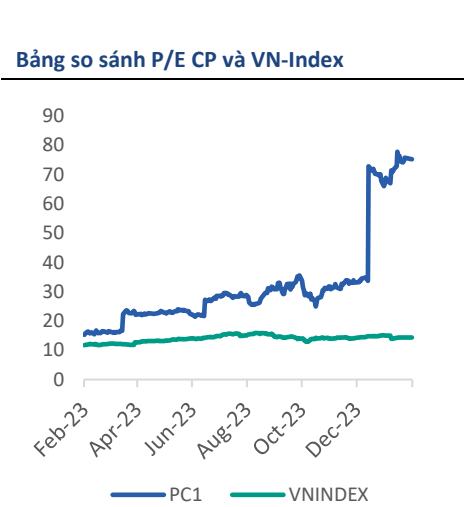
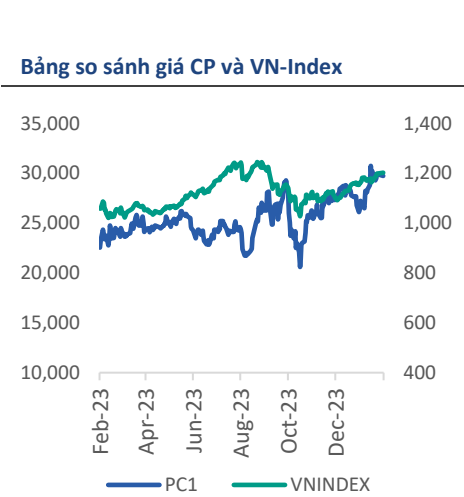


KHUYẾN NGHỊ MUA CTCP TẬP ĐOÀN PC1 (HSX: PC1) _ PHỤC HỒI MẠNH MẼ					
Giá hiện tại:	28,300	Ngày viết báo cáo:	03/04/2024	Cổ đông lớn	
Giá mục tiêu trước:	33,900	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	270.4	Trịnh Văn Tuấn	21.4%
Giá mục tiêu mới:	32,700	Vốn hóa (tỷ VND)	9,314	Phan Ngọc Hiếu	5.0%
Lợi suất cổ tức:	0%	KLGD TB 10 phiên (CP):	9,340,000		
Upside:	15.5%	% Sở hữu nước ngoài:	8.48%		

Research Department:
Nguyen Dan Truong
(Dầu khí – Điện – Hóa chất)
truongnd@bsc.com.vn



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu năm 2024 là **32,700 VND/CP** (upside 15.5% so với giá đóng cửa ngày 03/04/2024) dựa trên phương pháp định giá tăng trưởng kinh doanh của công ty.

BSC giảm mức giá mục tiêu từ 33,900 VND/CP ([link báo cáo trước](#)) xuống mức 32,700 VND/CP (giảm -3.5%) chủ yếu do điều chỉnh giảm định giá ở mảng khai khoáng Niken từ mức 1,476 tỷ VND xuống mức 1,007 tỷ VND.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Mảng xây lắp phục hồi từ nền thấp nhờ EVN đẩy nhanh triển khai các dự án truyền tải điện và thực hiện lượng backlog lớn từ năm 2023 chuyển sang.
- Mảng khai khoáng với sản lượng xuất khẩu tăng 50% YoY nhờ hoạt động tròn năm.
- Dự án KCN của công ty liên kết (Western Pacific) bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ dự án Yên Phong 2A.
- Chi phí lãi vay giảm giúp hỗ trợ lợi nhuận.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu và lợi nhuận thuần đạt 9,513 tỷ VND (+22% YoY) và 396 tỷ VND (+187% YoY), giảm -3% và -33% so với dự báo cũ. Chúng tôi giảm dự báo KQKD năm 2024 chủ yếu điều chỉnh 1 số giả định sau:

- Mảng xây lắp: Biên lợi nhuận gộp giảm 0.5 điểm %** vì tiến độ của các dự án cần được đẩy nhanh hơn so với thông thường dẫn đến PC1 tăng cường thuê dịch vụ ngoài.
- Mảng khai khoáng:**
 - Doanh thu giảm 24% so với dự báo cũ** phản ánh tình hình khó khăn của thị trường Niken thế giới.
 - Biên lợi nhuận gộp giảm 1 điểm %** do giá niken thế giới giảm nhiều hơn dự kiến, chúng tôi giả định giá niken trung bình năm 2024 đạt 16,800 USD/tấn (giảm 5% so với giả định trước đó).
- Tỷ lệ SG&A/doanh thu tăng 0.3 điểm %** vì doanh nghiệp thành lập thêm các phòng ban mới, giúp giám sát hoạt động kinh doanh.

RỦI RO

- Vướng mắt trong giải phóng mặt bằng dẫn đến kéo dài tiến độ của dự án xây lắp.
- Rủi ro lỗ tỷ giá ở các khoản nợ vay tài trợ cho dự án điện gió.

