BÁO CÁO CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

NGÀNH XÂY DỰNG | **NGÀY 10 THÁNG 06 NĂM 2022**

CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN PC1 (HSX: PC1)

Nguyễn Ngọc Đức
Chuyên viên phân tích
Email: ducnn2@fpts.com.vn
Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4307

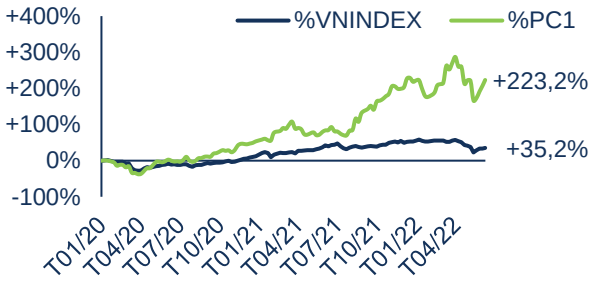
Người phê duyệt báo cáo:
Nguyễn Thị Kim Chi
Giám đốc Phân tích đầu tư

Giá hiện tại:	39.500
Giá mục tiêu:	**43.700**
Tăng/(giảm):	**+10,6%**

Khuyến nghị

THEO DÕI

Biến động giá VNINDEX và PC1 từ 2020



Thông tin giao dịch	13/06/2022
Giá hiện tại (VND/cp)	39.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	48.950
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	19.885
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	235,16
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	235,16
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	1.478.286
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	5,02%
Vốn hóa (tỷ VND)	9.289
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	3.171
P/E Trailing 12 tháng	12,46x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Tập đoàn PC1
Địa chỉ	Số 583 Nguyễn Trãi, Văn Quán, Thanh Xuân, Hà Nội
Hoạt động kinh doanh chính	Thi công xây lắp điện Đầu tư năng lượng điện Phát triển bất động sản
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, lao động, lãi vay
Rủi ro chính	Lãi vay và tỷ giá USD/VND

Cơ cấu cổ đông (13/06/2022)	(%)
Trịnh Văn Tuấn	21,01%
CTCP BEHS	17,75%
Vietnam Holding Limited	3,36%
Khác	57,88%

ĐIỆN GIÓ THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG 2022

Cho cả năm 2022, PC1 đặt kế hoạch 11.003 tỷ doanh thu (+12% yoy) và 657 tỷ lợi nhuận sau thuế (-14%). Chúng tôi dự phóng PC1 sẽ hoàn thành tương ứng 86,6% và 101,6% kế hoạch với kỳ vọng lĩnh vực năng lượng tiếp tục hoạt động ổn định và PC1 có thể ghi nhận một phần các dự án bất động sản trong năm.

Khuyến nghị: Bằng phương pháp Tổng của các thành phần, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của PC1 là **43.700 VND/cp** (+10,6% so với giá đóng cửa ngày 13/06/2022) và khuyến nghị **THEO DÕI**. Quý nhà đầu tư có thể mua vào khi cổ phiếu PC1 ở mức giá 36.400 VND/cp, tương ứng tỷ lệ sinh lời kỳ vọng 20%.

Các luận điểm chính như sau:

- **Lĩnh vực năng lượng dự phóng đạt 1.828 tỷ doanh thu +97% yoy)**, trong đó mảng thủy điện đạt 842 tỷ doanh thu (+19% yoy) nhờ tình hình thủy văn cải thiện và mảng điện gió đạt 985 tỷ doanh thu (+354% yoy) nhờ ba nhà máy điện gió đi vào hoạt động cuối 2021.
- **Lĩnh vực bất động sản dự phóng đóng góp 746 tỷ doanh thu (+603% yoy)** nhờ ghi nhận hai dự án bất động sản nhà ở thấp tầng tại Gia Lâm và Định Công.
- **Lĩnh vực xây lắp điện có triển vọng dài hạn cải thiện** nhờ định hướng tăng cường đầu tư điện gió và lưới điện được đặt ra trong Quy hoạch Phát triển điện lực quốc gia 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2045.
- **Lĩnh vực khai thác Niken – Đồng dự phóng đạt công suất tối đa vào năm 2025** với doanh thu 937 tỷ và lợi nhuận sau thuế 229 tỷ (thấp hơn khoảng 40 – 50% so với dự kiến của PC1) và đóng góp ~6,2% giá mục tiêu trên của cổ phiếu PC1.

Các yếu tố cần theo dõi

- **Lãi suất:** Mặt bằng lãi suất nhiều khả năng sẽ tăng từ năm 2022 khi dịch Covid-19 đã qua đi. Nếu lãi suất tăng 01 điểm phần trăm, PC1 ước tính phải chịu thêm ~85 tỷ chi phí lãi vay, tương ứng với ~12,7% lợi nhuận sau thuế dự phóng năm 2022.
- **Tỷ giá USD/VND:** PC1 vay USD giá trị khoảng 4.000 tỷ để phát triển các nhà máy điện gió. Từ năm 2000 tới nay, tiền VND đã mất giá trung bình 2,3%/năm so với tiền USD do lạm phát và mặt bằng lãi suất cao ở Việt Nam.

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2022

Trong Q1/2022, doanh thu PC1 giảm nhẹ (đạt 1.479 tỷ, -4,5% yoy) do đã hoàn thành các dự án điện gió trong năm 2021; ngược lại lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ tăng mạnh (đạt 133 tỷ, +70% yoy) chủ yếu nhờ đóng góp từ 144 MW điện gió đi vào hoạt động cuối 2021. Cụ thể các chỉ tiêu chính trong kết quả kinh doanh Q1/2022:

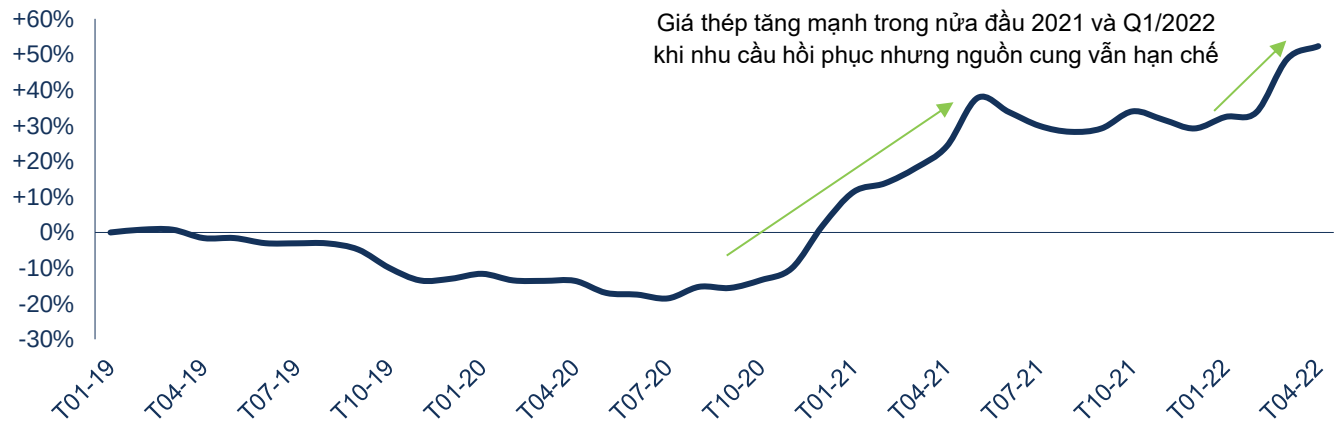
Đơn vị: Tỷ VND	Q1/22	%YoY	%KH	KH
Doanh thu thuần	**1.478**	**-4,5%**	**13,4%**	**11.003**
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	625	-29,1%	9,2%	6.772
Năng lượng	457	+299,0%	27,2%	1.681
Bất động sản	14	-79,6%	1,3%	1.026
Khác	383	-21,4%	25,1%	1.523
Lợi nhuận gộp	**350**	**+86,4%**		
Biên lợi nhuận gộp	***23,7%***	***+11,6 đpt***		
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	47	-51,0%		
Biên lợi nhuận gộp	*7,5%*	*-3,4 đpt*		
Năng lượng	286	+370,4%		
Biên lợi nhuận gộp	*62,6%*	*+9,5 đpt*		
Chi phí bán hàng và quản lý	55	-7,8%		
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	**283**	**+113,2%**		
Chi phí tài chính	121	**+102,0%**		
Lợi nhuận sau thuế	**179**	**+124,6%**	**27,3%**	**657**
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	**133**	**+69,8%**		

Bảng 1 – Nguồn: PC1

Trong đó:

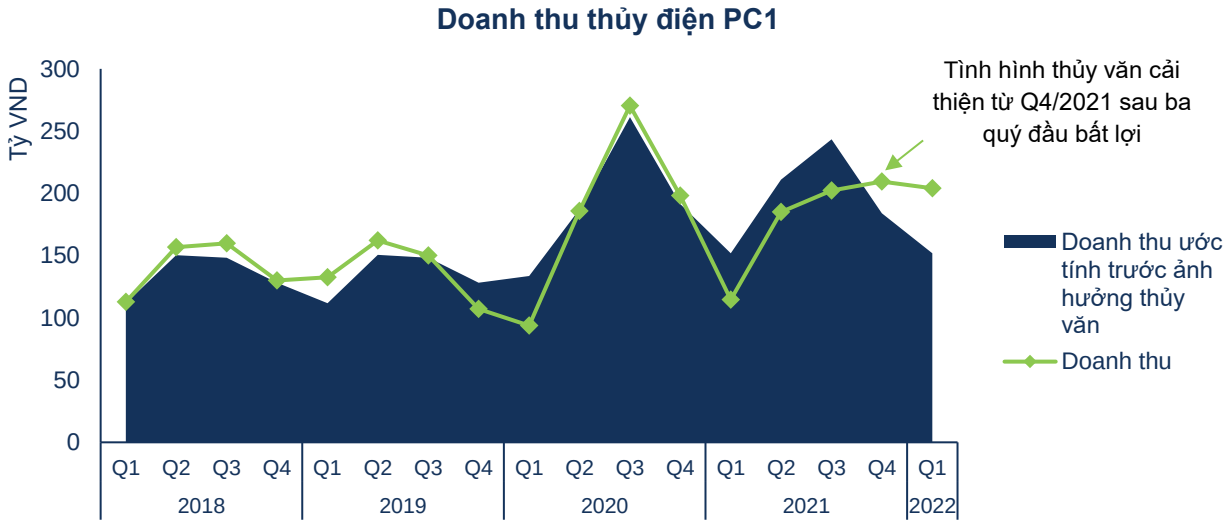
- **Lĩnh vực Xây lắp điện giảm đáng kể so với cùng kỳ, đạt 625 tỷ doanh thu (-29% yoy) và 47 tỷ lợi nhuận gộp (tương ứng biên lợi nhuận gộp 7,5%, giảm 3,5 đpt so với Q1/2021):** Doanh thu sụt giảm chủ yếu do PC1 đã hoàn thành các dự án điện gió từ Q4/2021. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp giảm 1/3 so với cùng kỳ chủ yếu do giá thép tăng khoảng 20% trong Q1/2022.

