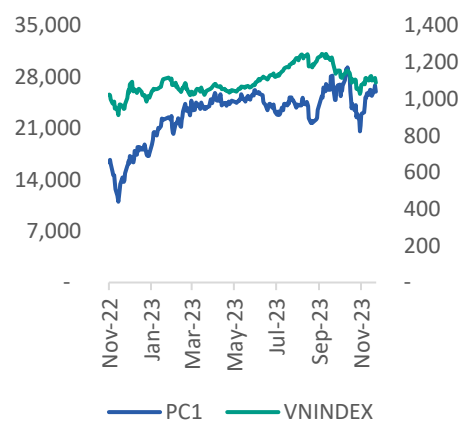


| KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (HSX: PC1) _ PHỤC HỒI MẠNH MẼ |        |                           |            |                      |
|-----------------------------------------------------------------|--------|---------------------------|------------|----------------------|
| Giá hiện tại:                                                   | 27,250 | Ngày viết báo cáo:        | 11/12/2023 | Cổ đông lớn          |
| Giá mục tiêu trước:                                             | -      | Cổ phiếu lưu hành (triệu) | 270.4      | Trịnh Văn Tuấn 21.4% |
| Giá mục tiêu mới:                                               | 33,900 | Vốn hóa (tỷ VND)          | 7,031      | CTCP BEHS 17.3%      |
| Lợi suất cổ tức:                                                | 0%     | KLGD TB 10 phiên (CP):    | 2,747,000  |                      |
| Upside:                                                         | 24%    | % Sở hữu nước ngoài:      | 7.9%       |                      |

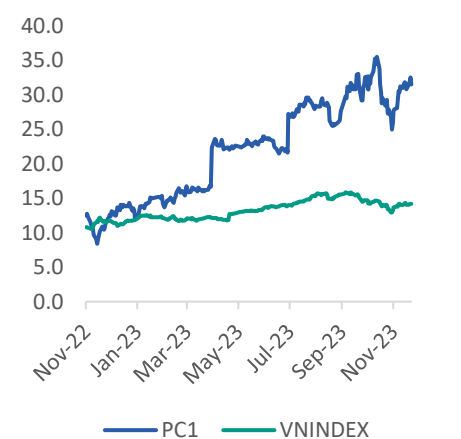
Research Department:

Nguyen Dan Truong  
(Dầu khí – Điện – Hóa chất)  
[truongnd@bsc.com.vn](mailto:truongnd@bsc.com.vn)

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E CP và VN-Index



### QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu năm 2024 là **33,900 VND/CP** (upside 24% so với giá đóng cửa ngày 11/12/2023) dựa trên phương pháp định giá từng mảng kinh doanh của công ty.

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- Năm 2023, BSC dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần của PC1 lần lượt đạt 7,532 tỷ VND (-10% YoY) và 348 tỷ VND (-24% YoY).
- Năm 2024, doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 9,777 tỷ VND (+30% YoY) và 574 tỷ VND (+65% YoY) nhờ:
  - Doanh thu xây lắp phục hồi từ nền thấp +68% YoY khi EVN đẩy mạnh giải ngân các dự án truyền tải điện.
  - Doanh thu khai khoáng tăng +53%, nhờ hoạt động tròn năm, duy trì được các đơn hàng xuất khẩu.
  - Chi phí lãi vay giảm -18% YoY với môi trường lãi suất hạ nhiệt.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Mảng xây lắp phục hồi từ nền thấp nhờ EVN tập trung đẩy mạnh đầu tư lưới điện, nhanh chóng giải quyết tình trạng thiếu điện ở miền Bắc, đặc biệt là dự án đường dây 500kv mạch 3 trị giá gần 23,000 tỷ VND.
- Mảng khai khoáng Niken có biên lợi nhuận gộp cao, ở mức 28%, duy trì được lượng đơn hàng trong năm sau với dự báo nhu cầu niken trên thế giới vẫn tiếp tục tăng, đóng góp 30% LNST 2024.
- Với đòn bẩy lớn, chi phí lãi vay giảm sẽ đóng góp 19% trong lợi nhuận trong năm sau với 1) giảm dư nợ và 2) môi trường lãi suất hạ nhiệt.

### RỦI RO

- Các dự án lưới điện gặp vướng mắc trong việc giải phóng mặt bằng dẫn đến kéo dài tiến độ của dự án.
- Rủi ro lỗ tỷ giá ở các khoản nợ vay tài trợ cho dự án điện gió.

**CẬP NHẬP KQKD:** Trong 9T2023, PC1 đạt doanh thu và lợi nhuận thuần lần lượt 5,198 tỷ VND (-13% YoY) và 53 tỷ VND (-80% YoY), nguyên nhân chính do hoạt động xây lắp sụt giảm mạnh, mảng năng lượng suy yếu do ảnh hưởng của El nino. Như vậy, trong 9 tháng, PC1 đã hoàn thành 55% kế hoạch doanh thu và 28% lợi nhuận sau thuế kế hoạch.

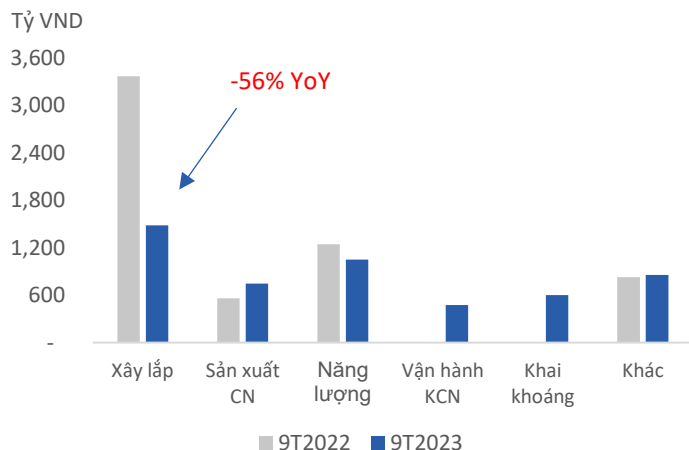
|         | 2022 | 2023F | 2024F | VN-Index |                   | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|---------|------|-------|-------|----------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| PE (x)  | 17.3 | 24.4  | 14.3  | 14       | Doanh thu thuần   | 9,828 | 8,358 | 7,532 | 9,777 |
| PB (x)  | 1.4  | 1.1   | 1.0   | 1.61     | Lợi nhuận gộp     | 1,156 | 1,595 | 1,612 | 1,891 |
| P/S (x) | 0.8  | 1.1   | 0.9   | 1.46     | LNST-CĐTS         | 695   | 460   | 348   | 593   |
| ROE (%) | 8.0% | 6.2%  | 9.7%  | 17.4%    | EPS               | 2,956 | 1,701 | 1,120 | 1,911 |
| ROA (%) | 2.7% | 2.2%  | 3.8%  | 2.1%     | % Tăng trưởng EPS | 10%   | -42%  | -34%  | 71%   |

