

# CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)

## Lợi nhuận gia tăng nhờ khai thác Nickel và BĐS

23/06/2023

 Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
 nguyenn1@kbsec.com.vn

**Mảng EPC và SXCN trong 2H2023 sẽ được cải thiện khi Quy hoạch Điện VIII đã được phê duyệt**

1Q2023, tổng doanh thu mảng EPC và SXCN đạt 552 tỉ (-12% YoY) khi các chủ đầu tư lùi thời gian triển khai dự án do các vướng mắc trong thời gian Quy hoạch Điện VIII được phê duyệt. Khi hành lang pháp lý đã được khơi thông, chúng tôi kỳ vọng backlog sẽ được nhanh chóng triển khai và ước tính doanh thu 2 mảng này trong 2023 đạt 4,795 tỉ VND.

**Sản lượng Thủy điện chịu ảnh hưởng bởi El Nino nhưng đã được cải thiện trong T6/2023**

Sản lượng thủy điện trong 1Q2023 giảm 50% YoY, doanh thu thủy điện giảm 59% khiến doanh thu mảng Năng lượng tái tạo trong 1Q2023 giảm 15% YoY. Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng Bán điện sẽ giảm nhẹ trong 2Q2023 do doanh thu thủy điện sụt giảm khi mực nước thấp, và kỳ vọng sẽ hồi phục trong 3Q2023 khi đã có những dấu hiệu cải thiện trong T6/2023.

**PC1 ghi nhận doanh thu quản lý, vận hành KCN Nomura – Hải Phòng trong 1Q2023, đồng thời, mỏ Nickel tại Cao Bằng đã đi vào hoạt động trong T4/2023**

Doanh thu quản lý, vận hành KCN Nomura – Hải Phòng đạt 120 tỉ VND trong 1Q2023, ban lãnh đạo có chia sẻ kế hoạch về việc mở rộng giai đoạn 2 đối với dự án này với CAPEX ước tính 2,500 tỉ VND, cùng với đó là việc lắp đặt thêm hệ thống điện mặt trời mái nhà tại đây với CAPEX xấp xỉ 100 tỉ VND. Việc khai thác mỏ Nickel tại Cao Bằng đã bắt đầu từ T4/2023, PC1 ước tính sản lượng thô ghi nhận trong 2Q2023 là 8,700 tấn với tỉ lệ quặng tinh từ 8-10%, doanh thu ước tính 137 tỉ VND trong 2Q2023.

**Khuyến nghị MUA với cổ phiếu PC1, mức giá mục tiêu là 32,600 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu PC1 với mức giá mục tiêu là 32,600 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức upside 16% so với giá đóng cửa ngày 22/06/2023.

## MUA

Giá mục tiêu	VND 32,600
Tăng/giảm	16%
Giá hiện tại (22/06/2023)	VND 28,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 33,900
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	7.4/0.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	60%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	54.6/2.3
Sở hữu nước ngoài (%)	7.15%
Cổ đông lớn (%)	49.81%

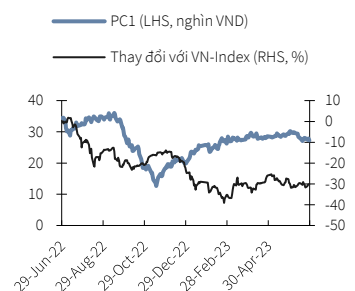
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7%	-4%	37%	-21%
Tương đối	-11%	-10%	26%	-13%

### Dự phóng KQKD & định giá

	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỉ VND)	9,828	8,333	9,436	10,321
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỉ VND)	905	638	987	1,044
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỉ VND)	695	450	694	941
EPS (VND)	2,956	1,664	2,565	3,479
Tăng trưởng EPS (%)	0%	-44%	54%	36%
P/E (x)	11.6	12.1	10.6	7.8
P/B (x)	1.6	0.9	1.1	1.0
ROE (%)	13%	7%	9%	11%
Tỉ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: KBSV ước tính



