

CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)

Hồi phục và tăng tốc

15/03/2024

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

LNST cổ đông công ty mẹ 2023 đạt 137 tỷ VND (-70% YoY)

Mặc dù 2 mảng mới là KCN và bán quặng Nickel đi vào hoạt động trong 2023, doanh thu mảng xây lắp và bán điện giảm lần lượt 46%/19% so với cùng kỳ khiến doanh thu tổng giảm 6% YoY. Tuy nhiên, 2 mảng kinh doanh mới với biên lãi gộp cao tăng tỷ trọng đóng góp vào doanh thu lên 17% giúp biên lãi gộp 2023 tăng 99 bps

Kỳ vọng PDP8 thúc đẩy mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp

Với nhu cầu điện lưới gia tăng khi dòng vốn FDI gia tăng tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng việc đẩy nhanh triển khai PDP8 sẽ tạo nguồn cung công việc giúp doanh thu mảng xây lắp hồi phục, tăng lần lượt 76%/4% trong 2024-2025

Doanh thu bán điện hồi phục khi chuyển pha La Nina trong 2H2024

Dữ liệu từ IRI cho thấy tình hình thủy văn có thể được cải thiện khi pha La Nina sẽ bắt đầu trong 2H2024. Chúng tôi kỳ vọng công suất thủy điện của PC1 có thể được cải thiện lên 75%/93% trong 2024-2025 giúp doanh thu tăng lần lượt 1%/12%.

Triển vọng dài hạn ở mảng Khu công nghiệp

Chúng tôi kỳ vọng việc quản lý và vận hành KCN Nomura Hải Phòng sẽ tạo dòng tiền ổn định cho PC1. Bên cạnh đó, Western Pacific (công ty liên kết, PC1 sở hữu 30%) có thể bắt đầu cho thuê đất tại KCN Yên Phong 2A, Yên Lệnh – Hà Nam, bổ sung thêm lợi nhuận cho PC1 trong giai đoạn 2024-2028

Khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 34,200 VND/cổ phiếu

Với các luận điểm trên, chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu 34,200 VND/cổ phiếu, tương đương với mức lợi nhuận kỳ vọng 19% so với giá đóng cửa ngày 15/03/2024

MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 34,200
Tăng/giảm	19%
Giá hiện tại (15/03/2024)	VND 29,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 31,000
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	0.90/0.36

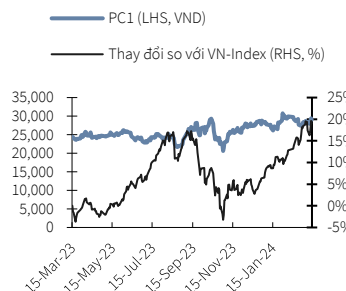
Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	73%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	164.17/6.69
Trịnh Văn Tuấn	21.4%

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.2	6.0	8.7	18.7
Tương đối	-7.3	-7.5	6.6	-0.4

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,333	7,803	10,121	10,691
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	638	398	672	951
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	450	137	454	690
EPS (VND)	1,664	439	1,459	2,218
Tăng trưởng EPS (%)	-44%	-74%	232%	52%
P/E (x)	12.1	66.3	19.9	13.1
P/B (x)	0.9	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	7%	2%	6%	9%
Tỉ suất cổ tức (%)	1.5%	4.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	VND 40,700 (xây lắp điện hồi phục mạnh, pha La Nina diễn ra sớm)
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 34,200
Giá hiện tại	VND 29,100
Kịch bản tiêu cực	VND 27,800 (xây lắp điện hồi phục yếu, pha La Nina chuyển sang 2025)

Kịch bản cơ sở:

- 1) Xây lắp điện ký mới 5,000 tỷ VND
- 2) Công suất thủy điện hồi phục, đạt 75%
- 3) Giá Nickel trung bình đạt 17,500 USD/tấn

Kịch bản tích cực:

- 1) Xây lắp điện ký mới 7,000 tỷ VND
- 2) Công suất thủy điện hồi phục, đạt 85%
- 3) Giá Nickel trung bình đạt 18,500 USD/tấn

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Xây lắp điện ký mới 4,000 tỷ VND
- 2) Công suất thủy điện hồi phục, đạt 65%
- 3) Giá Nickel trung bình đạt 16,000 USD/tấn

