

**CTCP Tập Đoàn PC1 - PC1**

**Khả quan**

**Động lực tăng trưởng tới từ các lĩnh vực mới**

Giá mục tiêu (12M)

Doanh nghiệp đa ngành | CẬP NHẬT

VND33.600

Consensus\*: Mua:11 Giữ:1 Bán:0

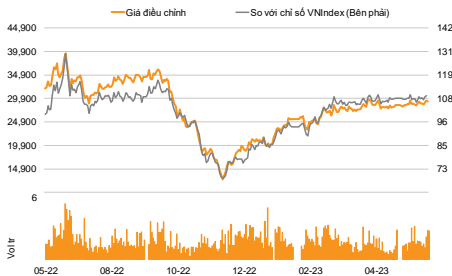
Giá mục tiêu / Consensus: 5,8%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Điều chỉnh tăng trưởng kép 2023-27 từ 14,2% lên 19,8%

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| Khuyến nghị cũ          | Khả quan   |
| Giá mục tiêu cũ         | 30.800đ/cp |
| Giá thị trường          | VND29.300  |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 39.567     |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 12.650     |
| GTĐBQ 3 tháng (tr VND)  | 42.694     |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 7.978      |
| Free float              | 69%        |
| Tỷ suất cổ tức          | 0,51%      |
| P/E trượt (x)           | 17,9       |
| P/B hiện tại (x)        | 1,55       |

**Diễn biến giá**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Hà Đức Tùng**

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

- Doanh thu Q1/23 tăng 2% svck hỗ trợ bởi kết quả tích cực từ mảng xây lắp, tuy nhiên, LN ròng giảm 89% svck do gánh nặng từ chi phí tài chính.
- LN ròng dự kiến đi ngang trong 2023 với kết quả kém khả quan tại các mảng kinh doanh chính, sau đó quay lại quỹ đạo tăng trưởng từ 2024.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33.600đ/cp.

**KQKD Q1/23: Chi phí tài chính đặt gánh nặng lớn lên tăng trưởng LN ròng**

Doanh thu Q1/23 tăng 2% svck nhờ mảng xây lắp tăng 26% svck cũng như dòng doanh thu bổ sung từ mảng BDS KCN, bù đắp mức giảm 15% svck của mảng điện và 66% svck mảng sản xuất công nghiệp. LN gộp Q1/23 giảm 12% svck do kết quả kém tích cực tại những mảng có biên LN cao như điện, BDS nhà ở. Doanh thu tài chính tăng 72% svck do doanh thu tiền gửi tăng mạnh, trong khi chi phí tài chính tiếp tục là gánh nặng chính, tăng 75% svck trong bối cảnh môi trường lãi suất cao. Đáng chú ý, phần lớn LNST được phân bổ cho cổ đông thiểu số, chủ yếu cho BDS KCN và điện gió. Theo đó, LN ròng Q1/23 giảm mạnh 89% svck đạt 15 tỷ đồng.

**LN ròng sẽ đi ngang trong 2023 sau đó quay lại quỹ đạo tăng trưởng từ 2024**

Trong 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu và LN gộp tăng 13% svck và 21% svck nhờ 1) Đóng góp bổ sung từ mảng khai khoáng và BDS KCN; 2) BDS Nhà ở ghi nhận dự án PC1 Gia Lâm, hỗ trợ doanh thu mảng này tăng 259% svck, theo đó, bù đắp cho mảng xây lắp trong bối cảnh EVN gặp khó khăn về tài chính, cũng như mảng điện khi thủy điện đi ra khỏi pha thời tiết thuận lợi. Chúng tôi cho rằng chi phí tài chính sẽ tiếp tục là gánh nặng trong năm nay, tăng 10% svck và thu hẹp tăng trưởng LN ròng của PC1 còn 2,5% svck.

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu và LN gộp đạt 20,8% svck và 10,8% svck nhờ 1) Sản lượng thủy điện phục hồi, hỗ trợ kết quả kinh doanh nhóm điện; 2) LN gộp mảng xây lắp tăng 11% svck, củng cố bởi QHD8 và kỳ vọng về chính sách giá mới sẽ được ban hành trong tương lai gần; 3) KCN Yên Phong IIA ghi nhận phần lớn doanh thu và đóng góp chính vào LN LDLK của PC1 (+316% svck); 4) Mảng khai khoáng hoạt động đầy đủ 12 tháng, tăng sản lượng của nhóm. Theo đó, chúng tôi dự phóng LN ròng 2024 sẽ tăng 55% svck đạt 705 tỷ đồng.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 33.600đ/cp**

Chúng tôi định giá theo phương pháp SOTP cho từng mảng kinh doanh chính của PC1. Theo đó, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 1 năm đạt 33.600đ/cp (+9% sv dự phóng trước) do 1) Chúng tôi điều chỉnh tăng trưởng kép 2023-27 từ 14,2% lên 19,8% với những kỳ vọng tích cực hơn cho mảng khai khoáng Niken, cũng như đẩy lùi tiến độ các dự án BDS nhà ở và KCN; 2) Chúng tôi kéo định giá DCF các mảng thêm một năm. Trong bối cảnh bước ngoặt LN sẽ đến từ 2024, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm phù hợp để bắt đầu tích lũy cổ phiếu tăng trưởng với nhiều yếu tố cơ bản tốt. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) Các dự án BDS nhà ở bàn giao nhanh hơn dự kiến; 2) Chính sách giá NLTT được ban hành sớm. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) Nền lãi suất cao duy trì lâu hơn dự kiến; 2) Giá Niken và nhu cầu thấp hơn dự kiến; 3) Các dự án BDS tiếp tục bị đình trệ.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-21A | 12-22A  | 12-23E | 12-24E |
|---------------------------|--------|---------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 9,828  | 8,333   | 9,446  | 10,280 |
| Tăng trưởng DT thuần      | 47.2%  | (15.2%) | 13.4%  | 8.8%   |
| Biên lợi nhuận gộp        | 11.8%  | 19.2%   | 20.5%  | 20.8%  |
| Biên EBITDA               | 16.0%  | 22.0%   | 24.3%  | 24.8%  |
| LN ròng (tỷ)              | 695    | 441     | 452    | 705    |
| Tăng trưởng LN ròng       | 35.5%  | (36.5%) | 2.5%   | 55.8%  |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    |        |         |        |        |
| EPS cơ bản                | 2,570  | 1,633   | 1,673  | 2,606  |
| EPS điều chỉnh            | 2,570  | 1,633   | 1,673  | 2,606  |
| BVPS                      | 17,384 | 18,892  | 20,562 | 23,505 |
| ROAE                      | 16.0%  | 9.0%    | 8.5%   | 11.8%  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Nhóm ngành mới hỗ trợ nửa sau 2023 cải thiện

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33.600đ/cp

Giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá SOTP cho từng mảng kinh doanh chính của PC1. Đối với mảng xây lắp, chúng tôi áp dụng phương pháp định giá EV/EBITDA với hệ số nhân trung bình ngành 7,0x. Đối với các dự án BDS nhà ở, chúng tôi áp dụng phương pháp NPV cho các dự án. Đối với mảng kinh doanh khác như BDS KCN, Điện và Khai khoáng Niken chúng tôi áp dụng phương pháp DCF.

Theo đó, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 33.600đ/cp (+9% sv dự phóng trước) mặc dù EPS 2023-24 điều chỉnh giảm do 1) Tăng trưởng kép EPS giai đoạn 2023-27 cao hơn 5,6 điểm % từ mức 14,2% lên 19,8% do chúng tôi kỳ vọng giá bán Niken cao hơn cũng như đẩy lùi tiến độ các dự án BDS nhà ở, KCN sang chủ yếu giai đoạn 2025-27; 2) Chúng tôi kéo định giá DCF thêm một năm. Trong bối cảnh bước ngoặt LN sẽ đến từ 2024, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm phù hợp để bắt đầu tích lũy cổ phiếu tăng trưởng với nhiều yếu tố cơ bản hỗ trợ.

**Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP**

| <b>Bảng tổng hợp định giá</b>            |                        |                           |                 |
|--|------------------------|---------------------------|-----------------|
| <b>Phương pháp định giá từng phần</b>    | <b>Giá trị tỷ đồng</b> | <b>Phương Pháp</b>        | <b>Tỷ trọng</b> |
| Xây lắp điện                             | 2.268                  | EV/EBITDA - 7,0x          |                 |
| BDS Nhà ở                                | 378                    | NPV                       |                 |
| BDS Khu công nghiệp (KCN)                | 917                    | DCF                       |                 |
| Điện                                     | 12.600                 | DCF - 10 năm              |                 |
| Khai khoáng Niken                        | 2.675                  | DCF - 20 năm              |                 |
| Đầu tư vào Idlk (không bao gồm KCN)      | 437                    | Giá trị sổ sách tại 1Q/23 |                 |
| (+) Tiền và tương đương tiền             | 5.087                  |                           |                 |
| (-) Nợ vay                               | (13.142)               |                           |                 |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số             | (2.136)                |                           |                 |
| <b>Giá trị doanh nghiệp</b>              | <b>9.082</b>           |                           |                 |
| SLCP đang lưu hành (triệu cp)            | 270                    |                           |                 |
| <b>Giá trị mỗi cp (VND/cp)</b>           |                        |                           | <b>33.585</b>   |
| <b>Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)</b> |                        |                           | <b>33.600</b>   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Các dự án BDS nhà ở ghi nhận doanh thu sớm hơn dự kiến
- Chính sách giá mới cho NLTT sớm được ban hành trong tương lai gần, thúc đẩy tăng trưởng nhóm xây lắp của doanh nghiệp.

### Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Giá và nhu cầu Niken giảm thấp hơn dự kiến, cản trở triển vọng nhóm khai khoáng.
- Những khó khăn của thị trường BDS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai các dự án trong tương lai, cũng như những thách thức trong thu xếp thủ tục pháp lý.
- Môi trường lãi vay cao tiếp tục duy trì lâu hơn dự kiến.

**Hình 2: DCF mảng điện – Các giả định**

| Giả định                       |              |
|--------------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro, bloomberg | 4%           |
| Beta bloomberg                 | 1,0          |
| Phần bù rủi ro (ERP)           | 11,0%        |
| Chi phí vốn - ke               | 15,0%        |
| Chi phí nợ - kd (sau thuế)     | 10%          |
| Tỷ lệ nợ trên vốn              | 65%          |
| <b>WACC</b>                    | <b>12,6%</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: Tổng hợp định giá DCF mảng điện (Đơn vị: Tỷ đồng)**

|                                       | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           | // | 2033            |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----|-----------------|
| <b>EBITDA</b>                         | <b>1.174,5</b> | <b>1.293,5</b> | <b>1.411,7</b> | <b>1.391,1</b> |    | <b>1.606,1</b>  |
| (-) Chi phí khấu hao                  | (518,2)        | (518,2)        | (576,7)        | (576,7)        |    | (668,9)         |
| <b>EBIT</b>                           | <b>656,3</b>   | <b>775,3</b>   | <b>835,1</b>   | <b>814,4</b>   |    | <b>937,3</b>    |
| (-) Thuế                              | (9,2)          | (15,6)         | (17,0)         | (38,8)         |    | (53,5)          |
| <b>EBIAT</b>                          | <b>647,1</b>   | <b>759,7</b>   | <b>818,1</b>   | <b>775,7</b>   |    | <b>883,7</b>    |
| (+) Chi phí khấu hao                  | 518,2          | 518,2          | 576,7          | 576,7          |    | 668,9           |
| (+) (Tăng)/giảm vốn lưu động          |                |                |                |                |    |                 |
| (-) Chi phí đầu tư TSCĐ               | (351,0)        | (351,0)        | (1.008,6)      | (737,6)        |    | -               |
| <b>FCFF</b>                           | <b>814,3</b>   | <b>926,9</b>   | <b>386,1</b>   | <b>614,7</b>   |    | <b>1.552,6</b>  |
| <b>Giá trị FCFF</b>                   |                |                |                |                |    | <b>7.048,1</b>  |
| <b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>     |                |                |                |                |    | <b>5.551,8</b>  |
| <b>Giá trị doanh nghiệp mảng điện</b> |                |                |                |                |    | <b>12.599,9</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành**

| Tên công ty                   | Mã cp                | Giá hiện tại  | Giá mục tiêu  | Khuyến nghị     | Vốn hóa          | P/E(x)      |            | P/BV(x)    |            | EV/EBITDA (x) |             | ROE (%)    |            |
|-------------------------------|----------------------|---------------|---------------|-----------------|------------------|-------------|------------|------------|------------|---------------|-------------|------------|------------|
|                               |                      |               |               |                 |                  | Trượt 12T   | 2023       | Hiện tại   | 2023       | Trượt 12T     | 2023        | Trượt 12T  | 2023       |
|                               | <b>Bloomberg</b>     | <b>Nội tệ</b> | <b>Nội tệ</b> |                 | <b>triệu USD</b> |             |            |            |            |               |             |            |            |
| <b>Doanh nghiệp đa ngành</b>  |                      |               |               |                 |                  |             |            |            |            |               |             |            |            |
| CTCP Tập đoàn Hà Đô           | HDG VN Equity        | 34.750        | 43.800        | Khả quan        | 362              | 7,4         | 6,7        | 1,5        | NA         | 5,7           | NA          | 22,6       | 15,6       |
| CTCP Tập đoàn Bamboo Capital  | BCG VN Equity        | 9.130         | 22.300        | Khả quan        | 207              | 41,4        | NA         | 0,7        | NA         | 30,3          | NA          | 1,5        | NA         |
| CTCP Cơ Điện Lạnh             | REE VN Equity        | 61.500        | 77.000        | Trung Lập       | 1.070            | 9,2         | 9,2        | 1,6        | 1,3        | 7,5           | 7,8         | 18,6       | 14,7       |
| <i>Trung bình</i>             |                      |               |               |                 |                  | 19,3        | 7,9        | 1,3        | 1,3        | 14,5          | 7,8         | 14,2       | 15,1       |
| <b>Doanh nghiệp xây lắp</b>   |                      |               |               |                 |                  |             |            |            |            |               |             |            |            |
| CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2   | TV2 VN Equity        | 29.900        | NA            | KKN             | 86               | 41,9        | NA         | 1,5        | NA         | 19,6          | NA          | 3,5        | NA         |
| CTCP FECON                    | FCN VN Equity        | 14.350        | 13.000        | Trung lập       | 96               | 57,0        | 16,8       | 0,9        | 0,80       | 17,0          | NA          | 1,5        | 3,5        |
| <i>Trung bình</i>             |                      |               |               |                 |                  | 49,5        | 16,8       | 1,2        | 0,8        | 18,3          | NA          | 2,5        | 3,5        |
| <b>Doanh nghiệp thủy điện</b> |                      |               |               |                 |                  |             |            |            |            |               |             |            |            |
| CTCP Điện Gia Lai             | GEG VN Equity        | 16.550        | NA            | KKN             | 227              | 17,3        | 18,5       | 1,7        | 1,2        | 11,4          | 9,2         | 5,7        | 5,4        |
| CTCP Thủy điện Miền Trung     | CHP VN Equity        | 24.800        | NA            | KKN             | 155              | 6,7         | NA         | 1,7        | NA         | 5,0           | NA          | 26,6       | NA         |
| CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh     | VSH VN Equity        | 39.300        | NA            | KKN             | 395              | 7,0         | NA         | 1,7        | NA         | 5,1           | NA          | 27,0       | NA         |
| <i>Trung bình</i>             |                      |               |               |                 |                  | 26,0        | 13,8       | 1,4        | 1,0        | 12,3          | 8,3         | 12,5       | 8,4        |
| <b>CTCP Tập Đoàn PC1</b>      | <b>PC1 VN Equity</b> | <b>28.650</b> | <b>33.600</b> | <b>Khả quan</b> | <b>335</b>       | <b>23,1</b> | <b>9,5</b> | <b>1,5</b> | <b>1,1</b> | <b>9,8</b>    | <b>11,2</b> | <b>6,8</b> | <b>8,5</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg  
Dữ liệu tại ngày 30/05/2023