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Cập nhật KQKD

**Bảng 1: Cập nhật KQKD**

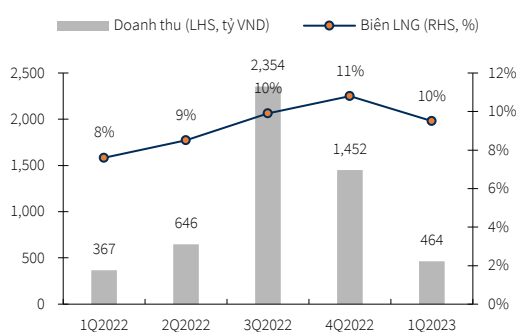
(tỉ VND)	1Q2022	1Q2023	+/-%YoY	4Q2022	1Q2023	+/-%QoQ	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	1,478	1,505	2%	2,339	1,505	-36%	
Xây lắp điện	367	464	26%	1,452	464	-68%	Doanh thu EPC tăng 26% YoY, Q1 thường là giai đoạn thấp điểm
Sản xuất công nghiệp	257	88	-66%	95	88	-7%	Lĩnh vực SXCN tiếp tục gặp khó khăn trong 1Q2023 (-66% YoY) với nhiều dự án đã ký hợp đồng nhưng chưa triển khai
Năng lượng tái tạo	457	389	-15%	554	389	-30%	Doanh thu NLTT giảm 15% YoY do Thủy điện chịu tác động bởi El Nino khiến sản lượng suy giảm
Bất động sản Dân cư	66	0	-100%	53	0	-100%	
Bất động sản KCN	0	120		0	120		PC1 hạch toán doanh thu từ quản lý, vận hành Khu công nghiệp Nomura – Hải Phòng
Bán hàng hóa, vật tư	383	437	14%	1,013	437	-57%	
Giá vốn hàng bán	-1,128	-1,198	6%	-1,831	-1,198	-35%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>350</b>	<b>308</b>	<b>-12%</b>	<b>508</b>	<b>308</b>	<b>-39%</b>	
Xây lắp điện	28	44	58%	13	44	237%	Biên lãi gộp mảng EPC được cải thiện lên 9.5% trong 1Q2023 (so với 7.6% cùng kỳ)
Sản xuất công nghiệp	19	2	-89%	52	2	-96%	Biến động giá nguyên vật liệu và chi phí vận chuyển tăng cao khiến biên lãi gộp mảng SXCN giảm mạnh
Năng lượng tái tạo	286	223	-22%	298	223	-25%	Biên lãi gộp mảng NLTT giảm do doanh thu suy giảm, và trọng doanh thu Thủy điện và Điện gió thay đổi
Bất động sản Dân cư	4	0	-100%	27	0	-100%	
Bất động sản KCN	0	21		0	21		
Bán hàng hóa, vật tư	13	18	38%	0	18		
<i>Biên lãi gộp</i>	23.7%	20.4%	-14%	22%	20%	-6%	
Thu nhập tài chính	15	65	325%	42	65	53%	
Chi phí tài chính	-121	-212	75%	-163	-212	30%	
Chi phí lãi vay	-112	-202	81%	-203	-202	-1%	Chi phí lãi vay tăng 81% so với do PC1 gia tăng vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động, đồng thời khoản vay dài hạn cũng tăng để đầu tư nhà máy Nickel tại Cao Bằng
Lãi/(lỗ) từ công ty LD (2015)	6	4	-40%	-18	4	-121%	
Chi phí SG&A	-55	-67	22%	-68	-67	-1%	
<i>Biên SG&amp;A</i>	3.7%	4.4%	0.7%	2.9%	4.4%	1.6%	
<b>Lãi/(lỗ) từ H&amp;KD</b>	196	98	-50%	301	98	-68%	
Thu nhập khác, ròng	-12	-13	14%	-7	-13	98%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	1		0	1		
<b>LNTT</b>	184	84	-54%	294	84	-71%	
<i>Biên LNTT</i>	12.4%	5.6%	-7%	12.6%	5.6%	-7%	
Chi phí thuế	-4	-5	17%	-19	-5	-73%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	179	79	-56%	275	79	-71%	
<i>Biên LNST</i>	12.1%	5.3%	-7%	11.8%	5.3%	-7%	
<b>Lợi nhuận CĐ công ty mẹ</b>	<b>133</b>	<b>15</b>	<b>-89%</b>	<b>188</b>	<b>15</b>	<b>-92%</b>	<b>LNST trong 1Q2023 giảm mạnh do lợi nhuận cổ đông thiểu số có tỉ trọng tăng đột biến trong 1Q2023</b>
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	9.0%	1.0%	-8%	8.0%	0.0	-7%	

