

Việt Nam: Ngành Năng Lượng
15 December 2022
PC1
MUA
Giá mục tiêu tăng +62,5%
Đóng cửa 12/02/2022

Giá 21.000 đồng

Mục tiêu 12T 34.123 đồng

Mục tiêu trước đó 44.111 đồng

Thay đổi +62,5%

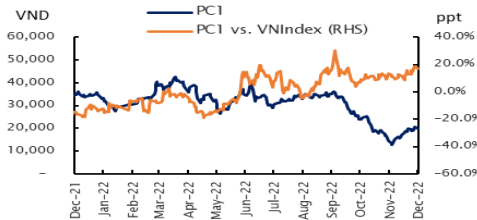
Tiêu điểm

- ▶ PC1 đạt mục tiêu doanh thu mangan niken sẽ đạt 1 nghìn tỷ đồng trong năm 2023, với biên lợi nhuận gộp ~40%.
- ▶ Công ty đặt mục tiêu tổng công suất điện gió là 350MW vào năm 2025, nghĩa là sẽ tăng thêm 206MW (+143%) từ năm 2023-25E.
- ▶ Chúng tôi hạ giá mục tiêu 23% xuống còn 34.123 đồng, tương đương EV/EBITDA năm 2023E là 5,9x.

Quan điểm

- ▶ Dự báo năm 2023E của chúng tôi đối với mangan niken thận trọng hơn so với kế hoạch của PC1: Doanh thu đạt 592 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp là 30%.
- ▶ PC1 mang đến cho các nhà đầu tư cơ hội tuyệt vời từ quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh của Việt Nam.
- ▶ Tiềm năng tăng lợi nhuận đến từ khoản hoàn nhập dự phòng tỷ giá nếu đồng VND tiếp tục tăng trong Q4/2022. Dù thế nào, đây cũng là một khoảng phi tiền mặt.

Hồ sơ doanh nghiệp: PC1 là công ty dẫn đầu thị trường xây lắp, đường dây tải điện, trạm biến áp và sản xuất cột điện. PC1 đang ngày càng chuyển dịch mô hình kinh doanh sang mảng xây dựng năng lượng xanh và phát điện. Do đó, PC1 mang lại khả năng tiếp cận tuyệt vời cho quá trình chuyển đổi dài hạn của Việt Nam sang năng lượng xanh. Thêm vào đó, PC1 sẽ chuyển sang khai thác và tinh chế niken vào năm 2023E.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	227
GTGD BQ 6T (triệu USD)	2,6
SLCP đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	270
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	55
Sở hữu nước ngoài (%)	4,2
Cổ đông lớn (%)	39,6
Tài sản/VCSH (x)	2,8
2023E EV/EBITDA (x)	4,5
2023E P/B (x)	0,8
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	44,8

Triển vọng tài chính (tỷ đồng)

Năm	2021A	2022E	2023E	2024E
Doanh thu	9.828	8.957	12.321	13.415
LN HKKD	859	1.141	1.736	1.993
LN ròng	695	365	776	1.052
EPS (đồng)	2.808	1.281	2.728	3.694
Chênh lệch EPS (%)	(6,8)	(54,4)	112,9	35,4
P/E (x)	7,5	16,4	7,7	5,7
ROE (%)	10,2	11,9	9,0	10,3
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-
DPS (đồng)	-	-	-	-

CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 (PC1)

Mở rộng sang mảng mới nhằm thúc đẩy tăng trưởng

Mảng năng lượng tái tạo vẫn sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn. PC1 đạt mục tiêu tổng công suất điện gió sẽ đạt 350MW vào năm 2025, tăng 206MW (+143%) so với công suất hiện tại là 144MW. Do đó, PC1 sẽ được hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh của Việt Nam trong dài hạn, phù hợp với cam kết COP26 của chính phủ, phần đầu đạt phát thải carbon ròng bằng "0" vào năm 2050.

Lấn sân sang khai thác Niken. PC1 sở hữu 57% cổ phần tại một công ty khai thác và chế biến Niken, mảng này sẽ bắt đầu tạo ra doanh thu đầu năm 2023. Chúng tôi dự báo doanh thu niken năm 2023 sẽ đạt 592 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp là 30%. Con số này thấp hơn đáng kể so với kế hoạch của công ty với doanh thu kỳ vọng là 1 nghìn tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp là ~40% trong năm tới, tương ứng với tiềm năng tăng giá đối với dự báo của chúng tôi.