## KQKD Q1/23: Chi phí tài chính đặt gánh nặng lớn lên LN ròng

Hình 5: KQKD Q1/23 PC1

| Tỷ đồng                       | Q1/23        | Q1/22        | %svck           | Sv dự phóng trước | Nhận xét  |
|-------------------------------|--------------|--------------|-----------------|-------------------|---|
| <b>Doanh thu</b>              | <b>1.505</b> | <b>1.478</b> | <b>2%</b>       | <b>15%</b>        | <b>Doanh thu tăng 2% svck nhờ kết quả kinh doanh tích cực mảng xây lắp điện cùng với đóng góp bổ sung từ mảng BDS KCN.</b>  |
| Điện                          | 389          | 457          | -15%            | 23%               | Doanh thu Điện giảm 15% svck do sản lượng giảm 59% svck khi thủy điện ghi nhận thủy văn kém thuận lợi. Mặt khác, sản lượng điện gió cải thiện 10% svck do mùa gió tốt hơn cũng như tỉ lệ sẵn sàng của tuabin cao hơn sau một năm hoạt động.   |
| Xây lắp                       | 464          | 367          | 26%             | 8%                | Doanh thu Xây lắp điện tăng 26% svck, tỉ lệ back-log ký mới khoảng 700 tỷ và tổng back-log chuyển tiếp sang Q2/23 đạt 3.887 tỷ đồng. Tuy nhiên, hoạt động xây lắp vẫn đang diễn ra khá chậm do những khó khăn tài chính của EVN cũng như vướng mắc trong chính sách giá mới cho NLTT. |
| Sản xuất công nghiệp          | 88           | 257          | -66%            | 9%                | Doanh thu bán cốt sắt giảm mạnh 66% svck do nhu cầu trong nước giảm mạnh. Nhiều dự án đã ký nhưng ko triển khai được trong bối cảnh nguồn tiền của EVN gặp khó khăn.  |
| BDS KCN                       | 120          | -            | 0%              | 19%               | Doanh thu BDS KCN đạt 120 tỷ đồng, đến từ doanh thu dịch vụ của KCN Nhật Bản - Hải Phòng (NHIZ).  |
| BDS Nhà ở                     | 7            | 13           | -51%            | 3%                | Doanh thu BDS nhà ở giảm 51% svck do không có thêm dự án mở bán. Dự kiến T5/23, PC1 Gia Lâm sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý và bắt đầu bán hàng trong Q4/23.  |
| Khai khoáng Niken             | -            | -            | -               | -                 | Dự án khai khoáng mỏ Niken - Đồng Tấn Phát chính thức hoạt động từ T4/23, hiện tại đang sản xuất quặng tinh đạt chuẩn xuất khẩu và dự kiến có thể ghi nhận doanh thu từ Q2/23.  |
| Khác                          | 437          | 383          | 14%             | 26%               |   |
| <b>LN gộp</b>                 | <b>308</b>   | <b>350</b>   | <b>-12%</b>     | <b>16,2%</b>      | <b>LN gộp giảm 12% svck đạt 308 tỷ đồng do kết quả kinh doanh kém tích cực tại các mảng biên cao như Điện.</b>  |
| <i>Biên LN gộp (%)</i>        | <i>20%</i>   | <i>24%</i>   | <i>-3 điểm%</i> |                   |   |
| Điện                          | 223          | 286          | -22%            | 23,4%             | LN gộp mảng Điện giảm 22% svck tương ứng với mức giảm doanh thu   |
| Xây lắp                       | 44           | 28           | 57%             | 11,5%             | LN gộp Xây lắp tăng 57% svck do biên LN gộp cải thiện và chi phí đầu vào giảm như sắt thép.   |
| Sản xuất công nghiệp          | 7            | 19           | -65%            | 5,7%              | LN sản xuất cốt sắt giảm 65% svck do biên LN giảm với giá nhiên liệu thô và chi phí vận chuyển tăng.  |
| BDS KCN                       | 21           | -            | 0%              | 13,4%             | LN gộp BDS KCN đạt 21 tỷ đồng đến từ cung cấp dịch vụ và phát điện.   |
| BDS Nhà ở                     | 4            | 4            | 13%             | 4,9%              |   |
| Khai khoáng Niken             | -            | -            | -               | -                 |   |
| Khác                          | 9            | 13           | -35%            | 28,4%             |   |
| Chi phí bán hàng & QLDN       | 67           | 55           | 22%             | 11%               |   |
| <b>EBIT</b>                   | <b>98</b>    | <b>196</b>   | <b>-50%</b>     | <b>0%</b>         |   |
| Lãi/lỗ từ LDLK                | 4            | 6            | -40%            | 5%                |   |
| Doanh thu tài chính           | 65           | 15           | 325%            | 72%               | Doanh thu tài chính tăng 325% svck do tiền gửi dồi dào hơn.   |
| Chi phí tài chính             | 212          | 121          | 75%             | 24%               | Chi phí tài chính tăng 75% svck do môi trường lãi suất duy trì ở mức cao.   |
| LN trước thuế                 | 84           | 184          | -54%            | 10%               |   |
| <i>Biên LN trước thuế (%)</i> | <i>6%</i>    | <i>12%</i>   | <i>-7%pts</i>   |                   |   |
| <b>LNST</b>                   | <b>79</b>    | <b>179</b>   | <b>-56%</b>     | <b>11%</b>        | <b>LNST giảm 56% svck đạt 79 tỷ đồng, thấp hơn dự phóng của chúng tôi.</b>  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số      | 65           | 46           | 39%             | 34%               | Lợi ích cổ đông thiểu số chiếm phần lớn LNST, phân bổ cho nhóm điện gió và BDS KCN.   |
| <b>LN ròng</b>                | <b>15</b>    | <b>133</b>   | <b>-89%</b>     | <b>3%</b>         | <b>LN ròng giảm 89% svck chỉ đạt 15 tỷ đồng do LNST đã phân bổ gần hết cho cổ đông thiểu số, hoàn thành 3% dự phóng VND. Chúng tôi kỳ vọng kqkd sẽ cải thiện trong nửa sau 2023 với dự đóng góp bổ sung từ Khai khoáng, BDS KCN và Nhà ở.</b>   |
| EPS (đồng/cp)                 | 49           | 443          |                 |                   |   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

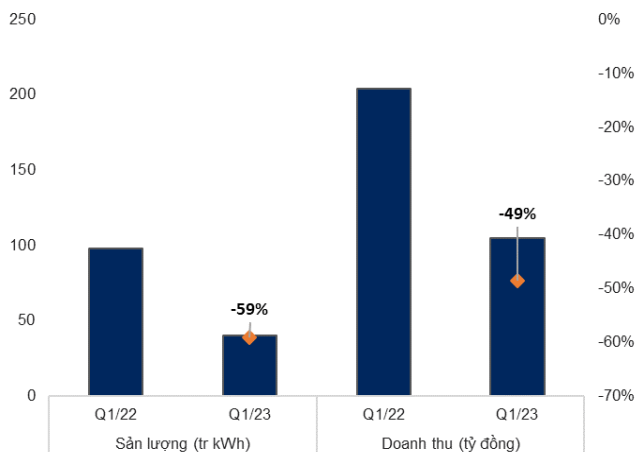
## LN ròng sẽ đi ngang trong 2023 sau khi quay lại quỹ đạo tăng trưởng từ 2024

### Mảng điện: Chậm lại trong ngắn hạn

Chúng tôi dự báo sản lượng và doanh thu mảng điện của PC1 sẽ giảm lần lượt 16,7% svck và 13% svck sau đó phục hồi lại lần lượt 9,0% và 8,9% trong 2024:

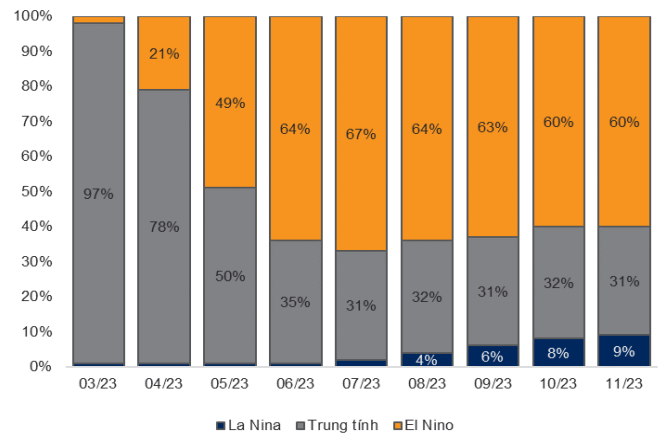
- Thủy điện sẽ ghi nhận mức sản lượng giảm mạnh trong 2023.** Trong Q1/23, các nhà máy thủy điện của PC1 ghi nhận mức sản lượng giảm mạnh 59% svck đạt 40tr kWh, do pha La Nina đã kết thúc từ T2/23. Đáng chú ý, EVN lo ngại các hồ thủy điện ở miền Bắc tiếp tục tích nước kém. Ghi nhận trong 5 tháng đầu năm, lưu lượng nước về chỉ bằng khoảng 70%-90% trung bình nhiều năm, một số vị trí ở Đông Bắc, Tây Bắc – khu vực các nhà máy thủy điện của PC1 ghi nhận mực nước giảm lớn nhất. Theo IRI, hiện tượng thời tiết ENSO đã chuyển sang pha trung tính từ T3/23 với xác suất cao nhất 97%. Cơ quan này cũng dự báo khả năng xảy ra El Nino lớn dần từ T5/23 trở đi, hiện tượng El Nino dự kiến sẽ gây ra tăng nhiệt độ cũng như mang đến nhiều đợt hạn hán kéo dài. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện sẽ giảm sút sau một năm 2022 huy động tích cực, làm giảm kết quả kinh doanh của nhóm ngành này. Chúng tôi dự báo sản lượng và doanh thu thủy điện sẽ giảm lần lượt 30% và 29% svck đạt 468tr kWh và 630 tỷ đồng. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng và doanh thu phục hồi 17% svck và 20% svck sau đó tiếp tục tăng trưởng 19% svck và 22% svck trong 2025 với đóng góp bổ sung từ nhà máy thủy điện mới – Bạo Lạc A (30MW).

Hình 6: Sản lượng và doanh thu mảng thủy điện giảm mạnh trong Q1/23 phản ánh tình hình thủy văn kém thuận lợi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 7: Hiện tại thời tiết đang ở pha Trung tính với xác suất cao nhất, trong khi El Nino có thể sẽ trở lại từ tháng 5/23 (Đơn vị: %)



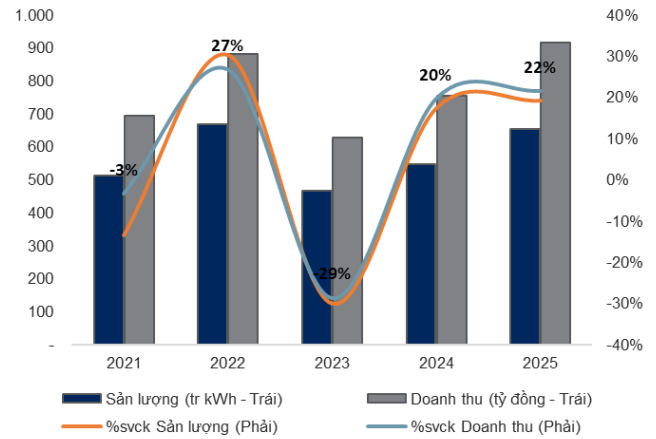
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IRI

**Hình 8: Mức nước thượng lưu các sông, hồ ở Bắc Bộ giảm mạnh so với cùng kỳ (Đơn vị: %)**

|                     | T1/23 | T2/23 | T3/23 | T4/23  | T5/23  |
|---------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>Đông Bắc Bộ</b>  |       |       |       |        |        |
| Tuyên Quang         | 0,2%  | -5,1% | -6,6% | -7,0%  | -11,2% |
| <b>Tây Bắc Bộ</b>   |       |       |       |        |        |
| Sơn La              | -2,6% | -2,9% | -2,6% | -10,4% | -13,3% |
| Hòa Bình            | 7,2%  | 3,0%  | 0,4%  | 5,6%   | 4,8%   |
| Thác Bà             | 3,4%  | -1,5% | -1,8% | -4,4%  | -7,5%  |
| Bản Chát            | -1,0% | -1,9% | -3,7% | -5,0%  | -5,0%  |
| Huội Quảng          | -0,1% | 0,2%  | 0,2%  | 0,2%   | -0,2%  |
| Lai Châu            | -3,3% | -3,7% | -4,5% | -1,4%  | -1,8%  |
| <b>Bắc Trung Bộ</b> |       |       |       |        |        |
| Bản Vẽ              | -0,6% | -3,4% | -4,2% | -4,9%  | -6,2%  |
| Quảng Trị           | 0,0%  | 0,0%  | 0,1%  | -0,4%  | -0,6%  |
| A Lưới              | 0,3%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,0%   | -0,2%  |
| Trung Sơn           | -1,3% | -8,0% | -3,5% | -2,4%  | -3,2%  |
| Thủy điện Khe Bó    | -0,8% | -1,1% | -0,3% | 0,1%   | -0,7%  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EVN

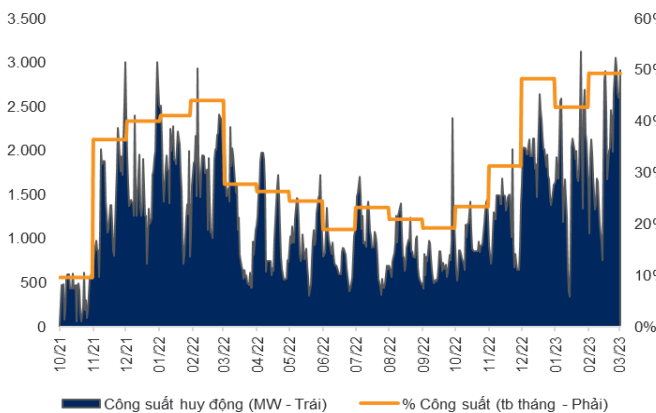
**Hình 9: Chúng tôi dự báo năm 2023 sẽ ghi nhận mức sản lượng thấp trong giai đoạn El Nino, trước khi hồi phục từ 2024**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

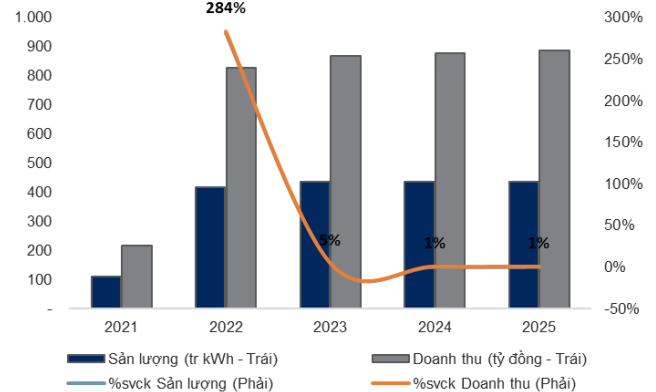
- Hoạt động phát triển điện gió sẽ chậm lại trong ngắn hạn do những vướng mắc chính sách.** Hiện tại, mặc dù PC1 không từ bỏ định hướng tiếp tục tham gia vào thị trường điện NLTT, hoạt động này vẫn chỉ đang dừng lại ở mức khảo sát và tìm kiếm cơ hội do Việt Nam chưa có một chính sách giá rõ ràng cho các nhà đầu tư tiếp tục tham gia sau khi giá FIT hết hạn. Theo đó, PC1 đang dần đổi mũi nhọn sang các ngành kinh doanh khác, do đó, chúng tôi cho rằng mảng điện gió có thể sẽ tăng trưởng chậm lại trong ngắn hạn. Về mặt huy động sản lượng, ba nhà máy điện gió 149MW của PC1 sẽ đem lại dòng doanh thu ổn định trong giai đoạn 2023-24. Chúng tôi dự kiến sản lượng và doanh thu sẽ cải thiện do 1) Việt Nam ghi nhận mùa gió với mức gió cao hơn trong Q1/23, hỗ trợ sản lượng tăng 17% svck; 2) Tỷ lệ sẵn sàng của các tuabin gió sẽ đạt mức cao hơn sau năm đầu hoạt động. Trong 2024, chúng tôi dự phóng một mức sản lượng tương đương 2024 trong khi doanh thu sẽ tăng nhẹ 1% với giả định mức giá bán bình quân tăng tương ứng.

