

CTCP Xây lắp điện 1 (PC1)

Khả quan (Duy trì)

Điện

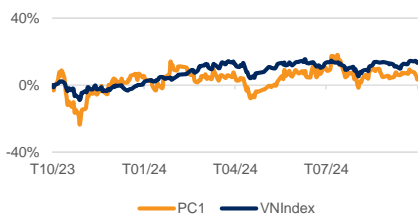
Giá hiện tại	VND28.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND30.750/VND20.610
Giá mục tiêu	VND35.300
Giá mục tiêu trước đó	VND34.700
Consensus	5,2%
Tiềm năng tăng giá	26,7%
Tỷ suất cổ tức	0%
Tổng tỷ suất sinh lời	26,7%
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	368,2
GTGDQ 3 tháng (tr USD)	3,9
Sở hữu NN (tr USD)	130,9
Số CP lưu hành (tr)	311
Số CP sau pha loãng (tr)	311

	PC1	DN cùng ngành	VNI
P/E trượt	31,2x	32,0x	14,1x
P/B hiện tại	1,2x	1,3x	1,7x
ROA	1,4%	3,2%	2,1%
ROE	3,7%	7,3%	12,3%

*dữ liệu ngày 07/10/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
POW	-1,4%	-6,5%	9,7%
VN-Index	-0,4%	0,1%	14,3%

Sở hữu

Trịnh Văn Tuấn	21,0%
VIX	5,0%
Khác	74,0%

Tổng quan doanh nghiệp

PC1 là một tập đoàn đa ngành, chuyên sâu về lĩnh vực xây lắp điện và đầu tư năng lượng. Với hơn 50 năm kinh nghiệm, PC1 sở hữu năng lực triển khai các dự án điện, xây dựng đường dây truyền tải và trạm biến áp. Bên cạnh đó, PC1 còn đa dạng hóa hoạt động sang sản xuất công nghiệp, khai thác niken và phát triển BĐS dân cư và công nghiệp.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Việt Minh Tú

tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Dự án bất động sản công nghiệp mới thúc đẩy tăng trưởng trung hạn

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 26,7%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 1,7% trong khi giá cổ phiếu giảm nhẹ từ báo cáo trước.
- Giá mục tiêu tăng nhẹ do giả định WACC giảm và thay đổi dự phóng EPS giai đoạn 2024-25.
- Kỳ vọng mạnh mẽ của thị trường vào việc PC1 hồi phục đã khiến P/E trượt cổ phiếu ở mức rất cao 31,2 lần.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng Q2/24 đạt 62 tỷ đồng, so với khoản lỗ 13 tỷ đồng trong Q2/23, nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi cải thiện và đóng góp mới từ mảng niken.
- LN ròng 6T24 tăng 68% sau soát xét nhờ những thay đổi ở mảng niken.
- Dự kiến LN ròng 2024 sẽ tăng gấp 15 lần lên 565 tỷ đồng, từ mức thấp của năm 2023 (sau soát xét), nhờ sự phục hồi của xây lắp điện và thủy điện, cùng với đóng góp từ các mảng mới niken và BĐS KCN.

Luận điểm đầu tư

Sản lượng thủy điện 2024 dự kiến tăng mạnh do mưa kéo dài

Ảnh hưởng của La Nina đặc biệt rõ nét tại miền bắc. PC1 hưởng lợi từ xu hướng này, do tất cả nhà máy thủy điện của tập đoàn đều đặt ở miền núi phía bắc. Nhờ nguồn nước dồi dào, sản lượng điện toàn hệ thống Q3/24 đã tăng vọt. Do đó, chúng tôi tăng dự phóng sản lượng thủy điện của PC1 năm 2024 tăng 27% so với báo cáo trước, đạt 589 triệu kWh (+46% svck).

Kết quả vượt kỳ vọng, mảng niken là động lực tăng trưởng LN trong năm 2024

PC1 bất ngờ ghi nhận sản lượng niken 6T24 vượt mục tiêu, đạt 32.000 tấn. Do đó, chúng tôi tăng dự phóng sản lượng niken xuất khẩu cả năm lên 60.000 tấn. Tuy nhiên, áp lực dư cung khiến giá niken khó bứt phá khỏi ngưỡng 18.000 USD/tấn. Tổng hợp lại, LN ròng mảng niken dự kiến tăng 176% svck (do chỉ hoạt động từ Q3/23), đóng góp 16% vào LN ròng của PC1.

Biên lợi nhuận dự án đường dây 500kV mạch 3 gây thất vọng

Dự án đường dây truyền tải 500kV mạch 3 là một dự án quan trọng đối với mảng xây lắp điện của tập đoàn. Tuy nhiên, yêu cầu gấp gáp về thời gian đã buộc EVN phải mở rộng đấu thầu, dẫn đến tăng cạnh tranh và áp lực giá cho nhà thầu tham gia. Do đó, biên LN của mảng xây lắp trong 6T24 chỉ đạt 8%, thấp hơn dự kiến ban đầu của chúng tôi là 9,1%. Với việc dự án hoàn thành vào tháng 8, chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ ghi nhận phần doanh thu còn lại trong năm, dẫn đến doanh thu mảng xây lắp năm 2024 phục hồi mạnh 56% svck, đạt 4.100 tỷ đồng.

PC1 định hướng tăng trưởng mới với bất động sản công nghiệp

PC1 đang chuyển hướng sang lĩnh vực bất động sản công nghiệp, coi đây là động lực chính cho tăng trưởng trung và dài hạn. Western Pacific, công ty LDLK chiến lược, đang tích cực mở rộng danh mục phát triển với bốn dự án: Yên Phong 2A, Yên Lệnh cùng hai dự án mới nhận được chủ trương đầu tư là Đồng Văn 5 và Yên Lư. Dự án Yên Phong 2A dự kiến đem về cho PC1 73 tỷ đồng trong năm nay, đóng góp 13% vào tổng LN ròng.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	(7,0%)	39,4%	(4,9%)	34,0%
Tăng trưởng EPS	(68,4%)	1461,0%	15,5%	85,2%
Biên LN gộp	20,3%	19,3%	20,9%	20,5%
Biên LN ròng	1,8%	5,2%	6,3%	8,7%
P/E (lần)	64,1	19,5	16,9	9,1
P/B (lần)	1,7	0,0	0,0	0,0
ROE	2,3%	8,2%	8,4%	13,2%
Nợ ròng trên VCSH	108,3%	89,7%	71,7%	55,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

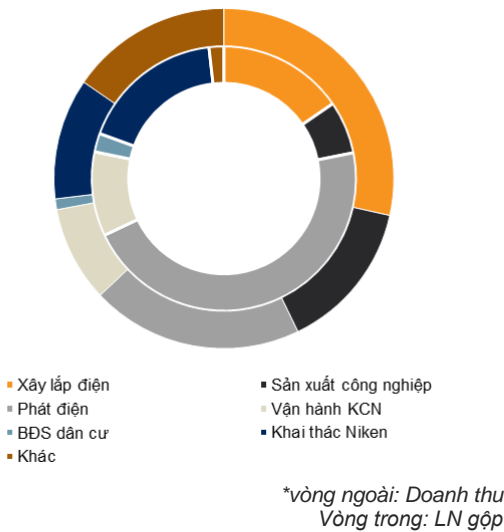
Thành lập vào năm 1963, PC1 đã vươn lên thành một trong những nhà thầu xây lắp điện hàng đầu Việt Nam, sở hữu bề dày kinh nghiệm tham gia các dự án đường dây truyền tải lớn đòi hỏi kỹ thuật cao. Bên cạnh đó, PC1 còn là nhà thầu EPC uy tín trong lĩnh vực điện gió, triển khai thành công COD với công suất tổng cộng gần 600 MW. Thêm vào đó, PC1 là đơn vị sản xuất cốt thép hàng đầu Việt Nam, có khả năng thiết kế và chế tạo cốt thép cho đường dây truyền tải cao thế.

