

14/06/2022

Doanh thu Quý 1/2022 giảm nhẹ 4.5% YoY tuy nhiên LNST tăng mạnh 124% YoY

Trong Quý 1/2022 PC1 ghi nhận kết quả kinh doanh trái ngược với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 1,478 tỷ VNĐ (-4.5% YoY) và 179 tỷ VNĐ (+124% YoY). Chúng tôi nhận thấy rằng, sự đóng góp nhiều hơn của mảng có biên lợi nhuận cao là mảng điện (biên lợi nhuận gộp mảng điện trong Quý 1/2022 là 63%, cao hơn Quý 1/2021 là 53%) đủ bù đắp sự suy giảm của những mảng hoạt động chính như xây lắp điện.

Mảng điện tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhờ tình hình thủy văn thuận lợi trong năm 2022 và các dự án mới trong giai đoạn tới

Chúng tôi cho rằng mảng thủy điện và điện gió của PC1 sẽ tiếp tục có diễn biến thuận lợi trong năm 2022 nhờ vào La Nina khả năng cao sẽ tiếp tục xảy ra tới cuối năm và diễn biến thiếu nguồn cung than cho các nhà máy điện than cũng như giá khí đầu vào của các nhà máy điện khí cao cũng góp phần đẩy giá thị trường điện cạnh tranh (CGM) duy trì ở mức cao, góp phần tăng tính cạnh tranh cho thủy điện và điện gió do 2 loại hình này có chi phí huy động rẻ hơn với nhiệt điện khí và nhiệt điện than.

Thay đổi dự phóng cho mỏ Nickel dựa trên tiến độ cũng như trữ lượng của mỏ

Theo ước tính của PC1, dự án sẽ đạt mức IRR 18% ở mức giá Nickel khoảng 17,000 USD/tấn và toàn bộ sản phẩm được bán bằng giá spot (giá giao ngay) trên thị trường. Với tổng trữ lượng mỏ khoảng 14 triệu tấn, chúng tôi dự phóng vòng đời khai thác của mỏ sẽ đạt khoảng 12-13 năm với tổng doanh thu sẽ đạt khoảng 32.5 nghìn tỷ VNĐ và LNST đạt 9.76 nghìn tỷ VNĐ với các giả định: (1) Giá Nickel trong toàn vòng đời khai thác đạt 23,000 USD/tấn, (2) Biên LN ròng đạt 30% - mức tương đồng với các công ty khai khoáng Nickel trên thế giới.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 56,700 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PC1. Giá mục tiêu là 56,700 VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 40.3% so với giá tại ngày 14/06/2022.

Mua

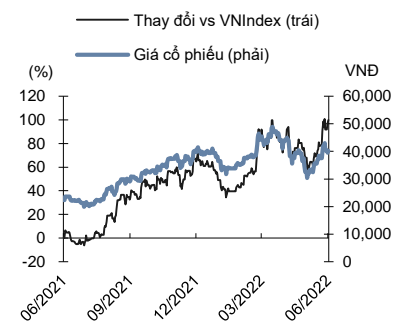
Giá mục tiêu	VNĐ 56,700
Tăng/giảm (%)	40.3%
Giá hiện tại (14/06/2022)	VNĐ40,400
Giá mục tiêu thị trường	VNĐ47,900
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	9,502

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	74.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	90.14
Sở hữu nước ngoài (%)	45.0%
Cổ đông lớn	CTCP BEHS (24.04%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
PC1	21.4	-10.8	-2.2	77.2
VNINDEX	17.0	6.6	17.6	96.6

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	6,679	9,813	10,498	13,747
EBIT	823	850	1,850	2,709
LN sau CĐTS	513	691	1,202	2,194
EPS (VNĐ)	2,682	3,003	5,111	9,328
Thay đổi EPS (%)	19.4	12.0	70.0	83.0
P/E (x)	6.9	13.1	12.8	7.0
EV/EBITDA (x)	6.0	14.5	9.2	6.5
P/B (x)	0.7	1.7	2.0	1.3
ROE (%)	11.4	12.2	15.3	18.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0.4	0.3	0.0	0.0



Hoạt động kinh doanh

Doanh thu Quý 1/2022 giảm nhẹ 4.5% YoY tuy nhiên LNST tăng mạnh 124% YoY

Trong Quý 1/2022 PC1 ghi nhận kết quả kinh doanh trái ngược với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 1,478 tỷ VNĐ (-4.5% YoY) và 179 tỷ VNĐ (+124% YoY). Mảng điện là mảng tạo nên sự khác biệt giữa doanh thu và LNST với doanh thu mảng này đạt 457 tỷ VNĐ (+299% YoY). Chúng tôi nhận thấy rằng, sự đóng góp nhiều hơn của mảng có biên lợi nhuận cao là mảng điện (biên lợi nhuận gộp mảng điện trong Quý 1/2022 là 63%, cao hơn Quý 1/2021 là 53%) đủ bù đắp sự suy giảm của những mảng hoạt động chính như xây lắp điện.