	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	17.3	64.2	22.4	15.3	Doanh thu thuần	8,358	7,802	9,485	10,810
PB (x)	1.4	1.2	1.1	1.0	Lợi nhuận gộp	1,595	1,572	1,733	1,992
P/S (x)	0.8	1.1	0.9	0.8	LNST-CĐTS	460	138	396	574
ROE (%)	8.0%	4.1%	7.5%	9.0%	EPS	1,701	444	1,272	1,846
ROA (%)	2.7%	1.4%	2.7%	3.6%	% Tăng trưởng EPS	-42%	-74%	187%	45%

I. Cập nhật KQKD 4Q2023:

(Tỷ VND)	4Q2023	% YoY	2023	% YoY	2023 SV dự phóng	Nhận xét
Doanh thu	2,604	11%	7,802	-6%	104%	Trong Q4.2023: Doanh thu đạt 2,604 tỷ VND, tăng +11% YoY: + Mảng xây lắp giảm -24% YoY do các dự án liên quan đến EVN chậm triển khai. + Mảng sản xuất công nghiệp tăng trưởng 383% YoY nhờ có đơn hàng trở lại cả trong nước lẫn xuất khẩu. + BDS thương mại ghi nhận doanh thu 128 tỷ VND từ việc bán sàn thương mại + Mảng năng lượng giảm -12% YoY do phải cạnh tranh với nhóm thủy điện đang tăng mạnh sản lượng vì mùa mưa đến trễ so với thông thường. + Mảng khai khoáng ghi nhận 124 tỷ VND doanh thu trong khi cùng kỳ không có. + Mảng vận hành KCN tăng trưởng +75% YoY nhờ công ty mở rộng các dịch vụ cho khách hàng (xử lý nước thải, vệ sinh môi trường, ...). Biên LNG đạt mức 17%, giảm 4.5 điểm %, nguyên nhân vì: + Thị trường xây lắp điện cạnh tranh gay gắt. + Được bù đắp bởi ngành khai khoáng có biên LNG cao, đạt mức 27%. Tỷ lệ SG&A/doanh thu đạt mức 5.3%, tăng 2.4 điểm %, do 1) trong kỳ ghi nhận chi phí dự phòng bảo hành trong khi cùng kỳ hoàn nhập chi phí này và 2) chi phí lương nhân viên tăng liên quan đến mở rộng các lĩnh vực mới. Dẫn đến LNST-CĐTS giảm 62% YoY. Trong năm 2023: Doanh thu và lợi nhuận thuần lần lượt đạt 104% và 40% so với dự phóng của chúng tôi: Doanh thu mảng khai khoáng chỉ đạt 82% dự phóng ban đầu với lô hàng trong Q4/2023 chỉ đạt khoảng 2,500 tấn, thấp hơn 7,500 tấn so với kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp suy giảm với: - BLNG mảng xây lắp đạt 9.1%, thấp hơn dự báo ở mức 11%. Theo chia sẻ của PC1, thời điểm Q4/2023, công ty tăng cường thuê ngoài để đẩy nhanh tiến độ các dự án xây lắp. - BLNG mảng năng lượng thấp hơn 2.6 điểm % với chi phí bảo trì ở các nhà máy điện gió tăng nhiều hơn so với dự kiến. Chi phí lãi vay cao hơn 10% do lãi suất các khoản vay của công ty giảm chậm hơn dự phóng của chúng tôi. Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu đạt mức 5%, cao hơn ước tính ban đầu 0.5 điểm % do công ty thành lập thêm phòng ban mới, giúp giám sát các hoạt động kinh doanh.
Xây lắp	1,137	-24%	2,618	-46%	109%	
Sản xuất CN	420	383%	1,165	81%	106%	
BDS	128		160	596%	0%	
Năng lượng	414	-12%	1,461	-15%	102%	
Vận hành KCN	140	75%	614	668%	99%	
Khai khoáng	124		722		82%	
Khác	236	7%	1,035	5%	101%	
Lợi nhuận gộp	447	-12%	1,572	-2%	98%	
Chi phí bán hàng	(29)	-385%	(56)	-758%	165%	
Chi phí QLDN	(108)	39%	(336)	16%	112%	
EBIT	310	-30%	1,180	-10%	92%	
Doanh thu TC	58	37%	195	104%	116%	
Chi phí tài chính	(215)	32%	(980)	28%	109%	
-Lãi vay	(208)	2%	(844)	37%	110%	
Lãi/(lỗ) từ LDLK	(4)		(6)		0	
LNST	157	-47%	381	-36%	73%	
LNST	139	-50%	298	-43%	65%	
LNST-CĐTS	72	-62%	138	-69%	40%	
		Thay đổi		Thay đổi	0%	
%SG&A/DT	5.3%	2.4%	5.0%	1.7%	0.5%	
Biên LNG	17%	-4.5%	20%	1.0%	-0.9%	
Xây lắp	6%	-6.5%	9%	-1.6%	-1.9%	
Sản xuất CN	10%	-7.9%	10%	1.7%	-0.6%	
BDS	38%		38%		0.0%	
Năng lượng	54%	-6.2%	50%	-5.7%	-2.6%	
Vận hành KCN	15%	-2.5%	22%	5.0%	-0.5%	
Khai khoáng	27%		32%		2.0%	
Khác	3%	2.5%	3%	1.1%	1.4%	