**Doanh thu EPC và SXCN đạt 552 tỉ trong 1Q2023 (-12% YoY) trong 1Q2023 khi việc phê duyệt Quy hoạch Điện VIII kéo dài**

Doanh thu EPC trong 1Q2023 đạt 464 tỉ VND trong 1Q2023 (+26% YoY) khi Q1 thường là giai đoạn thấp điểm của ngành Xây dựng. Biên lãi gộp 1Q2023 đạt 9.5% (so với 7.6% cùng kỳ 2022), chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp có thể được cải thiện lên 11% trong 2023 khi nhu cầu triển khai dự án trong phần còn lại của năm sẽ được đẩy mạnh nhờ việc Quy hoạch Điện VIII đã được phê duyệt, tạo hành lang pháp lý cho các chủ đầu tư tham gia mạnh mẽ hơn vào lĩnh vực Năng lượng tái tạo trong tương lai. Trong 1Q2023, giá trị hợp đồng ký mới đạt 700 tỉ, nâng giá trị backlog lên 3,887 tỉ VND. Tới giữa T6/2023, hợp đồng ký mới lũy kế đạt 1,600 tỉ VND.

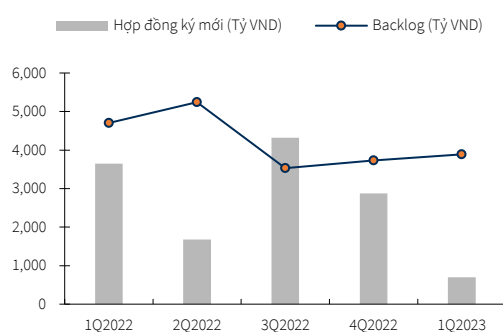
Đối với mảng SXCN, doanh thu thuần và lãi gộp trong 1Q2023 đạt lần lượt 88 tỉ VND (-66% YoY) và 2 tỉ VND (-89% YoY). Nguyên nhân là do (1) các dự án đã được ký nhưng dự án chưa được triển khai, và (2) chi phí nguyên vật liệu biến động trái chiều, giá cước vận chuyển tăng khiến biên lãi gộp suy giảm.