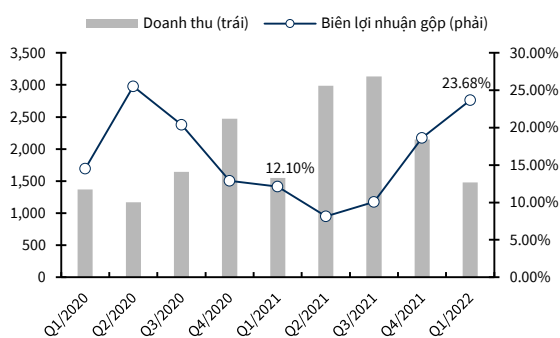
Biên lợi nhuận gộp quý cao nhất tính từ Quý 3/2020 nhờ đóng góp chính từ mảng điện

Kết thúc Quý 1/2022, biên lợi nhuận gộp của PC1 đạt 23.7% so với mức 12.1% của Quý 1/2021. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của Quý 1/2022 đạt mức cao tới từ sự hỗ trợ của 2 yếu tố: **(1)** Doanh thu mảng đóng góp nhiều nhất là xây lắp điện chưa ghi nhận đáng kể do các dự án EPC xây lắp điện thường kiểm kê và quyết toán vào cuối năm và **(2)** Biên lợi nhuận gộp của các dự án năng lượng tái tạo và thủy điện thường đạt ở mức cao khoảng 50-60%, dẫn tới việc mảng điện đóng góp nhiều hơn trong cơ cấu doanh thu sẽ kéo biên lợi nhuận gộp của PC1 cải thiện đáng kể.

Kế hoạch kinh doanh 2022 thận trọng

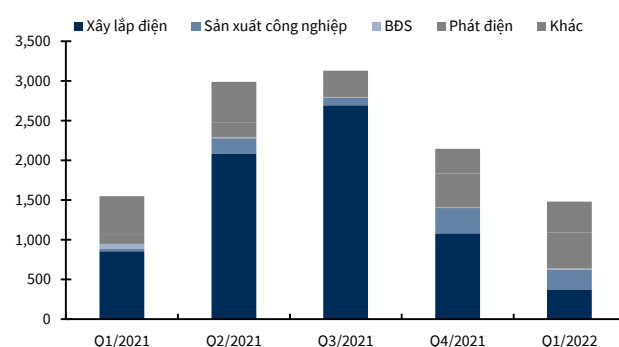
Ban lãnh đạo PC1 đặt kế hoạch năm 2022 cho doanh thu và LNST lần lượt là 11,003 tỷ VNĐ (+12.1% YoY) và 657 tỷ VNĐ (-14.0% YoY). Lý giải cho sự trái ngược giữa tăng trưởng doanh thu và LNST, chủ tịch HĐQT cho biết năm 2022 PC1 sẽ phải chịu khoản lãi vay năm đầu sau khi phát hành trái phiếu và phục vụ phân bổ vốn đầu tư dẫn đến việc giảm LNST. Ban lãnh đạo cũng ước tính rằng nếu không có sự xuất hiện của 2 khoản mục này thì LNST năm 2022 sẽ đạt từ 870-900 tỷ VNĐ (+13.9-17.8% YoY).

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của PC1, 2020 – 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của PC1, 2021 - 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, KBSV

