu quả cao - IRR lên tới 45% với giá định giá Nickel khoảng 17.000 USD/tấn theo báo cáo FS của Blackstone.

## Tiếp tục đầu tư vào các dự án thủy điện

Hiện PC1 đang hoàn thiện các công tác cuối cùng để chuẩn bị thi công công trình thủy điện Bảo Lạc A với công suất 30 MW. Dự án này dự kiến sẽ có thể vận hành vào cuối năm 2023 và hưởng mức giá bán theo biểu chi phí tránh được khá hấp dẫn đối với các nhà máy thủy điện công suất nhỏ.

Dự án Thủy điện Thượng Hà đã hoàn thành chuẩn bị đầu tư, và PC1 sẽ khởi công sớm nếu các thủ tục xong sớm hơn dự kiến.

Các dự án thủy điện trong kế hoạch đầu tư như sau:

| 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: PCI, VCBS tổng hợp

## ĐỊNH GIÁ

### Mảng năng lượng

**Mảng năng lượng của PC1 bao gồm thủy điện và điện gió.** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá mảng năng lượng của PC1.

#### 1. Thủy điện:

Chúng tôi cập nhật thêm thủy điện Bảo Lạc A với công suất 30 MW vào định giá và sẽ đem lại doanh thu từ năm 2023 với doanh thu hàng năm khoảng 130 – 140 tỷ đồng.

| Định giá  | Giá trị cũ (tỷ đồng) | Giá/cp cũ | Giá trị mới (tỷ đồng) | Giá/cp mới | tăng/giảm |
|-----------|----------------------|-----------|-----------------------|------------|-----------|
| Thủy điện | 3.232                | 16.905    | 3.840                 | 17.711     | 4,8%      |

#### 2. Điện gió:

Do dự án Liên Lập dự kiến trong tháng này sẽ vận hành thương mại và hai dự án còn lại sẽ vận hành trong tháng 10 nên chúng tôi giảm phần chiết khấu cho rủi ro không kịp vận hành cho các dự án này.

Đồng thời, lãi vay cho các dự án này được huy động từ nguồn quốc tế với lãi suất cố định khoảng 5,4%, chúng tôi cộng thêm rủi ro tỷ giá 0,6%. Chi phí sử dụng vốn vay trung bình khoảng 6% thay vì 8,0% như giá định trước đó

Định giá cụ thể như sau:

Như vậy, giá trị của mảng năng lượng như sau:

| Định giá | Giá trị cũ (tỷ đồng) | Giá/cp cũ | Giá trị mới (tỷ đồng) | Giá/cp mới | tăng/giảm |
|----------|----------------------|-----------|-----------------------|------------|-----------|
| Điện gió | 985                  | 5.153     | 1.694                 | 9.856      | 91,3%     |

## Mảng Xây lắp, SXCN

Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu cho 02 mảng này tăng lên 6.088 tỷ đồng (+17% so với báo cáo lần trước) do tiến độ hợp đồng ký mới tốt hơn. Tuy nhiên BLNG bị ảnh hưởng lớn bởi sự gia tăng của giá NVL và cước vận tải. BLNG mới ước tính đạt 7% và 10% lần lượt cho xây lắp và SXCN. LNST cho 02 mảng này ước tính đạt 133,2 tỷ đồng (-28% so với báo cáo lần trước).

Chúng tôi vẫn giữ mức P/E khoảng 7,7 lần để định giá đối với hai mảng hoạt động này của công ty.

Cập nhật định giá như sau

| Định giá      | Giá trị cũ (tỷ đồng) | Giá/cp cũ | Giá trị mới (tỷ đồng) | Giá/cp mới | tăng/giảm |
|---------------|----------------------|-----------|-----------------------|------------|-----------|
| Xây lắp, SXCN | 1.536                | 8.032     | 1.025                 | 5.363      | -33,2%    |

## Mỏ Nickel – Đồng

Dự án đã khởi công vào tháng 7.2021 và công suất 600.000 tấn quặng nguyên khai, sản xuất ra các loại quặng tinh có tỷ lệ từ 4,5% - 9% tùy theo nhu cầu của khách hàng với tổng mức đầu tư khoảng 1.500 tỷ đồng, dự kiến đi vào sản xuất từ cuối năm 2023. Do là mỏ khai thác lộ thiên nên thời gian xây dựng mỏ ngắn, chủ yếu là thời gian xây dựng, lắp đặt thiết bị tuyển quặng. Doanh thu khoảng gần 1.000 tỷ/năm và LNST khoảng 150 – 200 tỷ đồng/năm.

Chúng tôi hiện định giá cho mỏ này với mức P/B khoảng 1,5 lần, tương đương với mức P/B trung bình trong lịch sử đối với PC1.

Chúng tôi tính toán theo tỷ lệ sở hữu của PC1 đối với công ty Khoáng sản Tấn Phát.