LNST sau CĐTS 9T2022 giảm 52,5% YoY, nhưng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh tăng 66,4% YoY, đạt 877 tỷ đồng. Tốc độ tăng trưởng ghi nhận kết quả trái chiều là do 1) doanh thu 9T2022 giảm 21,8% YoY; và 2) chi phí tài chính thuần tăng đến +762%, phần lớn là chi phí lãi vay và khoản lỗ ngoại hối phi tiền mặt.

Tiềm năng hoàn nhập dự phòng. Khoản nợ bằng USD của PC1 và việc VND mất giá trong 9T2022 đã gây ra khoản lỗ tỷ giá phi tiền mặt là 179 tỷ đồng. Do đó, sự gia tăng của VND tính đến thời điểm hiện tại trong Q4/2022 hàm ý rằng công ty có thể sẽ hoàn nhập dự phòng trong tương lai, từ đó thúc đẩy lợi nhuận. Theo quan điểm của chúng tôi, khoản nợ bằng USD không phải là vấn đề đáng lo ngại vì doanh thu bán điện được xác định bằng đồng USD.

Điều chỉnh mô hình. Chúng tôi đã đưa tiềm năng của mảng khai thác niken vào mô hình định giá của chúng tôi. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận 1 nghìn tỷ đồng doanh thu từ bất động sản vào năm 2023 thay vì năm 2022. Chúng tôi cũng tăng tỷ lệ WACC lên 12,4% sau khi tăng lãi suất phi rủi ro lên 7,4% (từ 5,5%) và hệ số Beta lên 1,07x (từ 0,7x).

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA nhưng giảm giá mục tiêu 23% còn 34.123 đồng. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với EV/EBITDA kỳ vọng năm 2023E đạt 5,9x, thấp hơn 18,8% so với trung vị ngành.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Chuyên viên phân tích:

Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn
<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

Năng lượng tái tạo đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của Việt Nam trong tương lai

PC1 mang đến cho các nhà đầu cơ hội tuyệt vời từ chiến lược chuyển đổi sang năng lượng xanh của Việt Nam, phù hợp với cam kết COP26 của chính phủ với mục tiêu phấn đấu đạt phát thải carbon ròng bằng “0” vào năm 2050.

PC1 hiện đang vận hành 144MW công suất điện gió và 169MW công suất thủy điện. Công ty đặt mục tiêu đưa tổng công suất điện gió lên đạt 350MW vào năm 2025, tương ứng tăng 206MW (+143%) so với mức công suất hiện tại. Ngoài ra, PC1 còn có kế hoạch phát triển 1GW công suất điện gió ngoài khơi.

Doanh thu bán điện trong 9T2022 tăng +145% YoY, đạt 1.243 tỷ đồng nhờ vào sự đóng góp từ ba nhà máy điện gió hoạt động từ tháng 10/2021 và chiếm 100% sản lượng điện gió của PC1. Biên lợi nhuận gộp của mảng bán điện đạt 54,4% trong 9T2022, tăng 1,3% YoY.

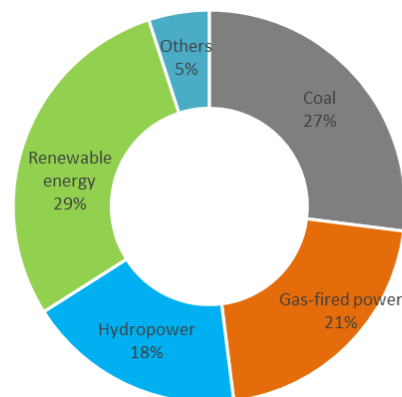
Như đã thảo luận trong [báo cáo trước](#), chúng tôi ước tính rằng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tăng ~10%/năm trong giai đoạn 2021-2030 để hỗ trợ cho mức tăng trưởng 6,5%-7% của GDP với hệ số đàn hồi điện / GDP là 1,5x, đây là mức tỷ lệ trung bình 5 năm của Việt Nam.

Tờ trình về Quy hoạch Điện 8 (QHĐ 8) sau đợt rà soát tháng 11 vẫn chưa được phê duyệt do gặp vấn đề trong việc xác định giá điện, nhưng tinh thần sẽ được giữ nguyên như trong dự thảo QHĐ 8. Cụ thể, chính phủ đã cam kết sẽ ưu tiên tập trung phát triển các nguồn năng lượng tái tạo thay vì chỉ dựa vào nhiệt điện than.