## I. CẬP NHẬT KQKD 3Q2023:

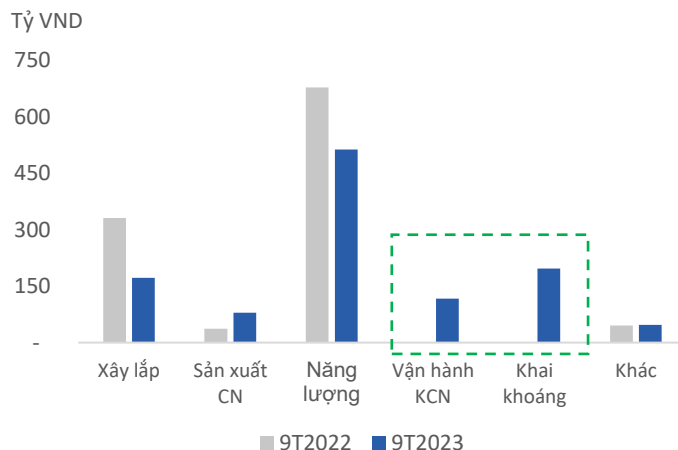
| (Tỷ VND)                  | 3Q2022       | 3Q2023       | % YoY            | 9T2022       | 9T2023       | % YoY           | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>    | <b>3,006</b> | <b>2,221</b> | <b>-26%</b>      | <b>5,997</b> | <b>5,198</b> | <b>-13%</b>     | <b>Trong Q3.2023:</b><br><b>Doanh thu đạt 2,221 tỷ, giảm -26% YoY,</b> nguyên nhân chủ yếu đến từ:<br><b>-DT xây lắp giảm -80% YoY,</b> do thiếu dự án, QHĐ 8 chậm triển khai.<br><b>-DT sản xuất CN tăng +93% YoY</b> chủ yếu đến từ các dự án của EVN.<br><b>-DT năng lượng tăng +18% YoY</b> nhờ tỷ giá tăng và sản lượng huy động tăng.<br><b>-DT vận hành KCN đạt 182 tỷ VND</b> và <b>mảng khai khoáng ghi nhận doanh thu lần đầu trong Q3 - đạt 598 tỷ VND.</b><br><br><b>Biên lợi nhuận gộp đạt 24%,</b> tăng +11 điểm % so với cùng kỳ chủ yếu do doanh nghiệp đã không còn phụ thuộc nhiều vào mảng xây lắp, vốn có biên gộp thấp (dao động 9-11%), cụ thể:<br><b>-Biên gộp mảng năng lượng đạt 50%,</b> tăng 10 điểm % nhờ sản lượng huy động tăng.<br><b>-Biên gộp mảng vận hành KCN đạt 27% và khai khoáng đạt 33%.</b><br><br><b>Chi phí lãi vay tăng 33% YoY</b> do lãi suất cao hơn so với cùng kỳ và nhà máy tuyển quặng đã đi vào hoạt động từ tháng 7 nên không còn vốn hóa chi phí lãi vay. |
| Xây lắp                   | 2,354        | 478          | -80%             | 3,367        | 1,481        | -56%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Sản xuất CN               | 208          | 401          | 93%              | 558          | 745          | 34%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Năng lượng                | 322          | 381          | 18%              | 1,244        | 1,047        | -16%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Vận hành KCN              | -            | 182          | -                | -            | 474          | -               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Khai khoáng               | -            | 598          | -                | -            | 598          | -               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Khác                      | 115          | 142          | 24%              | 784          | 799          | 2%              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>      | <b>396</b>   | <b>535</b>   | <b>35%</b>       | <b>1,091</b> | <b>1,125</b> | <b>3%</b>       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Chi phí bán hàng          | 2            | (21)         | -1160%           | (2)          | (27)         | 1510%           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Chi phí QLDN              | (96)         | (83)         | -14%             | (212)        | (228)        | 8%              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>EBIT</b>               | <b>302</b>   | <b>431</b>   | <b>43%</b>       | <b>878</b>   | <b>870</b>   | <b>-1%</b>      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Doanh thu tài chính       | 23           | 42           | 88%              | 53           | 137          | 158%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Chi phí tài chính         | (265)        | (324)        | 22%              | (602)        | (765)        | 27%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| -Lãi vay                  | (161)        | (215)        | 33%              | (411)        | (636)        | 55%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Lãi/(lỗ) từ LDLK          | (4)          | (4)          | -                | (34)         | (2)          | -               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>LNTT</b>               | <b>47</b>    | <b>140</b>   | <b>196%</b>      | <b>303</b>   | <b>224</b>   | <b>-26%</b>     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>LNST</b>               | <b>4</b>     | <b>101</b>   | <b>2171%</b>     | <b>252</b>   | <b>142</b>   | <b>-44%</b>     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>LNST-CĐTS</b>          | <b>66</b>    | <b>64</b>    | <b>-3%</b>       | <b>262</b>   | <b>53</b>    | <b>-80%</b>     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|                           |              |              | Thay đổi         |              |              | Thay đổi        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| %SG&A/doanh thu           | 3.1%         | 4.7%         | +1.6 bsp         | 3.6%         | 4.9%         | +1.3 bsp        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b> | <b>13%</b>   | <b>24%</b>   | <b>+10.9 bsp</b> | <b>18%</b>   | <b>22%</b>   | <b>+3.5 bsp</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Xây lắp                   | 10%          | 8%           | -2.7 bsp         | 10%          | 12%          | +1.8 bsp        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Sản xuất CN               | 6%           | 11%          | +5.2 bsp         | 7%           | 11%          | +4.0 bsp        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Năng lượng                | 40%          | 50%          | +10.0 bsp        | 55%          | 49%          | -5.5 bsp        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Vận hành KCN              |              | 27%          |                  |              | 25%          | +24.7 bsp       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Khai khoáng               |              | 33%          |                  |              | 33%          | +32.9 bsp       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Khác                      | 4%           | -1%          | -5.0 bsp         | 3%           | 3%           | -0.7 bsp        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |

Nguồn: PC1, BSC Research

Doanh thu xây lắp sụt giảm 56% YoY vì thiếu dự án



Vận hành KCN và khai khoáng hỗ trợ lợi nhuận gộp



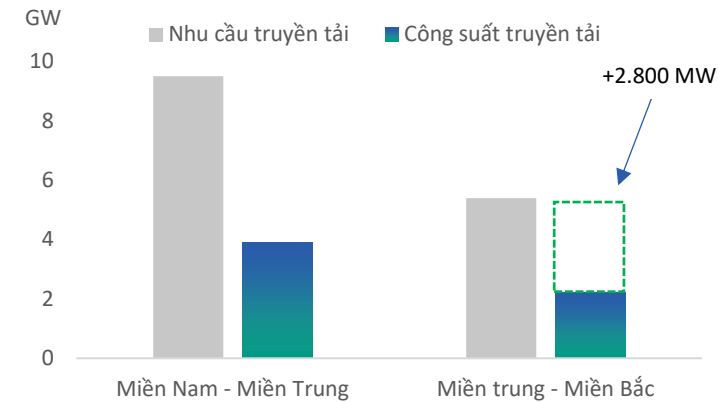
Nguồn: PC1

II. Triển vọng kinh doanh năm 2024

1. Mảng xây lắp phục hồi từ nền thấp nhờ EVN đẩy nhanh triển khai các dự án truyền tải điện, đặc biệt tại dự án đường dây 500kv mạch 3.

Tháng 11/2023, đường dây 500kv đoạn Thanh Hóa – Nam Định 1 trị giá 2,900 tỷ VND được chính thức khởi công (là một trong 4 đoạn của đường dây 500kv mạch 3 đoạn Quảng Trạch – Phố Nối, trị giá 23,000 tỷ VND). Dự án này sẽ giúp miền Bắc giải quyết được tình trạng thiếu điện trong ngắn hạn khi 45% tổng công suất ở khu vực này là thủy điện và sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề do thời tiết El nino ([tham khảo báo cáo ngành điện](#)). Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy các địa phương đang khẩn trương tiến hành giao đất cho dự án – công việc vốn mất nhiều thời gian, do đó, tiến độ giải ngân cho đường dây này sẽ được đẩy nhanh.

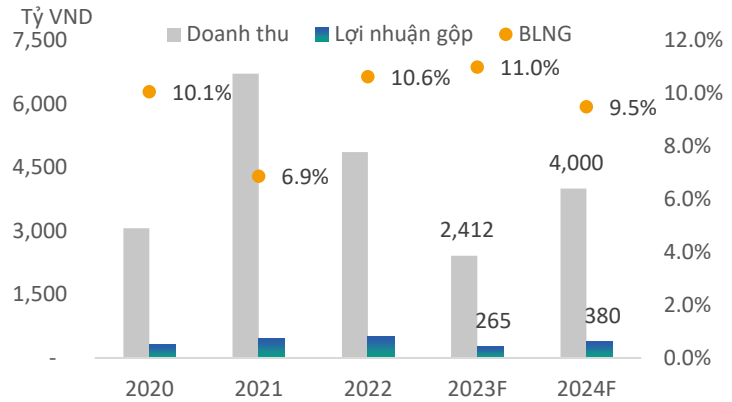
Tăng công suất truyền tải đoạn Trung - Bắc giúp giảm tình trạng thiếu điện ở Miền Bắc trong ngắn hạn



Nguồn: EVN

Đối với toàn bộ dự án 500kv mạch 3, chúng tôi kỳ vọng PC1 có thể ký được gói thầu xây lắp trị giá tối thiểu 10% tổng mức đầu tư của dự án, tương đương 2,260 tỷ VND. **Dự phóng DTT và LNG của mảng xây lắp trong năm 2024 đạt lần lượt 4,000 tỷ VND (+66% YoY) và 380 tỷ VND (+43% YoY).** Hiện tại, thị trường đấu thầu vẫn đang tiếp tục diễn ra và các công ty năng lượng tái tạo đang chờ đợi giá phát điện để tiếp tục phát triển dự án, do đó, chúng tôi sẽ có cập nhật triển vọng mảng xây lắp khi có thêm thông tin.

Doanh thu xây lắp phục hồi từ nền thấp nhờ các đường dây truyền tải được đẩy mạnh đầu tư



Nguồn: PC1, BSC Research

Bảng 1: Các dự án truyền tải điện lớn cần quan tâm, PC1 có thể đạt được gói thầu trị giá 10% tổng mức đầu tư đường dây mới.

| Tên dự án                | Đường dây | Tổng mức đầu tư (Tỷ VND) | Độ dài (km) | Tình trạng         | Công việc của PC1 (tỷ vnd) | Tỷ trọng của PC1 |
|--------------------------|-----------|--------------------------|-------------|--------------------|----------------------------|------------------|
| Vũng Áng - Pleiku 2      | Đz 500kv  | 12,000                   | 742         | Đã hoàn thành      | 1,700                      | 14%              |
| Monsoon - Thanh Mỹ       | Đz 500kv  | 1,100                    | 45          | Triển khai 10/2023 | 237                        | 22%              |
| Thanh Hóa - Nam Định 1*  | Đz 500kv  | 2,900                    | 73          | Triển khai 11/2023 | 279**                      | 10%              |
| Quỳnh Lưu - Thanh Hóa*   | Đz 500kv  | 4,100                    | 91          | Đang lên kế hoạch  | n/a                        | n/a              |
| Nam Định 1 - Phố Nối*    | Đz 500kv  | 5,500                    | 123         | Đang lên kế hoạch  | n/a                        | n/a              |
| Quảng Trạch - Quỳnh Lưu* | Đz 500kv  | 10,100                   | 226         | Đang lên kế hoạch  | n/a                        | n/a              |