Nguồn: PC1, BSC Research

II. Luận điểm đầu tư

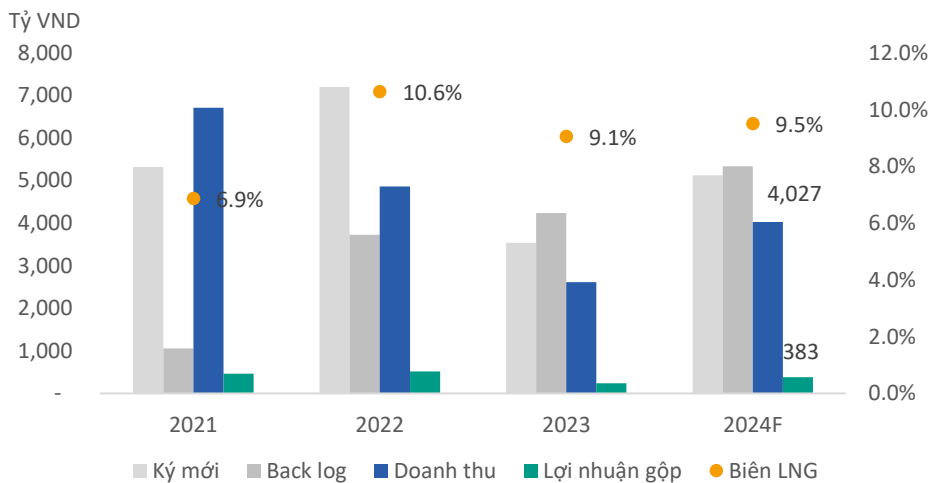
1. Mạng xây lắp phục hồi từ nền thấp nhờ EVN đẩy nhanh triển khai các dự án truyền tải điện và thực hiện lượng backlog lớn từ năm 2023 chuyển sang.

Dự án đường dây 500kv mạch 3 đoạn Quảng Trạch – Phố Nối đã đạt tiến độ thực hiện nhanh hơn so với thông thường, từ việc đấu thầu cho đến quá trình giải phóng mặt bằng và giao đất cho dự án. Điều này mang lại kỳ vọng về việc tiến độ giải ngân được đẩy nhanh hơn và có khả năng ghi nhận doanh thu từ dự án này sớm hơn dự kiến.

Ngoài ra, sự gia tăng lớn về lượng công việc chờ xử lý (Backlog) trong năm 2023, với tổng trị giá lên đến 4,237 tỷ VND, được kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào doanh thu của công ty trong năm 2024 và củng cố triển vọng kinh doanh của công ty trong tương lai gần.

Trong năm 2023, EVN đã ghi nhận lỗ 17,000 tỷ VND, tuy nhiên, tình hình tài chính của EVN sẽ cải thiện trong thời gian tới nhờ tăng giá điện. BSC dự báo giá điện trong năm 2024 sẽ tăng 7% YoY, giúp EVN cải thiện dòng tiền và thúc đẩy đầu tư hạ tầng điện.

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



Nguồn: PC1, BSC Research

Đối với toàn bộ dự án 500kv mạch 3, PC1 đã trúng thầu tổng cộng 1,583 tỷ VND, tương đương với 7.0% thị phần trong dự án, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi ở mức 2,260 tỷ VND ([link báo cáo trước](#)) nguyên nhân đến từ sự cạnh tranh gay gắt của ngành. Do đó chúng tôi đã điều chỉnh giảm 1 số chỉ tiêu trong năm 2024 như sau:

- Lượng hợp đồng ký mới từ 5,400 tỷ VND xuống mức 5,100 tỷ VND (giảm 5.5%).
- Doanh thu thực hiện không thay đổi do EVN đẩy nhanh tiến độ dự án.
- Biên lợi nhuận gộp giảm từ 10% xuống mức 9.5% do tăng cường dịch vụ thuê ngoài.
- Dẫn đến lợi nhuận gộp từ mức 405 tỷ VND xuống mức 383 tỷ VND (giảm 5.4%).

Bảng 1: Công việc của PC1 trong dự án đường dây 500kv mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối.

Đường dây 500kv	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Công việc của PC1 (tỷ vnd)	Tỷ trọng của PC1	Công việc của PC1 (tỷ VND)		
				Xây lắp	Cột thép	Dây dẫn, phụ kiện
Thanh Hóa Nam Định 1	2,900	351	12.1%	279	75	73
Quỳnh Lưu Thanh Hóa	4,100	208	5.1%	231	151	55
Nam Định 1 Phố Nối	5,500	402	7.3%	47	161	-
Quảng Trạch Quỳnh Lưu	10,100	286	2.8%	121	281	109
Tổng	22,600	1,583	7.0%	678	668	237

Nguồn: Bộ công thương, BSC Research

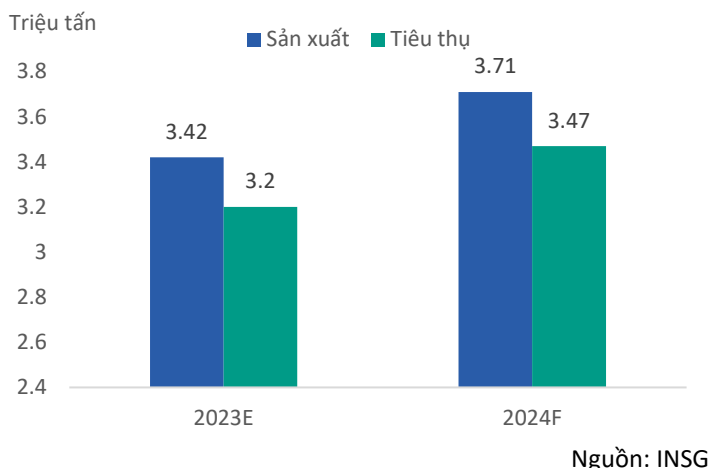
2. Mảng khai khoáng Niken với sản lượng xuất khẩu tăng 50% YoY nhờ hoạt động tròn năm.