**Biểu đồ 1. Doanh thu và biên LNG mảng Xây lắp điện**



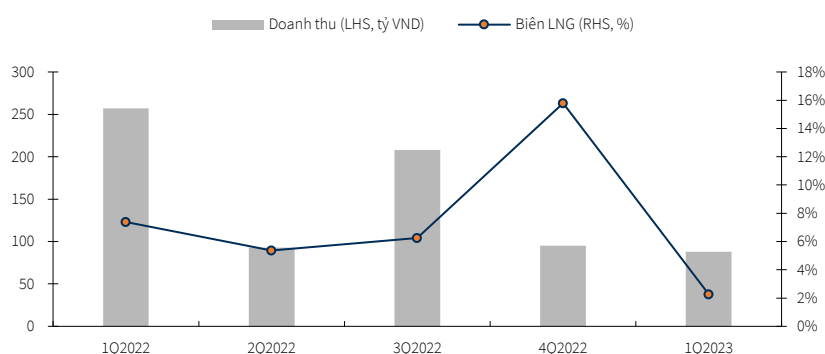
Nguồn: PC1, KBSV ước tính

**Biểu đồ 2. Hợp đồng ký mới và Backlog mảng Xây lắp điện**



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

**Biểu đồ 3. Doanh thu Sản xuất Công nghiệp giảm mạnh 66% YoY**

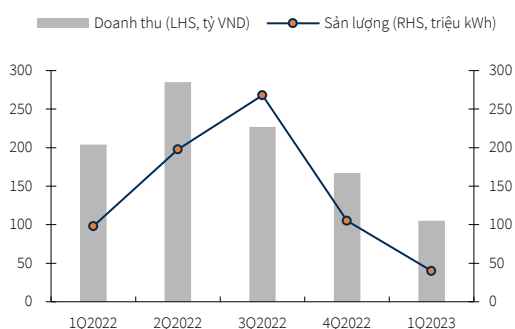


Nguồn: PC1, KBSV ước tính

**Doanh thu thủy điện chịu tác động tiêu cực bởi El Nino, trong khi đó, doanh thu điện gió duy trì ổn định và có thể gia tăng nhẹ trong 2Q2023**

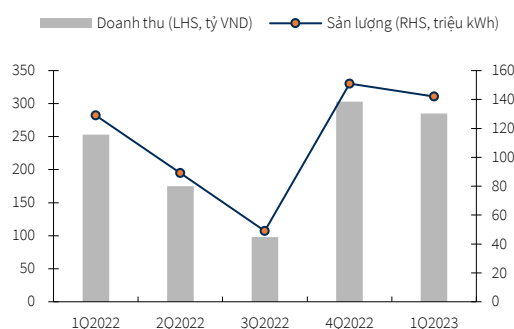
3 tháng đầu năm, doanh thu thủy điện và điện gió đạt lần lượt 105 tỉ VND (-49% YoY) và 285 tỉ VND (+12% YoY). Sản lượng thủy điện trong 1Q2023 đạt 40 triệu kWh (-59% YoY) do tác động của El Nino trên diện rộng, khiến mực nước tại hầu hết các hồ thủy điện trên cả nước suy giảm đáng kể. Chúng tôi cho rằng doanh thu thủy điện sẽ giảm nhẹ trong 2Q2023 do yếu tố thời vụ trong T4 và T5/2023 khiến sản lượng điện bị ảnh hưởng, tuy nhiên sang T6/2023 mực nước đã được cải thiện. Trong khi đó, 3 dự án điện gió của PC1 đều hoạt động ở công suất bình thường và sản lượng được dự báo gia tăng trong 2Q2023.

**Biểu đồ 4. Doanh thu thủy điện giảm 50% YoY do El Nino**



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

**Biểu đồ 5. Doanh thu điện gió tăng nhẹ 13% YoY**

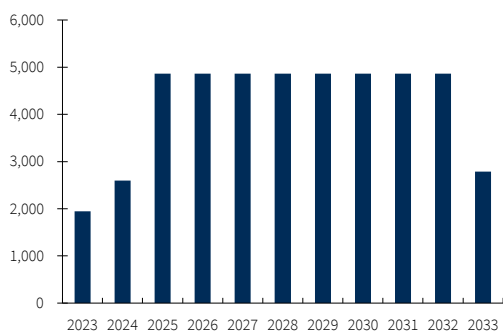


Nguồn: PC1, KBSV ước tính

**Việc khai thác mỏ Nickel tại Cao Bằng chính thức đi vào vận hành từ T4/2023, dự kiến doanh thu 2Q2023 đạt 137 tỉ VND**

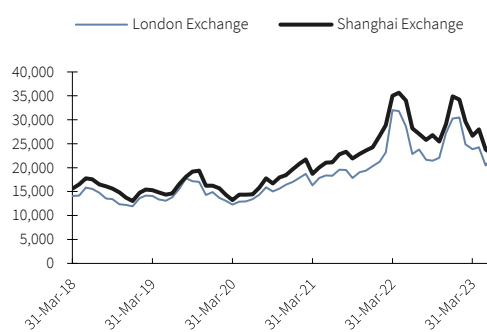
PC1 đã chính thức đi vào vận hành nhà máy khai thác Nickel tại Cao Bằng trong T4/2023, với sản lượng thô dự tính đạt 8,700 tấn trong 2Q2023, doanh thu ước tính đạt 137 tỉ VND. Kế hoạch cả năm của mảng khai thác là 900 tỉ VND, PC1 cũng cho biết đang chuẩn bị kế hoạch để mở rộng giai đoạn 2 với CAPEX ước tính 2,500 tỉ VND. Hiện tại sản lượng khai thác của mỏ đang là 3.5 triệu tấn với thời gian được cấp phép khai thác là 6 năm, việc triển khai giai đoạn 2 tăng sản lượng thêm 10.8 triệu tấn. Chúng tôi giả định rằng, sau khi hoàn thiện xây dựng và xin giấy phép khai thác giai đoạn 2, công suất khai thác có thể tăng lên 1,500,000 tấn/năm (hiện tại đang đạt 600,000 tấn/năm) và việc khai thác quặng Nickel có thể bổ sung cho PC1 trung bình 2,000 tỉ VND doanh thu/năm.