Theo dự thảo QHĐ 8, Việt Nam sẽ cần 137,2GW điện vào năm 2030, tăng +79% so với cuối năm 2021 (tương đương 76.620MW). Cụ thể hơn, dự thảo QHĐ 8 đặt mục tiêu quy mô điện gió là 28.480MW vào năm 2030 (gấp 7 lần so với năm 2021) và 153.550MW vào năm 2050 (gấp 37,5 lần so với năm 2021).

Dự kiến tổng vốn đầu tư cần thiết để phát triển hệ thống điện lực là 128,3 tỷ USD, trong đó 95,4 tỷ USD được dùng để sản xuất điện và 32,9 tỷ USD dùng cho hệ thống lưới điện. Với vai trò là công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực xây lắp điện, PC1 đang nắm giữ một vị thế rất thuận lợi để có thể hưởng lợi từ xu hướng này.

Biểu đồ 1: Năng lượng tái tạo sẽ là nguồn điện lớn thứ hai vào năm 2030



Nguồn: Dự thảo QHĐ 8 mới nhất

Lấn sân sang khai thác & chế biến niken

Mở rộng sang lĩnh vực khai thác niken. PC1 sở hữu 57% cổ phần tại CTCP Khoáng sản Tấn Phát, đây là chủ sở hữu mỏ niken lớn thứ ba tại Việt Nam với trữ lượng ước tính là 52.000 tấn kim loại niken. Tổng vốn đầu tư của dự án niken này là 1,5 nghìn tỷ đồng cho cả hoạt động khai thác mỏ và thành lập nhà máy tinh chế niken. Công suất khai thác là 600.000 tấn quặng nguyên khai/năm. Công ty đang vận hành thử trong Q4/22 và dự kiến đưa nhà máy đi vào vận hành vào năm 2023.

Thận trọng đưa tiềm năng của mảng khai thác niken vào mô hình định giá của chúng tôi. Tính đến hết tháng 11/2022, PC1 đã đầu tư 1,3 nghìn tỷ đồng cho dự án này, tương ứng với 87% kế hoạch đầu tư. Chúng tôi thận trọng với lĩnh vực kinh doanh mới này do dự án này vẫn đang ở giai đoạn đầu và dự báo doanh thu mảng Niken của chúng tôi cho năm 2023E là 592 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp là 30%. Con số này thấp hơn đáng kể so với kế hoạch của công ty với doanh thu kỳ vọng là 1 nghìn tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp sẽ đạt ~40% trong năm tới, cho thấy tiềm năng tăng thêm đối với các dự báo của chúng tôi nếu công ty có thể đạt được mục tiêu đề ra.

Biểu đồ 2: Nhà máy chế biến quặng niken chuẩn bị đi vào hoạt động thương mại vào đầu năm 2023

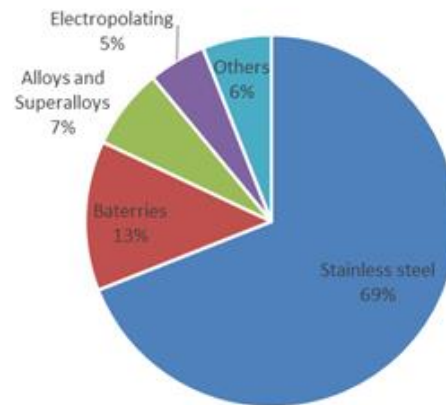


Nguồn: PC1

Nhu cầu đối với Niken rất lớn. Theo Fitch Solutions, nhu cầu sử dụng xe điện tăng mạnh trên toàn cầu sẽ làm tăng nhu cầu đối với niken – nguyên liệu được dùng để sản xuất pin xe điện – trong những năm tới. Hiện tại, gần hai phần ba sản lượng tiêu thụ niken dùng để sản xuất thép không gỉ và 13% dùng để sản xuất pin.

Theo Statista.com, nhu cầu tiêu thụ pin trên toàn cầu dự kiến sẽ tăng từ 185 GWh vào năm 2020 lên hơn 2.000 GWh vào năm 2030. Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), sản lượng tiêu thụ niken trên toàn cầu dự kiến sẽ đạt 3.583 tấn vào năm 2030, tăng từ mức 2.349 tấn vào năm 2020 và tương đương với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (CAGR) là +4,3% trong giai đoạn từ 2020-2030.