Bảng 1. Tổng hợp KQKD Quý 1/2022 của PC1

Tỷ VNĐ	Quý 1/2021	Quý 1/2022	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	1,548	1,478	-4.5%	Mảng điện và sản xuất công nghiệp ghi nhận mức tăng ấn tượng nhưng không thể bù đắp mức giảm của mảng xây lắp điện do mức nền cao của Quý 1/2021
Xây lắp điện	856	367	-57.1%	Quý 1/2021 là mức nền cao do các dự án điện gió chạy đua để được COD trước ngày 31/10/2021
Sản xuất công nghiệp	25	257	928.0%	Đóng góp lớn từ dự án đường dây 500kV nhiệt điện Vân Phong - Vĩnh Tân
BDS	66	13	-80.3%	
Phát điện	115	457	297.4%	Các nhà máy điện gió hoạt động ổn định trong Quý 1/2022, tình hình thủy văn thuận lợi tại miền Bắc và miền Trung hỗ trợ cho hoạt động của các nhà máy thủy điện
Khác	486	384	-21.0%	
Lợi nhuận gộp	187	350	86.8%	
Xây lắp điện	91	28	-69.4%	Biên LN gộp Q1/2022 đạt 7.5% so với mức 10.7% của Q1/2021 do ảnh hưởng từ giá NVL tăng cao
Sản xuất công nghiệp	4	19	333.4%	Biên LN gộp Q1/2022 đạt 7.4% so với mức 17.7% của Q1/2021 do giá sắt thép tăng cao trong khi giá gói thầu của EVN chưa thay đổi định mức
BDS	22	4	-83.4%	
Phát điện	61	286	370.4%	Biên LN gộp mảng điện trong Q1/2022 là 63%, cao hơn Q1/2021 là 53% nhờ vào đóng góp từ 3 dự án điện gió mới và tình hình thủy văn thuận lợi cho các nhà máy thủy điện trong Q1/2022
Khác	8	13	55.6%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	12.10%	23.68%		Biên LN gộp tăng nhờ vào đóng góp cao hơn của mảng điện
Chi phí SG&A	(59)	(55)		
% SG&A / doanh thu	-3.81%	-3.71%		
LN từ HĐKD	128	295		
Thu nhập tài chính	9	15		
Chi phí tài chính	(60)	(121)	102.1%	
Thu nhập khác (ròng)	5	(12)		
LN trước thuế	82	178	116.5%	
LN sau thuế	80	179	124.4%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	5.17%	12.14%		

Nguồn: PC1, KBSV

Mảng xây lắp điện giảm nhẹ từ mức nền cao của 2021 nhưng tiếp tục giữ đà tăng trưởng cao trong giai đoạn tới

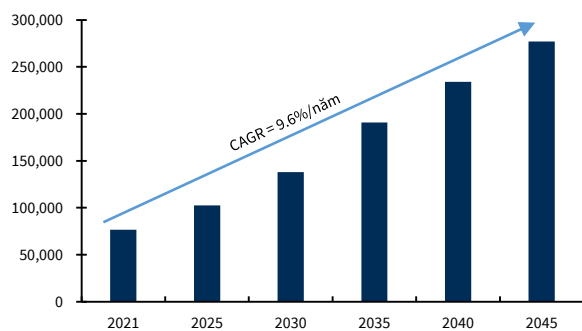
Chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về mảng xây lắp điện của PC1 khi nhận thấy rằng nhu cầu xây lắp lưới điện quốc gia để đảm bảo khả năng truyền tải nội vùng và liên vùng đang còn rất lớn. Theo Dự thảo Quy hoạch điện (QHĐ) VIII bản tháng 4/2022, tốc độ tăng trưởng công suất nguồn điện sẽ đạt 9.6%/năm, do đó nhu cầu xây dựng mạng lưới truyền tải điện vẫn còn rất lớn, điều này sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp trong ngành xây lắp điện. Tổng mức đầu tư dự kiến cho giai đoạn 2021-2045 theo dự thảo QHĐ VIII tháng 4/2022 là 645.7 tỷ USD, tăng mạnh so với mức 369.8 tỷ USD của bản QHĐ VIII tháng 11/2021. Trong cơ cấu đầu tư này, tổng mức đầu tư cho lưới điện chiếm 16.5%, tương đương khoảng 2,070,000 tỷ VNĐ. Ngoài ra, EVN sẽ tiếp tục phải đẩy nhanh tiến độ của các dự án xây dựng truyền tải điện lớn đặc biệt ở tuyến Trung – Nam để đảm bảo hệ thống đáp ứng đủ công suất cho các dự án điện mặt trời và điện gió tại khu vực này khi xu hướng đầu tư vào ngành này đang dần được mở rộng. Đây sẽ là lợi thế đối với các doanh nghiệp xây lắp điện, đặc biệt là PC1 với vị thế

là doanh nghiệp đầu ngành trong mảng xây lắp đường truyền tải điện.

Bên cạnh những triển vọng tích cực trong dài hạn, chúng tôi cho rằng doanh thu năm 2022 của mảng xây lắp điện sẽ sụt giảm nhẹ so với năm 2021 do năm 2021 là năm chạy đua của các nhà đầu tư điện gió để kịp COD trước ngày 31/10/2021. Cho năm 2022 trên quan điểm của chúng tôi, PC1 sẽ tập trung nhiều hơn vào mảng xây lắp lưới điện cho EVN khi biểu giá FIT mới cho các loại hình năng lượng tái tạo chưa được rõ ràng. Tuy nhiên triển vọng trong trung và dài hạn của PC1 vẫn tiếp tục tích cực khi chúng tôi kỳ vọng biểu giá FIT mới sẽ được đưa ra trong cuối 2022 và nửa đầu năm 2023, thu hút thêm các nhà đầu tư vào năng lượng tái tạo – loại nguồn phát được QHĐ VIII hướng tới là trọng tâm. PC1 với tự cách là nhà thầu có kinh nghiệm thi công các dự án năng lượng tái tạo trong giai đoạn trước và hiện tại như Tân Phú Đông 1&2, Ia Bang,... sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi từ xu thế này.