**Biểu đồ 6. Giả định sản lượng khai thác Nickel hàng năm**



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

**Biểu đồ 7. Giá Nickel trên sàn giao dịch quốc tế**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Kế hoạch chuyển nhượng 100% căn hộ tại dự án Yên Thường – Gia Lâm trong 2023, doanh thu kế hoạch 315 tỉ VND**

PC1 dự kiến bàn giao toàn bộ 54 căn hộ thấp tầng tại dự án Gia Lâm trong 2023, với doanh thu ước tính 315 tỉ VND. Đối với dự án Vĩnh Hưng, PC1 thay đổi kế hoạch bàn giao sang 2027 (phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi). Việc lùi thời gian chuyển nhượng, bàn giao các dự án còn lại là yếu tố khách quan về thị trường khi ngành Bất động sản đang gặp khó khăn từ phía chủ đầu tư, đồng thời giao dịch trên thị trường ở mức thấp, giá nhà suy giảm, ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của các dự án khi mở bán tại thời điểm hiện tại.

**Bảng 2. Kế hoạch bàn giao các dự án Bất động sản Dân cư**

Dự án	Loại hình	GFA (m2)	Doanh thu ước tính (tỉ VND)	Lợi nhuận ước tính (tỉ VND)	Thời gian thực hiện					
					2023	2024	2025	2026	2027	2028
Gia Lâm	Thấp tầng	7,152	313	37						
Định Công	Thấp tầng	15,100	675	70						
Vĩnh Hưng	Cao tầng	5,160	540	50						
Thăng Long	Cao tầng và Thấp tầng	25,200	1,620	445						

Nguồn: PC1, KBSV ước tính

**Dự tính bắt đầu có dòng tiền từ cho thuê BĐS KCN từ 4Q2023, kỳ vọng hạch toán doanh thu cho thuê từ 1Q2024**

PC1 dự tính sẽ ghi nhận dòng tiền từ việc cho thuê BĐS KCN tại dự án Yên Phong II-A vào 4Q2023, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ được hạch toán từ 1Q2024 và KQKD sẽ được bổ sung lợi nhuận từ công ty liên kết (Western Pacific) từ thời điểm đó. Trong 1Q2023, PC1 đã ghi nhận 120 tỉ VND doanh thu từ việc quản lý, vận hành KCN Nomura – Hải Phòng, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là dòng tiền ổn định cho PC1 và dự phóng doanh thu từ mảng BĐS KCN trong năm 2023 ước tính đạt 500 tỉ. Trong thời gian tới, PC1 cũng có kế hoạch đầu tư 8 MW điện mặt trời tại KCN Nomura – Hải Phòng, CAPEX ước tính 100 tỉ. PC1 dự định sẽ sử dụng nguồn năng lượng này 1 phần để cung cấp cho các nhà sản xuất thuê đất tại dự án, và 1 phần sẽ bán lại cho EVN. Giá (trần) bán điện mặt trời mái nhà chuyển tiếp theo Quy hoạch Điện VIII là 0.05 USD/kWh (tương đương 1,175 VND/kWh).