PC1 còn sở hữu nhiều nhà máy thủy điện ở vùng núi phía Bắc với tổng công suất 170 MW và ba nhà máy điện gió hưởng giá FIT với tổng công suất 144 MW.

PC1 cũng ghi dấu ấn trong thị trường BĐS nhà ở qua những dự án thành công như PCC1 Nàng Hương và Mỹ Đình Plaza. Trong giai đoạn 2024-2027, PC1 đặt mục tiêu phát triển thêm bốn dự án nhà ở tầm trung tại Hà Nội.

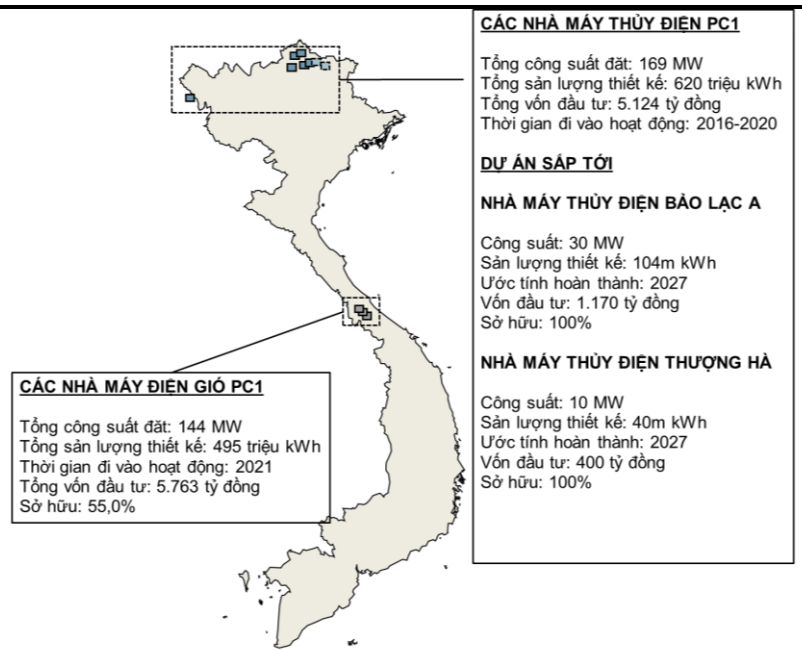
PC1 đã liên tục mở rộng cơ cấu kinh doanh thông qua các thương vụ mua bán chiến lược trong những năm gần đây. Năm 2021, PC1 mua lại 57% cổ phần của CTCP Khoáng sản Tấn Phát, qua đó tham gia khai thác mỏ Niken-Đồng tại Cao Bằng. Mỏ đã bắt đầu vận hành thương mại và đem lại doanh thu kể từ Q3/23. Năm 2022, PC1 chính thức bước chân vào lĩnh vực bất động sản KCN bằng cách mua lại 100% cổ phần của NAIV, đơn vị sở hữu 70% KCN Nomura Hải Phòng. PC1 cũng nắm giữ 30% cổ phần của Western Pacific, qua đó hợp tác đầu tư phát triển các KCN nghiệp lớn như Yên Phong II-A và các cụm cảng – cụm công nghiệp – khu công nghiệp khác tại Hà Nam, Bắc Giang.

Hình 1: Doanh thu và LN gộp 9T23 theo mảng kinh doanh



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Các nhà máy thủy điện và điện gió của PC1



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Thủy điện phục hồi, lỗ tỷ giá tăng vọt

Hình 3: Tóm tắt KQKD Q2/24 và 6T24

tỷ đồng	Q2/24		6T24		sv. Dự phóng
		% svck		% svck	cả năm
Doanh thu	3.091	+109,9%	5.256	+76,5%	48%
Xây lắp điện	1.188	+120,1%	1.752	+74,6%	34%
Phát điện	393	+42,0%	749	+12,4%	47%
Sản xuất cột thép	781	+205,6%	1.068	+210,6%	80%
Niken	338	N/A	866	N/A	73%
Quản lý KCN	154	-10,3%	274	-6,1%	43%
Bất động sản	4	-48,4%	22	+52,8%	81%
Khác	233	+5,6%	525	-20,2%	49%
LN gộp	469	+65,9%	907	+53,7%	45%
Xây lắp điện	87	-8,9%	273	+96,9%	58%
Phát điện	219	+123,3%	399	+24,0%	49%
Sản xuất cột thép	66	+155,2%	95	+237,3%	66%
Niken	37	N/A	273	N/A	72%
Quản lý KCN	60	+29,2%	82	+21,2%	58%
Bất động sản	4	-30,2%	11	+23,7%	70%
Khác	-3	-131,1%	-42	-325,4%	-154%
Chi phí BH&QLDN	145	+72,9%	250	+65,4%	53%
Chi phí tài chính ròng	217	+8,5%	443	+27,7%	73%
LN trước thuế	95	N/A	378	+349,5%	42%
LN ròng	62	N/A	240	+11490,7%	44%
Biên LN gộp	15,2%	-4,0 điểm %	17,3%	-2,6 điểm %	
Biên LN ròng	2,0%	2,9 điểm %	4,6%	4,5 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng xây lắp điện và sản xuất cột thép dẫn dắt tăng trưởng doanh thu

Doanh thu xây lắp điện Q2/24 tăng vọt 120% svck lên 1,19 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ doanh thu từ dự án đường dây mạch 3. Tuy nhiên, biên LN gộp của mảng xây lắp giảm 10% svck xuống còn 7,3%, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Việc EVN đẩy nhanh tiến độ dự án đã gián tiếp dẫn đến gia tăng cạnh tranh cho PC1, làm giảm biên LN. Doanh thu cột thép Q2/24 bất ngờ tăng gấp ba lần svck, đạt 781 tỷ đồng.

Thủy điện phục hồi mạnh mẽ nhờ mưa lớn ở miền Bắc

Doanh thu mảng phát điện Q2/24 tăng 42% svck lên 393 tỷ đồng, đồng thời LN gộp tăng vọt 123% svck lên 219 tỷ đồng, vượt qua ước tính của chúng tôi. Các nhà máy thủy điện của PC1 đều nằm ở miền Bắc, được hưởng lợi nhờ mưa lớn trong Q2/24.

Sản lượng niken xuất khẩu 6T24 vượt dự phóng

Trong 6T24, mảng niken đã đạt được những kết quả khả quan. Doanh thu sau soát xét từ niken đạt 866 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp 32% (tương đương trung bình các quý trước). Đặc biệt, sản lượng xuất khẩu niken đã vượt dự kiến 30%, giúp LN gộp của mảng này sớm hoàn thành 72% dự phóng của chúng tôi.