Chúng tôi đã đề cập đến tình hình dư cung trên thị trường niken như báo cáo trước ([link báo cáo](#)). Tuy nhiên, nhu cầu đang yếu hơn kỳ vọng (đặc biệt là nhu cầu cho pin xe điện ở Trung Quốc), do đó, chúng tôi thay đổi quan điểm tích cực sang thận trọng đối với mảng này và điều chỉnh giảm các giả định của mảng khai khoáng Niken so với báo cáo trước như sau:

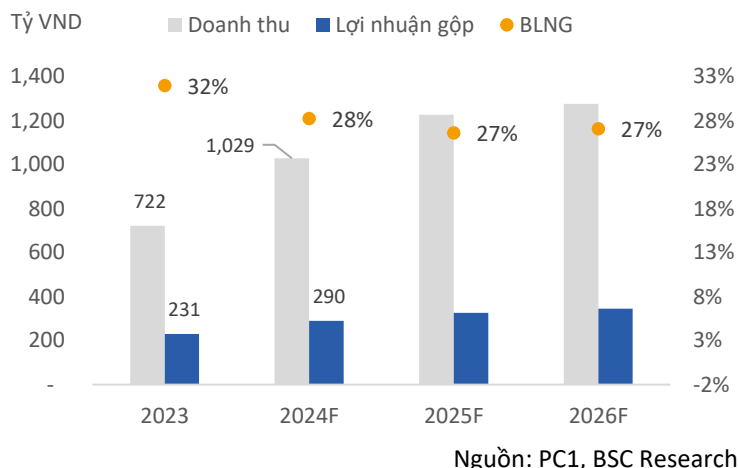
- Sản lượng khai thác ước tính của PC1 từ 41 nghìn tấn quặng thô xuống còn 30 nghìn tấn (giảm 27%).
- Mức giá niken trung bình từ 18,700 USD/tấn xuống mức 16,800 USD/tấn (giảm 10%).

Dự phóng DTT và LNG của mảng khai khoáng Niken trong năm 2024 có thể đạt 1,029 tỷ VND (+43% YoY) và 290 tỷ VND (+26% 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 đã dừng giảm và đang ở mức cân bằng quanh mức 16,000 USD/tấn

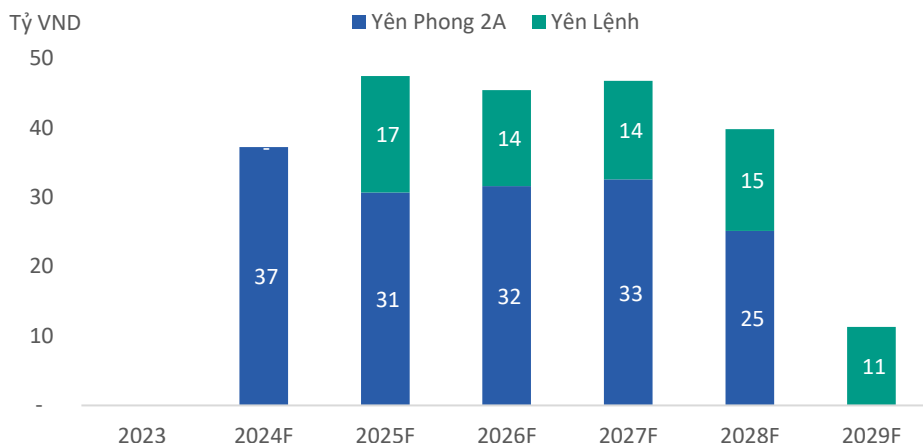


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

3. Dự án KCN của công ty liên kết (Western Pacific) bắt đầu ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ dự án Yên Phong 2A.

Trong năm 2024, Western Pacific (PC1 sở hữu 30%) sẽ triển khai bán hàng đối với dự án KCN Yên Phong 2A ở Bắc Ninh. Hiện tại, mức giá cho thuê đối với dự án này đang ở mức cao, dao động từ 167 -175 USD/m2/kỳ thuê, tổng doanh thu dự kiến có thể đạt được 3,335 tỷ VND. Như vậy, dự án có thể đóng góp 37 tỷ VND lợi nhuận ròng cho PC1 trong năm 2024. Ngoài ra, Western Pacific cũng sở hữu dự án Yên Lệnh và đang tiến hành giải phóng mặt bằng đợt 1, dự kiến nhận được phê duyệt phương án đền bù giải tỏa mặt bằng Q2/2024. Với tiến độ hiện tại, BSC kỳ vọng dự án có thể ghi nhận doanh thu trong năm 2025.