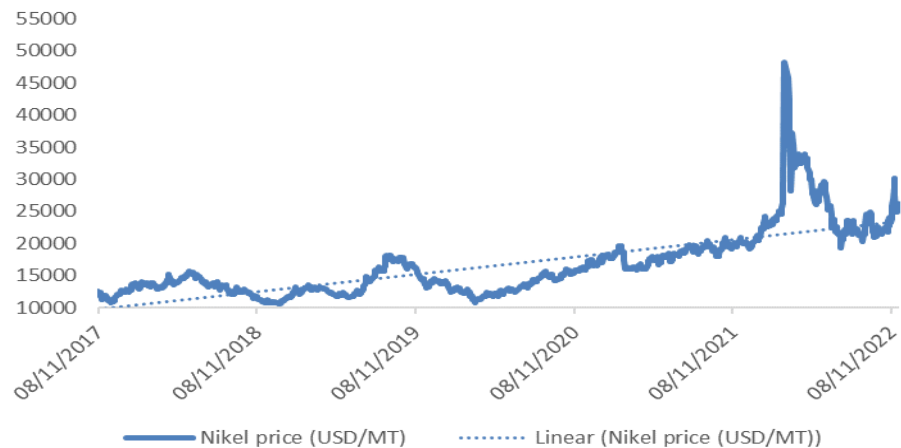
Biểu đồ 3: Thép không gỉ và pin là những sản phẩm được sản xuất từ niken.



Nguồn: *statista.com*

Giá niken đã bùng nổ trong giai đoạn từ 2020-2022. Gần đây, giá niken vẫn ở mức cao so với lịch sử do nhu cầu về pin tăng mạnh. Hiện tại, niken đang được giao dịch ở mức 31.000 USD/tấn, gấp đôi mức trung bình trong 5 năm.

Biểu đồ 4: Giá niken tăng cao do nhu cầu mạnh



Nguồn: *Bloomberg*

Tuy nhiên, Fitch Solutions dự báo giá hàng hóa sẽ giảm vào năm 2023 do nền kinh tế vĩ mô toàn cầu giảm tốc. Cụ thể, Fitch Solutions dự báo giá niken sẽ đạt 25.000 USD/tấn vào năm 2022E, đạt 20.000 USD/tấn vào năm 2023E (-17,5% YoY) và đạt 17.000 USD/tấn (-15% YoY) vào năm 2024, trước khi quay trở lại mức giá đã dao động trong một khoảng thời gian dài là 15.000 USD/tấn.

Biểu đồ 5: Fitch Ratings dự báo giá hàng hóa sẽ giảm do nền kinh tế giảm tốc**Metals & Mining Price Assumptions**

Commodity (USD per tonne)	2021	2022		2023		2024		2025		Long-term	
	Actual	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New	Old	New
Copper (LME spot)	9,322	8,700	8,700	8,000	8,000	7,500	7,500	7,500	7,500	7,000	7,000
Iron ore (China import iron ore fines 62%, CFR)	160	115	115	85	85	75	75	70	70	70	70
Hard coking coal (Australia premium spot, FOB)	223	370	370	200	200	140	140	140	140	140	140
Aluminium (LME spot)	2,475	2,700	2,700	2,500	2,500	2,500	2,500	2,250	2,250	2,000	2,000
Zinc (LME spot)	3,005	3,400	3,400	2,800	2,800	2,500	2,500	2,200	2,200	2,100	2,100
Gold (USD/oz)	1,799	1,800	1,800	1,600	1,600	1,400	1,400	1,300	1,300	1,300	1,300
Thermal coal (Australia Newcastle 6,000 kcal/kg, FOB)	138	360	350	240	220	90	90	83	83	63	63
Thermal coal (Qinhuangdao 5,500 kcal/kg, FOB)	159	176	188	130	139	100	100	93	93	78	78
Nickel (LME spot)	18,488	24,000	25,000	20,000	20,000	17,000	17,000	15,000	15,000	15,000	15,000

Nguồn: Fitch solutions

Điều chỉnh mô hình: Tiềm năng từ mỏ Niken

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu năm 2022E xuống 21% nhưng tăng dự báo doanh thu năm 2023E lên 3%. Số liệu dự báo doanh thu mới của chúng tôi là 8.957 tỷ đồng (+15% YoY) cho năm 2022E và 12.321 tỷ đồng (+40% YoY) cho năm 2023E.

Sự thay đổi này một phần là do doanh thu từ bất động sản (~1 nghìn tỷ đồng) đã bị chuyển sang năm 2023 thay vì được ghi nhận trong năm 2022 như trong mô hình định giá trước đó của chúng tôi. Doanh thu bất động sản bị trì hoãn ghi nhận do điều kiện thị trường không mấy thuận lợi trong năm 2022, đây có lẽ không phải là điều bất ngờ. Tuy nhiên, ban lãnh đạo kỳ vọng một lượng lớn doanh thu từ bất động sản sẽ được tạo ra trong năm tới, và chúng tôi đồng thuận với ý kiến này.