Nguồn: KBSV

Cập nhật KQKD

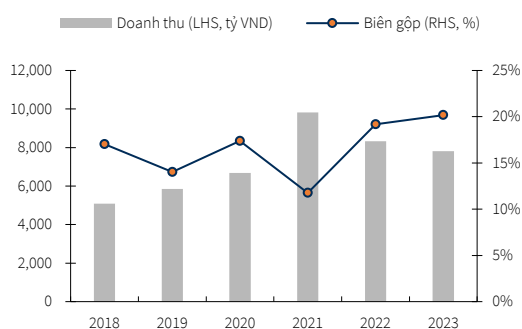
Bảng 1: Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	4Q2022	4Q2023	+/-%YoY	2022	2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,339	2,605	11%	8,333	7,803	-6%	Mặc dù bổ sung 2 mảng kinh doanh mới là KCN và Nickel, doanh thu xây lắp và điện chịu tác động mạnh khiến doanh thu tổng giảm 6% so với cùng kỳ Doanh thu 2023 suy giảm mạnh do nguồn cung công việc hạn chế, nguyên chính bao gồm (1) các dự án điện mặt trời, điện gió (thuộc nhóm tư nhân) tạm dừng triển khai sau khi giá bán điện chuyển tiếp được công bố thấp hơn kỳ vọng, (2) PDP8 mặc dù đã được phê duyệt nhưng tốc độ triển khai còn chậm Nhu cầu cột điện gia tăng gia tăng tới từ một số dự án lớn như đường dây 500kV mạch 3, TBA 500kV Long Thành, cũng như là nhu cầu gia tăng từ thị trường xuất khẩu El Nino tác động tới doanh thu của thủy điện, đặc biệt trong 2Q2023 khiến sản lượng suy giảm mạnh
Xây lắp điện	1,452	1,137	-22%	4,819	2,618	-46%	Sản lượng bán quặng Nickel 4Q2023 giảm QoQ do giá Nickel giảm mạnh
Sản xuất công nghiệp	95	420	342%	653	1,165	78%	Doanh thu tới từ việc thu chi phí quản lý, bán điện, nước tại KCN Nomura Hải Phòng cả năm tài chính 2023
Năng lượng tái tạo	554	414	-25%	1,795	1,461	-19%	
Nickel	0	124		0	722		
Khu công nghiệp	80	140	76%	80	614	672%	
Bất động sản	9	106	1083%	53	160	202%	
Khác	219	237	8%	1,003	1,036	3%	
Giá vốn hàng bán	-1,831	-2,156	18%	-6,735	-6,229	-8%	
Lãi gộp	508	449	-11%	1,599	1,574	-2%	
Biên lãi gộp	22%	17%	-446 bps	19%	20%	99 bps	Biên lãi gộp được cải thiện nhờ hai mảng KCN và Nickel có biên lãi gộp cao đóng góp tổng cộng 17% doanh thu trong 2023 (so với chỉ 1% của 2022)
Xây lắp điện	13%	6%	-714 bps	11%	9%	-175 bps	Biên lãi gộp suy giảm do mức độ cạnh tranh, đấu thầu dự án tăng cao
Sản xuất công nghiệp	16%	10%	-569 bps	8%	10%	198 bps	
Năng lượng tái tạo	54%	54%	7 bps	54%	50%	-400 bps	Nguyên nhân chính khiến biên lãi gộp suy giảm là do công suất thủy điện trong 2023 ở mức thấp (65% so với 108% của 2022), mặc dù công suất điện gió có cải thiện
Nickel		27%			32%		
Khu công nghiệp	17%	16%	-128 bps	17%	23%	579 bps	
Bất động sản	89%	24%	-6,444 bps	51%	33%	-1,840 bps	
Khác	2%	3%	172 bps	3%	3%	-18 bps	
Thu nhập tài chính	42	58	37%	95	195	104%	
Chi phí tài chính	-163	-215	32%	-765	-980	28%	
Chi phí lãi vay	-203	-208	2%	-614	-844	37%	Chi phí lãi vay tăng mạnh do dừng vốn hóa nhà máy Nickel Tấn Phát, thêm vào đó là lãi suất LIBOR 6 tháng tăng mạnh
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	-18	4		-10	2		
Chi phí SG&A	-68	-136	101%	-281	-391	39%	
SG&A/Doanh thu	3%	5%	232 bps	3%	5%	164 bps	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	301	160	-47%	638	398	-38%	
Thu nhập khác, ròng	-7	-4	284%	-40	-18	2246%	