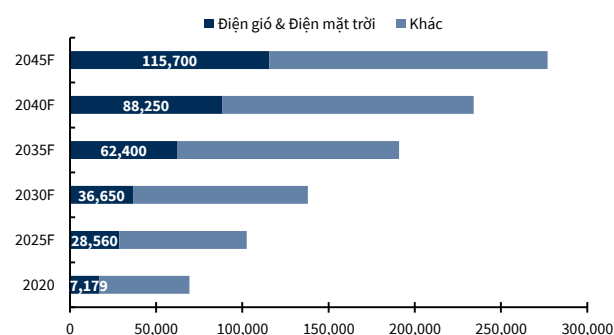
Từ các luận điểm trên, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xây lắp điện của PC1 sẽ đạt mức tăng trưởng kép CAGR = 19.1%/năm trong giai đoạn 2022-2026. Biên lợi nhuận gộp trên quan điểm của chúng tôi sẽ duy trì ở mức 8.5% do tỷ trọng đóng góp của các dự án từ EVN chiếm phần lớn trong doanh thu của PC1. Theo trao đổi của chúng tôi với PC1, biên lợi nhuận gộp với các dự án cho EVN dao động từ 6-6.5% trong khi con số này với các dự án điện năng lượng tái tạo là khoảng 12%. Dù vậy, chúng tôi vẫn có quan điểm tích cực về triển vọng của PC1 trong giai đoạn tới nhờ vào nhu cầu lớn về xây lắp điện với lượng backlog kí hàng năm lớn, ước tính tăng trưởng backlog đạt khoảng 22%/năm.

Biểu đồ 3. Tổng công suất nguồn lắp đặt tăng gần gấp 4 lần trong 25 năm tới



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Biểu đồ 4. Công suất nguồn năng lượng tái tạo tăng mạnh trong cơ cấu nguồn điện tại QHĐ VIII



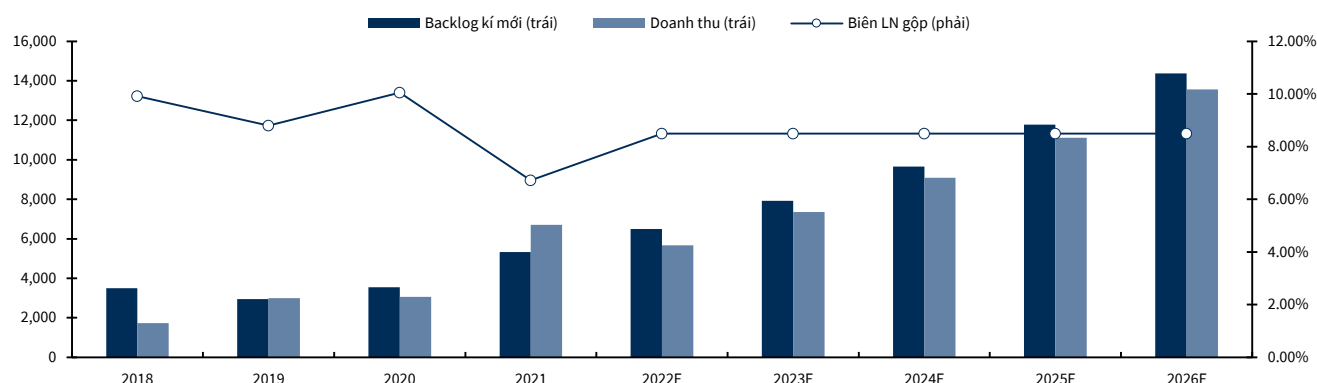
Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Bảng 2. Quy hoạch đầu tư lưới điện Việt Nam giai đoạn 2021-2045

Hạng mục đầu tư	Đơn vị	Giai đoạn 2016-2020		Giai đoạn 2021-2045	
		Tổng khối lượng	Trung bình năm	Tổng khối lượng	Trung bình năm
Trạm biến áp 220 kV	Mega Volt-Ampere (MVA)	28,743	5,749	246,522	9,861
Trạm biến áp 500 kV	Mega Volt-Ampere (MVA)	17,850	3,570	220,800	8,832
Đường dây truyền tải 220 kV và 110 kV	km	10,048	2,010	29,842	1,194
Đường dây truyền tải 500 kV	km	2,221	444	20,497	820
Tổng mức đầu tư	tỷ VNĐ	214,665	42,933	2,070,000	82,800

Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Biểu đồ 5. Kết quả kinh doanh và dự phóng mảng xây lắp điện của PC1, 2018-2026 (tỷ VNĐ)