Lợi nhuận từ công ty liên kết của PC1 trong năm 2024 chủ yếu đến từ dự án Yên Phong 2A



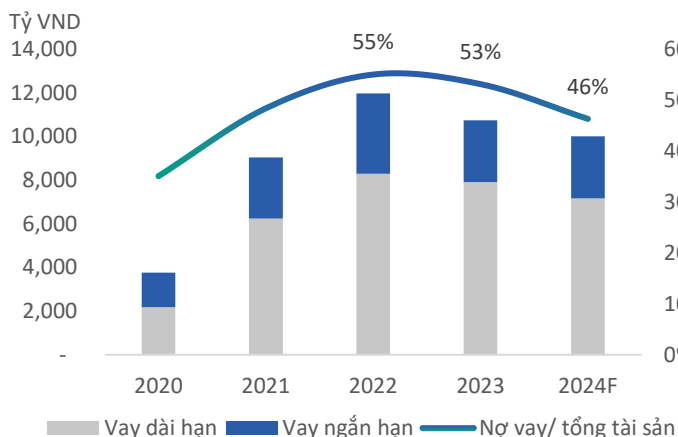
Nguồn: BSC Research

4. Chi phí lãi vay giảm giúp hỗ trợ lợi nhuận.

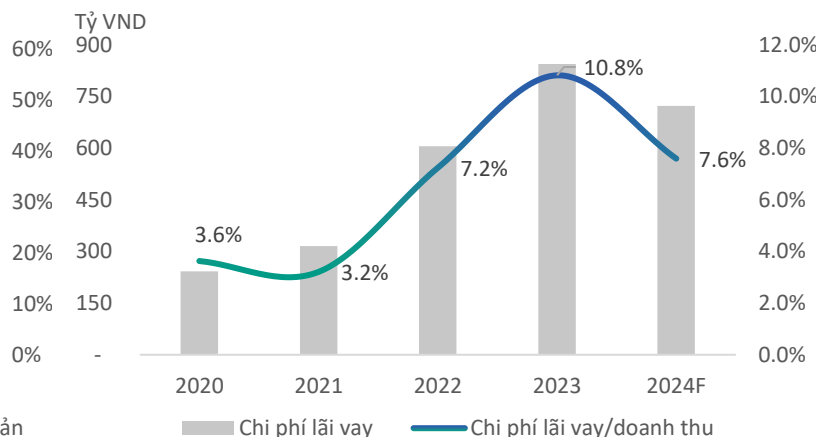
Chúng tôi ước tính, **chi phí lãi vay của PC1 có thể giảm khoảng 120 tỷ VND trong năm 2024 (đóng góp 17% LNTT 2024)** tương ứng tỷ lệ chi phí tài chính/doanh thu của PC1 giảm từ 10.8% xuống còn 7.6% nhờ:

- 1) Giảm dư nợ ở mảng năng lượng (thủy điện, điện gió), BSC ước tính tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của PC1 giảm từ 53% xuống còn 46% trong năm 2024.
- 2) Lãi suất trung bình các khoản vay dài hạn giảm 0.8 điểm % so với năm 2023.

Đòn bẩy có xu hướng giảm dần



Chi phí lãi vay giảm mạnh trong năm 2024



Nguồn: PC1, BSC Research

III. Thông tin khác

A. Hoạt động kinh doanh khác của PC1

Mảng bất động sản thương mại vẫn còn gặp khó khăn ở khâu thủ tục pháp lý, cụ thể là xin phê duyệt chuyển đổi mục đích sử dụng đất, chúng tôi kỳ vọng chính sách mới của chính phủ sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ về mặt pháp lý giúp doanh nghiệp sớm triển khai dự án và đưa vào hoạt động. BSC ước tính công ty sẽ bàn giao hết dự án PC1 Gia Lâm trong năm 2025 và ghi nhận doanh thu 216 tỷ VND.

Thông tin các dự án BĐS thương mại do PC1 phát triển

Dự án	Địa điểm	Tỷ lệ sở hữu	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Tiến độ	Diện tích đất (ha)	Diện tích sàn xây dựng (m2)	Sản phẩm	Số lượng sản phẩm	Doanh thu ước tính (tỷ VND)
PC1 Gia Lâm	Hà Nội	100%	N/A	Chuẩn bị khởi công	0.72	3,129	Thấp tầng	54	216
PC1 Định Công	Hà Nội	100%	750	Đang hoàn thiện pháp lý	1.5	6,000	Thấp tầng	83	996
PC1 Vĩnh Hưng	Hà Nội	100%	574	Đang hoàn thiện pháp lý	0.52	N/A	Căn hộ	288	1,008
PC1 Thăng Long	Hà Nội	100%	N/A	Đang hoàn thiện pháp lý	2.2	N/A	Căn hộ	N/A	-
							Thấp tầng	80	960

Nguồn: PC1, BSC Research

BSC ước tính thời gian ghi nhận doanh thu của các dự án bất động sản thương mại tập trung trong năm 2027-2028 (tỷ VND).

Dự án	2024	2025	2026	2027	2028
PC1 Gia Lâm		216			
PC1 Định Công			398	598	
PC1 Vĩnh Hưng				403	605
PC1 Thăng Long				384	576
Tổng	0	216	398	1,385	1,181

Nguồn: BSC Research

Bất động sản KCN với dự án Yên Lệnh 2A bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2024. Trong giai đoạn 2024-2029, Western Pacific (công ty liên kết của PC1) sẽ triển khai 2 dự án là Yên Phong 2 và Yên Lệnh. Dự án Yên Lệnh đang tiến hành giải phóng mặt bằng đợt 1 và dự kiến nhận được phê duyệt phương án đền bù giải tỏa mặt bằng Q2/2024. Công ty cũng đang phát triển dự án KCN Nomura 2 và đang tích cực hoàn thiện pháp lý khâu cấp phép, dự kiến trong năm 2024 sẽ có đầy đủ chứng nhận đầu tư để tiến hành giải phóng mặt bằng