Biến động giá thép từ 2019



Biểu đồ 1 – Nguồn: Hiệp hội Thép Việt Nam, FPTS tổng hợp

- **Lĩnh vực Năng lượng đạt tăng trưởng rất cao, ghi nhận 467 tỷ doanh thu (+300% yoy) và 286 tỷ lợi nhuận gộp (tương ứng biên lợi nhuận gộp 62,6%, tăng 9,5 đpt so với cùng kỳ)** nhờ các nhà máy điện gió bắt đầu đóng góp doanh thu từ Q4/2021 và các nhà máy thủy điện có tình hình thủy văn cải thiện.
    - Điện gió (144 MW): ghi nhận 253 tỷ doanh thu với sản lượng đạt 129 triệu kWh nhờ tình hình gió thuận lợi ở miền trung (ước tính vượt thiết kế khoảng 5%), lợi nhuận gộp ước tính đạt 157 tỷ, tương ứng biên lợi nhuận gộp 62%.
    - Thủy điện (169 MW): ghi nhận 204 tỷ doanh thu (+80% yoy) nhờ thủy văn khả quan giúp sản lượng lên tới 98 triệu kWh (+121% yoy, ước tính cao hơn trung bình khoảng 47%), lợi nhuận gộp ước tính đạt 129 tỷ, tương ứng biên lợi nhuận gộp 63,4% (+10,3 đpt yoy)



Biểu đồ 2 – Nguồn: PC1, FPTS ước tính

- Lĩnh vực Bất động sản không có dự án mới ghi nhận và lĩnh vực Khác chủ yếu là hoạt động thương mại với biên lợi nhuận rất thấp, đóng góp không đáng kể.
- Chi phí tài chính tăng mạnh, đạt 121 tỷ (+102% yoy): chủ yếu từ 114 tỷ chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá (từ các khoản vay), tăng gấp đôi so với Q1/2021 do phát sinh thêm chi phí lãi vay từ các nhà máy điện gió. Tại cuối Q1/2022, nợ vay của PC1 đạt khoảng 10.000 tỷ (~52% tổng nguồn vốn), tạo ra rủi ro lãi suất và rủi ro tỷ giá đáng kể.

II. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

1. Dự phóng kết quả kinh doanh 2022

Năm 2022, PC1 đặt kế hoạch 11.003 tỷ doanh thu (+12% yoy) với tăng trưởng chủ yếu từ lĩnh vực năng lượng (181% TH2021) và bất động sản (967% TH2021), lần lượt tới từ (1) 144 MW điện gió hoàn thành cuối năm 2021 và (2) hai dự án bất động sản thấp tầng (Gia Lâm và Định Công) dự kiến ghi nhận trong Q4/2022.

Ngược lại, kế hoạch lợi nhuận sau thuế 2022 của PC1 giảm đáng kể so với 2021 ở mức 657 tỷ (-14% TH2021) do lợi nhuận đột biến trên 300 tỷ từ các hoạt động đầu tư trong năm 2021.

Nhìn chung, kế hoạch lợi nhuận của PC1 khá thận trọng và khả thi. Chúng tôi dự phóng PC1 đạt doanh thu 9.532 tỷ (-3,0% yoy, đạt 87% KH) và lợi nhuận sau thuế đạt 667 tỷ (-12,7% yoy, 102% KH), cụ thể như sau:

Đơn vị: Tỷ VND	2022F	%YoY	%KH	KH	%YoY KH
Doanh thu thuần	**9.532**	**-3,0%**	**86,6%**	**11.003**	**+12,0%**
Xây lắp điện	5.426	-26,3%	80,1%	6.772	**-8,0%**
Năng lượng	1.828	+96,9%	108,7%	1.681	**+81,1%**
Bất động sản	746	+603,6%	72,7%	1.026	**+867,9%**
Khác	1.532	+7,1%	100,6%	1.523	**+6,5%**
Lợi nhuận gộp	**1.688**	**+46,1%**			
Biên lợi nhuận gộp	*17,7%*	*+6,0 đpt*			
Xây lắp điện	379	-31,6%			
Biên lợi nhuận gộp	*7,0%*	*-0,5 đpt*			
Năng lượng	1.106	+108,8%			
Biên lợi nhuận gộp	*60,5%*	*+3,4 đpt*			
Bất động sản	157	+307,6%			
Biên lợi nhuận gộp	*21,1%*	*-15,3 đpt*			
Chi phí bán hàng và quản lý	346	+16,6%			
Lợi nhuận (lỗ) khác	-39	+382,8%			
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	**1.303**	+53,2%			
Doanh thu tài chính	45	-85,9%			
Chi phí tài chính	659	+83,5%			
Lợi nhuận (lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	29	-66,6%			
Lợi nhuận sau thuế	**667**	**-12,7%**	**101,6%**	**657**	**-14,0%**
Lợi nhuận sau thuế của CĐKKS	130	+88,3%			
Lợi nhuận sau thuế của CĐCTM	**537**	-22,8%			

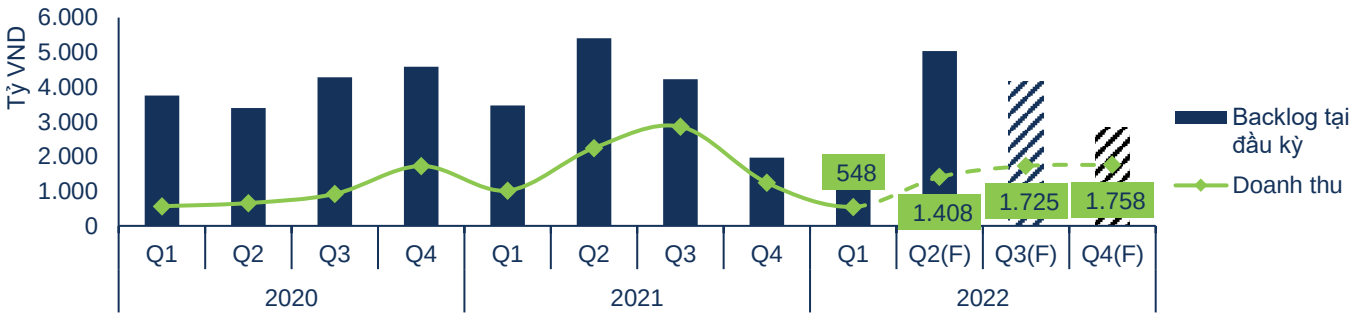
Bảng 2 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng

1.1. Xây lắp điện

Lĩnh vực xây lắp điện dự phóng giảm đáng kể so với cao điểm hoàn thành các dự án điện gió năm 2021, đạt 5.426 tỷ doanh thu (-26% yoy) và 379 tỷ lợi nhuận gộp (-32% yoy), dựa trên:

(1) Ghi nhận 1.155 tỷ doanh thu từ backlog chuyển sang năm 2022 ở 1.383 tỷ (-60% yoy do các dự án điện gió năm 2021 đều đã hoàn thành), tương ứng tỷ lệ ghi nhận ở ~84% (năm 2021 ở ~95%).
(2) Giá trị hợp đồng ký mới 2022 đạt 5.839 tỷ (+11% yoy): Đây là giả định rất thận trọng khi PC1 đã ký được ~4.678 tỷ hợp đồng mới trong Q1/2022, tương đương 80% dự phóng cả năm (bao gồm 2.886 tỷ EPC Nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 và 500 tỷ Trạm biến áp và đường dây 110kV Nhà máy điện gió Khai Long).
(3) Ghi nhận 4.271 tỷ từ hợp đồng ký mới năm 2022, tương ứng tỷ lệ ghi nhận ở ~73% (năm 2021 ở ~77%): điện gió dự kiến chiếm khoảng 60 -70% giá trị hợp đồng ký mới năm 2022. Các dự án này có thời gian thực hiện nhanh và có thể ghi nhận phần lớn trong năm.
(4) Biên lợi nhuận gộp ở 7,0% (-0,5 đpt so với 2021) để phản ánh ảnh hưởng của giá thép tăng trong 2022.

Backlog và doanh thu Xây lắp điện PC1



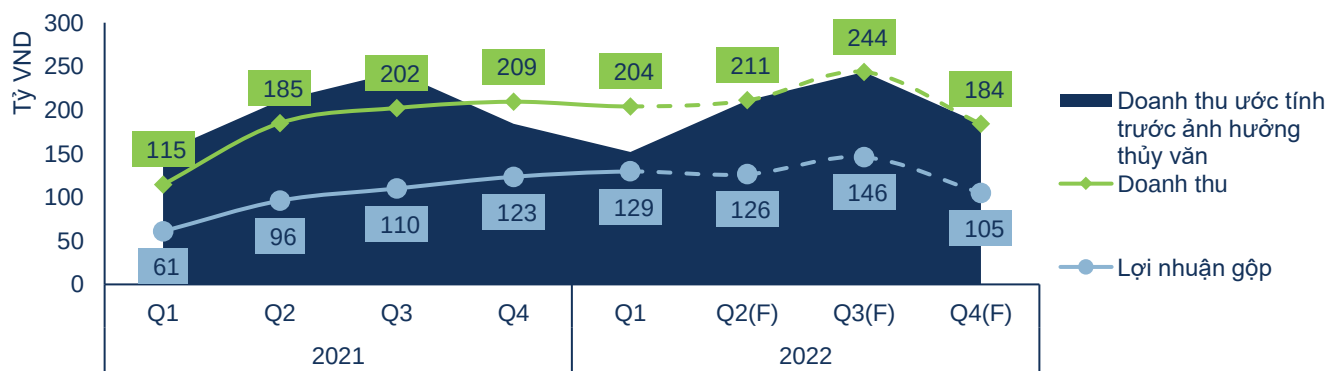
Biểu đồ 3 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng

1.2. Năng lượng

Lĩnh vực năng lượng dự phóng tăng mạnh so với 2021, đạt 1.828 tỷ doanh thu (+97% yoy) và 1.106 tỷ lợi nhuận gộp (+109% yoy):

(1) Điện gió (144 MW): Chúng tôi dự kiến các nhà máy sẽ hoạt động hết công suất trong năm 2022, đóng góp 985 tỷ doanh thu và 599 tỷ lợi nhuận gộp (biên lợi nhuận gộp 60,8%), sản lượng 498 triệu kWh. Cần lưu ý rằng PC1 chỉ sở hữu ~55% tại các nhà máy điện gió này. Với giả định trên, mảng điện gió dự phóng đạt 281 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng phát sinh 127 tỷ lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát năm 2022.
(2) Thủy điện (168 MW): đóng góp 842 tỷ doanh thu (+18% yoy) và 506 tỷ lợi nhuận gộp (ước tính +29%yoy), sản lượng đạt 634 triệu kWh (+24% yoy) nhờ trạng thái La Nina có khả năng tiếp tục duy trì tới các tháng đầu mùa đông năm 2022, theo *Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia*. Biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 60,5% (+5,1 đpt yoy), tương đương trung bình 2018 – 2020.

Doanh thu thủy điện PC1



Biểu đồ 4 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng

1.3. Bất động sản

Lĩnh vực bất động sản dự phóng đóng góp 746 tỷ doanh thu (+604% yoy) từ ghi nhận dự án Khu nhà ở PC1 Gia Lâm và Khu nhà ở PC1 Định Công; lợi nhuận gộp đạt 157 tỷ (+308% yoy), tương ứng biên lợi nhuận gộp 21,1%, thấp hơn các dự án trước đây của PC1 ở ~30%. Cần lưu ý rằng, dù PC1 có kế hoạch hoàn thành và ghi nhận phần lớn hai dự án này trong năm 2022, chúng tôi chưa tìm được thông tin dự án trên các phương tiện thông tin đại chúng để đối chiếu và đã đặt ra các giả định thận trọng so với kế hoạch của PC1:

	Chỉ tiêu	Kế hoạch	Giả định	So với kế hoạch
Dự án PC1 Gia Lâm	Khởi công	Q2/2022	01/04/2022	
	Mở bán	Q3/2022	01/07/2022	Tương đương
	Hoàn thành	Q4/2022	01/11/2022	
	Tổng mức đầu tư (Tỷ VND)	N/A	100	N/A
	Doanh thu (ghi nhận 2022)	**193**	**168**	**-13%**
Dự án PC1 Định Công	Khởi công	Q3/2022	01/07/2022	
	Mở bán	Q3/2022	01/09/2022	Tương đương
	Hoàn thành	Q4/2022	01/01/2023	
	Tổng mức đầu tư (Tỷ VND)	N/A	780	N/A
	Doanh thu	**1.000**	**900**	**-10%**
	Ghi nhận 2022	783	540	-31%
	Ghi nhận 2023	217	360	+66%
Tổng cộng	**Doanh thu**	**1.193**	**1.068**	**-10%**
	Ghi nhận 2022	976	708	-27%
	Ghi nhận 2023	217	360	+66%
	Lợi nhuận sau thuế	**200**	**136**	**-32%**