Giá trị của mảng này đóng góp vào định giá là 771 tỷ đồng, tương ứng 4.035 đồng/cổ phiếu.

## Tổng hợp định giá

| Mảng hoạt động | Phương pháp định giá | Giá trị (tỷ đồng) | Giá/cp (đồng) |
|----------------|----------------------|-------------------|---------------|
| Thủy điện      | FCFF                 | 3.840             | 17.711        |
| Điện gió       | FCFF                 | 1.694             | 9.856         |
| Xây lắp, SXCN  | P/E                  | 1.025             | 5.363         |
| BDS            | NAV                  | 627               | 3.279         |
| Khai thác      | P/B                  | 771               | 4.035         |
| Khác           | Book value           | 435               | 2.275         |
| <b>Tổng</b>    |                      | <b>8.393</b>      | <b>42.519</b> |
| <b>Upside</b>  |                      |                   | <b>25,6%</b>  |

## ĐÁNH GIÁ

Với nhiều tiềm năng tăng trưởng lớn từ năm 2022 trở đi khi các dự án điện gió đi vào hoạt động, đồng thời tiếp tục đầu tư các dự án thủy điện, BDS và nhất là mỏ Nickel – Đồng với giá vốn khá thấp. Chúng tôi tin tưởng rằng PC1 sẽ có tiềm năng tăng trưởng tốt liên tục trong giai đoạn 2022 – 2025.

Năm 2021 và 2022 chúng tôi dự phóng Doanh thu lần lượt đạt 8.287 tỷ đồng (+24% yoy) và 6.472 tỷ đồng (-22% yoy). LNST đạt lần lượt là 799 tỷ đồng (+56% yoy) và 664 tỷ đồng (-17% yoy). EPS lần lượt đạt 4.181 đồng/cp và 3.473 đồng/cp

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với PC1 và nâng giá mục tiêu trong vòng 01 năm đối với PC1 lên **42.500 đồng/cp**, +25,6% so với giá đóng cửa ngày 07/09/2020, tăng 26% so với định giá lần gần nhất.

## **RỦI RO ĐẦU TƯ**

**Rủi ro thời tiết.** Diễn biến thời tiết khó lường sẽ ảnh hưởng tới sản lượng thủy điện lẫn điện gió.

**Rủi ro không kịp tiến độ để hưởng ưu đãi giá điện gió.** Giá FIT dành cho điện gió là 8,5 cents/kWh chỉ có hiệu lực tới trước ngày 1/11/2021. Nếu các nhà máy điện gió không đưa vào vận hành thương mại trước thời gian này sẽ không được bán điện trước khi có chính sách mới.

**Rủi ro giá bán Nickel trên thế giới suy giảm ảnh hưởng tới lợi nhuận của mảng khai khoáng.** Mặc dù giá Nickel đang trong xu hướng tăng nhưng tương lai có thể sẽ có nhiều biến động và ảnh hưởng tới hiệu quả HĐKD



Đvt: tỷ đồng

| <b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và các khoản tương đương tiền    | 393          | 393          | 393          | 393          | 393          |
| Các khoản đầu tư ngắn hạn             | 180          | 180          | 180          | 180          | 180          |
| Các khoản phải thu                    | 2611         | 1773         | 1919         | 1773         | 1826         |
| Hàng tồn kho                          | 2043         | 1507         | 1535         | 1576         | 1623         |
| Tài sản ngắn hạn khác                 | 166          | 129          | 140          | 144          | 148          |
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>               | <b>5393</b>  | <b>3983</b>  | <b>4167</b>  | <b>4066</b>  | <b>4170</b>  |
| Tài sản cố định                       | 9765         | 10206        | 10616        | 10337        | 10064        |
| Các khoản đầu tư dài hạn              | 81           | 81           | 81           | 81           | 81           |
| Tài sản dài hạn khác                  | 434          | 434          | 434          | 434          | 434          |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                | <b>10280</b> | <b>10722</b> | <b>11131</b> | <b>10852</b> | <b>10579</b> |
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>                   | <b>15674</b> | <b>14705</b> | <b>15299</b> | <b>14918</b> | <b>14749</b> |
| Các khoản phải trả                    | 1181         | 804          | 872          | 899          | 927          |
| Vay nợ ngắn hạn                       | 5348         | 4302         | 3842         | 2400         | 1082         |
| Nợ ngắn hạn khác                      | 910          | 496          | 504          | 518          | 534          |
| <b>Nợ ngắn hạn</b>                    | <b>7595</b>  | <b>5792</b>  | <b>5447</b>  | <b>4085</b>  | <b>2854</b>  |
| Vay nợ dài hạn                        | 2208         | 2208         | 2208         | 2208         | 2208         |
| Nợ dài hạn khác                       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Nợ dài hạn</b>                     | <b>2208</b>  | <b>2208</b>  | <b>2208</b>  | <b>2208</b>  | <b>2208</b>  |
| <b>NỢ PHẢI TRẢ</b>                    | <b>9803</b>  | <b>8000</b>  | <b>7655</b>  | <b>6293</b>  | <b>5062</b>  |
| Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần   | 1912         | 1912         | 1912         | 1912         | 1912         |
| Lợi nhuận chưa phân phối              | 1748         | 2279         | 2895         | 3539         | 4244         |
| Cổ phiếu quỹ                          | 711          | 711          | 711          | 711          | 711          |
| Vốn khác                              | 1219         | 1523         | 1846         | 2183         | 2539         |
| <b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>                 | <b>5590</b>  | <b>6425</b>  | <b>7364</b>  | <b>8345</b>  | <b>9406</b>  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | 844          | 1047         | 1255         | 1471         | 1695         |
| <b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>                 | <b>9803</b>  | <b>8000</b>  | <b>7655</b>  | <b>6293</b>  | <b>5062</b>  |