Nguồn: PC1, KBSV

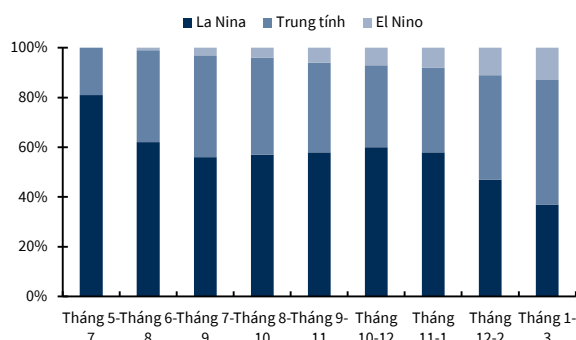
Mảng điện tiếp tục giữ đà tăng trưởng nhờ tình hình thủy văn thuận lợi trong năm 2022 và các dự án mới trong giai đoạn tới

Theo dự báo của các tổ chức khí tượng lớn trên thế giới chỉ ra rằng hiện tượng La Nina sẽ tiếp tục duy trì tới hết năm 2022, đồng nghĩa với việc lượng nước sẽ được đảm bảo cho các nhà máy thủy điện và với việc sở hữu danh mục thủy điện đa dạng sẽ giúp PC1 sẽ được tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng thủy văn thuận lợi này trước khi chuyển qua pha trung tính vào năm 2023 khiến cho các nhà máy thủy điện gặp khó khăn. Ngoài ra, với diễn biến thiếu nguồn cung than cho các nhà máy điện than cũng như giá khí đầu vào của các nhà máy điện khí cao cũng góp phần đẩy giá thị trường điện cạnh tranh (CGM) duy trì ở mức cao, điều này là 1 tín hiệu tích cực với thủy điện khi sản lượng bán trên thị trường điện cạnh tranh thường chiếm khoảng 20% trên tổng sản lượng điện thương phẩm và chi phí để phát điện của các nhà máy thủy điện thấp, dẫn tới lợi nhuận từ thị trường điện cạnh tranh cao hơn cho các nhà máy điện này. Do đó, chúng tôi cho rằng mảng thủy điện của PC1 sẽ tiếp tục có diễn biến thuận lợi trong năm 2022 và sẽ gặp khó khăn trong năm 2023 khi tình hình thủy văn không còn thuận lợi cho các nhà máy thủy điện.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện sẽ bùng nổ khi PC1 đưa vào vận hành lần lượt 4 nhà máy thủy điện mới. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng thấy rằng giá bán điện sẽ giữ được mức tăng ổn định CAGR 2%/năm trong dài hạn. Từ khi được ban hành (2009) đến nay, biểu giá chi phí tránh được (biểu giá áp dụng cho thủy điện có công suất <30MW) đã tăng trung bình 3.6%/năm. PC1 với danh mục thủy điện nhỏ dưới 30MW sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi trực tiếp từ việc này với nguồn tiền đều đặn trong dài hạn.

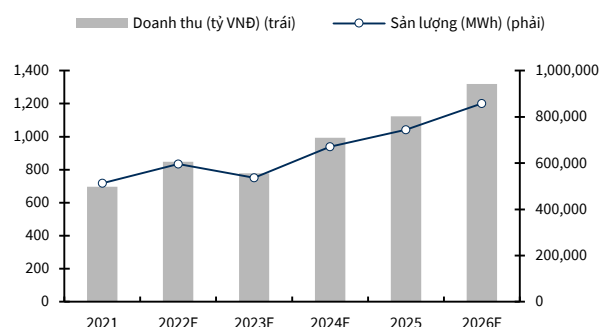
Đối với mảng điện gió, chúng tôi giữ nguyên quan điểm mảng này sẽ hoạt động ổn định với sản lượng tiêu thụ cao trong năm 2022 do giá bán điện gió hiện đang cạnh tranh hơn so với nhiệt điện trong bối cảnh giá nhiên liệu tăng cao. Với biên lợi nhuận gộp cao (>60%), điện gió cùng với thủy điện sẽ là nguồn tiền ổn định hỗ trợ cho dòng tiền của PC1 trong trung và dài hạn.