LNTT	294	156	-47%	598	381	-36%
Biên LNTT	13%	6%	-659 bps	7%	5%	-230 bps
Chi phí thuế	-19	-19	-2%	-71	-84	19%
Lợi nhuận sau thuế	275	137	-50%	527	297	-44%
Biên LNST	12%	5%	-650 bps	6%	4%	-252 bps
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	188	71	-62%	450	137	-70%

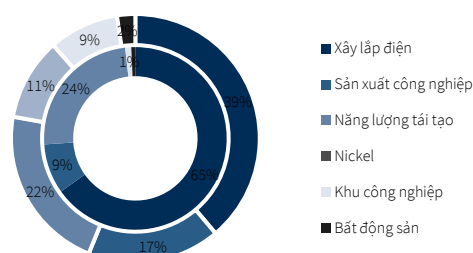
Nguồn: PC1, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 2. Doanh thu và biên lãi gộp của PC1



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu 2022 (trong) và 2023 (ngoài)

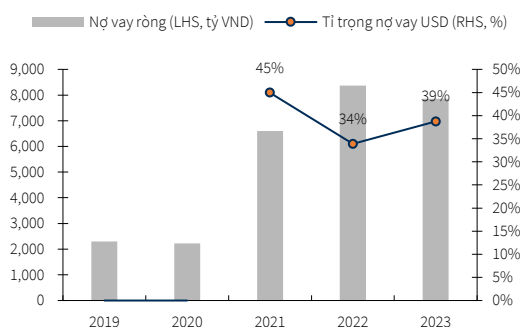


Nguồn: PC1, KBSV tổng hợp

Nợ vay giảm nhưng áp lực về lãi vay từ tỷ giá vẫn sẽ hiện hữu trong 2024

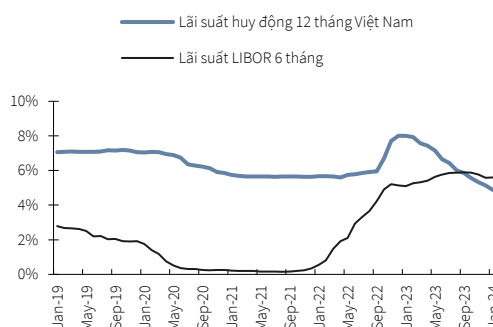
Nợ vay của PC1 giảm 10% trong 2023, tuy nhiên, mức độ giảm tập trung chủ yếu ở các khoản vay ngắn hạn bằng VND. Chúng tôi cho rằng KQKD sẽ chịu áp lực từ chi phí lãi vay gia tăng trong 2024, chủ yếu tập trung ở các khoản vay dài hạn bằng USD do (1) tỷ giá USD/VND đã tăng 1.3% từ đầu năm tới nay, (2) lãi suất LIBOR 6 tháng vẫn sẽ được duy trì ở mức cao trong 1H2024 hoặc lâu hơn khi vẫn còn nhiều biến số trong lộ trình cắt giảm lãi suất của FED và ECB trong 2H2024.

Biểu đồ 4. Nợ vay ròng và tỉ trọng nợ vay USD của PC1



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Biểu đồ 5. Lãi suất huy động tại Việt Nam và LIBOR 6 tháng



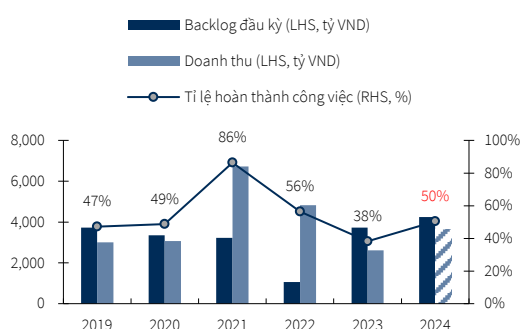
Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Hoạt động xây lắp điện sôi động tạo động lực hồi phục lợi nhuận

Trong 4Q2023, mảng xây lắp điện ghi nhận nhiều hợp đồng ký mới, chủ yếu tới từ dự án đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối (2,100 tỷ VND bao gồm cả xây lắp và cột thép), giúp backlog của PC1 đạt 4,237 tỷ VND (đã bao gồm VAT).