Bảng 3 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng

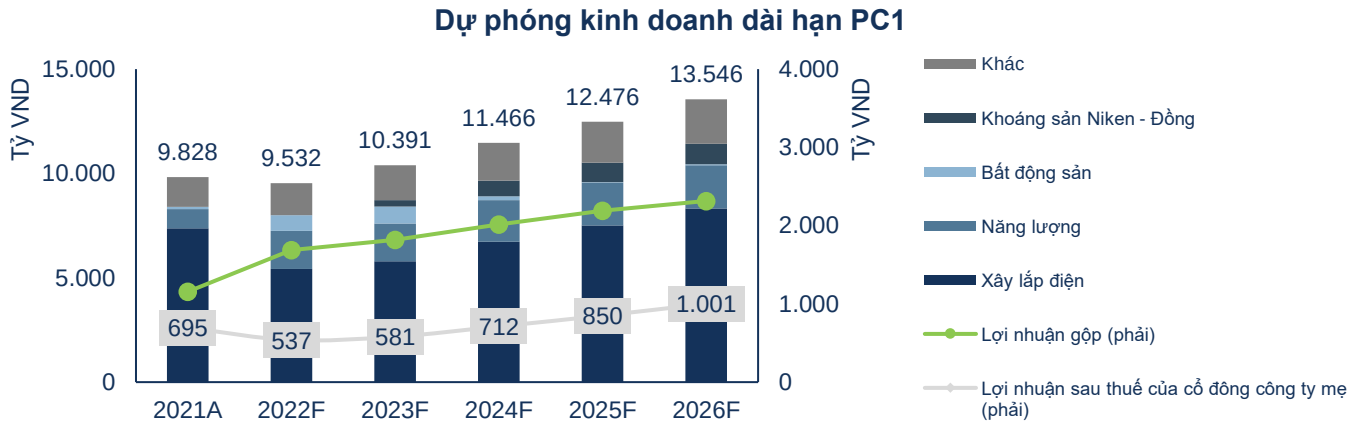
Với các giả định trên, tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế từ hai dự án thấp hơn lần lượt ~10% và 32%, đồng thời tiến độ ghi nhận cũng chậm hơn (ghi nhận ~66% doanh thu hai dự án trong năm 2022 so với 82% theo kế hoạch).

1.4. Các khoản mục khác

- Lỗ khác 39 tỷ (+383% yoy): chủ yếu từ ~49 tỷ chi phí phân bổ quyền khai thác khoáng sản tại CTCP Khoáng sản Tấn Phát (giá trị sổ sách 978 tỷ, phân bổ trong 20 năm).
- Doanh thu tài chính 45 tỷ (-86% yoy) từ lãi tiền gửi. Tại cuối năm 2021 và Q1/2022, PC1 ghi nhận khoảng 2.400 tỷ tiền, các khoản tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (tương đương khoảng 12% tổng tài sản PC1) và sinh lời trung bình 2 – 3%/năm trên các khoản này hàng năm trong 2017 – 2021.
- Chi phí tài chính 45 tỷ (-86% yoy) do nợ vay PC1 tăng mạnh: tại Q1/2022, nợ vay ngắn hạn đạt ~3.000 tỷ (tăng gấp đôi so với đầu năm 2021) để bổ sung vốn lưu động và nợ vay dài hạn đạt ~6.750 tỷ (tăng gấp ba lần so với đầu năm 2021), chủ yếu để đầu tư các dự án điện gió (~4.000 tỷ).
- Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát 130 tỷ (+88% yoy): trong đó (1) 127 tỷ từ các nhà máy Điện gió (Liên Lập – PC1 sở hữu 55,5%, Phong Huy – 54,7%, Phong Nguyên –54,7%); (2) 25 tỷ từ Thủy điện Trung Thu – 60%; và (3) -21 từ CTCP Khoáng sản Tấn Phát (57,3%) do chưa có doanh thu nhưng vẫn chịu chi phí phân bổ quyền khai thác.

2. Dự phóng kết quả kinh doanh dài hạn

Tới năm 2026, PC1 dự phóng đạt 13.546 tỷ doanh thu và 1.001 tỷ lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ, tương ứng CAGR lần lượt là 9,2%/năm và 16,9%/năm từ 2022 với động lực từ triển vọng xây lắp điện cải thiện nhờ Quy hoạch Phát triển điện lực quốc gia 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2045 (QH8) và lĩnh vực khai thác khoáng sản Niken – Đồng dự kiến bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2023.



Biểu đồ 5 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng

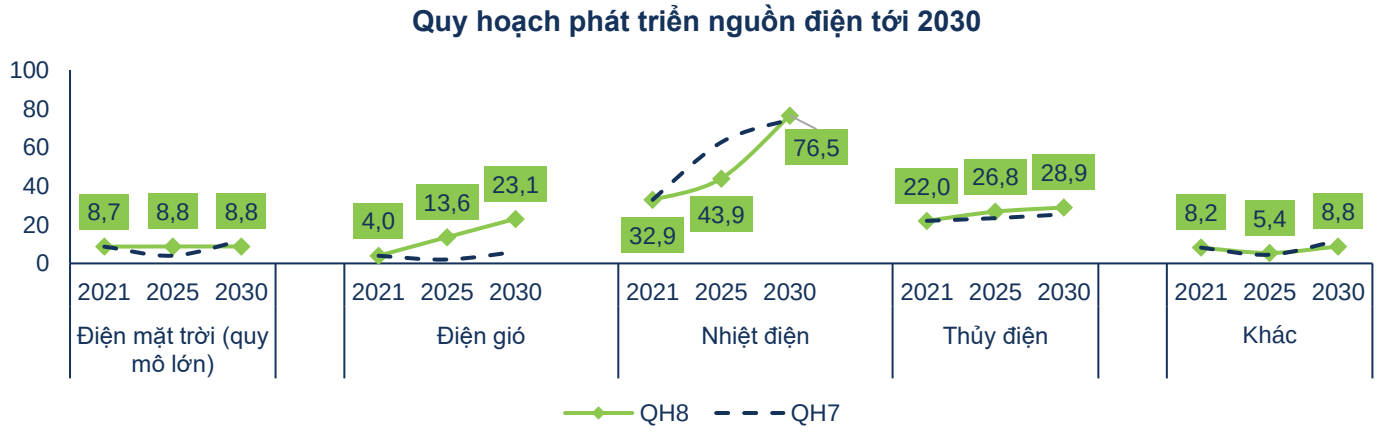
Kết quả dự phóng trên chưa bao gồm (1) Dự án Bất động sản PC1 Thăng Long và (2) Đóng góp từ hai đơn vị liên kết là CTCP Western Pacific và CTCP Đầu tư Bất động sản CT2 do không có đủ thông tin.