## Dự phóng KQKD

**Bảng 3: Dự phóng KQKD 2023 - 2024**

(tỉ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	8,333	9,436	13%	10,321	9%	
Xây lắp điện	4,819	3,974	-18%	4,587	15%	Chúng tôi dự phóng doanh thu EPC đạt 3,974 tỉ (-18% YoY) trong 2023 khi các dự án năng lượng tái tạo sẽ được triển khai mạnh mẽ hơn từ 2Q2023 nhờ giá điện chuyển tiếp được phê duyệt. Chúng tôi điều chỉnh doanh thu do giảm dự phóng giá trị hợp đồng ký mới EPC từ 5,500 tỉ VND xuống 3,500 tỉ VND.
Sản xuất công nghiệp	653	820	26%	876	7%	
Năng lượng tái tạo	1,795	1,729	-4%	1,729	0%	
Khai thác	0	900		1,200	33%	
Bất động sản Dân cư	53	313	490%	230	-27%	Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu mảng Bất động sản Dân cư khi nhận được thông tin thay đổi về kế hoạch chuyển nhượng căn hộ tại dự án Gia Lâm
Bất động sản KCN	0	500		500	0%	Chúng tôi điều chỉnh dự phóng mảng BĐS KCN so với kỳ trước do giả định doanh thu từ WP sẽ được hạch toán trong 2024, trong 2023 sẽ có doanh thu từ vận hành Nomura – Hải Phòng
Bán hàng hóa, vật tư	1,013	1,200	18%	1,200	0%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	-6,735	-7,491	11%	-8,212	10%	
<b>Lãi gộp</b>	<b>1,599</b>	<b>1,945</b>	<b>22%</b>	<b>2,109</b>	<b>8%</b>	
Xây lắp điện	520	437	-16%	505	15%	Kỳ vọng biên lãi gộp đạt 11% trong 2023 khi backlog có nhiều dự án của chủ đầu tư tư nhân ngoài EVN
Sản xuất công nghiệp	52	82	58%	88	7%	
Năng lượng tái tạo	976	960	-2%	960	0%	
Khai thác	0	243		324	33%	
Bất động sản Dân cư	27	63	132%	73	16%	
Bất động sản KCN	0	100		100	0%	
Bán hàng hóa, vật tư	23	60	159%	60	0%	
<b>Biên lãi gộp</b>	19.2%	20.6%	1.4%	20.4%	-0.2%	
<b>Thu nhập tài chính</b>	95	217	127%	148	-32%	
<b>Chi phí tài chính</b>	-765	-839	10%	-858	2%	
<b>Chi phí lãi vay</b>	-614	-830	35%	-858	3%	Chi phí lãi vay gia tăng 35% do phát hành 1,200 tỉ VND trái phiếu để đầu tư vào Western Pacific
<b>Lãi/(lỗ) từ công ty LD (2015)</b>	-10	0	-100%	0		
<b>Chi phí SG&amp;A</b>	-281	-345	23%	-376	9%	
<b>Biên SG&amp;A</b>	3.4%	3.7%	0.3%	3.6%	0.0%	
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐKD</b>	638	977	53%	1,024	5%	
<b>Thu nhập khác, ròng</b>	-40	0	-100%	0		
<b>Lãi/(lỗ) từ công ty LD</b>	0	0		258		Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ công ty liên kết (WP) đạt 258 tỉ VND trong 2024 khi hạch toán doanh thu cho thuê đất tại KCN Yên Phong II-A
<b>LNTT</b>	598	950	59%	1,282	35%	
<b>Biên LNTT</b>	7.2%	10.1%	3%	12.4%	2.4%	
<b>Chi phí thuế</b>	-71	-142	101%	-192	35%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	527	807	53%	1,089	35%	
<b>Biên LNST</b>	6.3%	8.6%	2%	10.6%	2.0%	
<b>Lợi nhuận CD công ty mẹ</b>	<b>450</b>	<b>686</b>	<b>53%</b>	<b>926</b>	<b>35%</b>	
<b>Biên LNCD công ty mẹ</b>	5.4%	7.3%	2%	9.0%	1.7%	