Đây cũng là lần đầu tiên chúng tôi đưa tiềm năng từ mảng khai thác niken vào mô hình định giá. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ ghi nhận 592 tỷ đồng doanh thu từ khai thác niken vào năm 2023E (so với doanh thu của năm 2022 là 0 đồng), thấp hơn nhiều so với kế hoạch của công ty là 1.000 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng khai thác niken vào năm 2024 sẽ đạt 1.150 tỷ đồng, tăng 94% YoY.

Ngoài ra, chúng tôi còn điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thương mại năm 2022E do hoạt động xây dựng tăng chậm lại, nhưng chúng tôi kỳ vọng sẽ phục hồi vào năm 2023E do vẫn còn nhiều dự án bị tồn đọng khi việc phê duyệt QHĐ 8 bị trì hoãn. Do đó, chúng tôi giảm dự báo doanh thu thương mại năm 2022E xuống còn 1.725 tỷ đồng (-19%), nhưng chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng này sẽ tăng +18% YoY trong giai đoạn phục hồi vào năm 2023E do khối lượng dự án xây dựng tồn đọng đáng kể.

Biểu đồ 6 : Điều chỉnh dự báo năm 2022E

FY Dec 31 (VND 'bn)	2022E	2023E	FY2022E	FY2023E	FY2022E2	FY2023E2
	Original forecast	Original forecast	New forecast	New forecast	% Change	% Change
Revenue	11,277	11,917	8,957	12,321	-21%	3%
Construction	6,040	6,394	5,060	6,242	-16%	-2%
Manufacturing	880	954	880	1,091	0%	14%
Investment property	29	30	29	30	0%	0%
Property transfer	1,000	1,025	31	1,000	-97%	-2%
Electricity sales	1,810	1,951	1,656	1,844	-9%	-5%
Trading	1,460	1,504	1,243	1,462	-15%	-3%
Nikel			-	592	n.m.	n.m.
Others	58	60	58	60	0%	0%
Cost of goods sold	(9,125)	(9,588)	(7,425)	(10,047)	-19%	5%
Gross profits	2,152	2,329	1,532	2,274	-29%	-2%
Operating expenses	(493)	(521)	(392)	(539)	-21%	3%
Operating profits	1,659	1,808	1,141	1,736	-31%	-4%
Pretax profits	1,248	1,452	546	1,141	-56%	-21%
Net profits	913	1,075	365	776	-60%	-28%
Gross profit margin	19.1%	19.5%	17.1%	18.5%	n.m.	n.m.

Nguồn: YSVN

Định giá: Điều chỉnh giảm 23% giá mục tiêu

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA nhưng giảm giá mục tiêu -23% còn 34.123 đồng. Giá mục tiêu mới của chúng tôi tương ứng với EV/EBITDA kỳ vọng năm 2023E là 5,9x, thấp hơn 18,8% so với trung vị ngành.

Như đã đề cập trước đó, giá mục tiêu của chúng tôi được tính toán dựa trên giá mục tiêu của mô hình FCFF và so sánh EV/EBITDA theo tỷ trọng 50:50. Đáng chú ý, PC1 là công ty xây lắp điện được niêm yết lớn nhất tại Việt Nam xét về vốn hóa thị trường và doanh thu.

Biểu đồ 7 : Tính toán giá mục tiêu

Valuation methods	New Target Price	Original Target price	% Changes
FCFF	28,514	45,090	-37%
EV/EBITDA multiple	39,731	43,132	-8%
Overall	34,123	44,111	-23%

Nguồn: YSVN

Việc giảm định giá FCFF chủ yếu là do chúng tôi đã điều chỉnh một vài dự báo như đã thảo luận ở phía trên. Ngoài ra, chúng tôi cũng đã tăng giá định WACC lên 12,4% (so với trước đó là 8,6%). Nguyên nhân chủ yếu là do lãi suất phi rủi ro tăng lên 7,4% (so với trước đây là 5,5%). Theo quan điểm của chúng tôi, lãi suất phi rủi ro đối với các nhà đầu tư Việt Nam chính là lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng có vốn nhà nước, lãi suất này đã tăng lên so với lần cập nhật trước đó của chúng tôi. Ngoài ra, chúng tôi đã áp dụng hệ số Beta là 1,07x để tính WACC là 12,4%.

Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi

Rủi ro lạm phát. PC1 là nhà thầu Thiết kế, Mua sắm và Xây dựng (EPC) cho một số dự án nhạy cảm với cả lạm phát về giá thiết bị và nguyên vật liệu.

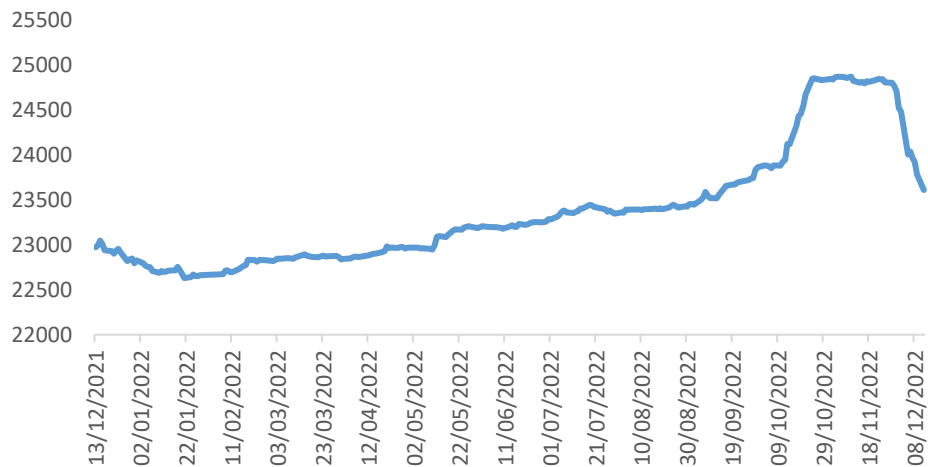
Rủi ro chính sách. QHĐ 8 đã bị trì hoãn từ lâu do gặp vấn đề về cơ chế định giá. Như vậy, biểu giá cho năng lượng tái tạo vẫn chưa được thiết lập. Sự chậm trễ này đã khiến các dự án năng lượng tái tạo trên cả nước bị trì hoãn theo.

Rủi ro tỷ giá – Không phải là một rủi ro mang tính cơ bản, nhưng có thể ảnh hưởng đến xu hướng giá cổ phiếu trong ngắn hạn. PC1 đang có khoản nợ ngoại tệ khoảng 172 triệu USD. Việc định giá bán điện bằng USD đã tự nhiên trở thành một cơ chế phòng ngừa rủi ro nhằm chống lại sự biến động tỷ giá, và PC1 không duy trì phương pháp phòng ngừa rủi ro tài chính nào để chống lại rủi ro hối đoái – và cũng không nên, theo quan điểm của chúng tôi.

Tuy nhiên, điều này đã làm dấy lên mối lo ngại cho các nhà đầu tư chứng khoán, những người có thể không hiểu về các nguyên tắc kế toán. PC1 đã trích lập 179 tỷ đồng khoản dự phòng ngoại tệ phi tiền mặt trong 9T2022 sau khi tỷ giá USD/VND tăng 4,7% trong 9T2022 (riêng trong Q3/2022 đã tăng đến 2,5%). Kể từ Q4/2022, đồng USD đã giảm ~1%, cho thấy PC1 có khả năng hoàn nhập dự phòng trong Q4/2022 nếu USD tiếp tục giảm.

Việc ghi nhận “lỗ” trong Q3/2022 đã góp phần khiến giá cổ phiếu giảm, do đó khả năng ghi nhận “lãi” trong Q4/2022 (cũng sẽ là một khoản phi tiền mặt, nếu điều này xảy ra) có thể tạo ra một số hiệu ứng tích cực trong ngắn hạn đối với giá cổ phiếu. Các cổ đông dài hạn nên bỏ qua vấn đề này.

Biểu đồ 8: USD/VND tăng cho thấy PC1 có tiềm năng hoàn nhập dự phòng trong Q4/2022



Nguồn: Bloomberg, YSVN

Tiềm năng tăng giá: Thêm 206 MW công suất điện gió vào năm 2025. PC1 đặt mục tiêu vận hành 350 MW công suất điện gió vào năm 2025, tăng từ mức 144 MW hiện tại. Chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào mô hình định giá, hàm ý rằng dự báo doanh thu và lợi nhuận trong dài hạn của chúng tôi có khả năng sẽ tăng lên.