2.1. Xây lắp điện – QH8 tăng cường đầu tư điện gió và lưới điện

Chúng tôi dự phóng doanh thu lĩnh vực xây lắp điện PC1 đạt 8.322 tỷ năm 2026, tăng khoảng 11,3%/năm từ 2022, hỗ trợ bởi định hướng đầu tư điện gió và lưới điện đặt ra trong Quy hoạch điện VIII. Biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2023 – 2026 dự phóng ở mức 6,2%, rất thấp so với trung bình giai đoạn 2019 – 2021 ở khoảng 8,9%.

2.1.1. Thị trường điện gió tiềm năng lên tới ~85.000 nghìn tỷ mỗi năm từ nay tới 2030

Theo dự thảo QH8 tháng 04/2022[1], tổng công suất lắp đặt điện gió sẽ đạt 23,1 GW vào năm 2030, gấp ~06 lần so với công suất 2021 ở 4,0 GW. Như vậy, sẽ có khoảng 2.122 MW điện gió được lắp đặt mỗi năm, tương ứng với thị trường tiềm năng giá trị khoảng 85.000 – 100.000 tỷ (suất đầu tư điện gió hiện nay khoảng 40 – 50 tỷ/MW).



Biểu đồ 6 – Nguồn: Viện Năng lượng

[1] Bản dự thảo tháng 04/2022 đã được Hội đồng thẩm định thông qua và dự kiến sẽ được xem xét phê duyệt bởi Thủ tướng Chính phủ trong tháng 05/2022.

Đây là cơ hội rất tốt cho PC1 với vị thế tiên phong trong EPC điện gió tại Việt Nam. Trong năm 2021, PC1 đã chứng minh được khả năng tổng thầu EPC khi hoàn thành đúng tiến độ tất cả 09 dự án điện gió (tổng công suất 708 MW) trước ngày 01/11/2021 (để được hưởng ưu đãi của Quyết định 39/2018/QĐ-TTg). Đây là kết quả rất khả quan trong bối cảnh hoạt động thi công năm 2021 bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi giãn cách xã hội, có tới ~40% trong số 8.170 MW điện gió đã ký hợp đồng mua bán điện với EVN không kịp hoàn thành đúng hạn trước 01/11/2021.

Thêm nữa, công nghệ phát triển nhanh có thể cải thiện tiềm năng thị trường EPC điện mặt trời và điện gió Việt Nam. *Theo Việt Kinh tế Năng lượng và Phân tích Tài chính*, trong công cuộc chuyển dịch năng lượng, nhiệt điện than "đã và đang là bên thua cuộc." Trong những năm gần đây, điện mặt trời và điện gió đã thể hiện ra nhiều ưu điểm so với các nguồn điện hóa thạch, tới từ (1) tiềm năng cải thiện giá cao, (2) thời gian triển khai dự án ngắn, và (3) không có rủi ro phụ thuộc nguyên vật liệu nhập khẩu.

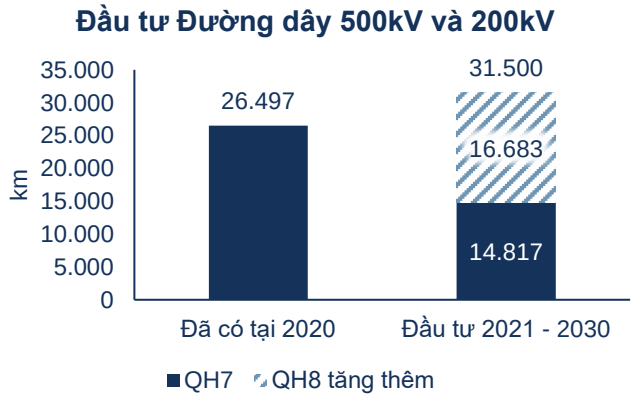
	Giá cơ sở năm 2020	Tiềm năng cải thiện về giá	Chi phí hạ tầng đi kèm	Thời gian triển khai	Rủi ro từ nhập khẩu nguyên vật liệu
Nhiệt điện than	Thấp	Thấp	Trung bình	Dài	Cao
Nhiệt điện khí LNG	Trung bình	Thấp	Cao	Dài	Cao
Điện mặt trời	Trung bình	Cao	Trung bình	Ngắn	Không có
Điện gió đất liền	Trung bình	Cao	Trung bình	Trung bình	Không có
Điện gió ngoài khơi	Cao	Cao	Trung bình	Trung bình	Không có