Nguồn: Bộ công thương, BSC Research, (\*) 4 dự án thành phần thuộc đường dây 500kv mạch 3, (\*\*) dự kiến

2. Mảng khai khoáng Niken duy trì sản lượng trong năm 2024.

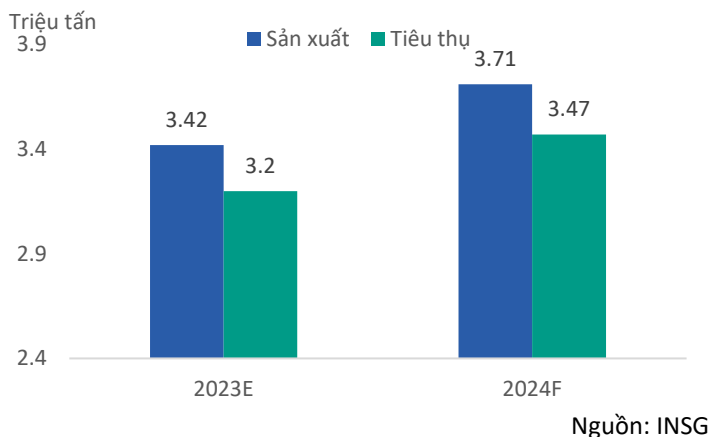
Trong Q3/2023, mảng khai khoáng niken của PC1 đi vào hoạt động, ghi nhận doanh thu 598 tỷ VND và biên lợi nhuận gộp đạt 33% - cao hơn mức trung vị của các công ty khai thác niken lớn trên thế giới là 26%. Trong Q4/2023, PC1 sẽ xuất khẩu lô hàng niken 10,000 tấn, độ tinh khiết 6-13%, dự kiến doanh thu 290 tỷ VND, tham chiếu niken nguyên chất trung bình trong 2H2023 ở mức 18,700 USD/tấn.

Theo INSG, trong năm 2024, nhu cầu niken trên thế giới sẽ tăng trưởng 8.4% YoY, được thúc đẩy bởi 1) nhu cầu sử dụng niken làm pin xe điện ngày càng tăng và 2) phục hồi nhu cầu từ sản xuất thép không gỉ. Nguồn cung được dự báo tăng 8.5% YoY chủ yếu đến từ hoạt động khai thác niken ở Indonesia được thúc đẩy.

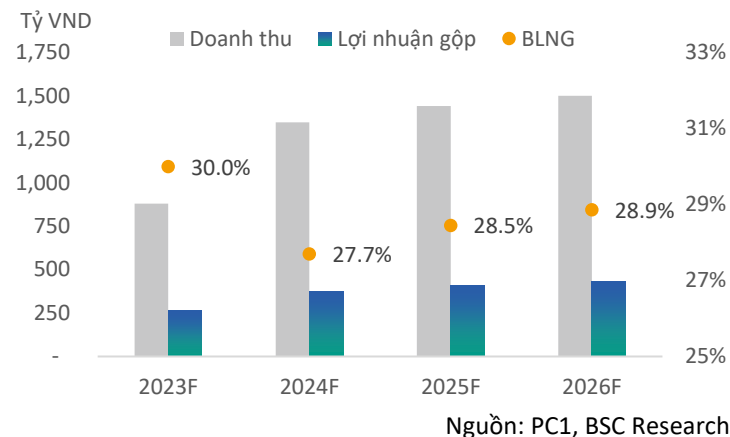
Do đó, chúng tôi kỳ vọng 1) PC1 có thể tăng +50% YoY sản lượng xuất khẩu trong năm sau do mảng khai khoáng bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Q3/2023 và 2) giá bán Nickel thế giới trung bình năm 2024 đạt 18,700 USD/tấn, (-13% YoY).

**Dự phóng DTT và LNG của mảng khai khoáng Niken trong năm 2024 có thể đạt 1,346 tỷ VND (+53% YoY) và 373 tỷ VND (+41% YoY).**

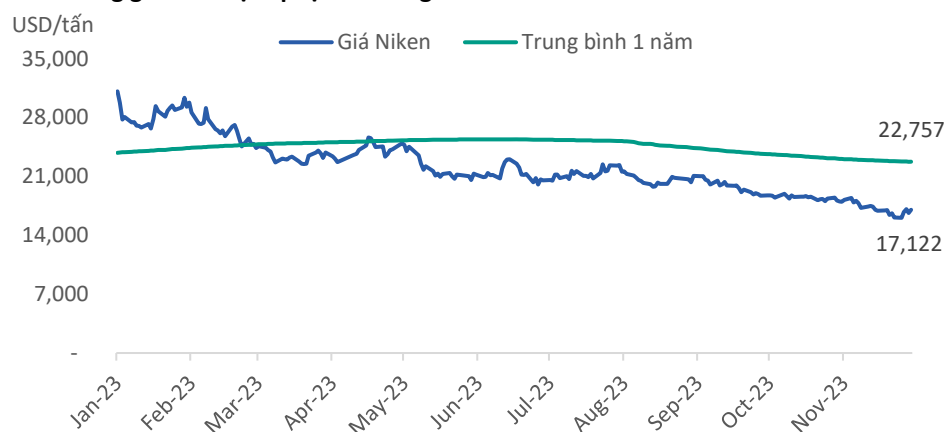
### Nhu cầu và nguồn cung Niken được dự báo tiếp tục tăng



### Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp mảng khai khoáng Niken



### Giá Niken thế giới đang có xu hướng giảm vì chịu áp lực dư cung



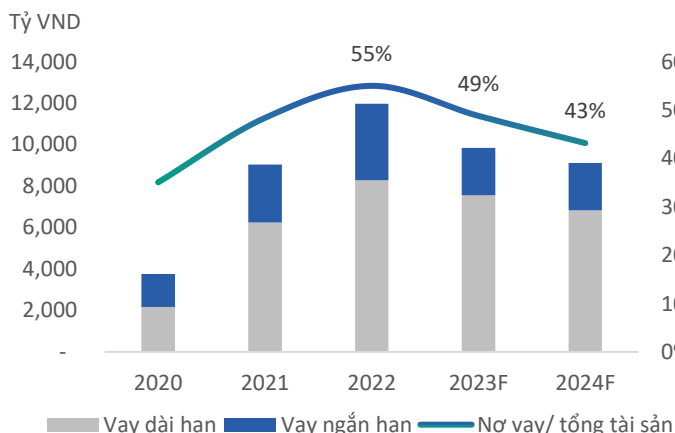
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

### 3. Chi phí lãi vay giảm giúp hỗ trợ lợi nhuận.

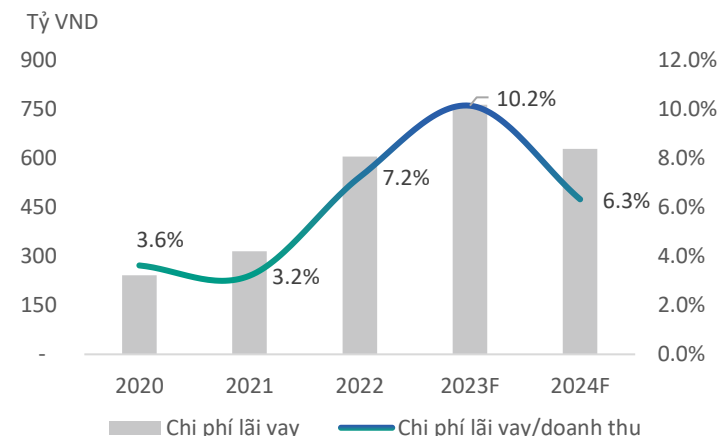
Chúng tôi ước tính, **PC1 có thể tiết kiệm khoảng 135 tỷ VND trong năm 2024 (tương ứng 19% LNST 2024)** tương ứng tỷ lệ chi phí tài chính/doanh thu của PC1 giảm từ 10.2% xuống còn 6.3% nhờ:

- Thanh toán nợ vay ở các dự án năng lượng (thủy điện, điện gió), tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của PC1 giảm dần xuống còn 49% và 43% năm 2023F, 2024F.
- Môi trường lãi suất hạ nhiệt trong năm sau.