Khai thác Niken là một lĩnh vực “khó nhằn” do mảng này vẫn đang ở giai đoạn đầu phát triển và khá phức tạp, đây vốn không phải là hoạt động kinh doanh cốt lõi của PC1. Dự báo doanh thu năm 2023E của chúng tôi khá thận trọng đối với mảng này (592 tỷ đồng), thấp hơn 40% so với kế hoạch doanh thu của PC1 cho năm sau; trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ đạt 30%, thấp hơn 10 điểm phần trăm (ppt) so với ước tính của PC1. Do đó, số liệu kinh doanh của mảng khai thác Niken có thể tốt hơn so với dự báo của chúng tôi nếu công ty có thể đạt được mục tiêu đề ra. Tuy nhiên, rủi ro định giá niken (nằm ngoài tầm kiểm soát của ban lãnh đạo) và tiềm năng của hoạt động kinh doanh này vẫn chưa được chứng minh cũng tiềm ẩn rủi ro giảm giá. Vì lý do này, chúng tôi đã đưa ra các ước tính thận trọng cho lĩnh vực kinh doanh này vào năm 2023E; nhưng điều này cũng không loại trừ rủi ro giảm giá đối với dự báo của chúng tôi.

Tiềm năng từ BĐS công nghiệp. PC1 sở hữu và cung cấp điện và các dịch vụ hậu cần cho các khách hàng tại Khu công nghiệp Nomura, một cơ sở rộng 153ha tại Hải Phòng. Dựa trên báo cáo hàng tháng của PC1, mỗi năm hoạt động kinh doanh này mang lại 600 tỷ đồng cho công ty. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa có đủ dữ liệu để xác minh khả năng sinh lời của số liệu doanh thu này. Do đó, chúng tôi vẫn chưa đưa mảng này vào mô hình định giá. Tuy nhiên, đây có thể là một nguồn khác giúp tạo thêm doanh thu/lợi nhuận khác cho các dự báo của chúng tôi.

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH (Tỷ đồng)

Năm tài chính	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Doanh thu	6.657	9.828	8.957	12.321	13.415
Xây lắp điện	3.041	6.714	5.060	6.242	6.495
Sản xuất công nghiệp	824	650	880	1.091	1.169
Đầu tư BĐS	21	27	29	30	31
Chuyển nhượng BĐS	835	79	31	1.000	1.025
Bán điện	748	928	1.656	1.844	1.980
Thương mại	1.122	1.377	1.243	1.462	1.503
Niken				592	1.150
Khác	66	54	58	60	63
Giá vốn hàng bán	(5.504)	(8.673)	(7.425)	(10.047)	(10.836)
Lợi nhuận gộp	1.153	1.156	1.532	2.274	2.579
Chi phí hoạt động	(335)	(297)	(392)	(539)	(586)
Lợi nhuận từ HĐKD	818	859	1.141	1.736	1.993
Chi phí lãi vay	(210)	(40)	(656)	(634)	(542)
Thu nhập ròng từ HĐĐT	18	86	50	24	47
Thu nhập ròng khác	17	(8)	11	15	16
Lợi nhuận trước thuế	643	896	546	1.141	1.513
Thuế TNDN	(105)	(132)	(20)	(129)	(196)
Lợi ích cổ đông thiểu số	32	69	161	236	266
Lợi nhuận ròng	506	695	365	776	1.052
Lợi nhuận cốt lõi	506	695	365	776	1.052
EBITDA	1.097	1.223	1.654	2.510	2.767
EPS (đồng)	3.012	2.808	1.281	2.728	3.694