Bảng 4 – Nguồn: Viện Kinh tế Năng lượng và Phân tích Tài chính

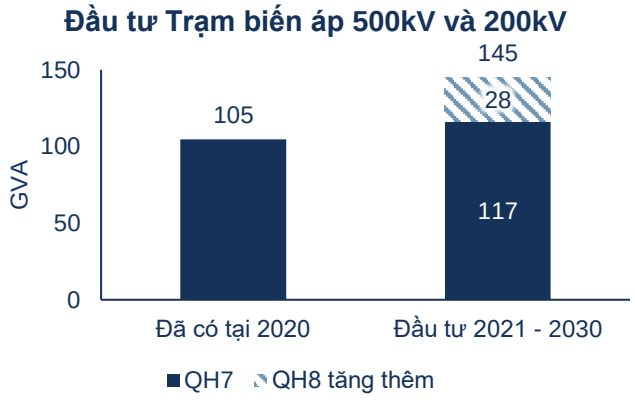
Trong dài hạn hơn, công nghệ phát triển sẽ tiếp tục gia tăng lợi thế của điện mặt trời và điện gió so với điện than. Từ 2009 đến 2021, chi phí quy dẫn của điện mặt trời và điện gió đã giảm lần lượt 90% và 72%, *theo Lazard*. Bên cạnh đó, nhược điểm lớn nhất của điện mặt trời và điện gió hiện nay là không chủ động được thời gian phát điện cũng có thể được khắc phục nhờ các tiến triển trong công nghệ lưu trữ điện năng. **Khả năng phát triển công nghệ sẽ là tiền đề giúp điện mặt trời và điện gió đóng vai trò lớn hơn nữa trong nguồn điện Việt Nam trong dài hạn** (QH8 là quy hoạch mở, Bộ Công thương sẽ cập nhật và điều chỉnh Kế hoạch thực hiện QH8 hàng năm).

2.1.2. Lưới điện được tăng cường đầu tư

Dự thảo QH8 tháng 04/2022 đặt ra 34,5 tỷ USD vốn đầu tư cho lưới điện trong giai đoạn 2021 – 2030, tương ứng với CAGR khoảng 8,8%/năm từ 2020 (gấp đôi tăng trưởng trong QH7 ở 4,2%/năm), chú trọng vào các đường dây liên vùng để giúp giải tỏa công suất các nguồn năng lượng tái tạo và phục vụ phát triển kinh tế – xã hội của các trung tâm phụ tải miền Bắc và miền Nam. Trong giai đoạn này, dự kiến 31.500 km đường dây và 145 GVA trạm biến áp cao thế (500kV và 200kV) sẽ được hoàn thành, tương đương ~120% và 140% hệ thống truyền tải đã có ở cuối năm 2020.



Biểu đồ 7 – Nguồn: EVN, Bộ Công thương



Biểu đồ 8 – Nguồn: EVN, Bộ Công thương

2.2. Năng lượng

Sau tăng trưởng cao năm 2022, lĩnh vực năng lượng nhìn chung đi vào ổn định khi PC1 chỉ còn một dự án thủy điện nhỏ đang phát triển, doanh thu dự phóng đạt 2.079 tỷ năm 2026, tương ứng CAGR 3,3%/năm từ 2022. Các giả định quan trọng gồm:

(1) Nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (công suất 30MW, tổng mức đầu tư 963 tỷ) hoàn thành vào cuối năm 2023, giúp tổng công suất phát điện của PC1 tăng ~10%
(2) Giá bán điện tăng trung bình tăng 2%/năm.
(3) Biên lợi nhuận gộp ổn định ở khoảng 60 – 61%, tương đương trung bình trong quá khứ.

2.3. Bất động sản

Dự phóng lĩnh vực bất động sản PC1 của chúng tôi bao gồm 03 dự án, đóng góp 1.672 tỷ doanh thu và 308 tỷ lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2022 – 2026:

Đơn vị: Tỷ VND	Doanh thu	Lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận gộp	Doanh thu ghi nhận		
				2022F	2023F	2024F
PC1 Gia Lâm	168	68	40,5%	**168**	0	0
PC1 Định Công	900	120	13,3%	**540**	**360**	0
PC1 Vĩnh Hưng	604	120	19,9%	0	**419**	**184**
Tổng	**1.672**	**308**	**18,4%**	**708**	**779**	**184**

Bảng 5 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng

Nhìn chung, các dự án đều được giả định có biên lợi nhuận gộp thấp hơn trung bình 30% của các dự án PC1 trước đây, ngoại trừ dự án PC1 Gia Lâm có biên lợi nhuận gộp cao ở 40,5% do đây là dự án quy mô nhỏ, tận dụng quỹ đất cũ của PC1 với giá vốn thấp.

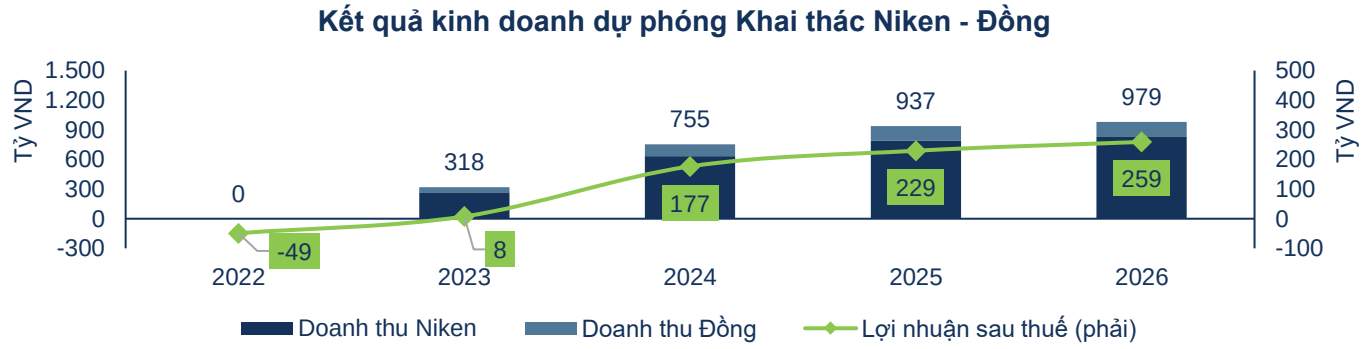
Bên cạnh đó, mảng kinh doanh bất động sản đầu tư (cho thuê diện tích sàn thương mại tại các dự án nhà ở đã hoàn thành) dự kiến đóng góp trên 30 tỷ doanh thu hàng năm với biên lợi nhuận gộp 55% (tương đương trung bình trước đây của PC1).