**Hình 10: Điện gió được huy động với mức công suất cao hơn trong Q1/23 hỗ trợ bởi mùa gió tốt**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EVN

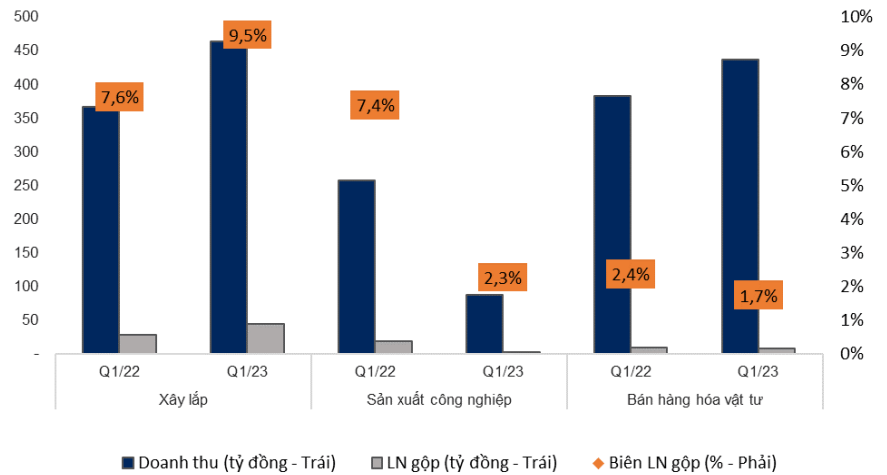
**Hình 11: Chúng tôi cho rằng mảng điện gió sẽ đem lại dòng doanh thu ổn định trong 2023-24 hỗ trợ bởi tỷ lệ sử dụng cao hơn**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

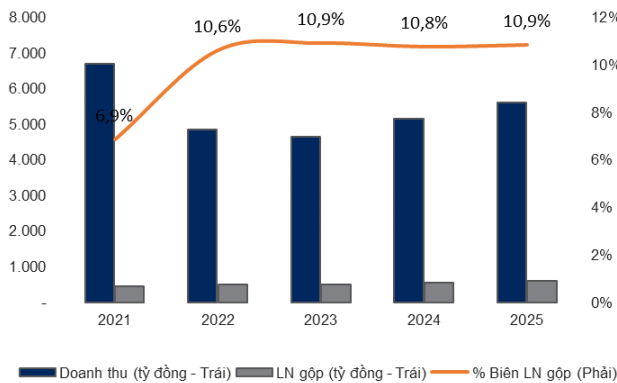
## Mảng xây lắp: Động lực từ QHD8 sẽ rõ ràng hơn từ 2024

**Hình 12: KQKD Q1/23 mảng xây lắp cải thiện, hỗ trợ bởi back-log chuyển tiếp từ 2022, trong khi mảng sản xuất công nghiệp giảm mạnh do tiến độ đơn hàng chậm**



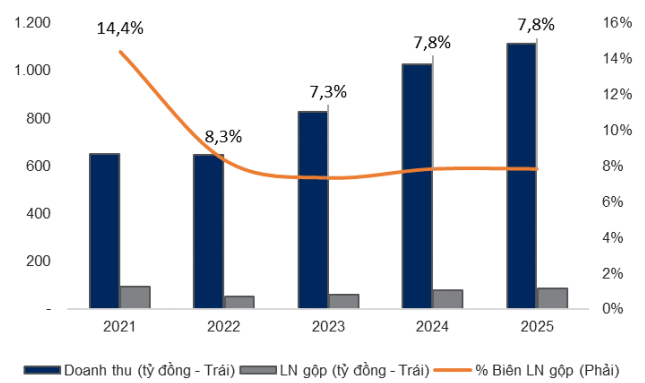
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 13: Doanh thu xây lắp sẽ tăng trưởng chậm lại trong 2023, sau khi tăng tốc từ 2024 thúc đẩy bởi QHD 8 được ban hành**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 14: Mảng sản xuất cốt sắt vẫn ghi nhận tăng trưởng mặc dù Q1/23 kém tích cực, do doanh thu ghi nhận nhiều vào nửa sau 2023**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Trong 2023, chúng tôi dự báo doanh thu mảng xây lắp sẽ giảm 4% svck đạt 4.656 tỷ đồng, và LN gộp giảm 1,6% svck đạt 509 tỷ đồng. Mặc dù giá trị back-log chuyển tiếp từ Q1/23 đang duy trì ở mức cao khoảng 3.887 tỷ đồng, chúng tôi nhận thấy tiến độ triển khai sẽ không cao trong bối cảnh EVN gặp nhiều khó khăn về tài chính, ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư xây lắp mới của doanh nghiệp này. Đối với mảng sản xuất công nghiệp, chúng tôi cho rằng trong năm nay doanh thu và LN gộp của mảng sẽ tăng 13% svck và 12,8% svck, đạt 827 tỷ đồng và 60 tỷ đồng với các đơn hàng dự kiến ghi nhận vào nửa sau 2023.

Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng mảng xây lắp sẽ được hưởng lợi sớm nhất từ ban hành QHD8, chúng tôi cho rằng đây là một văn bản chủ chốt, mở ra chương mới cho giai đoạn phát triển tiếp theo của ngành điện. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng về chính sách giá mới cho các dự án NLTT sẽ sớm được ban hành, thúc đẩy công tác triển khai xây dựng các dự án NLTT mới trong tương lai. Với vị thế là một trong những doanh nghiệp xây lắp và nhà thầu EPC điện gió hàng đầu, PC1 sẽ hưởng lợi trực tiếp từ luận điểm này. Mặc dù tình hình tài chính

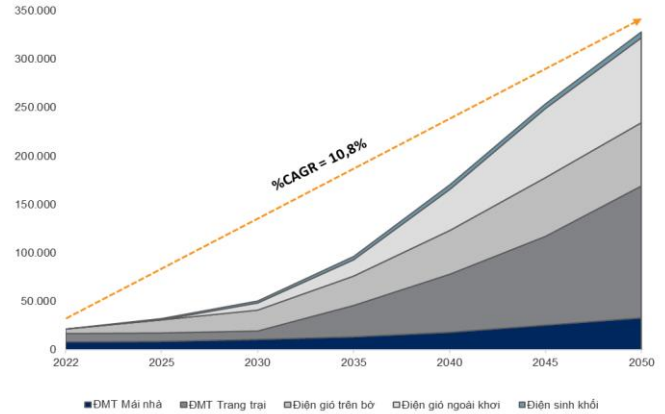
của EVN vẫn đang khá căng thẳng, chúng tôi nhận thấy đề xuất tiếp tục tăng giá điện trong T9/23 nếu được phê duyệt sẽ làm giảm bớt những khó khăn hiện tại, hỗ trợ hoạt động đầu tư nguồn điện và lưới điện của EVN từ 2024. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây lắp trong 2024 tăng 11% svck. Biên LN gộp ổn định ở mức 10,8% kéo LN gộp đạt 566 tỷ đồng (+9,2% svck).

**Hình 15: Nhu cầu lớn về lưới truyền tải sẽ củng cố triển vọng PC1 – doanh nghiệp xây lắp điện hàng đầu Việt Nam**

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PDP8

**Hình 16: PC1 đã chứng tỏ năng lực tổng thầu EPC và sẽ được hưởng lợi từ xu hướng phát triển NLTT trong những năm tới (Đơn vị: MW)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PDP8

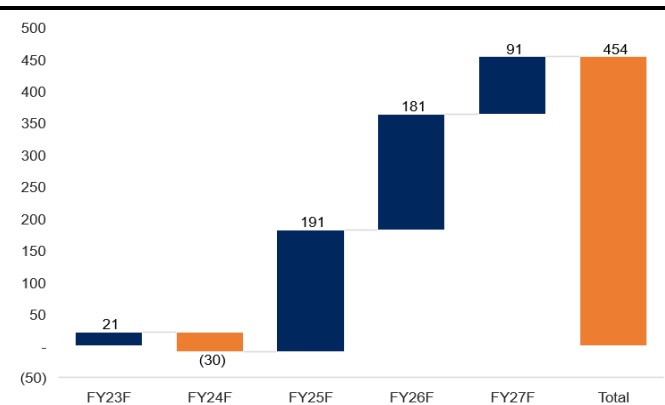
## Mảng BĐS nhà ở: Khó khăn thị trường chung làm giảm triển vọng của mảng