CÁC HỆ SỐ TRỌNG YẾU

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu	13,9	47,6	(8,9)	37,6	8,9
Xây lắp	1,3	120,8	(24,6)	23,4	4,0
Sản xuất công nghiệp	(16,0)	(21,1)	35,5	23,9	7,1
Đầu tư BĐS	13,4	n/a	n/a	n/a	n/a
Chuyển nhượng BĐS	330,1	(90,6)	(61,0)	3.160,9	2,5
Bán điện	35,9	24,1	78,4	11,4	7,4
Thương mại	12,4	22,7	(9,7)	17,6	2,8
Niken	-	-	-	N/A	94
Khác	(33,7)	(18,3)	7,1	4,0	4,0
Lợi nhuận từ HĐKD					
EBITDA	38,4	5,0	0	1	0
Lợi nhuận ròng	45,1	11,5	35,3	51,7	10,2
EPS (đồng)	42,0	37,4	(48)	113	35
Hệ số sinh lời (%)	34,7	(6,8)	(54)	113	35
Biên lợi nhuận gộp					
Biên lợi nhuận từ HĐKD	17,3	11,8	17,1	18,5	19,2
Biên EBITDA	12,3	8,7	12,7	14,1	14,9
Biên lợi nhuận ròng	16,5	12,4	18,5	20,4	20,6
ROA	7,6	7,1	4,1	6,3	7,8
ROE	5,3	4,7	1,8	3,7	5,0
Hệ số bền vững	11,9	12,6	5,7	11,1	13,4
Nợ ròng/VCSH (x)					
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	46,6	105,1	119,4	75,0	75,0
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn(x)	3,4	2,7	1,7	2,1	2,8
Số ngày phải thu tiền mặt	0,8	0,5	0,5	1,1	2,3
Hệ số thanh toán tức thời (x)	86,4	47,6	56,9	36,0	25,8
Hệ số thanh toán nhanh (x)	1,5	1,1	1,3	1,6	1,4
Tiền mặt (tỷ đồng)	1,3	1,0	1,2	1,4	1,1
Hiệu suất hoạt động					
Số ngày phải thu	78	73	96	61	48
Số ngày tồn kho	72	35	47	43	48
Số ngày phải trả	64	60	85	68	70

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Tỷ đồng)

Năm tài chính	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Tổng tài sản	10.724	18.687	21.277	20.776	21.198
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.476	2.292	3.349	3.988	2.682
Đầu tư tài chính ngắn hạn	63	144	177	177	177
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.421	3.124	3.542	2.464	2.613
Hàng tồn kho	750	904	999	1.376	1.484
Tài sản ngắn hạn khác	57	126	162	161	161
Tài sản cố định	3.804	10.160	9.639	10.278	9.811
Tài sản khác	1.154	1.937	3.410	2.333	4.269
Nợ phải trả	5.961	12.406	14.726	13.421	12.854
Nợ ngắn hạn	3.744	5.799	6.180	5.010	5.012
Phải trả người bán ngắn hạn	1.099	1.756	1.722	2.009	2.167
Nợ vay ngắn hạn	1.586	2.800	3.190	1.569	1.569
Nợ dài hạn	2.218	6.607	8.546	8.411	7.842
Nợ vay dài hạn	2.171	6.238	8.248	8.114	7.544
Phải trả khác	46	370	297	297	297
Vốn chủ sở hữu	4.763	6.281	6.625	7.355	8.344
Vốn góp của chủ sở hữu	1.912	2.352	2.704	2.704	2.704
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Khác	256	333	333	333	333
Lợi nhuận giữ lại	1.102	1.305	1.298	2.028	3.016
Cổ đông thiểu số	782	1.580	1.580	1.580	1.580

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)

Năm tài chính	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Dòng tiền từ HĐKD	(107)	1.943	420	2.598	1.408
Thu nhập ròng	505	695	365	776	1.052
Khấu hao	186	299	426	808	808
Thay đổi trong VLC	(203)	917	(558)	1.152	(255)
Khác	(596)	32	187	(138)	(196)
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	(14)	(6.846)	(2.116)	(204)	(2.145)
Chi tiêu vốn ròng	(1.576)	(5.677)	(1.302)	(50)	(100)
Thay đổi trong đầu tư dài hạn	586	(784)	(618)	223	(1.937)
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	976	(385)	(197)	(377)	(108)
Dòng tiền sau đầu tư	(121)	(4.903)	(1.696)	2.394	(737)
Dòng tiền từ HĐ tài chính	1.030	5.719	2.754	(1.755)	(569)
Thay đổi trong vốn góp CSH	319	440	353	-	-
Thay đổi trong nợ	711	5.279	2.401	(1.755)	(569)
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Thay đổi ròng trong dòng tiền	908	816	1.057	639	(1.306)
Dòng tiền đầu kỳ	568	1.476	2.292	3.349	3.988
Tiền mặt cuối kỳ	1.476	2.292	3.349	3.988	2.682

CÁC THƯỚC ĐO CHÍNH

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
PE (x)	7,0	7,5	16,4	7,7	5,7
PE pha loãng (x)	7,0	7,5	16,4	7,7	5,7
PB (x)	0,7	0,8	0,9	0,8	0,7
EBITDA/CP	6.884	5.201	6.117	9.280	10.231
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA (x)	5,1	9,4	8,2	4,5	4,3
EV/EBIT (x)	6,8	13,4	11,9	6,5	6,0

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (3940)

vi.truong@yuanta.com.vn