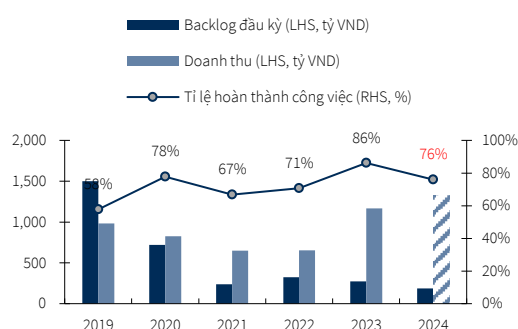
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu xây lắp của PC1 tăng lần lượt 76%/4% trong giai đoạn 2024-2025 nhờ nguồn cung công việc gia tăng khi Chính phủ đẩy mạnh triển khai các dự án đã được quy hoạch trong PDP8 nhằm đảm bảo nguồn điện sinh hoạt, sản xuất, đặc biệt là cho các đối tác FDI. Song song với đó, nhu cầu cột điện phục vụ cho các dự án truyền tải gia tăng và mở rộng kênh xuất khẩu sẽ là động lực duy trì và thúc đẩy doanh thu cột thép 2024-2025.

Biểu đồ 6. Backlog và doanh thu mảng xây lắp



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Biểu đồ 7. Backlog và doanh thu mảng xây lắp



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Bảng 8. Các dự án đường dây 500kV trọng điểm giai đoạn 2024 - 2030

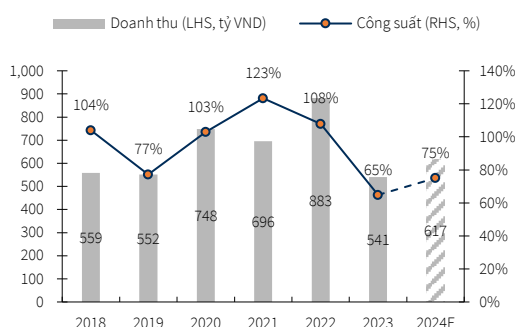
	Khu vực	Chiều dài (km)	Ghi chú
Đường dây 500kV Bắc Bộ 3 - Thái Nguyên	Miền Bắc	250	
Đường dây 500kV LNG Nghi Sơn - Long Biên	Miền Bắc	212	
Đường dây 500kV TBKHH Dung Quất - Bình Định	Miền Trung	200	
Đường dây 500kV Bình Định - Krong Buk	Miền Trung	216	
Đường dây 500kV Vân Phong - Bình Định	Miền Trung	224	Đang nghiên cứu
Đường dây 500kV Hatxan (Lào) - Kon Tum	Miền Trung	100	
Đường dây 500kV Krong Buk - Tây Ninh 1	Miền Trung	313	
Đường dây 500kV mạch 2 Đà Nẵng - Dốc Sỏi	Miền Trung	100	
Đường dây 500kV Ninh Sơn - Chơn Thành	Miền Nam	275	
Đường dây 500kV LNG Bạc Liêu - Thốt Nốt	Miền Nam	130	
Đường dây 500kV LNG Cà Ná - Bình Dương 1	Miền Nam	280	
Đường dây 500kV Sơn Mỹ - Bắc Châu Đức	Miền Nam	80	
Đường dây 500kV Thốt Nốt - Đức Hoà	Miền Nam	135	

Nguồn: PDP8, KBSV tổng hợp

El Nino kết thúc sớm có thể tạo động lực cho mảng thủy điện hồi phục

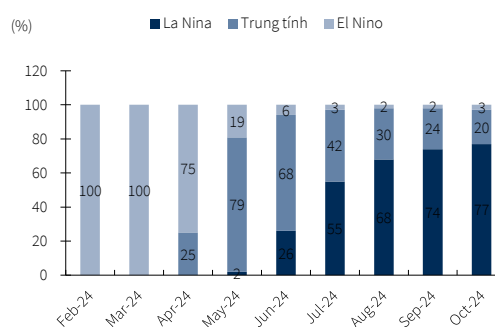
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng Điện tăng 1%/12% trong 2024/2025 nhờ dự báo El Nino sẽ kết thúc trong nửa cuối của 2024 và sẽ dần chuyển sang La Nina, là điều kiện thuận lợi giúp doanh thu mảng Thủy điện hồi phục. Bên cạnh đó, sản lượng thủy điện cung cấp cũng sẽ được gia tăng khi PC1 đã được cấp phép xây dựng 2 dự án Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW). Hai dự án trên đang trong quá trình hoàn tất thủ tục đầu tư, bồi thường và giải phóng mặt bằng, dự tính bắt đầu xây dựng trong 2H2024.