## Định giá

**Khuyến nghị MUA với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu 32,600 VND/cổ phiếu**

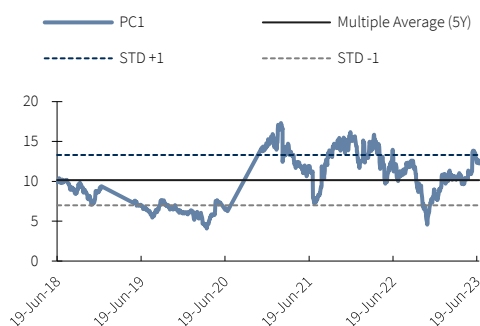
Chúng tôi áp dụng phương pháp SOTP để định giá PC1 và xác định giá trị hợp lý là 32,600 VND/cổ phiếu (tương ứng với mức upside 20% so với giá đóng cửa ngày 29/06/2023). Chúng tôi điều chỉnh phương pháp định giá khi áp dụng LNST 2024F cho mảng EPC và SXCN.

**Bảng 4. Bảng tổng hợp định giá**

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Mục tiêu (x)	Định giá (tỉ VND)
NLTT	EV/EBITDA	13	14,652
EPC & SXCN	P/E	10	1,390
BDS Dân cư	DCF		1,261
BDS KCN	DCF		1,927
Khai thác	DCF		1,257
<b>Tổng</b>			<b>20,487</b>
Tiền mặt			2,747
Vay nợ			11,331
NPATMI			2,106
Chiết khấu mô hình Holdings			10%
<b>EV (tỉ VND)</b>			<b>8,817</b>
No. of Shares (triệu cổ phiếu)			270
<b>Share price (VND/cổ phiếu)</b>			<b>32,600</b>

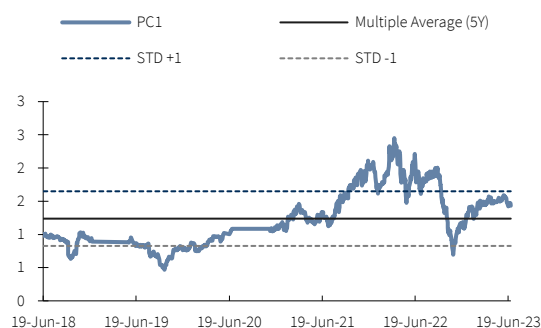
Nguồn: KBSV ước tính

**Biểu đồ 8. Diễn biến lịch sử P/E của PC1**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 9. Diễn biến lịch sử P/B của PC1**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