Dự án	Địa điểm	Lợi ích của PC1	Chủ đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy tại 2023	Giá thuê (USD/m2)	Doanh thu (tỷ VND)
NHIZ 1	Hải phòng	70%	Nomura	2,270	153	123	98%		
NHIZ 2	Hải Phòng	100%	PC1 Global trading	2,500	200	N/A	0%	N/A	N/A
Yên Phong 2A	Bắc Ninh	19%	Western Pacific	1,800	151	83	0%	171.0	3,335
Yên Lệnh	Hà Nam	30%	Western Pacific	4,400	60	45	0%	85.5	904

Nguồn: PC1, BSC Research

Thời gian ghi nhận doanh thu của các dự án BĐS KCN (tỷ VND)

Dự án	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Yên Phong 2	834	687	708	729	563	
Yên Lệnh		233	192	198	204	157
Tổng	834	920	900	927	757	157

Nguồn: BSC Research

IV. Dự phóng KQKD 2024

(Tỷ VND)	2023	2024 mới	% YoY	2024 cũ	Dự báo mới/cũ	Nhận xét
Doanh thu	7,802	9,485	22%	9,777	-3%	Dự báo năm 2024: Doanh thu đạt 9,485 tỷ VND (+22% YoY) nhờ: + Mảng xây lắp phục hồi 54% YoY với các dự án truyền tải điện được đẩy mạnh đầu tư trở lại sau 2 năm trì hoãn. + Mảng khai khoáng tăng +43% YoY, nhờ hoạt động tròn năm, duy trì được các đơn hàng xuất khẩu. Biên lợi nhuận gộp đạt mức 18.3%, giảm 1.9 điểm % so với năm 2023 do: + Hoạt động xây lắp cần tăng cường thuê ngoài để đáp ứng tiến độ các dự án của EVN. + Mảng khai khoáng niken gặp áp lực với giá bán đang suy giảm so với mức cao của năm trước. Tỷ lệ SG&A/doanh thu đạt mức 4.8%, cao hơn so với mức thông thường 4% do công ty thành lập thêm các phòng ban mới hỗ trợ giám sát các hoạt động kinh doanh. Chi phí lãi vay giảm 14% YoY nhờ môi trường lãi suất hạ nhiệt và dư nợ ở các dự án năng lượng giảm. Dẫn đến LNST-CĐTS đạt mức 396 tỷ VND (+187% YoY). Chúng tôi điều chỉnh 1 số giả định quan trọng trong dự báo năm 2024 mới so với dự báo cũ như sau: + Mảng xây lắp: Biên lợi nhuận gộp giảm 0.5 điểm % vì thị trường xây lắp cạnh tranh gắt gao và doanh nghiệp cần tăng cường thuê ngoài để hoàn thành các gói thầu đúng tiến độ. + Mảng khai khoáng: . Doanh thu giảm 24% so với dự báo cũ do sản lượng xuất khẩu trong Q4/2023 chỉ đạt khoảng 2,500 tấn quặng thô (kế hoạch là 10,000 tấn) cho thấy thị trường niken vẫn còn khó khăn. . Biên lợi nhuận gộp giảm 1 điểm % do giá niken thế giới giảm nhiều hơn dự kiến, chúng tôi giả định giá niken trung bình năm 2024 đạt 16,800 USD/tấn (giảm 5% so với giả định trước đó). + Tỷ lệ SG&A/doanh thu tăng 0.3 điểm % vì doanh nghiệp thành lập thêm các phòng ban mới, giúp giám sát hoạt động kinh doanh.
Xây lắp	2,618	4,027	54%	4,055	-1%	
Sản xuất CN	1,165	1,223	5%	1,151	6%	
Năng lượng	1,461	1,509	3%	1,499	1%	
Vận hành KCN	614	614	0%	620	-1%	
Khai khoáng	722	1,029	43%	1,346	-24%	
Khác	1,035	1,056	2%	1,044	1%	
Lợi nhuận gộp	1,572	1,733	10%	1,891	-8%	
Chi phí bán hàng	(56)	(57)	2%	-44	29%	
Chi phí QLDN	(336)	(398)	19%	-391	2%	
EBIT	1,180	1,277	8%	1,456	-12%	
Doanh thu TC	195	139	-29%	138	1%	
Chi phí tài chính	(980)	(750)	-23%	-699	7%	
-Lãi vay	(844)	(722)	-14%	-629	15%	
Lãi/(lỗ) từ LDLK	2	37		15	148%	
LNTT	381	688	81%	895	-23%	
LNST	298	564	89%	787	-28%	
LNST-CĐTS	138	396	187%	593	-33%	
			Thay đổi		Thay đổi	
%SG&A/DT	5.0%	4.8%	-0.2%	4.5%	0.3%	
Biên LNG	20.1%	18.3%	-1.9%	19.0%	-0.7%	
Xây lắp	9.1%	9.5%	0.4%	10.0%	-0.5%	
Sản xuất CN	10.0%	10.0%	0.0%	10.0%	0.0%	
Năng lượng	50.4%	51.0%	0.7%	55.0%	-4.0%	
Vận hành KCN	22.5%	22.0%	-0.5%	22.0%	0.0%	
Khai khoáng	32.0%	26.7%	-5.3%	27.7%	-1.0%	
Khác	3.4%	2.8%	-0.5%	2.0%	0.8%	

Nguồn: PC1, BSC Research

V. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu **32,700 VND/CP**, (tiềm năng tăng giá **15.5%** so với giá ngày 03/04/2024), chủ yếu nhờ mảng xây lắp phục hồi từ nền thấp và mảng khai khoáng hoạt động tròn năm. [So với báo cáo trước](#), chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu từ 33,900 VND/CP xuống mức 32,700 VND/CP, chủ yếu đến từ giảm định giá ở mảng Niken:

- Sản lượng khai thác ước tính của PC1 từ 41 nghìn tấn quặng thô xuống còn 30 nghìn tấn (giảm 27%).
- Mức giá niken trung bình từ 18,700 USD/tấn xuống mức 16,800 USD/tấn (giảm 10%).