Biểu đồ 9. Doanh thu và công suất mảng thủy điện của PC1



Nguồn: CTD, KBSV ước tính

Biểu đồ 10. Dự báo xác suất các pha thời tiết tính tới T2/2024



Nguồn: IRI, KBSV ước tính

Mảng khu công nghiệp là động lực tăng trưởng trong dài hạn

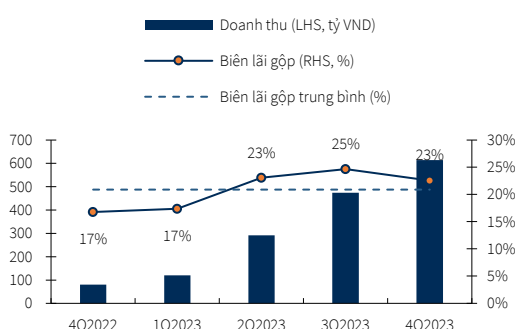
Hiện tại, doanh thu mảng KCN tập trung chủ yếu từ việc quản lý, vận hành KCN Nomura Hải Phòng với tỷ lệ lấp đầy xấp xỉ 100%. Chúng tôi cho rằng mảng KCN với doanh thu ổn định và biên lãi gộp cao sẽ gia tăng lợi nhuận và cải thiện dòng tiền của PC1. Trong giai đoạn 2024-2028, động lực tăng trưởng cho mảng KCN của PC1 sẽ tới từ (1) cho thuê đất tại KCN Yên Phong II-A (giá cho thuê cao nhờ vị trí thuận lợi, đã lấp đầy 20%), (2) cho thuê đất tại KCN Yên Lệnh – Hà Nam, (3) đầu tư, cho thuê và vận hành Nomura Hải Phòng giai đoạn 2.

Bảng 11. Tóm tắt thông tin các dự án Khu công nghiệp của/có liên quan tới PC1

	GFA ha	MĐXD %	Giá thuê USD/m ²	Giá tiện ích USD/m ² /năm	Tỉ lệ lấp đầy %	Còn lại Năm	Ghi chú
Nomura Hải Phòng 1	153	80%	158	2.3	100%	20	Đang cho thuê
Nomura Hải Phòng 2	200	60%	158	2.4	0%	N/A	Đang chuẩn bị chứng nhận đầu tư
Yên Phong II-2	159	52%	179	2.2	20%	47	Đang cho thuê
Yên Lệnh - Hà Nam	69	65%	89	2.2	30%	47	Kỳ vọng bàn giao đất từ Q2/2024
Yên Lư - Bắc Giang (mở rộng)	210	40%	N/A	N/A	0%	N/A	

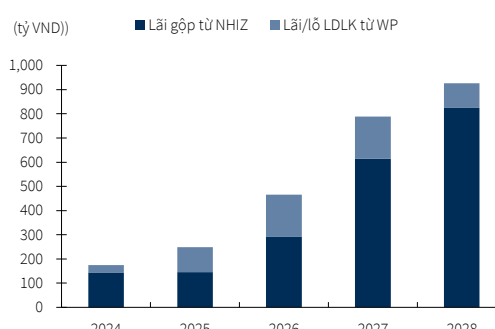
Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Biên lãi gộp vận hành KCN trung bình 21%



Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Biểu đồ 13. Dự phóng đóng góp mảng KCN vào KQKD của PC1



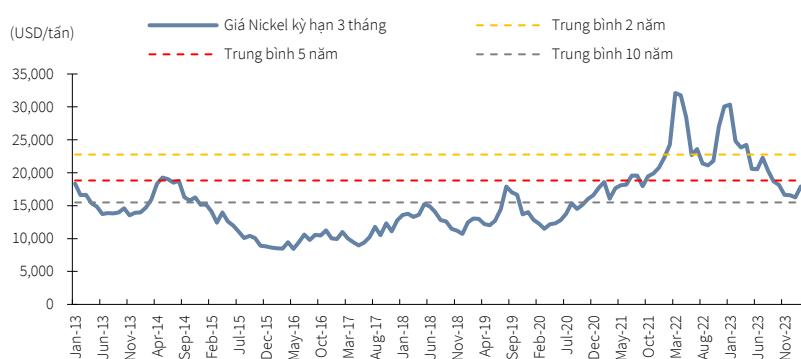
Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Tình trạng dư cung khiến giá Nickel khó tăng mạnh