**Hình 17: Phân bổ doanh thu theo dự án (Đơn vị: Tỷ đồng)**

|                  | 2021       | 2022      | 2023       | 2024     | 2025       | 2026         | 2027       | Tổng cộng    |
|------------------|------------|-----------|------------|----------|------------|--------------|------------|--------------|
| PC1 Gia Lâm      |            |           | 227        | -        | -          | -            | -          | 227          |
| PC1 Định Công    |            |           | -          | -        | 824        | 206          | -          | 1.030        |
| PC1 Vĩnh Hưng    |            |           | -          | -        | -          | 1.015        | 435        | 1.450        |
| <b>Tổng cộng</b> | <b>106</b> | <b>51</b> | <b>227</b> | <b>-</b> | <b>824</b> | <b>1.221</b> | <b>435</b> | <b>2.707</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 18: Phân bổ LN giai đoạn 2023-27 (Đơn vị: Tỷ đồng)**



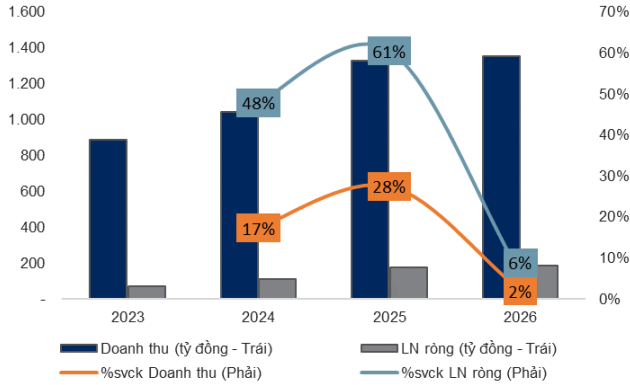
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Chúng tôi nhận thấy tình trạng chậm trễ trong triển khai dự án sẽ tiếp tục kéo dài trong bối cảnh thị trường BĐS nhà ở đang gặp nhiều khó khăn. Theo đó, PC1 dự kiến sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý của PC1 Gia Lâm trong T5/23 (chậm từ Q3/22), dự kiến bán hàng trong Q3/23 và bàn giao trong cuối năm, thu về 227 tỷ đồng doanh thu theo dự phóng của chúng tôi. Bên cạnh đó, PC1 Định Công sẽ phải đẩy lùi tiến độ bán hàng sang 2025 và Vĩnh Hưng lùi sang 2026 do những vướng mắc trong thu xếp thủ tục pháp lý. Chúng tôi nhận thấy ba dự án trên sẽ đem về khoảng 2.707 tỷ đồng doanh thu và 454 tỷ LN ròng, phân bổ chủ yếu trong 2025-26.



## Mảng khai khoáng Niken: Ngày hái quả đang đến gần

**Hình 19: Doanh thu và LN ròng sẽ dần tăng trưởng trong 2023-24 nhờ tỉ lệ sử dụng cao hơn khi nhà máy hoạt động đầy đủ cả năm**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Hình 20: Giá Niken vẫn duy trì ở mức cao hơn dự kiến, hỗ trợ triển vọng của mảng khai khoáng (Đơn vị: USD/tấn)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg

Từ T4/23, nhà máy khai thác quặng tinh Niken – Đồng đã vận hành thành công, cho ra sản phẩm quặng tinh chất lượng đạt đủ tiêu chuẩn xuất khẩu. Đáng chú ý, đã có nhiều bên có nhu cầu mua sản phẩm của PC1, và doanh nghiệp đã chính thức ký hợp đồng bán hàng với Trafigura – doanh nghiệp kinh doanh kim loại màu hàng đầu, mức giá bán dự kiến neo theo giá niêm yết trên sàn LME (Hiện tại đang vào khoảng 21.000USD/tấn), cao hơn so với dự phóng 20.000USD/tấn của chúng tôi và 18.000USD/tấn theo kế hoạch ban đầu của doanh nghiệp. Dự kiến khối lượng một lô hàng sẽ vào khoảng 5.000 – 10.000 tấn. PC1 ước tính nhu cầu sẽ rất cao từ phía Trafigura, do đó mặc dù không ký hợp đồng bao tiêu, doanh nghiệp vẫn tự tin với rủi ro tồn kho thấp, dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu ngay trong Q2/23.

- Trong 2023, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sản xuất quặng tinh Niken sẽ chạy ở 70% công suất, cung cấp khoảng 17.150 tấn quặng tinh (hàm lượng khoảng 1.750 tấn Niken và 429 tấn Đồng theo dự phóng của chúng tôi), mang về 888 tỷ đồng doanh thu và 74 tỷ đồng LN ròng.
- Trong 2024, chúng tôi dự phóng nhà máy sẽ chạy ở mức công suất cao hơn cho cả năm, đem lại 1.042 tỷ đồng doanh thu (+17% svck) và 110 tỷ đồng LN ròng (+48% svck). Chúng tôi giả định mức giá Niken vào khoảng 20.000USD/tấn trong giai đoạn 2023-25. Về dài hạn, PC1 dự định tiếp tục phát triển thêm giai đoạn 2 của dự án, nâng tổng công suất nhà máy lên gần gấp đôi, chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và đưa vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết.

## BDS KCN: Mũi nhọn mới trong dài hạn

Hình 21: Phân bổ doanh thu theo dự án BDS KCN (Đơn vị: Tỷ đồng)

|               | 2023         | 2024         | 2025         | 2026         | 2027       | Tổng         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|
| Yên Phong IIA | 761          | 1.598        | 819          | 0            | -          | <b>3.177</b> |
| Yên Lệnh      | 0            | 531          | 584          | 614          | 322        | <b>2.052</b> |
| NHIZ          | 632          | 637          | 643          | 649          | 655        | <b>3.217</b> |
| <b>Tổng</b>   | <b>1.393</b> | <b>2.766</b> | <b>2.046</b> | <b>1.263</b> | <b>977</b> | <b>8.445</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 22: Phân bổ LN ròng theo dự án BDS KCN (Đơn vị: Tỷ đồng)

|               | 2023      | 2024       | 2025       | 2026       | 2027       | Tổng       |
|---------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Yên Phong IIA | 25        | 80         | 43         | (5)        | -          | <b>143</b> |
| Yên Lệnh      | -         | 25         | 41         | 51         | 29         | <b>147</b> |
| NHIZ          | 71        | 71         | 72         | 73         | 73         | <b>372</b> |
| <b>Tổng</b>   | <b>96</b> | <b>177</b> | <b>156</b> | <b>119</b> | <b>102</b> | <b>662</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Trong bối cảnh phát triển công suất điện đang chậm lại, PC1 hiện tại tập trung mở rộng hoạt động đầu tư vào các dự án BDS KCN. Doanh nghiệp liên tục đầu tư và mua lại các công ty trong ngành với tham vọng phát triển thêm 1.500ha KCN từ nay đến 2030. Sau khi mua 30,8% cổ phần của Western Pacific (WP) trong 2021, 100% cổ phần KCN Nhật Bản – Hải Phòng (NHIZ) trong 2022, doanh nghiệp tiếp tục đầu tư thêm 36% cổ phần CTCP Kho Bãi Phú Bình để tìm kiếm cơ hội phát triển các dự án BDS KCN tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu.

Trong giai đoạn 2023-27, WP – công ty LDLK của PC1 sẽ phát triển hai khu công nghiệp bao gồm Yên Phong IIA (150ha) tại Bắc Ninh và Yên Lệnh tại Hà Nam (70ha). Hiện tại, Yên Phong IIA đã bắt đầu mở cho thuê với mức giá cho thuê khá cao đạt 158-160USD/m2/kỳ thuê. Chúng tôi giả định dự án có thể hấp thụ hết 100% trong 2023-25 và mang lại 3.177 tỷ đồng doanh thu. Mặt khác, chúng tôi kỳ vọng KCN Yên Lệnh sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ cuối 2024 đến 2027, đem về 2.052 tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến cả 2 dự án sẽ đóng góp lần lượt 143 tỷ và 147 tỷ đồng cho LN LDLK của PC1 trong giai đoạn 2023-27, phân bổ chủ yếu vào hai năm 2024-25.