### Đòn bẩy có xu hướng giảm dần



### Chi phí lãi vay giảm mạnh trong năm 2024

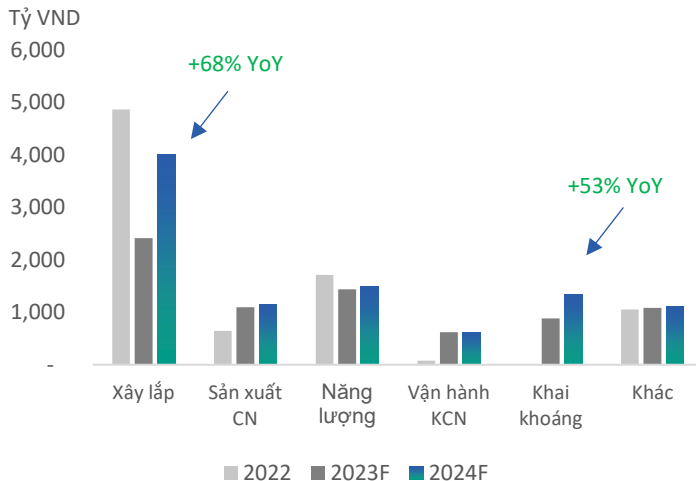


III. DỰ PHÓNG KQKD 2023 và 2024

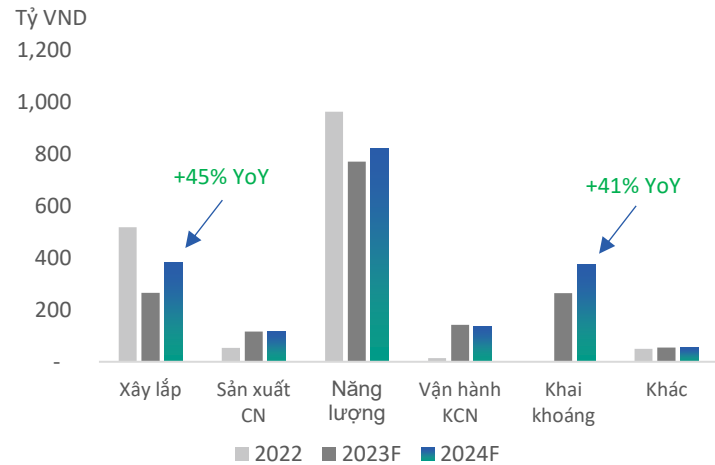
| (Tỷ VND)            | 2022  | 2023F | % YoY    | 2024F    | % YoY    | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------------|-------|-------|----------|----------|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu thuần     | 8,358 | 7,532 | -10%     | 9,777    | 30%      | <b>Trong năm 2024:</b><br><b>BSC dự báo doanh thu đạt 9,777 tỷ VND (+30% YoY)</b> với các động lực chính sau:<br><b>-DT mảng xây lắp tăng trưởng +68% YoY</b> nhờ hoạt động đầu tư lưới điện của EVN được thúc đẩy trở lại sau thời gian dài trì hoãn.<br><b>-DT mảng khai khoáng tăng +53% YoY</b> nhờ hoạt động tròn năm và duy trì được các đơn hàng trong năm sau.<br>-Các mảng khác không thay đổi đáng kể.<br><br><b>Biên lợi nhuận gộp đạt 19%</b> , giảm 2.1 điểm % so với năm 2023 chủ yếu do:<br><b>-Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp đạt 10%</b> , giảm 1 điểm % do thực hiện chủ yếu các dự án công nên sẽ có mức lợi nhuận thấp hơn so với dự án tư nhân.<br><b>-Biên lợi nhuận gộp mảng khai khoáng đạt 27.7%</b> , giảm 2.3 điểm % trở về mức bình thường.<br><br><b>Chi phí lãi vay giảm -22% YoY</b> nhờ dư nợ giảm và môi trường lãi suất hạ nhiệt.<br><br><b>Dẫn đến LNST-CĐTS đạt 593 tỷ VND (+71 % YoY).</b> |
| Xây lắp             | 4,864 | 2,412 | -50%     | 4,055    | 68%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Sản xuất CN         | 645   | 1,097 | 70%      | 1,151    | 5%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Năng lượng          | 1,715 | 1,439 | -16%     | 1,499    | 4%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Vận hành KCN        | 80    | 620   | 675%     | 620      | 0%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Khai khoáng         | -     | 880   |          | 1,346    | 53%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Khác                | 1,003 | 1,023 | 2%       | 1,044    | 2%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận gộp       | 1,595 | 1,612 | 1%       | 1,891    | 17%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí bán hàng    | 8     | (34)  | -504%    | (44)     | 30%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí QLDN        | (285) | (301) | 6%       | (391)    | 30%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| EBIT                | 1,318 | 1,277 | -3%      | 1,456    | 14%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Doanh thu tài chính | 95    | 168   | 77%      | 138      | -18%     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí tài chính   | (767) | (896) | 17%      | (699)    | -22%     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| -Lãi vay            | (605) | (764) | 26%      | (629)    | -18%     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lãi/(lỗ) từ LDLK    | 1     | 1     |          | 15       |          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| LNTT                | 605   | 524   | -13%     | 895      | 71%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| LNST                | 537   | 461   | -14%     | 787      | 71%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| LNST-CĐTS           | 460   | 348   | -24%     | 593      | 71%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|                     |       |       | Thay đổi | Thay đổi |          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| %SG&A/Revenue       | 3.3%  | 4.5%  | +1.1 bsp | 4.5%     | +0.0 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Biên lợi nhuận gộp  | 19%   | 21%   | +2.3 bsp | 19%      | -2.1 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Xây lắp             | 11%   | 11%   | +0.4 bsp | 10%      | -1.0 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Sản xuất CN         | 8%    | 10.6% | +2.4 bsp | 10%      | -0.6 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Năng lượng          | 56%   | 53%   | -2.6 bsp | 55%      | +1.2 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Vận hành KCN        | 18%   | 23%   |          | 22%      | -1.0 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Khai khoáng         |       | 30%   |          | 27.7%    | -2.3 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Khác                | 2%    | 2%    | +0.0 bsp | 2%       | +0.0 bsp |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

Nguồn: PC1, BSC Research

Doanh thu 2024 được dẫn dắt bởi mảng xây lắp, sản xuất công nghiệp và khai khoáng



Xây lắp, sản xuất công nghiệp và khai khoáng hỗ trợ lợi nhuận gộp tăng trưởng



Nguồn: PC1, BSC Research

IV. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu **33,900 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá **24%** so với giá ngày 11/12/2023), chủ yếu nhờ mảng xây lắp phục hồi từ nền thấp và mảng khai khoáng hoạt động tròn năm.

BSC sử dụng phương pháp SoTP, trong đó:

- Mảng xây lắp, sản xuất công nghiệp, năng lượng , vận hành khu công nghiệp sử dụng phương pháp EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu là 9.3x, cao hơn mức 8.3x - trung bình giai đoạn 2018-2022 nhờ:
  - 1) triển vọng đầu tư lưới điện của EVN sẽ được đẩy mạnh không chỉ riêng năm 2024 mà còn kéo dài các năm sau,
  - 2) thời tiết El nino yếu dần từ tháng 7/2024 về sau, dẫn đến cải thiện ở nhóm thủy điện từ 2H2024 đến năm 2025.
- Khai khoáng sử dụng phương pháp EV/EBITDA, với EV/EBITDA mục tiêu là 8.5x, tương đương mức trung vị của các công ty chuyên khai khoáng niken trên thế giới.
- Các dự án bất động sản thương mại sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền.
- Các khoản đầu tư liên kết sử dụng giá trị sổ sách vì thông tin bị hạn chế.

| Tỷ VND                                                                 | Phương pháp | NAV   | Tỷ lệ sở hữu | Đóng góp NAV  |
|------------------------------------------------------------------------|-------------|-------|--------------|---------------|
| <b>Mảng kinh doanh cốt lõi<br/>(trừ BĐS thương mại và khai khoáng)</b> | EV/EBITDA   | 7,295 | 100%         | 7,295         |
|                                                                        | Mục tiêu    | 9.3 x |              |               |
| <b>Mảng BĐS thương mại</b>                                             |             |       |              |               |
| PC1 Gia Lâm                                                            | DCF         | 17    | 100%         | 17            |
| PC1 Định Công                                                          | DCF         | 59    | 100%         | 59            |
| PC1 Vĩnh Hưng                                                          | DCF         | 63    | 100%         | 63            |
| PC1 Thăng Long (Bắc Từ Liêm)                                           |             | N/A   |              | -             |
| <b>Mảng khai khoáng</b>                                                | EV/EBITDA   | 2,576 | 57%          | 1,476         |
|                                                                        | Mục tiêu    | 8.5 x |              |               |
| <b>Đầu tư vào công ty liên kết</b>                                     | Book value  |       |              | 1,602         |
| Giá trị vốn chủ                                                        |             |       |              | 10,336        |
| Số lượng cổ phiếu (triệu)                                              |             |       |              | 310           |
| <b>Giá mục tiêu (vnd/cp)</b>                                           |             |       |              | <b>33,900</b> |
| Giá thị trường (vnd/cp)                                                |             |       |              | 27,250        |
| Tiềm năng tăng giá                                                     |             |       |              | 24%           |
| Tỷ suất cổ tức                                                         |             |       |              | 0%            |
| <b>Tổng mức sinh lời</b>                                               |             |       |              | <b>24%</b>    |