| <b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>   | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> | <b>2024F</b> | <b>2025F</b> |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>                | <b>8.287</b> | <b>6.472</b> | <b>7.004</b> | <b>7.191</b> | <b>7.404</b> |
| GVHB                            | (7.184)      | (4.890)      | (5.308)      | (5.471)      | (5.638)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>            | <b>1.103</b> | <b>1.582</b> | <b>1.696</b> | <b>1.720</b> | <b>1.766</b> |
| Chi phí bán hàng                | (75)         | (58)         | (63)         | (65)         | (67)         |
| Chi phí QLDN                    | (289)        | (273)        | (273)        | (281)        | (289)        |
| <b>EBIT</b>                     | <b>739</b>   | <b>1.251</b> | <b>1.360</b> | <b>1.375</b> | <b>1.410</b> |
| Doanh thu tài chính             | 42           | 26           | 26           | 26           | 26           |
| Chi phí tài chính               | (238)        | (408)        | (364)        | (309)        | (257)        |
| Lợi nhuận khác                  | 362          | 40           | 0            | 0            | 0            |
| LN liên kết liên doanh          | (62)         | (204)        | (208)        | (216)        | (224)        |
| <b>LNTT</b>                     | <b>843</b>   | <b>706</b>   | <b>813</b>   | <b>876</b>   | <b>955</b>   |
| Chi phí thuế TNDN               | (44)         | (42)         | (44)         | (70)         | (74)         |
| <b>LNST</b>                     | <b>799</b>   | <b>664</b>   | <b>769</b>   | <b>806</b>   | <b>881</b>   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số    | (62)         | (204)        | (208)        | (216)        | (224)        |
| <b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>  | <b>738</b>   | <b>460</b>   | <b>561</b>   | <b>590</b>   | <b>657</b>   |
| Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng) | 4.181        | 3.473        | 4.024        | 4.214        | 4.609        |

| <b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b> | <b>2021F</b>  | <b>2022F</b>  | <b>2023F</b> | <b>2024F</b>  | <b>2025F</b>  |
|--|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD               | 403           | 1748          | 1167         | 1479          | 1371          |
| Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT               | (5.246)       | (702)         | (707)        | (36)          | (53)          |
| Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC               | <b>3762</b>   | <b>(1046)</b> | <b>(460)</b> | <b>(1443)</b> | <b>(1318)</b> |
| <b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b> | <b>(1082)</b> | <b>0</b>      | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| Tiền và tương đương tiền đầu kỳ          | 1476          | 393           | 393          | 393           | 393           |
| <b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>  | <b>393</b>    | <b>393</b>    | <b>393</b>   | <b>393</b>    | <b>393</b>    |
| <b>ROE</b>                               |               |               |              |               |               |
| <b>ROA</b>                               | 15%           | 11%           | 11%          | 10%           | 10%           |
| <b>D/A</b>                               | 6%            | 4%            | 5%           | 5%            | 6%            |

Nguồn: VCBS ước tính

## 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**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Trịnh Văn Hà**

Chuyên viên Phân tích

tvha@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

|                                     |  |
|-------------------------------------|--|
| <b>Trụ sở chính Hà Nội</b>          | Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội<br>ĐT: (84-24) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20        |
| <b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>        | Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh<br>ĐT: (84-28)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106 |
| <b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>            | Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng<br>ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13             |
| <b>Chi nhánh Cần Thơ</b>            | Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ<br>ĐT: (84-710) -3750888                                 |
| <b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>  | Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh<br>ĐT: (84-28)-54136573                     |
| <b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>     | Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội.<br>ĐT: (+84-24) 3726 5551  |
| <b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>  | Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang<br>ĐT: (84-76) -3949841                      |
| <b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>  | F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai<br>ĐT: (84-61)-3918812                              |
| <b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>  | Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu<br>ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78                                    |
| <b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b> | Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng<br>Tel: (+84-31) 382 1630                                      |