Đối với KCN NHIZ, khoản đầu tư sẽ đem lại dòng thu nhập ổn định trong 2023-24, chủ yếu đến từ doanh thu cung cấp dịch vụ và bán điện cho khách thuê. Dự kiến doanh thu 2023-24 đạt lần lượt 632 tỷ đồng và 637 tỷ đồng, LN ròng đạt 70,8 tỷ đồng và 71,4 tỷ đồng. Đáng chú ý, PC1 dự kiến sẽ phát triển GD2 của KCN NHIZ (200ha). Hiện tại doanh nghiệp đang tích cực triển khai khâu cấp phép, dự kiến trong T5/23 sẽ gửi phương án và sớm nhất 2024 sẽ có đầy đủ chức năng đầu tư để tiến hành giải phóng mặt bằng và các công tác xây dựng. Chúng tôi nhận thấy PC1 đã chuẩn bị một danh mục nhiều dự án sắp tới, tuy nhiên, các dự án vẫn còn đang trong giai đoạn khởi đầu với lượng thông tin tối thiểu. Chúng tôi nhận thấy đây sẽ là tiềm năng trong dài hạn của PC1 và sẽ cập nhật thêm trong mô hình định giá khi có thêm thông tin mới.

Hình 23: Doanh thu và LN gộp theo mảng kinh doanh 2022-24 (Đơn vị: Tỷ đồng)

|                      | 2022            | 2023            | %svck      | 2024             | %svck      |
|----------------------|-----------------|-----------------|------------|------------------|------------|
| Xây lắp              | 4.863,94        | 4.656,85        | -4%        | 5.156,37         | 11%        |
| Sản xuất công nghiệp | 645,46          | 827,60          | 28%        | 1.028,35         | 24%        |
| Điện                 | 1.715,21        | 1.500,37        | -13%       | 1.634,11         | 9%         |
| BDS nhà ở            | 50,83           | 255,14          | 402%       | 28,91            | -89%       |
| Khai khoáng Niken    | -               | 888,18          | 0%         | 1.042,40         | 0%         |
| BDS KCN              | 79,57           | 631,78          | 694%       | 637,49           | 1%         |
| Khác                 | 1.002,59        | 686,02          | -32%       | 752,21           | 10%        |
| <b>Doanh thu</b>     | <b>8.357,60</b> | <b>9.445,94</b> | <b>13%</b> | <b>10.279,83</b> | <b>9%</b>  |
| Xây lắp              | 517,31          | 509,26          | -2%        | 556,15           | 9%         |
| Sản xuất công nghiệp | 53,88           | 60,77           | 13%        | 80,68            | 33%        |
| Điện                 | 961,29          | 723,85          | -25%       | 848,86           | 17%        |
| BDS nhà ở            | 27,06           | 97,08           | 259%       | 16,64            | -83%       |
| Khai khoáng Niken    | -               | 365,80          | 0%         | 453,70           | 24%        |
| BDS KCN              | 13,35           | 157,94          | 1083%      | 159,37           | 1%         |
| Khác                 | 21,61           | 19,90           | -8%        | 21,40            | 8%         |
| <b>LN gộp</b>        | <b>1.594,51</b> | <b>1.934,61</b> | <b>21%</b> | <b>2.136,80</b>  | <b>10%</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

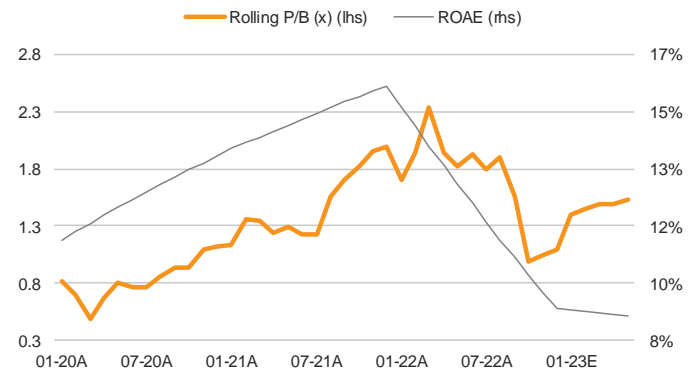
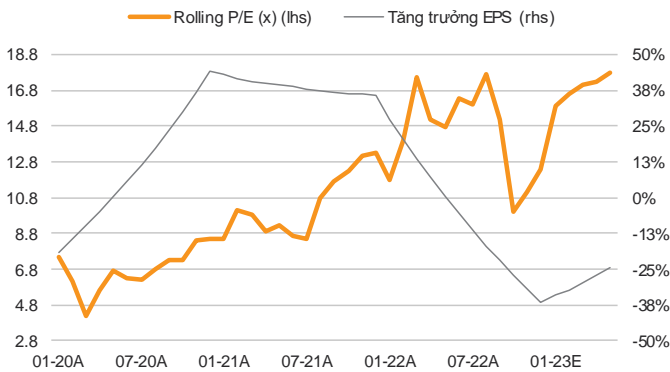
### Điều chỉnh dự phóng 2023-24

Hình 24: Điều chỉnh dự phóng 2023-24

| Tỷ đồng                  | 2023          |              |             | 2024          |               |             | Nhận xét  |
|--------------------------|---------------|--------------|-------------|---------------|---------------|-------------|---|
|                          | Cũ            | Mới          | Δ%          | Cũ            | Mới           | Δ%          |   |
| <b>Doanh thu</b>         | <b>11.519</b> | <b>9.446</b> | <b>-18%</b> | <b>14.384</b> | <b>10.280</b> | <b>-29%</b> | <b>Điều chỉnh giảm doanh thu 2023/24 18%/29% do giảm dự phóng doanh thu mảng xây lắp và mảng điện.</b>  |
| Xây lắp                  | 5.250         | 4.657        | -11%        | 6.683         | 5.156         | -23%        | Điều chỉnh giảm doanh thu xây lắp 2024/24 đi 11%/23%, phản ánh tình hình hoạt động xây lắp âm đậm trong bối cảnh EVN gặp khó khăn về tài chính và chính sách giá NLTT chưa được ban hành.                   |
| Sản xuất công nghiệp     | 1.044         | 828          | -21%        | 1.132         | 1.028         | -9%         |   |
| Điện                     | 1.718         | 1.500        | -13%        | 1.812         | 1.634         | -10%        | Điều chỉnh giảm doanh thu mảng điện 13%/10% phản ánh sản lượng huy động thấp thủy điện Q1/23, chúng tôi kỳ vọng ảnh hưởng tiêu cực từ El Nino sẽ rõ ràng hơn trong 2023, kéo giảm sản lượng mảng điện.      |
| BDS Nhà ở                | 228           | 255          | 12%         | 1.231         | 29            | -98%        | Giữ dự phóng doanh thu mảng BDS nhà ở 2023 do ghi nhận doanh thu PC1 Gia Lâm. Đẩy doanh thu các dự án còn lại sang 2024-25 do khó khăn hoàn thiện pháp lý. Doanh thu 2023-24 điều chỉnh lần lượt +12%/-98%. |
| Khai khoáng Niken        | 888           | 888          | 0%          | 1.042         | 1.042         | 0%          |   |
| BDS KCN                  | 632           | 632          | 0%          | 637           | 637           | 0%          |   |
| Khác                     | 1.759         | 686          | -61%        | 1.847         | 752           | -59%        |   |
| <b>LN gộp</b>            | <b>2.113</b>  | <b>1.935</b> | <b>-8%</b>  | <b>2.746</b>  | <b>2.137</b>  | <b>-22%</b> | <b>Điều chỉnh giảm LN gộp 2023-24 8%/22% tương ứng với điều chỉnh doanh thu tại các mảng biên cao</b>   |
| Xây lắp                  | 360           | 509          | 41%         | 459           | 556           | 21%         | Điều chỉnh tăng LN gộp xây lắp 2023-24 41%/21% phản ánh mức biên LN gộp cải thiện từ Q1/23.   |
| Sản xuất công nghiệp     | 117           | 61           | -48%        | 131           | 81            | -39%        | Điều chỉnh giảm LN gộp sản xuất cột sắt 2023-24 đi 48%/39% phản ánh mức biên LN gộp mỏng đi và doanh thu ghi nhận thấp hơn dự kiến.   |
| Điện                     | 953           | 724          | -24%        | 1.041         | 849           | -18%        | Điều chỉnh LN gộp điện 2023-24 đi 24%/18% tương ứng với doanh thu.  |
| BDS Nhà ở                | 86            | 97           | 13%         | 435           | 17            | -96%        | Điều chỉnh LN gộp BDS nhà ở +13%/-96% tương ứng với doanh thu.  |
| Khai khoáng Niken        | 396           | 366          | -8%         | 477           | 454           | -5%         |   |
| BDS KCN                  | 158           | 158          | 0%          | 159           | 159           | 0%          |   |
| Khác                     | 42            | 20           | -53%        | 43            | 21            | -50%        |   |
| Chi phí bán hàng&QLDN    | (375)         | (478)        | 28%         | (472)         | (521)         | 10%         | Tăng dự phóng chi phí bán hàng & QLDN 2023-24, phản ánh mức tăng trong Q1/23.   |
| <b>EBIT</b>              | <b>1.530</b>  | <b>1.456</b> | <b>-5%</b>  | <b>2.142</b>  | <b>1.616</b>  | <b>-25%</b> |   |
| Chi phí tài chính        | (836)         | (837)        | 0%          | (854)         | (814)         | -5%         | Giữ nguyên dự phóng chi phí tài chính 2023-24.  |
| Doanh thu tài chính      | 88            | 101          | 15%         | 140           | 189           | 34%         | Điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu tài chính 15%/24% phản ánh doanh thu tiền gửi cao hơn.   |
| Lãi/lỗ từ LDLK           | 20            | 25           | 26%         | 154           | 105           | -31%        | Lợi nhuận LDLK 2023 điều chỉnh tăng 26% phản ánh giá cho thuê cao hơn tại Yên Phong IIA. Lợi nhuận LNLK 2024 giảm 31% do điều chỉnh diện tích cho thuê và đẩy lùi tiến độ KCN Yên Lệnh.                     |
| <b>LN trước thuế</b>     | <b>819</b>    | <b>743</b>   | <b>-9%</b>  | <b>1.604</b>  | <b>1.090</b>  | <b>-32%</b> |   |
| Thuế                     | (76)          | (107)        | 40%         | (210)         | (142)         | -32%        | Điều chỉnh tăng/giảm thuế 2023-24 +40%/-32% tương ứng vs kqkd Q1/23   |
| LNST                     | 742           | 636          | -14%        | 1.394         | 948           | -32%        |   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (178)         | (183)        | 3%          | (335)         | (243)         | -27%        | Điều chỉnh giảm lợi ích cổ đông thiểu số do kết quả kinh doanh thấp hơn tại các mảng điện và khai khoáng Niken.   |
| <b>LN ròng</b>           | <b>564</b>    | <b>452</b>   | <b>-20%</b> | <b>1.059</b>  | <b>705</b>    | <b>-33%</b> | <b>LN ròng 2023-24 điều chỉnh giảm 20%/33% đạt 452 tỷ đồng và 705 tỷ đồng.</b>  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