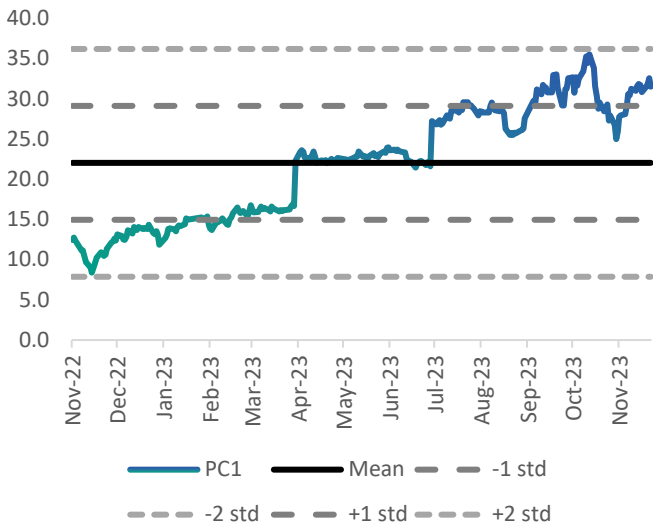
Nguồn: BSC Research

Bảng 2: lựa chọn EV/EBITDA mục tiêu mảng khai khoáng niken

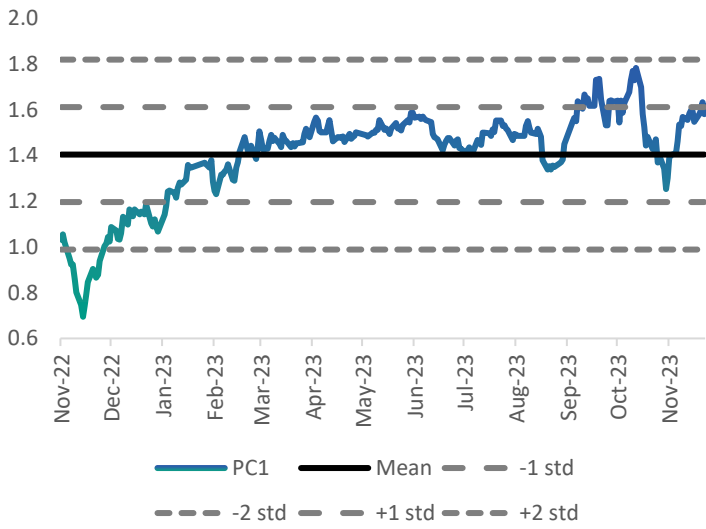
| Công ty           | Quốc gia    | Vốn hóa<br>(tỷ USD) | EV/EBITDA  | P/E   | P/B  | ROA (%) | ROE (%) | D/E  |
|-------------------|-------------|---------------------|------------|-------|------|---------|---------|------|
| Nickel Industries | Úc          | 2.18                | 8.73       | 14    | 0.93 | 7.1     | 13.66   | 22.9 |
| Shengda Resources | Trung Quốc  | 1.18                | 11.49      | 23.9  | 0.51 | 6.8     | 13      | 9    |
| Nickel Asia Corp  | Philippines | 1.29                | 5.6        | 15    | 1.89 | 15.6    | 23      | -16  |
| Vale Indonesia    | Indonesia   | 2.99                | 4.1        | 10.56 | 1.06 | 7.8     | 8.9     | -26  |
| Eramet            | Pháp        | 2.26                | 8.25       | 7     | 1.2  | 11      | 53      | 15   |
| South 32          | Úc          | 9.27                | 15.97      | 10.6  | 0.98 | -1.7    | -1.1    | 5    |
| Median            |             | 2.22                | <b>8.5</b> | 12.30 | 1.02 | 7.45    | 13.33   | 7    |

Nguồn: Bloomberg, BSC Research, dữ liệu ngày 11/12/2023

Stock PE



Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

## PHỤ LỤC

| KQKD (tỷ đồng)       | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Doanh thu</b>     | 6,679 | 9,828 | 8,358 | 7,532 | 9,777 |
| Giá vốn hàng bán     | 5,517 | 8,673 | 6,763 | 5,920 | 7,886 |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | 1,162 | 1,156 | 1,595 | 1,612 | 1,891 |
| Chi phí bán hàng     | 71    | 56    | (8)   | 34    | 44    |
| Chi phí QLDN         | 268   | 241   | 285   | 301   | 391   |
| <b>Lãi/lỗ HDKD</b>   | 823   | 859   | 1,318 | 1,277 | 1,456 |
| Doanh thu tài chính  | 37    | 319   | 95    | 168   | 138   |
| Chi phí tài chính    | 244   | 359   | 767   | 896   | 699   |
| Chi phí lãi vay      | 242   | 315   | 605   | 764   | 629   |
| Lợi nhuận từ CTLD/LK | 18    | 86    | 1     | 1     | 15    |
| Lãi/lỗ khác          | 17    | (8)   | (41)  | (26)  | (15)  |
| <b>LN trước thuế</b> | 652   | 896   | 605   | 524   | 895   |
| Thuế thu nhập DN     | 108   | 132   | 69    | 63    | 107   |
| <b>LN sau thuế</b>   | 544   | 764   | 537   | 461   | 787   |
| CĐTS                 | 31    | 69    | 77    | 113   | 194   |
| <b>LNST-CĐTS</b>     | 513   | 695   | 460   | 348   | 593   |
| EBITDA               | 1,174 | 1,576 | 1,837 | 1,925 | 2,154 |
| EPS                  | 2,682 | 2,956 | 1,701 | 1,120 | 1,911 |