Biểu đồ 6. La Nina tiếp tục kéo dài tới hết năm 2022



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 7. Doanh thu tăng trưởng mạnh từ 2024 nhờ vận hành các nhà máy mới



Nguồn: Dự thảo QHĐ VIII, KBSV

Bảng 3. Mảng điện gió của PC1 hoạt động ổn định với chi phí bán điện cạnh tranh so với nhiệt điện, 2022-2026F

tỷ VNĐ	2022	2023	2024	2025	2026
Sản lượng điện phát (MWh)	504,576	504,576	504,576	504,576	504,576
Doanh thu	990.7	990.7	990.7	990.7	990.7
Lợi nhuận gộp	614.3	614.3	614.3	614.3	614.3
Khấu hao	298.4	298.4	298.4	298.4	298.4
EBITDA	900.4	900.4	900.4	900.4	900.4
Chi phí lãi vay	-219.6	-204.3	-188.9	-173.6	-158.3
Lợi nhuận trước thuế	382.4	397.7	413.0	428.4	443.7
Lợi nhuận sau thuế	382.4	397.7	413.0	406.9	421.5

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 4. Các dự án thủy điện mới của PC1

Dự án	Công suất thiết kế (MW)	Thi công	COD	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)
Bảo Lạc A	30	2021-2023	2024	1,080
Thượng Hà	13	2023-2025	2026	480
Nậm Pồ 5A	20	2023-2026	2026	760
Nậm Pồ 5B	18	2023-2027	2026	648

Nguồn: PC1, KBSV

Mảng BĐS: Bổ sung dự án PC1 Gia Lâm vào mô hình định giá

Ngoài 3 dự án hiện hữu trong mô hình định giá là dự án PC1 Định Công, PCC1 Vĩnh Hưng và PCC1 Thăng Long (Bắc Từ Liêm), chúng tôi bổ sung thêm dự án PC1 Gia Lâm vào mô hình định giá sau khi có những trao đổi với PC1. Dự án PC1 Gia Lâm có quy mô khoảng 42 căn thấp tầng với diện tích mỗi căn khoảng từ 60 – 90 m², chúng tôi kì vọng PC1 sẽ có thể khởi công và hoàn thành dự án này trong năm 2022 và ghi nhận doanh thu với giá bán trung bình 77 triệu VNĐ/m², tương đương tổng doanh thu 193 tỷ VNĐ cho toàn bộ dự án. Chúng tôi cũng cho rằng năm 2021 do ảnh hưởng từ dịch Covid-19 và vướng mắc về thủ tục pháp lý đã khiến cho quá trình khởi công và bàn giao của PC1 bị chậm trễ nên PC1 sẽ tăng tốc quá trình xây dựng và bàn giao trong 2022-2023 khi dịch bệnh được kiểm soát và những khó khăn về pháp lý được giải quyết. Với 4 dự án được bàn giao, chúng tôi ước tính PC1 sẽ thu được tổng cộng 3.46 nghìn tỷ VNĐ doanh thu và 1.3 nghìn tỷ VNĐ lợi nhuận gộp, đóng góp đều đặn vào doanh thu của PC1 trong giai đoạn 2022-2025.

Về mảng BĐS KCN, PC1 đã công bố thông tin dự kiến mua lại 30% cổ phần của Công ty Cổ phần Western Pacific (WP). WP có 62% cổ phần trong khu công nghiệp Yên Phong II-A ở tỉnh Bắc Ninh và Trung tâm Logistics thông minh nằm trong khu công nghiệp này. Ngoài ra, WP cũng có kế hoạch đầu tư vào 2 KCN mới ở Hà Nam và Bắc Giang với diện tích lần lượt là 691 ha và 263 ha. KCN Yên Phong II-A vừa được UBND tỉnh Bắc Ninh chấp thuận đầu tư với tổng diện tích mặt bằng là 158 ha và 2 KCN còn lại đang trong quá trình hoàn thiện thủ tục pháp lý. Tổng chi phí đầu tư theo chúng tôi ước tính là 10,346 tỷ VNĐ cho 3 KCN. Chúng tôi giả định 2 KCN Yên Phong và Hà Nam sẽ đi vào cho thuê lần lượt trong 2H2022 và 2023 trong khi KCN Bắc Giang là năm 2024 với giá thuê cao hơn so với báo cáo trước do triển vọng về nhu cầu lớn hơn, lần lượt là 140, 90 và 110 USD/m²/kỳ thuê. Mảng kinh doanh này được kì vọng sẽ đem lại khoản lợi nhuận lớn cho doanh nghiệp với đóng góp từ 500-9,000 tỷ vào lợi nhuận từ liên doanh-liên kết cho PC1 trong giai đoạn 2023-2026.