| (tỷVND)                               | 12-22A       | 12-23E       | 12-24E       |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần                       | 8,333        | 9,446        | 10,280       |
| Giá vốn hàng bán                      | (6,735)      | (7,511)      | (8,143)      |
| Chi phí quản lý DN                    | (290)        | (379)        | (412)        |
| Chi phí bán hàng                      |              | (100)        | (109)        |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>1,309</b> | <b>1,456</b> | <b>1,616</b> |
| EBITDA thuần                          | 1,936        | 2,139        | 2,300        |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>(627)</b> | <b>(682)</b> | <b>(684)</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>1,309</b> | <b>1,456</b> | <b>1,616</b> |
| Thu nhập lãi                          | 95           | 101          | 189          |
| Chi phí tài chính                     | (765)        | (837)        | (814)        |
| Thu nhập ròng khác                    | (40)         | (2)          | (6)          |
| TN từ các Cty LK & LD                 | (10)         | 25           | 105          |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>589</b>   | <b>743</b>   | <b>1,090</b> |
| Thuế                                  | (71)         | (107)        | (142)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | (77)         | (183)        | (243)        |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>441</b>   | <b>452</b>   | <b>705</b>   |
| Thu nhập trên vốn                     | 441          | 452          | 705          |
| Cổ tức phổ thông                      | (40)         | (40)         | (63)         |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>401</b>   | <b>412</b>   | <b>642</b>   |

**Bảng cân đối kế toán**

| (tỷVND)                          | 12-22A        | 12-23E        | 12-24E        |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 2,937         | 3,733         | 2,759         |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 655           | 1,353         | 2,383         |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 3,172         | 3,471         | 3,689         |
| Hàng tồn kho                     | 890           | 1,291         | 1,323         |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 267           | 200           | 267           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>7,922</b>  | <b>10,049</b> | <b>10,421</b> |
| Tài sản cố định                  | 10,900        | 10,949        | 10,616        |
| Tổng đầu tư                      | 1,527         | 1,552         | 1,658         |
| Tài sản dài hạn khác             | 1,255         | 959           | 1,086         |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>21,604</b> | <b>23,510</b> | <b>23,781</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 3,676         | 3,647         | 3,603         |
| Phải trả người bán               | 1,293         | 1,362         | 1,472         |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 984           | 1,140         | 1,265         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>5,953</b>  | <b>6,150</b>  | <b>6,340</b>  |
| Vay & nợ dài hạn                 | 8,284         | 9,495         | 8,495         |
| Các khoản phải trả khác          | 305           | 168           | 210           |
| Vốn điều lệ và                   | 2,704         | 2,704         | 2,704         |
| LN giữ lại                       | 1,337         | 1,750         | 2,392         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>5,109</b>  | <b>5,561</b>  | <b>6,357</b>  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 1,953         | 2,136         | 2,379         |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>21,604</b> | <b>23,510</b> | <b>23,781</b> |

**Báo cáo LCTT**

| (tỷVND)                         | 12-22A         | 12-23E         | 12-24E         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>589</b>     | <b>743</b>     | <b>1,090</b>   |
| Khấu hao                        | 627            | 682            | 684            |
| Thuế đã nộp                     | (82)           | (107)          | (142)          |
| Các khoản điều chỉnh khác       | 66             | (5)            | (345)          |
| <b>Thay đổi VLD</b>             | <b>(189)</b>   | <b>(407)</b>   | <b>(82)</b>    |
| <b>LC tiền thuần HKKD</b>       | <b>1,011</b>   | <b>906</b>     | <b>1,205</b>   |
| Đầu tư TSCĐ                     | (1,508)        | (731)          | (351)          |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 3              | 0              | 0              |
| Các khoản khác                  | 71             | 101            | 189            |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   | (1,812)        | (698)          | (1,030)        |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(3,246)</b> | <b>(1,327)</b> | <b>(1,192)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 97             | 0              | 0              |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     | 0              | 0              | 0              |
| Tiền vay ròng nhận được         | 2,817          | 1,218          | (1,078)        |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | 0              | 39             | 154            |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (40)           | (40)           | (63)           |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>2,874</b>   | <b>1,218</b>   | <b>(987)</b>   |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 2,292          | 2,937          | 3,733          |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>640</b>     | <b>796</b>     | <b>(974)</b>   |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 2,932          | 3,733          | 2,759          |

**Các chỉ số cơ bản**

|                                 | 12-22A  | 12-23E | 12-24E |
|---------------------------------|---------|--------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |         |        |        |
| Biên LN ròng                    | 5.3%    | 4.8%   | 6.9%   |
| Vòng quay TS                    | 0.41    | 0.42   | 0.43   |
| ROAA                            | 2.2%    | 2.0%   | 3.0%   |
| Đòn bẩy tài chính               | 4.11    | 4.23   | 3.97   |
| ROAE                            | 9.0%    | 8.5%   | 11.8%  |
| <b>Hiệu quả</b>                 |         |        |        |
| Số ngày phải thu                | 138.9   | 134.1  | 131.3  |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 48.3    | 62.7   | 59.5   |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 70.1    | 66.2   | 66.2   |
| Vòng quay TSCĐ                  | 0.78    | 0.86   | 0.95   |
| ROIC                            | 2.3%    | 2.2%   | 3.4%   |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |        |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 1.3     | 1.6    | 1.6    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 1.2     | 1.4    | 1.4    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 0.6     | 0.8    | 0.8    |
| Vòng quay tiền                  | 117.1   | 130.7  | 124.7  |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |         |        |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | (15.2%) | 13.4%  | 8.8%   |
| Tăng trưởng LN từ HKKD          | 52.4%   | 11.2%  | 11.0%  |
| Tăng trưởng LN ròng             | (36.5%) | 2.5%   | 55.8%  |
| Tăng trưởng EPS                 | (36.5%) | 2.5%   | 55.8%  |

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

### Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: [tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenduc@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

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