| LCTT (tỷ đồng)              | 2020  | 2021    | 2022    | 2023F   | 2024F |
|-----------------------------|-------|---------|---------|---------|-------|
| <b>(lỗ)/LNST</b>            | 544   | 764     | 537     | 461     | 787   |
| Khấu hao và phân bổ         | 280   | 364     | 627     | 637     | 630   |
| Thay đổi vốn lưu động       | (159) | (609)   | 173     | 718     | (540) |
| Điều chỉnh khác             | (33)  | (426)   | (47)    | 0       | 0     |
| <b>LCTT từ HĐ KD</b>        | 633   | 93      | 1,289   | 1,816   | 877   |
| Tiền chi mua TSCĐ           | (933) | (3,991) | (1,729) | (151)   | (196) |
| Đầu tư khác                 | (420) | (880)   | (1,485) | 0       | 0     |
| <b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>    | (856) | (4,949) | (3,808) | (151)   | (196) |
| Tiền chi trả cổ tức         | (15)  | (24)    | (40)    | 0       | 0     |
| Tiền từ vay ròng            | 711   | 5,284   | 2,754   | (2,132) | (726) |
| Tiền thu khác               | 437   | 422     | 97      | 0       | 0     |
| <b>LCTT từ HĐ tài chính</b> | 1,133 | 5,682   | 2,812   | (2,132) | (726) |
| Dòng tiền đầu kỳ            | 568   | 1,476   | 2,292   | 2,584   | 2,116 |
| Tiền trong kỳ               | 909   | 826     | 292     | (467)   | (45)  |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b>    | 1,477 | 2,302   | 2,584   | 2,117   | 2,071 |

| CĐKT (Tỷ đồng)                   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023F  | 2024F  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>          | 5,715  | 6,589  | 7,913  | 6,823  | 8,198  |
| Tiền & Tương đương tiền          | 1,476  | 2,292  | 2,581  | 2,117  | 2,068  |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 63     | 144    | 1,006  | 1,006  | 1,006  |
| Phải thu ngắn hạn                | 3,390  | 3,124  | 3,174  | 2,759  | 3,608  |
| Hàng tồn kho                     | 730    | 904    | 890    | 680    | 1,254  |
| TS ngắn hạn khác                 | 57     | 126    | 261    | 261    | 261    |
| <b>Tài sản dài hạn</b>           | 5,006  | 12,098 | 13,841 | 13,352 | 12,917 |
| Tài sản hữu hình                 | 3,804  | 10,160 | 9,904  | 9,412  | 8,977  |
| Tài sản dở dang dài hạn          | 379    | 380    | 1,376  | 1,377  | 1,377  |
| Đầu tư dài hạn                   | 81     | 639    | 1,538  | 1,538  | 1,538  |
| Tài sản dài hạn khác             | 743    | 919    | 1,024  | 1,026  | 1,026  |
| <b>Tổng Tài sản</b>              | 10,722 | 18,687 | 21,754 | 20,176 | 21,115 |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | 3,744  | 5,799  | 5,950  | 4,636  | 5,535  |
| Nợ phải trả                      | 1,100  | 1,756  | 1,285  | 1,377  | 2,276  |
| Vay ngắn hạn                     | 1,586  | 2,800  | 3,677  | 2,271  | 2,271  |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 1,057  | 1,243  | 988    | 988    | 988    |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>           | 2,208  | 6,607  | 8,631  | 7,906  | 7,180  |
| Vay dài hạn                      | 2,171  | 6,238  | 8,284  | 7,558  | 6,833  |
| Doanh thu chưa thực hiện dài hạn | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Nợ dài hạn khác                  | 37     | 369    | 347    | 347    | 347    |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>          | 5,952  | 12,406 | 14,582 | 12,542 | 12,715 |
| Vốn góp                          | 1,912  | 2,352  | 2,704  | 3,105  | 3,105  |
| Thặng dư vốn cổ phần             | 711    | 711    | 711    | 711    | 711    |
| LN chưa phân phối                | 1,109  | 1,305  | 1,345  | 1,292  | 1,869  |
| Vốn chủ khác                     | 256    | 333    | 356    | 356    | 356    |
| Cổ đông thiểu số                 | 782    | 1,580  | 2,057  | 2,170  | 2,359  |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>       | 4,770  | 6,281  | 7,173  | 7,634  | 8,400  |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>            | 10,722 | 18,687 | 21,754 | 20,175 | 21,115 |
| SLCP (triệu)                     | 191    | 235    | 270    | 310    | 310    |

| Chỉ số (%)                 | 2020   | 2021   | 2022  | 2023F | 2024F |
|----------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |        |        |       |       |       |
| Hệ số TT ngắn hạn          | 1.5    | 1.1    | 1.3   | 1.5   | 1.5   |
| Hệ số TT nhanh             | 0.8    | 0.8    | 1.0   | 1.1   | 1.0   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |        |        |       |       |       |
| Hệ số Nợ/TTS               | 56%    | 66%    | 67%   | 62%   | 60%   |
| Hệ số Nợ/VCSH              | 125%   | 198%   | 203%  | 164%  | 151%  |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |        |        |       |       |       |
| Số ngày HTK                | 71.6   | 34.4   | 48.4  | 48.4  | 45.0  |
| Số ngày phải thu           | 77.6   | 72.9   | 99.2  | 99.2  | 85.0  |
| Số ngày phải trả           | 63.7   | 60.1   | 82.1  | 82.1  | 85.0  |
| CCC                        | 85.5   | 47.1   | 65.6  | 65.6  | 45.0  |
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b>   |        |        |       |       |       |
| Biên Lợi nhuận gộp         | 17%    | 12%    | 19%   | 21%   | 19%   |
| Biên Lợi nhuận ròng        | 8%     | 8%     | 6%    | 6%    | 8%    |
| ROE                        | 12.86% | 13.83% | 7.98% | 6.23% | 9.56% |
| ROA                        | 5.72%  | 5.20%  | 2.66% | 2.20% | 3.71% |
| <b>Định giá</b>            |        |        |       |       |       |
| PE                         | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 24.1  | 14.5  |
| PB                         | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 1.1   | 1.0   |
| <b>Tăng trưởng</b>         |        |        |       |       |       |
| Tăng trưởng DTT            | 14%    | 47%    | -15%  | -10%  | 29%   |
| Tăng trưởng EBIT           | 48%    | 36%    | 0%    | 6%    | 16%   |
| Tăng trưởng LNTT           | 51%    | 38%    | -32%  | -13%  | 66%   |
| Tăng trưởng EPS            | 19%    | 10%    | -42%  | -34%  | 66%   |

## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV

35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