Lỗ tỷ giá và chi phí BH&QLDN cao gây áp lực lên LN ròng; Kết quả 6T24 sau soát xét đi sát dự phóng

Mặc dù các mảng kinh doanh cốt lõi được cải thiện, LN ròng của PC1 đã bị giảm sút do 1) lỗ tỷ giá từ các khoản vay nước ngoài tăng gấp mười lần lên 55,6 tỷ đồng và 2) chi phí bán hàng quản lý tăng 73% svck lên 145 tỷ đồng do mảng khai thác niken mới đi vào hoạt động. Dù vậy, LN ròng 6T24 sau soát xét vẫn tăng 68% svck, đạt 240 tỷ đồng, tương đương 44% dự phóng của chúng tôi.

Lợi nhuận ròng 6M24 tăng mạnh sau soát xét

Doanh thu niken 6T24 của công ty đã tăng thêm 50 tỷ đồng sau soát xét do điều chỉnh doanh thu liên quan đến hai lô hàng niken. Ngoài ra, PC1 đã thay đổi phương pháp khấu hao quyền khai thác mỏ từ phương pháp đường thẳng sang phương pháp dựa trên doanh thu, dẫn đến tăng LN sau thuế 6T24. Cùng với đó, LN ròng của PC1 năm 2023 sau soát xét giảm hơn 100 tỷ đồng.

Hình 4: So sánh báo cáo KQKD 6T24 trước và sau soát xét. LNST 6T24 tăng trong khi LNST 2023 giảm một khoản tương đương (Đơn vị: tỷ đồng)

	Trước soát xét	Sau soát xét	% thay đổi	Thay đổi
Doanh thu	5.256	5.306	+1%	+50
<i>trong đó, doanh thu niken</i>	<i>816</i>	<i>866</i>	<i>+6%</i>	<i>+50</i>
(-) Giá vốn hàng bán	4.348	4.298	-1%	-51
<i>trong đó, giá vốn niken</i>	<i>634</i>	<i>593</i>	<i>-6%</i>	<i>-41</i>
LN gộp	907	1.008	+11%	+101
(+) Thu nhập từ LDLK	40	64	+59%	+24
(-) Chi phí QLDN&BH	250	248	-1%	-1
(+) Chi phí/thu nhập khác	-2	-2	-	-
EBIT	695	821	+18%	+126
(+) Doanh thu tài chính	94	94	-	-
(-) Chi phí tài chính	537	537	-	-
LN trước thuế	252	378	+50%	+126
(-) Thuế	49	59	+22%	+11
LN sau thuế	204	319	+57%	+115
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	61	80	+30%	+19
LN ròng	143	240	+68%	+97

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Tiền & Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.035	2.180	2.863	2.723	3.330
Số ngày phải thu	100	79	68	85	64
Số ngày tồn kho	78	47	39	59	54
Số ngày phải trả	60	36	37	37	33
Đầu tư TSCĐ	0	76	112	62	58
Tổng nợ vay	10.548	10.400	10.740	10.833	11.353
Chi phí lãi vay	219	214	208	181	204
Khấu hao	182	206	219	210	207
Tài sản cố định	11.113	10.938	10.745	10.589	10.464
Tỷ lệ nợ ròng/VCSH	120,4%	115,2%	108,4%	110,3%	108,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Lỗi tỷ giá nhiều khả năng sẽ đảo ngược trong nửa cuối năm

Dự trữ tiền mặt của PC1 tăng từ 2.000 lên 3.300 tỷ đồng chỉ trong vòng một năm. Tuy nhiên, việc một phần đáng kể (35%) nợ của công ty được tính bằng USD đã khiến PC1 đối mặt với rủi ro tỷ giá. Cụ thể, trong 6T24, lỗi tỷ giá chưa thực hiện đã gây ra thiệt hại không nhỏ. Song, với triển vọng đồng USD suy yếu và Fed quay lại cắt giảm lãi suất, phần lớn khoản lỗ này dự kiến sẽ được đảo ngược trong 6 tháng cuối năm, cải thiện LN ròng.

Ngoài ra, thanh khoản của PC1 đã được cải thiện, thể hiện ở việc số ngày phải thu và tồn kho giảm dần. Công ty đang dần giảm dần nợ vay, với tỷ lệ nợ ròng trên VCSH giảm từ mức cao 120% xuống còn 108% trong Q2/24.

Triển vọng 2024-25: Khai khoáng và thủy điện dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024

Hình 6: Thay đổi dự phóng 2024-25

tỷ đồng	2023	Cũ		Mới		% thay đổi svck		% thay đổi		Nhận xét
		2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Doanh thu (*)	7.725	10.260	11.458	10.838	10.310	40,3%	-4,9%	5,6%	-10,0%	
Xây lắp điện	2.607	5.156	4.785	4.067	3.920	56,0%	-3,6%	-21,1%	-18,1%	Chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu xây lắp điện cho giai đoạn 2024-2025. Nguyên nhân chính là kết quả kinh doanh của 6T24 kém hơn dự kiến và thiếu vắng các dự án lớn mới.
Sản xuất cột thép	1.166	1.333	1.060	1.906	1.232	63,5%	-35,4%	43,0%	16,2%	Doanh thu mảng cột thép được điều chỉnh tăng do nhu cầu cao hơn dự kiến.
Phát điện	1.461	1.578	1.777	1.700	1.703	16,4%	0,2%	7,8%	-4,1%	Điều chỉnh dự phóng doanh thu mảng điện 2024-25 tăng 7,8%/-4,1% do mưa kéo dài ở miền bắc thúc đẩy sản lượng thủy điện của PC1 trong năm nay, trong khi đó pha Trung tính có khả năng quay trở lại đầu năm 2025.
KCN	614	637	643	626	632	1,9%	0,9%	-1,7%	-1,8%	
BDS dân cư	187	27	215	27	215	-85,3%	681,9%	1,6%	-0,2%	
Khai thác niken	655	1.186	1.202	1.418	1.296	116,3%	-8,6%	19,5%	7,8%	Sản lượng niken xuất khẩu vượt dự kiến
Khác	1.034	1.065	1.097	1.065	1.097	3,0%	3,0%	0,0%	0,0%	
LN gộp (*)	1.481	2.012	2.251	2.094	2.160	41,4%	3,1%	4,0%	-4,1%	
Biên LN gộp	19,2%	18,3%	20,5%	19,3%	20,9%					
Xây lắp điện	235	471	427	315	358	33,9%	13,8%	-33,2%	-16,0%	Giảm biên LN gộp mảng xây lắp d điện do biên LN từ dự án 500kV mạch 3 thất vọng
Sản xuất cột thép	117	143	115	185	131	57,6%	-29,2%	29,6%	13,5%	
Phát điện	736	816	1.003	928	932	26,0%	0,4%	13,7%	-7,1%	
KCN	139	140	142	138	139	-0,6%	0,9%	-1,8%	-1,8%	
BDS dân cư	79	16	72	16	72	-79,3%	340,4%	0,0%	0,0%	
Khai thác niken	240	382	392	468	426	94,9%	-9,0%	22,5%	8,8%	
Khác	27	27	29	27	29	2,8%	6,9%	0,0%	0,0%	
Chi phí BH&QLDN	391	470	511	463	480	18,4%	3,6%	-1,6%	-6,2%	
Doanh thu tài chính	183	125	128	99	106	-46,1%	7,9%	-21,0%	-17,1%	
Chi phí tài chính	967	844	662	887	765	-8,3%	-13,8%	5,1%	15,4%	
Thu nhập từ LDLK	2	108	71	73	19	4531,9%	-73,6%	-32,1%	-72,7%	Chúng tôi lùi thời điểm hoàn tất bàn giao Yên Phong 2A lui xuống 1 năm.
LN trước thuế	389	906	1.243	891	1.010	129,1%	13,3%	-1,6%	-18,8%	
LN ròng (*)	36	540	809	565	652	1460,9%	15,5%	4,5%	-19,4%	

(*): Điều chỉnh dựa trên báo cáo tài chính sau soát xét giữa năm 2024

Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

LN ròng dự kiến tăng mạnh trong 2024, dẫn dắt bởi thủy điện và khai khoáng niken

Đối với năm 2024, hoạt động xây lắp điện phục hồi mạnh mẽ, kết hợp với việc mảng khai khoáng niken đóng góp năm đầu tiên trọn vẹn sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu 40,3% svck. Điều này, kết hợp với thủy điện phục hồi nhờ La Nina và đóng góp từ Yên Phong 2A, dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN ròng đáng kể 1.461% svck từ mức thấp năm 2023.