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:
 - Triển vọng đầu tư lưới điện của EVN sẽ được đẩy mạnh không chỉ riêng năm 2024 mà còn kéo dài các năm sau,
 - Thời tiết El nino yếu dần từ tháng 7/2024, 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 7.8x, 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	NAV cũ	NAV mới/cũ
Mảng kinh doanh cốt lõi (trừ BĐS thương mại và khai khoáng)	EV/EBITDA	7,427	100%	7,427	7,295	2%
	Mục tiêu	9.3 x				
Mảng BĐS thương mại						
PC1 Gia Lâm	DCF	14	100%	14	14	0%
PC1 Định Công	DCF	54	100%	54	54	1%
PC1 Vĩnh Hưng	DCF	49	100%	49	49	1%
PC1 Thăng Long (Bắc Từ Liêm)		N/A		-		
Mảng khai khoáng	EV/EBITDA	1,758	57%	1,007	1,476	-32%
	Mục tiêu	7.8 x				
Đầu tư vào công ty liên kết	Book value			1,602	1,602	0%
Giá trị vốn chủ				10,155	10,336	-2%
Số lượng cổ phiếu (triệu)				311	311	
Giá mục tiêu (vnd/cp)				32,700	33,900	-3.5%
Giá thị trường (vnd/cp)				28,300		
Tiềm năng tăng giá				15.5%		
Tỷ suất cổ tức				0%		
Tổng mức sinh lời				15.5%		

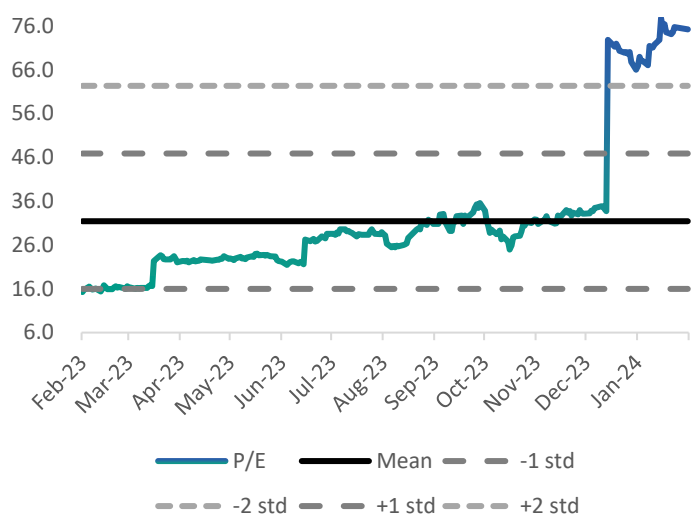
Nguồn: BSC Research

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

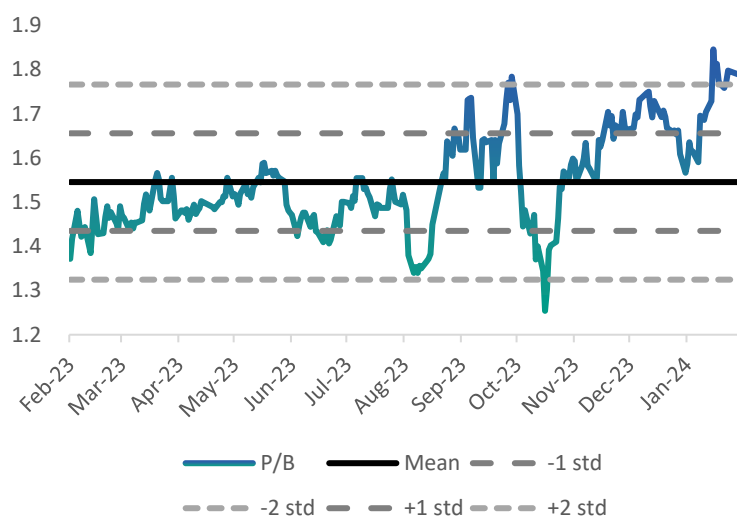
Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ USD)	EV/EBITDA	P/E	P/B	ROA (%)	ROE (%)	D/E
Nickel Industries	Úc	1.9	8.54	13.5	0.9	7.1	13.66	22.9
Shengda Resources	Trung Quốc	1.1	11.49	16.8	0.36	6.8	13	9
Nickel Asia Corp	Philippines	1.16	5.22	13.9	1.75	15.6	23	-16
Vale Indonesia	Indonesia	2.34	3.46	8.5	0.91	7.8	8.9	-26
Eramet	Pháp	2.02	7.82	6.4	1.1	11	53	15
South 32	Úc	8.72	119	10.6	0.94	-1.7	-1.1	5
Median		1.96	<u>7.8</u>	12.05	0.93	7.45	13.33	7