Bảng 5. Doanh thu, lợi nhuận và đóng góp của mảng KCN cho PC1

Tỷ VNĐ	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Doanh thu	647	2,876	4,912	4,151	4,512	2,480
Lợi nhuận gộp	496	2,213	3,645	3,090	3,453	2,026
Lợi nhuận sau thuế	431	1,926	3,154	2,675	2,889	1,373
Đóng góp cho PC1	130	579	949	805	869	413

Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 8. Kế hoạch ghi nhận doanh thu mảng BĐS và KCN của PC1

Dự án	Tỷ lệ sở hữu	Tổng doanh thu dự án (tỷ VNĐ)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PC1 Gia Lâm	100%	193						
PC1 Định Công	99.75%	975						
PCC1 Vĩnh Hưng	99.95%	594						
PCC1 Thăng Long	100%	1,620						
KCN Yên Phong II-A	18.65%	3,124						
KCN Hà Nam	30.02%	11,313						
KCN Bắc Giang	30.02%	5,141						

Nguồn: PC1, KBSV ước tính

Thay đổi dự phóng cho mỏ Nickel dựa trên tiến độ cũng như trữ lượng của mỏ

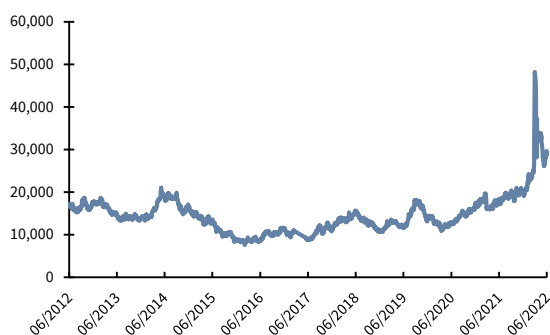
Chúng tôi đưa ra dự phóng mới cho mỏ Nickel khi bổ sung thêm giai đoạn 2 trong vòng đời khai thác của mỏ. Giai đoạn 2 có công suất tương đương giai đoạn 1 với tổng công suất khai thác quặng thô/năm đạt từ 700-900 nghìn tấn. Tổng vốn đầu tư khoảng 1,000 tỷ với cơ cấu vốn tương đương giai đoạn 1 là 70% tới từ vay nợ và 30% vốn tự có. Chúng tôi kì vọng rằng giai đoạn 2 sẽ được thi công vào năm 2023 và đưa vào hoạt động từ năm 2024, nâng tổng công suất khai thác của PC1 tại mỏ lên khoảng 1.4 triệu tấn/năm.

Về triển vọng của Nickel, hiện nay khoảng 75% tiêu thụ niken thế giới được sử dụng để sản xuất thép không gỉ, trong đó Trung Quốc chiếm hơn khoảng 50% lượng tiêu thụ cho mảng này. Nhu cầu niken để sản xuất thép không gỉ dự kiến sẽ duy trì mạnh mẽ trong 10 năm tới khi xu hướng toàn cầu về dân số đô thị ngày càng tăng, mật độ dân số của các nước tăng dần và nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng lớn với yêu cầu về chất lượng cao sẽ chủ yếu tập trung sử dụng thép

không gì để xây dựng cơ sở hạ tầng và mạng lưới giao thông. Bên cạnh đó, nhu cầu nickel cũng sẽ tăng mạnh trong giai đoạn tới khi pin của xe điện hiện tại có thành phần chính là nickel. Theo Commodity Insights, ứng dụng của nickel cho sản xuất pin xe điện sẽ tăng lên 26% vào năm 2030 từ 5% hiện nay với nhu cầu hơn 1 triệu tấn niken để làm pin mỗi năm. Nhu cầu nickel mạnh mẽ sẽ đạt mức 3.9 triệu tấn vào năm 2030 so với mức 2.4 triệu tấn cuối năm 2019, ủng hộ đà tăng giá trong dài hạn của Nickel. Ngoài ra, xung đột Nga – Ukraine cũng góp phần làm tăng giá Nickel với những lo ngại của phương Tây cho Nga – nhà cung cấp Nickel lớn thứ 3 thế giới. Do đó, chúng tôi kì vọng mỏ Quang Trung – Hà Trì đi vào khai thác sẽ đáp ứng nguồn cung cấp cho nhu cầu tiêu thụ Nickel lớn của Việt Nam và trên thế giới, góp phần đa dạng hoá nguồn doanh thu cho PC1.

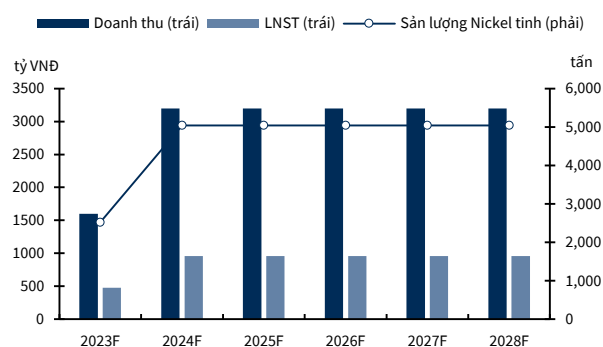
Theo ước tính của PC1, dự án sẽ đạt mức IRR 18% ở mức giá Nickel khoảng 17,000 USD/tấn và toàn bộ sản phẩm được bán bằng giá spot (giá giao ngay) trên thị trường. Với tổng trữ lượng mỏ khoảng 14 triệu tấn, chúng tôi dự phóng vòng đời khai thác của mỏ sẽ đạt khoảng 12-13 năm với tổng doanh thu sẽ đạt khoảng 32.5 nghìn tỷ VNĐ và LNST đạt 9.76 nghìn tỷ VNĐ với các giả định: **(1)** Giá Nickel trong toàn vòng đời khai thác đạt 23,000 USD/tấn, **(2)** Biên LN ròng đạt 30% - mức tương đồng với các công ty khai khoáng Nickel trên thế giới.