Sang đến 2025, chúng tôi dự phóng LN ròng tiếp tục tăng trưởng 16% svck nhờ chi phí tài chính thấp hơn và biên LN mảng xây dựng được cải thiện khi PC1 nhận các dự án ngoài EVN.

Xây lắp điện: Dự án đường dây Quảng Trạch - Phó Núi ghi nhận biên LN không ấn tượng

Năm 2024, chính phủ đặt các dự án lưới truyền tải điện là nhiệm vụ trọng tâm, quyết liệt triển khai để giải quyết tình trạng thiếu điện ở miền Bắc. Việc này sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp xây lắp điện tham gia vào việc mở rộng đường dây truyền tải và cung cấp thiết bị, hứa hẹn thúc ngành xây lắp điện hồi phục. Trong 2024, dự án đường dây truyền tải 500kV mạch 3 Quảng

Trạch - Phổ Nội sẽ là một dự án trọng điểm của ngành điện, với chiều dài 514 km và tổng vốn đầu tư lên tới 23.000 tỷ đồng.

Chúng tôi đã giảm dự phóng biên lợi nhuận gộp năm 2024 mảng xây lắp điện từ 9,1% xuống còn 7,7%, chủ yếu phản ánh biên lợi nhuận thấp hơn dự kiến của dự án đường dây mạch 3 Quang Trạch - Phổ Nội. Hạn hoàn thành gấp rút của dự án đã khiến EVN mở thầu rộng rãi hơn với nhiều nhà thầu, khiến gia tăng cạnh tranh, giảm giá trúng thầu của PC1, dẫn đến biên LN từ dự án ở mức thấp mặc dù khoản backlog ký được cao.

Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng biên LN của mảng này sẽ tăng trở lại lên 9,1% vào năm 2025, nhờ tỷ trọng cao hơn của các dự án ngoài EVN. Điều này dẫn đến LN gộp mảng xây lắp tăng trưởng 12% svck lên 354 tỷ đồng trong 2025.

Hình 7: Dự án đường dây truyền tải 500kV Quảng Trạch – Phổ Nội đóng vai trò đặc biệt quan trọng trong việc cung cấp điện cho miền Bắc. Dự án được hoàn thành vào tháng 8/2024.



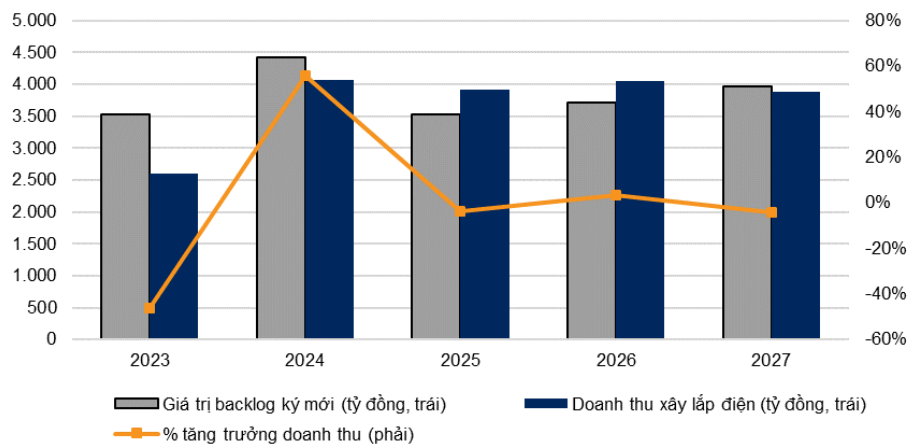
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Bốn cung đoạn của đường dây truyền tải 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phổ Nội.

Cung đoạn	Chiều dài (km)	Vốn đầu tư (tỷ VND)
Quảng Trạch - Quỳnh Lưu	226	10.110
Quỳnh Lưu - Thanh Hóa	91	4.116
Thanh Hóa - Nam Định	73	3.086
Nam Định - Phổ Nội	124	5.539
Tổng cộng	514	22.851

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Dự án đường dây 500kV Quảng Trạch - Phổ Nội sẽ là chìa khóa mở cửa cho mảng xây lắp điện tăng trưởng từ năm 2024, sau khi chứng lại trong năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

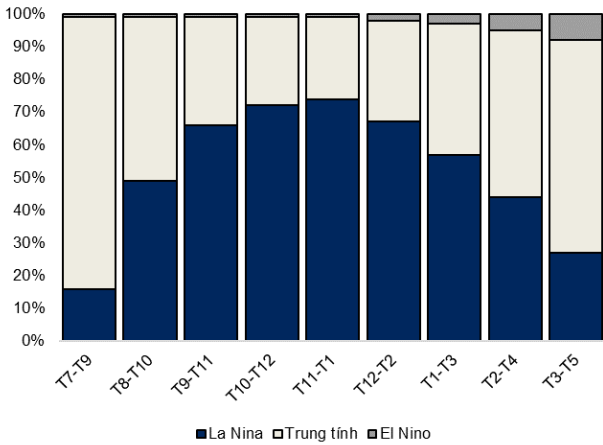
Phát điện: Sản lượng tăng mạnh nhờ mưa kéo dài trong Q3/24

Ảnh hưởng của hiện tượng La Nina đã tác động rõ rệt hơn đến các nhà máy thủy điện ở miền Bắc, đặc biệt là PC1. Trong khi hầu hết các nhà máy thủy điện khác trong danh mục theo dõi của chúng tôi đều ghi nhận sự sụt giảm sản lượng điện trong 6T24, thì sản lượng điện của PC1 lại tăng trưởng ấn tượng 46% svck. Nguyên nhân chính là do các nhà máy của PC1 tập trung ở khu vực miền Bắc,

nơi chịu ảnh hưởng của lượng mưa lớn kể từ tháng 6, trái ngược với các nhà máy ở miền Trung và miền Nam.