Nguồn cung Nickel trên thị trường quốc tế đã vượt nhu cầu tiêu thụ trong 2023 khi (1) sản lượng sản xuất tại Indonesia tăng 30% và dự kiến sẽ tiếp tục đẩy ra thị trường các sản phẩm giá rẻ khác trong 2024. Thêm vào đó, (2) thị trường tiêu thụ tại Trung Quốc liên quan tới lĩnh vực xe điện có 1 sự chuyển dịch sang sử dụng các sản phẩm pin giá rẻ (không chứa nickel), chúng tôi cho rằng đây sẽ là 2 rào cản lớn cản trở nhu cầu tiêu thụ và giá Nickel trong thời gian tới.

Hiện tại, giá Nickel đã có dấu hiệu tạo đáy và hồi phục từ vùng 16,200 USD/tấn, chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình trong 2024 ở mức 17,500 USD/tấn, tương đương với biên lãi gộp xấp xỉ ở mức 30%.

Biểu đồ 14. Giá Nickel đang ở vùng trung bình 5 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

Dự phóng KQKD

Bảng 15: Dự phóng KQKD 2024 - 2025

(tỷ VND)	2023	2024F	+/- %YoY	2025F	+/- %YoY	Chú thích
Doanh thu	7,803	10,121	30%	10,691	6%	
Xây lắp điện	2,618	4,619	76%	4,809	4%	Nhu cầu đường lưới gia tăng, đẩy mạnh triển khai PDP8 giúp nguồn cung công việc gia tăng, thúc đẩy doanh thu
Sản xuất công nghiệp	1,165	1,107	-5%	1,246	13%	Nhu cầu từ các dự án đường lưới giúp duy trì doanh thu mảng cột thép
Năng lượng tái tạo	1,461	1,480	1%	1,656	12%	Kỳ vọng chuyển sang pha La Nina trong 2H2024 giúp doanh thu bán điện tăng lần lượt 1%/12% trong 2024-2025
Nickel	722	1,061	47%	1,046	-1%	Giá bán trung bình khó tăng mạnh nhưng nhà máy hoạt động cả năm giúp doanh thu bán quặng tăng 47% YoY trong 2024
Khu công nghiệp	614	685	12%	692	1%	Quản lý, vận hành ổn định KCN Nomura Hải Phòng, tỉ lệ lấp đầy xấp xỉ 100%
Bất động sản	160	169	6%	242	43%	
Khác	1,036	1,000	-3%	1,000	0%	
Giá vốn hàng bán	-6,229	-8,220	32%	-8,546	4%	
Lãi gộp	1,574	1,902	21%	2,145	13%	
Biên lãi gộp	20.2%	18.8%	-138 bps	20.1%	127 bps	Biên lãi gộp 2024 giảm do mảng xây lắp hồi phục, đóng góp lớn hơn vào doanh thu tổng của PC1
Xây lắp điện	9.1%	9.5%	45 bps	9.5%		
Sản xuất công nghiệp	10.0%	10.0%	2 bps	10.0%		
Năng lượng tái tạo	50.4%	52.1%	171 bps	57.3%	526 bps	
Nickel	32.0%	30.0%		30.0%		
Khu công nghiệp	22.6%	21.0%	-157 bps	21.0%		
Bất động sản	57.3%	55.5%	-176 bps	53.5%	-202 bps	
Khác	2.7%	2.5%	-19 bps	2.5%		
Lãi tiền gửi	151	179	19%	181	1%	
Chi phí lãi vay	-844	-889	5%	-840	-5%	Chi phí lãi vay tăng 5% trong 2024 do lãi suất LIBOR 6 tháng duy trì ở mức cao trong 1H2024
Lãi/(lỗ) tỷ giá, khác	-92	-14	-84%	0	-100%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	2	31	1873%	104	233%	Kỳ vọng ghi nhận lãi liên kết từ Western Pacific trong 2024 nhờ cho thuê đất tại KCN Yên Phong 2A
Chi phí SG&A	-391	-506	29%	-535	6%	
SG&A/Doanh thu	5.0%	5.0%	-2 bps	5.0%		
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	398	672	69%	951	42%	
Thu nhập khác, ròng	-18	0	-100%	0		
LNTT	381	703	85%	1,054	50%	
Biên LNTT	4.9%	6.9%	207 bps	9.9%	292 bps	
Chi phí thuế	-84	-141	67%	-211	150%	
LNST	297	562	90%	843	50%	
Biên LNST	3.8%	5.6%	175 bps	7.9%	233 bps	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	137	454	232%	690	52%	