## PHỤ LỤC

<b>Báo cáo Kết quả H&amp;KD</b>					<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Tỷ VNĐ)</b>					<b>(Tỷ VNĐ)</b>				
<b>(Báo cáo chuẩn)</b>					<b>(Báo cáo chuẩn)</b>				
	2021	2022	2023F	2024F		2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	9,828	8,333	9,436	10,321	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	18,687	21,604	20,394	21,907
Giá vốn hàng bán	-8,673	-6,735	-7,491	-8,212	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	6,589	7,917	6,719	6,389
Lãi gộp	1,156	1,599	1,945	2,109	Tiền và tương đương tiền	2,292	2,937	2,727	1,164
Thu nhập tài chính	319	95	227	169	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	144	655	655	655
Chi phí tài chính	-359	-765	-839	-858	Các khoản phải thu	3,124	3,172	2,112	3,668
Trong đó: Chi phí lãi vay	-315	-614	-830	-858	Hàng tồn kho, ròng	904	890	982	660
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	86	-10	0	0	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	12,098	13,688	13,675	15,518
Chi phí bán hàng	-74	-70	-86	-94	Phải thu dài hạn	8	0	9	9
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-223	-211	-259	-282	Tài sản cố định	10,160	9,521	10,750	12,593
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	905	638	987	1,044	Tài sản dở dang dài hạn	380	1,385	385	385
Thu nhập khác	28	21	0	0	Đầu tư dài hạn	639	1,527	1,542	1,542
Chi phí khác	-36	-61	-14	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	-8	-40	-13	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	12,406	14,543	12,516	12,922
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	258	Nợ ngắn hạn	5,799	5,953	4,489	5,503
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	896	598	960	1,302	Phải trả người bán	1,756	1,293	1,404	2,209
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-132	-71	-144	-195	Vay ngắn hạn	2,800	3,676	2,182	2,133
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	764	527	816	1,107	Phải trả ngắn hạn khác	1,243	984	903	1,161
					Nợ dài hạn	6,607	8,589	8,027	7,418
					Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Phải trả dài hạn khác	6,238	8,284	7,683	7,074
					Vay dài hạn	370	305	344	344
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	6,281	7,062	7,878	8,985
					Vốn góp	2,352	2,704	2,704	2,704
					Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
					Quý khác	1,913	2,309	2,431	2,597
					Lãi chưa phân phối	1,305	1,337	2,031	2,972
<b>Chỉ số hoạt động</b>					<b>Chỉ số chính</b>				
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>(x, %, VNĐ)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11.8%	19.2%	20.6%	20.4%	Chỉ số định giá				
Tỷ suất EBITDA	16.1%	22.6%	29.2%	27.9%	P/E	11.6	12.1	10.6	7.8
Tỷ suất EBIT	12.4%	15.0%	19.3%	18.4%	P/E pha loãng	11.6	12.1	10.6	7.8
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	9.1%	7.2%	10.2%	12.6%	P/B	1.6	0.9	1.1	1.0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	9.2%	7.7%	10.5%	10.1%	P/S	0.8	0.7	0.8	0.7
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.8%	6.3%	8.6%	10.7%	P/Tangible Book	0.9	0.6	0.8	0.6
					P/Cash Flow	86.3	5.4	2.4	3.8
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	12.1	11.6	5.3	5.3
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	12.1	11.6	8.0	8.1
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
<b>(Tỷ VNĐ)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	ROE%	13%	7%	9%	11%
Lãi trước thuế	896	598	960	1,302	ROA%	5%	2%	3%	4%
Khấu hao TSCĐ	364	627	934	979	ROIC%	6%	3%	4%	5%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-386	-82	0	0	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Chi phí lãi vay	315	614	830	858	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.5	0.6	0.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,233	1,872	2,724	3,139	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.0	1.1	1.2	1.0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-28	49	1,060	-1,556	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	2.3	3.3	4.3
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-173	8	-92	322	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.1	0.0	0.0	0.0
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-408	-163	111	805	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-68	-45	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.4	0.5	0.3	0.2
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	0	0	0	1	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	93	1,020	3,049	1,915	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.2	0.2	0.2
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-3,991	-1,508	-1,163	-2,821	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	3	3	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.2	0.2	0.2
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-293	-577	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	212	307	0	0					
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-925	-1,543	0	0	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	120.9	137.9	102.2	102.2
Cổ tức và tiền lãi nhận được	45	71	0	0	Hệ số quay vòng HTK	34.4	48.6	45.6	36.5
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-4,949	-3,246	-1,163	-2,821	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	60.1	82.6	65.7	80.3
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	422	97	0	0					
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	15,587	9,102	7,006	6,349					
Tiền trả các khoản đi vay	-10,303	-6,285	-9,102	-7,006					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0					
Cổ tức đã trả	-24	-40	0	0					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	5,682	2,874	-2,096	-657					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	826	648	-210	-1,563					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,476	2,292	2,937	2,727					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,292	2,937	2,727	1,164					

Nguồn: KBSV ước tính



## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích**  
binhnx@kbsec.com.vn

**Khối phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

**Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán**

**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích**  
linhpp@kbsec.com.vn

**Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng**

**Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích**  
nguyennd1@kbsec.com.vn

**Bán lẻ & Hàng tiêu dùng**

**Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích**  
giangnt1@kbsec.com.vn

**Bất động sản khu công nghiệp & Logistics**

**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**  
anhntn@kbsec.com.vn

**Công nghệ thông tin & Tiện ích**

**Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích**  
thuann@kbsec.com.vn

**Dầu khí & Hóa Chất**

**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**  
hieupm@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư**  
anhhd@kbsec.com.vn

**Vĩ mô & Ngân hàng**

**Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích**  
thanhdh@kbsec.com.vn

**Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích**  
uyenvt@kbsec.com.vn

**Chiến lược đầu tư**

**Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích**  
congth@kbsec.com.vn

**Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích**  
tienss@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ**  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.