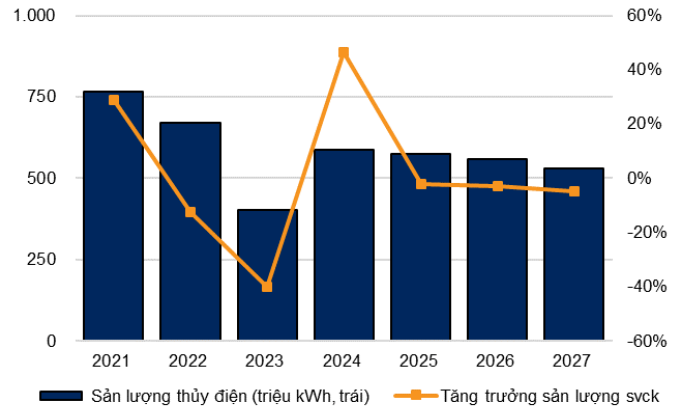
Nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, chúng tôi đã điều chỉnh tăng dự báo sản lượng điện của nhà máy thủy điện PC1 lên 27% so với dự phóng trước, đạt 589 triệu kWh trong năm 2024. Con số này cao hơn 46% svck và vượt kế hoạch của PC1 khoảng 10%. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng sản lượng điện của nhà máy sẽ giảm nhẹ xuống còn 562 triệu kWh trong năm 2025, giảm khoảng 4,5% so với mức cao của năm 2024. Nguyên nhân là do điều kiện thời tiết dự kiến sẽ trở lại pha Trung tính vào đầu năm 2025, sau một năm có lượng mưa dồi dào.

Hình 10: Từ tháng 9 đến tháng 11, dự kiến thời tiết sẽ chính thức bước vào pha La Nina. Tuy nhiên, pha Trung tính có thể quay trở lại ngay vào đầu năm sau.



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

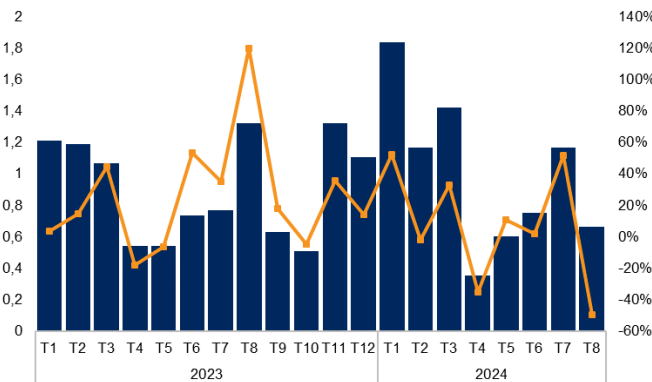
Hình 11: Chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện sẽ tăng mạnh 46% svck trong năm 2024. Đối với năm 2025, chúng tôi dự phóng thận trọng rằng sản lượng thủy điện sẽ giảm nhẹ svck.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

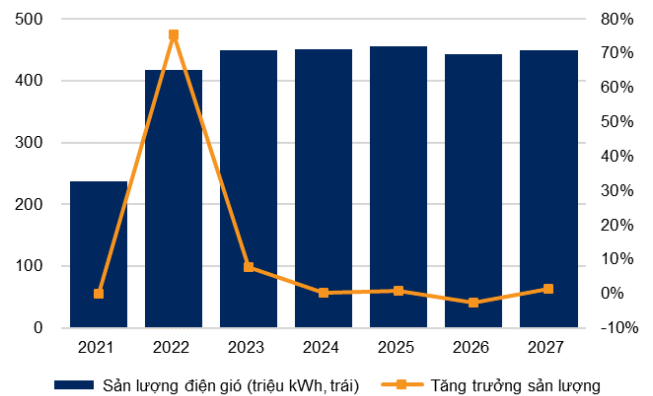
Ba nhà máy điện gió đang vận hành (tổng công suất 149 MW) dự kiến sẽ mang lại dòng doanh thu ổn định cho PC1 trong những năm tiếp theo. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện gió sẽ đi ngang, đạt 452 triệu kWh đồng thời kỳ vọng doanh thu đạt 932 tỷ đồng (+2,3% svck).

Hình 12: Sản lượng điện gió hệ thống theo tháng và thay đổi svck (Đơn vị: tỷ kWh): ổn định trong giai đoạn 2022-24



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng mảng điện gió sẽ mang lại dòng doanh thu ổn định cho PC1 trong giai đoạn 2023-25, nhờ tỷ lệ sử dụng cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Khai khoáng niken: Dự cung kim giá niken ở vùng thấp

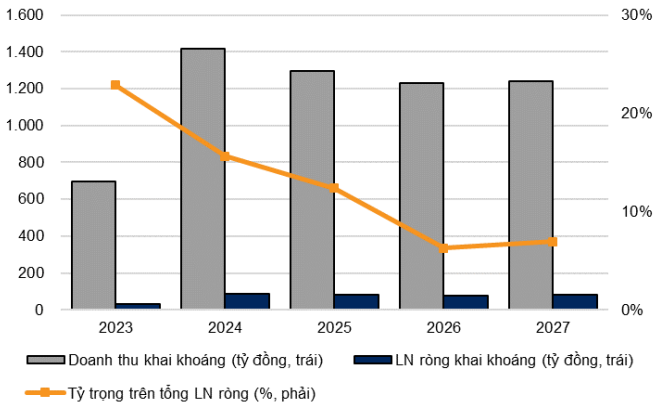
CTCP Tấn Phát (công ty khai thác niken của PC1) ghi nhận kết quả ấn tượng trong thời gian đầu hoạt động (từ nửa cuối năm 2023) với sản lượng 29.000 tấn

quặng niken. Dự kiến trong năm 2024, sản lượng quặng niken khai thác sẽ đạt 50.000 tấn (+72% svck), khi công ty vận hành trọn vẹn một năm.

Giá niken đã trải qua một giai đoạn tăng mạnh đầu năm 2024 do ảnh hưởng của nhiều yếu tố, bao gồm việc Indonesia trì hoãn phê duyệt hạn ngạch khai thác mới, lo ngại về các lệnh trừng phạt đối với nguồn cung niken từ Nga và việc cắt giảm sản xuất của các công ty khai thác phương Tây. Tuy nhiên, đà tăng này nhanh chóng bị chặn lại khi Indonesia quyết định đẩy nhanh quá trình phê duyệt. Mặc dù có một số tín hiệu tích cực sau khi Trung Quốc công bố gói kích thích kinh tế, nhưng nhìn chung, giá niken vẫn khó có thể phục hồi mạnh mẽ và sẽ chỉ duy trì ở dưới mức 18.000-20.000 USD/tấn trong trung hạn do tình trạng dư cung.

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng từ khai thác niken trong giai đoạn 2024-25 sẽ đạt 88/81 tỷ đồng, đóng góp 16%/12% vào LN ròng của tổng công ty trong giai đoạn này.

Hình 14: Dự phóng doanh thu và LN ròng mảng khai thác niken (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Giá niken (USD/tấn) giảm kể từ đầu năm 2023 do nhà sản xuất lớn Indonesia tăng sản lượng trong khi nhu cầu chậm lại



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

BDS KCN: Western Pacific mở rộng danh mục dự án phát triển với hai KCN tại Hà Nam và Bắc Giang

Nhận thấy tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường BĐS công nghiệp Việt Nam, PC1 đang đẩy mạnh phát triển khu công nghiệp (KCN) làm chiến lược trung và dài hạn. Doanh nghiệp đặt mục tiêu sở hữu 1.500ha đất KCN cho thuê vào năm 2030. Liên tiếp những năm gần đây, PC1 đã tích cực mua bán sáp nhập các KCN tiềm năng như Western Pacific, Nomura Hải Phòng và mới nhất là CTCP Kho bãi Phú Bình, khẳng định cam kết của PC1 trong mảng đầu tư mới này.

Ngành bất động sản công nghiệp tại Việt Nam đang có động lực tăng trưởng mạnh mẽ nhờ định hướng của Chính phủ biến Việt Nam trở thành một trung tâm sản xuất toàn cầu. Sự chuyển hướng chiến lược của PC1 đang bước đầu cho ra quả ngọt. Công ty dự kiến bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ khu công nghiệp Vân Phong 2A của Western Pacific, với khoản lợi nhuận ròng chảy về túi của PC1 đạt 73 tỷ đồng trong năm 2024, chiếm 13% tổng LN ròng của tập đoàn năm 2024.