Nguồn: KBSV ước tính

Định giá

Khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 34,200 VND/cổ phiếu

Giá cổ phiếu PC1 đã có đà tăng tốt trong 4Q2023, phản ánh triển vọng hồi phục KQKD mảng xây lắp điện với dự án đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối. Chúng tôi cho rằng PC1 sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ việc đẩy mạnh triển khai các dự án điện lưới (đang là ưu tiên của Chính Phủ) trong 2024, cùng với đó là pha La Nina được kỳ vọng sẽ bắt đầu trong 2H2024, hỗ trợ cho KQKD của PC1. Chúng tôi khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 34,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 19% so với giá đóng cửa ngày 15/03/2024.

Rủi ro cần chú ý bao gồm (1) PDP8 tiếp tục chậm triển khai làm hạn chế nguồn cung công việc của PC1, (2) diễn biến thời tiết không thuận lợi tiếp tục khiến doanh thu thủy điện suy giảm.

Bảng 16. Định giá DCF

	2024	2025	2026	2027	2028
NPAT	562	843	1,136	1,347	1,521
Khấu hao	827	845	865	891	911
Thay đổi vốn lưu động	-136	-107	-114	-109	18
CAPEX	-509	-1,129	-1,254	-1,661	-1,308
UFCF	744	452	633	467	1,142

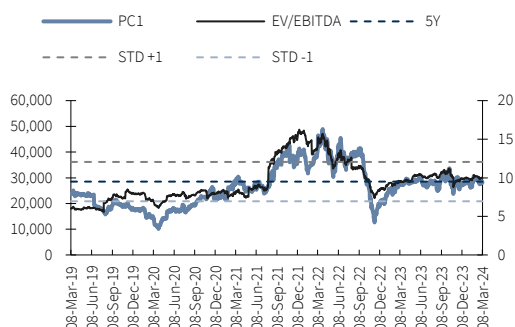
Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 17. Định giá DCF

	Đơn vị	Giá trị
Beta	x	1.3
Risk-free rate	%	4.70%
Risk premium	%	7.60%
WACC	%	10%
Giá trị doanh nghiệp	Tỉ VND	18,507
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn	Tỉ VND	2,881
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	Tỉ VND	10,740
Giá trị VCSH	Tỉ VND	10,648
SLCP	Triệu	311
Giá mục tiêu	VND/cổ phiếu	34,200

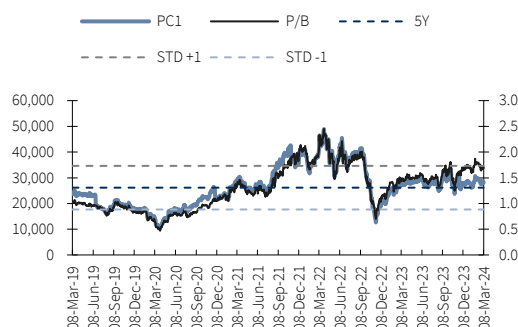
Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 18. EV/EBITDA của PC1



Nguồn: PC1, FiinPro, KBSV ước tính

Biểu đồ 19. P/B của PC1



Nguồn: PC1, FiinPro, KBSV ước tính

PHỤ LỤC

Báo cáo Kết quả HĐKD				
(Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2022	2023	2024	2025
Doanh số thuần	8,333	7,803	10,121	10,691
Giá vốn hàng bán	-6,735	-6,229	-8,220	-8,546
Lãi gộp	1,599	1,574	1,902	2,145
Lãi tiền gửi	90	151	179	181
Chi phí lãi vay	-614	-844	-889	-840
Lãi/(lỗ) tỷ giá	-132	-78	-14	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-10	2	0	0
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-281	-391	-506	-535
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	638	398	672	951
Thu nhập khác	21	11	0	0
Chi phí khác	-61	-29	0	0
Thu nhập khác, ròng	-40	-18	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	31	104
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	598	381	703	1,054
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-71	-84	-141	-211
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	527	297	562	843
Lợi ích cổ đông thiểu số	77	160	109	154
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế cổ đông công ty mẹ	450	137	454	690