Biểu đồ 9. Giá Nickel duy trì ở mức cao (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Dự phóng KQKD mảng khai khoáng của PC1, 2023-2028F



Nguồn: PC1, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 10,498 tỷ VNĐ (+7% YoY) và LNST đạt 1,287 tỷ VNĐ (+68% YoY)

KBSV dự báo doanh thu của PC1 trong năm 2022 đạt 10,498 tỷ VNĐ (+7.0% YoY) và LNST đạt 1,287 tỷ VNĐ (+68.4% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Doanh thu mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp đạt 5,663 tỷ VNĐ (-16% YoY) và 793 tỷ VNĐ (+25% YoY) do nhu cầu xây lắp hạ nhiệt từ mức nền cao của năm 2021 và mảng sản xuất công nghiệp có sự đóng góp từ gói thầu Vân Phong – Vĩnh Tân.
- Sản lượng điện phát từ thủy điện đạt 596.4 GWh (+16.3% YoY) do La Nina tiếp tục kéo dài tới hết năm 2022.
- Sản lượng điện phát từ cụm nhà máy điện gió đạt 504.5 GWh (+112% YoY) do hoạt động cả năm 2022 thay vì 2 tháng như năm 2021.
- Dự án PC1 Định Công sẽ được bàn giao 50% trong năm 2022 với mức giá trung bình 140 triệu VNĐ/m², dự án Gia Lâm bàn giao hết trong năm 2022 với mức giá trung bình 77 triệu VNĐ/m²

- Biên lợi nhuận gộp đạt 20.6% so với mức 11.7% của năm 2021 do tỷ trọng đóng góp lớn từ các mảng có biên lợi nhuận gộp cao như mảng phát điện và mảng BĐS.
- Doanh thu tài chính đạt 123 tỷ VNĐ (-61% YoY) do không còn khoản lợi nhuận bất thường từ đánh giá lại công ty con như năm 2021.
- Doanh thu từ liên doanh – liên kết đạt 130 tỷ VNĐ (+7.2x YoY) do bắt đầu ghi nhận doanh thu từ KCN Yên Phong II-A.

Định giá

Khuyến nghị MUA cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu 56,700 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần (SOTP) để định giá cổ phiếu PC1 và đưa ra khuyến nghị MUA với mức giá mục tiêu 56,700 VNĐ/cổ phiếu, thấp hơn giá mục tiêu cũ là 58,300 VNĐ/cổ phiếu do áp dụng mức chiết khấu 10% để phản ánh rủi ro đa ngành của PC1. Giá mục tiêu tương ứng upside 40.3% so với giá đóng cửa ngày 14/06/2022, trong đó mảng xây lắp trị giá 3,908 tỷ VNĐ, mảng BĐS trị giá 1,005 tỷ VNĐ, mảng phát điện trị giá 13,670 tỷ VNĐ, mảng khai khoáng trị giá 2,012 tỷ VNĐ và mảng KCN trị giá 2,117 tỷ VNĐ.

Bảng 6. Tổng hợp định giá PC1

Định giá	Phương pháp	Giá trị của PC1
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	P/E	3,908
Bất động sản	DCF	1,005
Thủy điện	DCF	7,746
Điện gió	DCF	5,924
Khai khoáng	DCF	2,012
Khu công nghiệp	DCF	2,117
Tổng giá trị		22,712
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn		2,294
(-) Vay nợ ròng		-8,514
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		-1,670
Giá trị VCSH		14,822
Chiết khấu tập đoàn đa ngành		10%
Giá trị cổ phiếu		13,340
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)		235.20
Giá trị cổ phiếu		56,700
Giá hiện tại (14/06/2022)		40,400
Tổng mức sinh lời		40.3%

Nguồn: KBSV ước tính

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng
ngaphb@kbsec.com.vn

Lương Ngọc Tuấn Dũng
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng
dunglnt@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Dầu khí & Tiện ích
quangtpt@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
huynd1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@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

Lê Hạnh Quyên
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Hóa chất
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Thủy sản & Dệt may
anhhttp@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 G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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.