Hình 16: Phân bổ doanh thu theo dự án trong giai đoạn 2024-28 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028	Tổng
Yên Phong 2A	1.369	1.369	543	0	0	3.282
Yên Lệnh	0	0	474	498	137	972
Đồng Văn 5	0	0	1.518	1.750	1.837	3.268
Yên Lư	0	0	394	847	890	1.241
Nomura	626	632	637	643	649	2.538
Tổng doanh thu	1.995	2.001	3.567	3.738	3.513	11.301

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Phân bổ LN ròng theo dự án trong giai đoạn 2024-28 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028	Tổng
Yên Phong 2A	73	83	38	0	0	193
Yên Lệnh	0	-8	43	52	16	86
Đồng Văn 5	0	-38	113	177	208	252
Yên Lư	0	-17	35	95	109	113
Nomura	60	60	61	61	62	242
Tổng LN đóng góp	133	79	289	385	396	886

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Với việc Nomura Hải Phòng đã đạt công suất lắp đầy tối đa, PC1 sẽ không ghi nhận doanh thu cho thuê đất từ dự án này trong thời gian tới. Tuy nhiên, doanh thu từ nhà máy điện than 50 MW phục vụ khách hàng của khu công nghiệp dự kiến vẫn ổn định trong những năm tới. Nhà máy điện dự kiến sản xuất 240,9 triệu kWh mỗi năm, mang lại doanh thu ước tính 637,5 tỷ đồng cho năm 2024. y. Đáng chú ý, hiện tại doanh nghiệp đang gấp rút hoàn thiện thủ tục cấp phép cho dự án KCN Nomura 2 giai đoạn 2 (200ha), dự kiến nhận giấy chứng nhận đầu tư vào Q3/24, qua đó có thể tiến hành san lấp mặt bằng trong năm nay. Tuy thông tin chi tiết về Nomura giai đoạn 2 còn hạn chế, nhưng đây chúng tôi đánh giá đây là động lực tăng trưởng trong trung hạn cho PC1. Chúng tôi sẽ cập nhật thông tin này vào mô hình khi có thêm thông tin.

Đối với giai đoạn 2024-2028, Western Pacific, một công ty liên kết của PC1, đang phát triển bốn KCN đầy tiềm năng bao gồm Yên Phong 2A tại Bắc Ninh (150ha), Yên Lệnh tại Hà Nam (70ha), Đồng Văn 5 tại Hà Nam (240ha) và Yên Lư tại Bắc Giang (120ha). Hiện tại, Yên Phong 2A đã bắt đầu cho thuê với mức giá cho thuê khá cao là 135-170 USD/m²/kỳ thuê. Chúng tôi ước tính KCN này sẽ được hấp thụ hết 100% trong 2024-2026 và ghi nhận 193 tỷ LN ròng.

Western Pacific, công ty LDLK của PC1, mới đây nhận được chấp thuận đầu hai dự án KCN tại Hà Nam và Bắc Giang, mở rộng danh mục dự án đang phát triển. Vào ngày 12 tháng 7, Phó Thủ tướng Trần Hồng Hà đã ký quyết định chấp thuận các chủ trương đầu tư cho hai KCN thuộc sở hữu của Western Pacific: Đồng Văn V tại Hà Nam và Yên Lư tại Bắc Giang. Dự án Đồng Văn V, trải rộng trên 237 ha, sẽ yêu cầu tổng mức đầu tư 2.900 tỷ đồng. Trong khi đó, dự án mở rộng Yên Lư, bao phủ 120 ha, sẽ cần tổng mức đầu tư 1.500 tỷ đồng. Kết hợp lại, các dự án này được ước tính sẽ đem về lần lượt 276 tỷ đồng và 124 tỷ đồng LN ròng cho PC1 trong giai đoạn 2026-28.

BDS dân cư: PC1 trúng thầu đấu giá dự án Tháp Vàng tại Gia Lâm

PC1 đã trúng thầu đấu giá dự án Tháp Vàng tại quận Gia Lâm, Hà Nội. Lô đất được mua có diện tích 1,6 ha, trong đó 1,5 ha được quy hoạch để phát triển nhà ở. Khu dân cư này sẽ được quy hoạch làm nhà thấp tầng và được chia thành 182 lô đất riêng lẻ. Theo ước tính, dự án sẽ mang về doanh thu khoảng 1.500 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 146 tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2027. Dù vậy, biên lợi nhuận từ Tháp Vàng có thể thấp hơn so với các dự án phát triển bất động sản khác do đặc thù của đất đấu giá.

Chúng tôi dự kiến PC1 sẽ hoàn thành thủ tục pháp lý của PC1 Gia Lâm vào năm 2024 (trì hoãn từ Q3/22) sau đó bắt đầu bán và bàn giao nhà trong giai đoạn 2025-2026, mang lại tổng doanh thu 269 tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi. Dự án PC1 Định Công cũng dự kiến sẽ mở bán trong năm 2025. Dự án PC1 Hoàng Mai có thể sẽ bị chậm trễ do chậm thủ tục pháp lý, dự kiến dự án sẽ bắt đầu triển khai vào năm 2027.

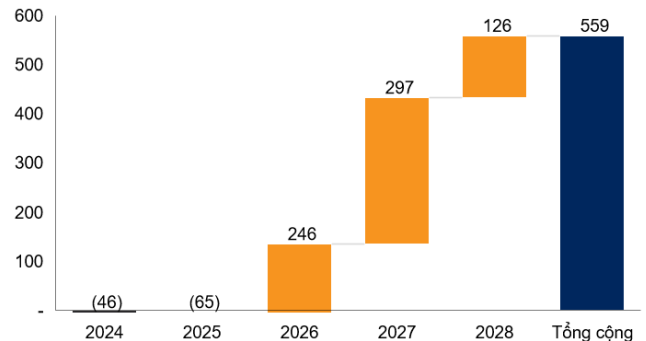
Tổng thể, chúng tôi ước tính bốn dự án sẽ mang lại tổng doanh thu 3.300 tỷ đồng và LN ròng 559 tỷ đồng, chủ yếu trong giai đoạn 2026-2028.

Hình 18: Phân bổ doanh thu các dự án BĐS dân cư (Đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	2028	Tổng cộng
PC1 Gia Lâm	-	79	189	-	-	269
PC1 Tháp Vàng	-	-	616	942	-	1.558
PC1 Định Công	-	107	655	334	-	1.097
PC1 Vĩnh Hưng	-	-	-	330	511	330
Tổng cộng	-	187	1.461	1.607	511	3.254

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Phân bổ LN ròng theo dự án BĐS dân cư giai đoạn 2024-28 (Đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chi phí tài chính dự kiến sẽ cải thiện trong nửa sau 2024 nhờ tỷ giá đảo ngược

Chi phí tài chính trong 6 tháng đầu năm 2024 của PC1 đã lên tới 537 tỷ đồng, tăng 21% svck, chủ yếu do khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện 136 tỷ đồng. Khoản lỗ này, cao hơn nhiều so với 6T23, là yếu tố chính ăn mòn lợi nhuận của công ty trong nửa đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán tình hình sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2024 khi tỷ giá USD/VND đạt đỉnh vào cuối tháng 6 và có xu hướng giảm dần sau khi Fed cắt giảm lãi suất. Chúng tôi dự đoán lỗ tỷ giá hối đoái sẽ giảm xuống mức 54 tỷ đồng trong năm 2024.