Chỉ số hoạt động	2022	2023	2024	2025
(%)				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.2%	20.2%	18.8%	20.1%
Tỷ suất EBITDA	16.8%	16.0%	15.0%	16.8%
Tỷ suất EBIT	9.2%	6.1%	6.8%	8.9%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.2%	4.9%	6.9%	9.9%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	7.7%	5.1%	6.6%	8.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.3%	3.8%	5.6%	7.9%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2022	2023	2024	2025
Lãi trước thuế	598	381	703	1,054
Khấu hao TSCĐ	627	776	827	845
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-82	-188	0	0
Chi phí lãi vay	614	849	889	840
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,872	1,910	2,419	2,740
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	49	424	-670	-538
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	8	-30	-163	-111
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-163	-291	697	542
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-45	-66	0	0
Chung khoản kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-701	-997	-243	-1,273
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,020	950	2,040	1,359
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-1,508	-385	-509	-1,129
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	3	168	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-577	-1,029	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc từ tư phát hành công cụ nợ	307	1,233	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-1,543	-68	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	28	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	71	110	0	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-3,246	59	-509	-1,129
Tiền thu từ tư phát hành cổ phiếu và vốn góp	97	3	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	9,102	5,796	0	0
Tiền trả các khoản đi vay	-6,285	-7,167	-1,313	-391
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	-2	0	0
Cổ tức đã trả	-40	-124	0	0
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	2,874	-1,493	-1,313	-391
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	648	-484	218	-161
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	2,292	2,581	2,112	2,329
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2,937	2,112	2,329	2,168

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)				
(Báo cáo chuẩn)	2022	2023	2024	2025
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	21,604	20,225	20,844	21,375
TÀI SẢN NGẮN HẠN	7,917	6,845	7,896	8,384
Tiền và tương đương tiền	2,937	2,112	2,329	2,168
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	655	769	769	769
Các khoản phải thu	3,172	2,803	3,473	4,011
Hàng tồn kho, ròng	890	921	1,084	1,195
TÀI SẢN DÀI HẠN	13,688	13,380	12,949	12,991
Phải thu dài hạn	0	15	15	15
Tài sản cố định	9,521	10,745	10,115	10,035
Tài sản dở dang dài hạn	1,385	107	305	428
Đầu tư dài hạn	1,527	1,607	1,607	1,607
Lợi thế thuế mại	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	14,543	12,957	13,128	13,057
Nợ ngắn hạn	5,953	4,709	5,602	6,008
Phải trả người bán	1,293	1,049	1,746	2,288
Vay ngắn hạn	3,676	2,838	2,249	2,334
Phải trả ngắn hạn khác	984	821	1,608	1,386
Nợ dài hạn	8,589	8,249	7,526	7,049
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	8,284	7,902	7,179	6,702
Phải trả dài hạn khác	305	347	347	347
VỐN CHỦ SỞ HỮU	7,062	7,267	7,716	8,318
Vốn góp	2,704	3,110	3,110	3,110
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
Quỹ khác	356	406	406	406
Lãi chưa phân phối	1,337	956	1,405	2,007
Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,953	2,085	2,085	2,085

Chỉ số chính (x, %, VND)	2022	2023	2024	2025
Chỉ số định giá				
P/E	12.1	66.3	19.9	13.1
P/E pha loãng	12.1	66.3	19.9	13.1
P/B	0.9	1.5	1.4	1.3
P/S	0.0	0.0	0.0	0.0
P/Tangible Book	0.6	1.0	1.0	1.0
P/Cash Flow	5.4	9.5	4.4	6.7
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	10.7	14.3	10.5	8.4
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	19.8	14.4	10.0	8.0
Hiệu quả quản lý				
ROE%	7%	2%	6%	9%
ROA%	2%	1%	2%	3%
ROIC%	3%	1%	3%	4%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.5	0.4	0.4	0.4
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.1	1.2	1.2	1.2
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.3	1.5	1.4	1.4
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	117%	109%	93%	81%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	38%	39%	34%	31%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	52%	39%	29%	28%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	17%	14%	11%	11%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	32%	26%	43%	44%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	11%	9%	16%	17%
Tổng công nợ/Vốn CSH	37%	31%	48%	48%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	12%	11%	18%	19%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	3.7	3.7	4.1	3.6
Hệ số quay vòng HTK	7.5	6.9	8.2	7.5
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.1	7.0	5.9	4.2

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

Khoí 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
thuannd@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
anhtd@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

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
Website: 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.