Nguồn: Bloomberg, BSC Research, dữ liệu ngày 04/03/2024

Stock PE



Stock P/B



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	9,828	8,358	7,802	9,485	10,810
Giá vốn hàng bán	8,673	6,763	6,230	7,752	8,818
Lợi nhuận gộp	1,156	1,595	1,572	1,733	1,992
Chi phí bán hàng	56	(8)	56	57	65
Chi phí QLDN	241	285	336	398	454
Lãi/lỗ HDKD	859	1,318	1,180	1,277	1,473
Doanh thu tài chính	319	95	195	139	139
Chi phí tài chính	359	767	980	750	746
Chi phí lãi vay	315	605	844	722	650
Lợi nhuận từ CTLD/LK	86	1	2	37	47
Lãi/lỗ khác	(8)	(41)	(18)	(15)	(15)
LN trước thuế	896	605	381	688	898
Thuế thu nhập DN	132	69	83	124	162
LN sau thuế	764	537	298	564	737
CĐTS	69	77	160	168	163
LNST-CĐTS	695	460	138	396	574
EBITDA	1,576	1,837	2,001	2,123	2,253
EPS	2,956	1,701	444	1,272	1,846

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	764	537	298	564	737
Khấu hao và phân bổ	364	627	776	713	705
Thay đổi vốn lưu động	(609)	173	103	(834)	213
Điều chỉnh khác	(426)	(47)	(227)	0	0
LCTT từ HĐ KD	93	1,289	950	443	1,654
Tiền chi NĂM GIỮ TSCĐ	(3,991)	(1,729)	(385)	(190)	(216)
Đầu tư khác	(880)	(1,485)	42	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	(4,949)	(3,808)	59	(190)	(216)
Tiền chi trả cổ tức	(24)	(40)	(124)	0	0
Tiền từ vay ròng	5,284	2,754	(1,371)	(726)	(946)
Tiền thu khác	422	97	2	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	5,682	2,812	(1,493)	(726)	(946)
Dòng tiền đầu kỳ	1,476	2,292	2,581	2,097	1,625
Tiền trong kỳ	826	292	(484)	(473)	492
Dòng tiền cuối kỳ	2,302	2,584	2,097	1,625	2,117

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	6,589	7,913	6,845	7,998	7,871
Tiền & Tương đương tiền	2,292	2,581	2,112	1,625	2,117
Đầu tư ngắn hạn	144	1,006	769	769	769
Phải thu ngắn hạn	3,124	3,174	2,803	4,031	3,513
Hàng tồn kho	904	890	921	1,333	1,231
TS ngắn hạn khác	126	261	240	240	240
Tài sản dài hạn	12,098	13,841	13,380	12,851	12,362
Tài sản hữu hình	10,160	9,904	10,745	10,217	9,728
Tài sản dở dang dài hạn	380	1,376	107	107	107
Đầu tư dài hạn	639	1,538	1,607	1,605	1,605
Tài sản dài hạn khác	919	1,024	922	922	922
Tổng Tài sản	18,687	21,754	20,225	20,849	20,233
Tổng nợ ngắn hạn	5,799	5,950	4,709	5,515	5,108
Nợ phải trả	1,756	1,285	1,049	1,855	1,448
Vay ngắn hạn	2,800	3,677	2,838	2,838	2,838
Nợ ngắn hạn khác	1,243	988	821	821	821
Tổng nợ dài hạn	6,607	8,631	8,249	7,502	6,556
Vay dài hạn	6,238	8,284	7,902	7,155	6,209
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	369	347	347	347	347
Tổng nợ phải trả	12,406	14,582	12,957	13,017	11,664
Vốn góp	2,352	2,704	3,110	3,110	3,110
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711	711
LN chưa phân phối	1,305	1,345	956	1,352	1,926
Vốn chủ khác	333	356	406	406	406
Cổ đông thiểu số	1,580	2,057	2,085	2,253	2,416
Tổng vốn chủ sở hữu	6,281	7,173	7,267	7,831	8,568
Tổng nguồn vốn	18,687	21,754	20,225	20,848	20,232
SLCP (triệu)	235	270	311	311	311

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.1	1.3	1.5	1.5	1.5
Hệ số TT nhanh	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	66%	67%	64%	62%	58%
Hệ số Nợ/VCSH	198%	203%	178%	166%	136%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	34.4	48.4	53.1	53.1	53.1
Số ngày phải thu	72.9	99.2	97.9	97.9	97.9
Số ngày phải trả	60.1	82.1	68.4	68.4	68.4
CCC	47.1	65.6	82.6	82.6	82.6
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	12%	19%	20%	18%	18%
Biên Lợi nhuận ròng	8%	6%	4%	6%	7%
ROE	13.83%	7.98%	4.13%	7.47%	8.98%
ROA	5.20%	2.66%	1.42%	2.75%	3.59%
Định giá					
PE	9.2	18.5	63.8	22.2	15.3
PB	0.0	0.0	1.2	1.1	1.0
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	47%	-15%	-7%	22%	14%
Tăng trưởng EBIT	36%	0%	1%	15%	10%
Tăng trưởng LNNT	38%	-32%	-37%	81%	31%
Tăng trưởng EPS	10%	-42%	-74%	187%	45%

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 NẮM GIỮ 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>