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 35.300đ/cp

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp tổng hợp từng phần (SOTP) cho các mảng kinh doanh của PC1. Đối với mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA với hệ số mục tiêu duy trì ở mức 7,0 lần, dựa trên giả định thị trường xây lắp điện sẽ phục hồi về giai đoạn 2021-2022. Đối với mảng BĐS nhà ở, chúng tôi áp dụng phương pháp NPV cho các dự án đã công bố. Đối với các mảng khác, bao gồm khu công nghiệp (KCN), năng lượng và khai thác Niken, chúng tôi áp dụng phương pháp DCF.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho PC1 với giá mục tiêu 35.300đ/cp, tương đương tiềm năng tăng giá 26,7%. Giá mục tiêu mới được điều chỉnh tăng 1,7% so với dự báo trước vì hai lý do 1) giảm chi phí vốn bình quân (WACC) từ 9,9% xuống 9,5% nhờ giảm giả định lãi suất phi rủi ro từ (dựa trên lợi suất trái phiếu 10 năm), đồng thời giảm giả định phần bù rủi ro thị trường từ 9,0% xuống 7,8%; và 2) thay đổi dự phóng EPS giai đoạn 2024-25.

Hình 20: Định giá từng mảng kinh doanh

Bảng tổng hợp định giá			
	Giá trị tỷ đồng	Phương pháp	Tỷ trọng
Định giá từng phần:			
Xây lắp điện & sản xuất công nghiệp	1.636	EV/EBITDA - 7.0x	
BĐS dân cư	315	NPV	
BĐS KCN	1.235	NPV	
Phát điện	13.703	FCFF - 10 năm	
Khai khoáng Niken	3.565	FCFF - 20 năm	
Đầu tư vào LDLK (không tính KCN)	495	Giá trị sổ sách	
+ Tiền và tương đương Tiền	2.863		
- Vay nợ	(10.740)		
<i>Xây lắp điện & sản xuất công nghiệp</i>	<i>(397)</i>		
<i>BĐS dân cư</i>	<i>-</i>		
<i>KCN</i>	<i>(1.184)</i>		
<i>Điện</i>	<i>(5.226)</i>		
<i>Khai khoáng Niken</i>	<i>(1.093)</i>		
<i>Vay nợ ngắn hạn</i>	<i>(2.838)</i>		
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.087)		
Giá trị doanh nghiệp	10.984		
SLCP lưu hành (triệu)	311		
Giá trị mỗi cổ phiếu (đ/cp)			35.319
Giá trị mỗi cổ phiếu làm tròn (đ/cp)			35.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Giả định WACC

Giá định	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta, bloomberg	1,10
Phần bù rủi ro	7,78%
Chi phí vốn	11,3%
Chi phí nợ (sau thuế)	9,0%
Tỷ lệ nợ trên vốn	65,0%
WACC	9,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Tổng hợp định giá DCF mảng điện (Đơn vị: tỷ đồng)

	2024	2025	2026	2027	//	2033
EBITDA	1.377,81	1.381,54	1.351,41	1.344,11		1.446,20
(-) Chi phí khấu hao	(518,15)	(518,15)	(518,15)	(596,65)		(596,65)
EBIT	859,66	863,39	833,26	747,46		849,55
(-) Thuế	9,12	9,78	25,14	26,78		80,50
EBIAT	868,78	873,17	858,40	774,24		930,05
(+) Chi phí khấu hao	518,15	518,15	518,15	596,65		596,65
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(581,46)	(701,46)	(834,91)	(193,35)		(193,35)
FCFF	795,17	702,46	552,64	1.192,04		1.316,35
Giá trị FCFF						6.953
Giá trị dòng tiền năm cuối						6.768
Giá trị doanh nghiệp mảng điện						13.721

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp Bloomberg	Vốn hóa tr US\$	P/E(x) trượt 2023		P/BV(x) trượt 2023		EV/EBITDA (x) trượt 2023		ROA (%) trượt 2023		ROE (%) trượt 2023		Vay ròng/VCSH
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN Equity	348	13,1	9,1	1,5	1,1	7,0	NA	4,2	4,7	11,7	11,3	83
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN Equity	194	NA	NA	0,7	NA	25,9	NA	-0,1	NA	-0,8	NA	98
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN Equity	957	9,7	8,8	1,4	1,1	7,3	7,6	7,1	6,7	15,2	13,2	44
Trung bình			11,4	8,9	1,2	1,1	13,4	7,6	3,7	5,7	8,7	12,3	75,2
Doanh nghiệp xây lắp													
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN Equity	105	50,2	NA	1,9	NA	24,0	NA	1,7	NA	3,8	NA	(16)
CTCP FECON	FCN VN Equity	93	61,2	NA	0,9	NA	NA	NA	0,5	NA	1,4	NA	72
Trung bình			55,7	NA	1,4	NA	24,0	NA	1,1	NA	2,6	NA	27,8
Doanh nghiệp thủy điện													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	181	21,5	17,3	1,2	0,9	10,1	10,0	0,6	1,3	2,3	3,1	162
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN Equity	153	10,7	NA	2,0	NA	6,6	NA	11,4	NA	18,0	NA	37
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN Equity	436	9,3	NA	2,1	NA	6,0	NA	11,9	NA	23,6	NA	77
Trung bình			13,8	17,3	1,8	0,9	7,6	10,0	8,0	1,3	9,5	9,5	59,9
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN Equity	369	34,9	36,1	1,8	1,3	9,5	10,6	1,3	1,1	5,1	3,7	117

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá:

- Giá niken bất ngờ tăng vọt.
- Các dự án bất động sản ghi nhận doanh thu sớm hơn dự kiến.
- Lượng nước về các hồ thủy điện cao hơn dự kiến, hỗ trợ huy động sản lượng.
- Chính sách giá mới cho NLTT sớm được ban hành trong tương lai gần, thúc đẩy tăng trưởng mảng xây lắp của doanh nghiệp.

Rủi ro giảm giá:

- Giá và nhu cầu niken giảm thấp hơn dự kiến, cản trở triển vọng nhóm khai khoáng.
- Những khó khăn của thị trường BĐS ảnh hưởng đến tiến độ triển khai các dự án trong tương lai, cũng như những thách thức trong thu xếp thủ tục pháp lý.

Báo cáo kết quả HĐKD							
(Tỷ đồng)	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>
Doanh thu thuần	5.842	6.679	9.828	8.358	7.775	10.838	10.310
Giá vốn hàng bán	(5.026)	(5.517)	(8.673)	(6.763)	(6.194)	(8.744)	(8.150)
Lợi nhuận gộp	816	1.162	1.156	1.595	1.581	2.094	2.160
Chi phí QLDN	(203)	(268)	(241)	(285)	(335)	(368)	(382)
Chi phí bán hàng	(22)	(71)	(56)	(8)	(56)	(95)	(98)
Lợi nhuận hoạt động	591	823	859	1.301	1.190	1.631	1.680
EBITDA thuần	756	1.103	1.223	1.927	1.953	2.305	2.356
Chi phí khấu hao	165	280	364	627	763	675	676
LN hoạt động trước thuế và lãi vay	591	823	859	1.301	1.190	1.631	1.680
Thu nhập tài chính	39	37	319	95	183	99	106
Chi phí tài chính	(171)	(244)	(359)	(767)	(967)	(887)	(765)
Thu nhập ròng khác	6	17	(8)	(41)	(18)	(24)	(32)
Thu nhập từ công ty LDLK	(34)	18	86	1	2	73	19
Lợi nhuận trước thuế	431	652	896	589	389	891	1.010
Thuế	(56)	(108)	(132)	(69)	(86)	(100)	(121)
Lợi nhuận ròng	356	513	695	443	140	565	652
LN ròng sau điều chỉnh	356	513	695	443	140	565	652

Bảng cân đối kế toán							
(Tỷ đồng)	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>
Tiền & tương đương tiền	568	1.476	2.292	2.581	2.082	2.023	2.420
Đầu tư tài chính ngắn hạn	180	63	144	1.006	781	828	893
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.865	3.390	3.124	3.174	2.821	3.951	3.873
Hàng tồn kho	1.429	730	904	890	944	1.378	1.187
Tài sản ngắn hạn khác	119	57	126	261	240	339	316
Tổng tài sản ngắn hạn	4.161	5.715	6.589	7.913	6.868	8.519	8.688
Tài sản cố định	2.412	3.802	9.205	8.602	9.524	9.091	9.132
Tổng đầu tư	168	221	221	271	146	146	146
Tài sản dài hạn khác	1.574	983	2.671	4.968	3.697	4.320	4.431
Tổng tài sản dài hạn	8.314	10.722	18.687	21.754	20.235	22.076	22.397
Nợ vay ngắn hạn	1.046	1.586	2.800	3.677	2.838	3.269	3.303
Phải trả người bán	823	1.100	1.756	1.285	1.049	1.591	1.523
Phải trả ngắn hạn khác	722	1.057	1.243	988	828	1.326	1.249
Tổng phải trả ngắn hạn	2.592	3.744	5.799	5.950	4.715	6.185	6.075
Nợ vay dài hạn	2.000	2.171	6.238	8.284	7.902	7.109	6.615
Phải trả dài hạn khác	28	37	370	347	348	291	322
Vốn điều lệ	1.593	1.912	2.352	2.704	3.110	3.110	3.110
Lợi nhuận giữ lại	933	1.109	1.305	1.345	957	1.495	2.117
Vốn chủ sở hữu	2.783	3.803	5.236	6.106	6.153	6.918	7.776
Lợi ích cổ đông thiểu số	257	782	1.580	2.057	2.087	2.313	2.550
Tổng nợ và VCSH	8.314	10.722	18.687	21.754	20.235	22.076	22.397

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ							
(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Lợi nhuận trước thuế	431	652	896	605	389	891	1.010
Khấu hao	165	280	364	627	763	675	676
Thuế đã nộp	(170)	(245)	(306)	(574)	(861)	(834)	(731)
Các khoản điều chỉnh khác	82	134	(164)	547	654	456	546
Thay đổi vốn lưu động	(843)	(187)	(697)	85	87	(622)	148
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(335)	633	93	1.289	1.032	566	1.648
Đầu tư tài sản cố định	(703)	(933)	(3.991)	(1.729)	(475)	(695)	(805)
Thu từ TL, nhượng bán tài sản cố định	0	3	3	3	168	0	0
Các khoản khác	(56)	0	0	0	0	(98)	(30)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(196)	(86)	(925)	(1.543)	(40)	0	0
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(955)	(856)	(4.949)	(3.808)	(55)	(644)	(764)
Thu từ phát hành CP, nhận góp VCSH	91	437	422	97	3	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	(0)	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	1.077	711	5.284	2.754	(1.369)	(309)	(427)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	(2)	354	(31)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(12)	(15)	(24)	(40)	(124)	(26)	(30)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	1.156	1.133	5.682	2.812	(1.492)	19	(487)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	701	568	1.476	2.292	2.581	2.082	2.023
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(134)	909	826	292	(514)	(59)	397
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	568	1.476	2.292	2.581	2.082	2.023	2.420

Chỉ số tài chính							
Chỉ số định giá	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (VND)	1.146	1.649	2.235	1.425	450	1.816	2.097
Price Earnings	8,02	8,49	13,32	12,33	63,99	15,89	13,76
PEG 1 năm	(0,34)	0,19	0,37	(0,34)	(0,94)	0,05	0,89
EV/EBIT	4,84	5,29	10,78	4,20	7,53	5,50	5,34
EV/EBITDA	3,78	3,95	7,57	2,84	4,59	3,89	3,81
P/S	0,49	0,65	0,94	0,65	1,15	0,83	0,87
P/B	1,03	1,15	1,77	0,89	1,46	1,30	1,15
Tỷ suất cổ tức	0,4%	34,6%	25,6%	73,2%	138,7%	29,3%	33,9%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	3,3%	2,9%	3,4%	9,0%	88,8%	4,7%	4,7%
Chỉ số tăng trưởng	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng doanh thu	14,9%	14,3%	47,2%	-15,0%	-7,0%	39,4%	-4,9%
Tăng trưởng LN gộp	-5,7%	42,3%	-0,5%	38,0%	-0,8%	32,4%	3,1%
Tăng trưởng LN ròng	-23,6%	43,9%	35,5%	-36,3%	-68,4%	303,4%	15,5%
Tăng trưởng EPS	-23,6%	43,9%	35,5%	-36,3%	-68,4%	303,4%	15,5%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên LN gộp	14,0%	17,4%	11,8%	19,1%	20,3%	19,3%	20,9%
Biên EBITDA	12,9%	16,5%	12,4%	23,1%	25,1%	21,3%	22,9%
Biên LN hoạt động	10,1%	12,3%	8,7%	15,6%	15,3%	15,0%	16,3%
Biên LN ròng	6,1%	7,7%	7,1%	5,3%	1,8%	5,2%	6,3%
ROAA	4,8%	5,4%	4,7%	2,2%	0,7%	2,7%	2,9%
ROAE	12,8%	13,5%	13,3%	7,8%	2,3%	8,2%	8,4%
Chỉ số đòn bẩy	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	3,5	3,4	2,8	2,2	1,4	2,0	2,3
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	0,9	0,9	0,3	0,8	1,5	1,5	1,5
Nợ vay / Vốn	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
Nợ vay / VCSH	1,1	1,0	1,7	2,0	1,7	1,5	1,3
Nợ vay ròng / VCSH	0,8	0,6	1,3	1,4	1,3	1,1	0,8
Chỉ số thanh khoản	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vòng quay tổng tài sản	0,8	0,7	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5
Vòng quay khoản phải thu	3,4	2,5	3,0	2,7	2,6	3,2	2,6
Số ngày phải thu	106,7	143,6	120,9	137,5	140,7	114,0	138,5
Vòng quay khoản phải trả	6,4	5,7	6,1	4,4	5,3	6,6	5,2
Số ngày phải trả	57,4	63,6	60,1	82,1	68,8	55,1	69,7
Vòng quay hàng tồn kho	4,6	5,1	10,6	7,5	6,8	7,5	6,4
Số ngày tồn kho	79,5	71,4	34,4	48,4	54,0	48,5	57,4
Hệ số thanh toán hiện hành	1,6	1,5	1,1	1,3	1,5	1,4	1,4
Hệ số thanh toán nhanh	1,1	1,3	1,0	1,2	1,3	1,2	1,2

KHUYẾN CÁO

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

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

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên phân tích

Email: tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

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

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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