Cần lưu ý rằng, dự phóng trên chưa bao gồm (1) dự án PC1 Thăng Long (PC1 trực tiếp phát triển), (2) dự án nhà ở Long Biên tại CTCP Đầu tư Bất động sản CT2 (PC1 sở hữu 49%, giá trị ghi sổ tại Q1/2022 đạt 300 tỷ), và (3) dự án Khu công nghiệp Yên Phong II-A tại CTCP Western Pacific (PC1 sở hữu 25,3%, giá trị ghi sổ tại Q1/2022 đạt 910 tỷ). Trong đó, chúng tôi sẽ bổ sung dự án PC1 Thăng Long vào mô hình định giá khi có thêm thông tin chi tiết. Ngược lại, việc dự phóng và đối chiếu kết quả sau này của hai dự án tại đơn vị liên kết rất khó khăn do hạn chế về thông tin tài chính. Một số thông tin PC1 đã chia sẻ về 03 dự án này như sau:

- PC1 Thăng Long:
  - Khởi công và mở bán Q1/2023, khối thấp tầng hoàn thành Q3/2023 và khối cao tầng Q3/2024.
  - Tổng doanh thu dự kiến 1.300 – 1.500 tỷ, trong đó 40% từ khối thấp tầng (hoàn thành 2023) và 60% từ chung cư cao tầng (2024).
  - Biên lợi nhuận sau thuế dự kiến ~15%, tương đương 195 – 225 tỷ.
- Nhà ở Long Biên (CTCP Đầu tư Bất động sản CT2, PC1 sở hữu 49%, giá trị đầu tư tại Q1/2022 đạt 300 tỷ): Doanh thu ~1.000 – 1,500 tỷ.
- Khu công nghiệp Yên Phong II-A (CTCP Western Pacific, 25,3%, giá trị đầu tư tại Q1/2022 đạt 910 tỷ): PC1 rất lạc quan về triển vọng dự án này do nhu cầu cao tại khu vực Bắc Ninh.
  - Đã khởi công Q1/2022.
  - Tổng mức đầu tư 1.500 tỷ. Tổng diện tích 158 ha, diện tích thương phẩm chiếm ~70%.
  - Giá cho thuê khoảng 120 – 145 USD/m^2. Doanh thu cho thuê dự án sẽ được ghi nhận theo phương pháp 01 lần (thay vì chia đều 50 năm. Tới nay dự án đã nhận đặt cọc 30% diện tích, dự kiến sẽ dần lấp đầy từ 2023 – 2026.
  - Biên lợi nhuận sau thuế ~35 – 45%, dự kiến Yên Phong II-A sẽ ghi nhận khoảng 300 tỷ lợi nhuận hàng năm từ 2023 – 2026, tương ứng PC1 được hưởng ~75 tỷ lợi nhuận mỗi năm.

2.4. Khai thác Niken – Đồng

Chúng tôi dự phóng lĩnh vực Khai thác Niken – Đồng của PC1 sẽ bắt đầu đóng góp 318 tỷ doanh thu từ 2023 và lên tới 937 tỷ doanh thu năm 2025 khi đạt công suất tối đa (PC1 nắm 57,3% tại CTCP Khoáng sản Tấn Phát, qua đó sở hữu mỏ Niken – Đồng của doanh nghiệp này tại xã Quang Trung và xã Hà Trì, tỉnh Cao Bằng). Trong đó, Niken là trọng tâm nghiên cứu của chúng tôi, dự kiến đóng góp tới ~85% doanh thu lĩnh vực này.



Biểu đồ 9 – Nguồn: FPTS dự phóng

Cần lưu ý rằng kết quả trên rất thận trọng để bù đắp độ bất định cao của dự phóng lĩnh vực khai thác Niken – Đồng do thông tin quá khứ về lĩnh vực này trong Việt Nam rất hạn chế. Quý nhà đầu tư có thể tham khảo tổng quan và triển vọng trung – dài hạn thị trường Niken thế giới trong Phụ lục. Các thông tin và giả định hoạt động cụ thể lĩnh vực khai thác Niken – Đồng của PC1 sẽ được chúng tôi trình bày trong phần tiếp theo của báo cáo.

III. Lĩnh vực Khai thác Niken – Đồng

1. Tổng quan mảng khai thác Niken – Đồng của PC1

1.1. Mỏ Niken – Đồng Quang Trung – Hà Trì

Tháng 03/2021, CTCP Tấn Phát (PC1 sở hữu 57%) được cấp Giấy phép khai thác Niken – Đồng lộ thiên tại khu vực xã Quang Trung, tỉnh Cao Bằng[2] (mỏ Tấn Phát). *Theo khảo sát năm 2016 của Liên đoàn Địa chất Đông Bắc*, mỏ Tấn Phát có ~14,3 triệu tấn quặng Sunfua Niken – Đồng xâm tán[3] ở gần bề mặt, trong đó gồm ~20.841 tấn Niken thuộc loại trữ lượng và ~60.288 tấn Niken thuộc loại tài nguyên (Tham khảo phân cấp trữ lượng và tài nguyên khoáng sản tại Phụ lục).

Cấp quặng (Đv: Tấn)	Quặng Sunfua	Hàm lượng Niken	Hàm lượng Đồng
Quặng trữ lượng			
Loại quặng 122: Việc khai thác, chế biến mang lại hiệu quả kinh tế (1), xác định bởi báo cáo nghiên cứu tiền khả thi (2) dựa trên nghiên cứu địa chất mức độ tin cậy (2).	3.457.000	20.841	9.207
Quặng tài nguyên			
Loại quặng 333: Chưa rõ hiệu quả kinh tế (3), mới chỉ nghiên cứu khái quát (3) và nghiên cứu địa chất mức độ dự tính (3).	10.802.000	60.288	22.414
Tổng	**14.259.000**	**81.129**	**31.621**

Bảng 6 – Nguồn: Liên đoàn Địa chất Đông Bắc

[2] Giấy phép khoáng sản số 40/GP-BTNMT

[3] Quặng Sunfua Niken – Đồng xâm tán: quặng chứa hợp chất của lưu huỳnh với Niken và Đồng, có kích thước nhỏ và nằm phân tán trong đá.

1.2. Nhà máy Khai thác lộ thiên khoáng sản Niken – Đồng

Nhà máy khai thác khoáng sản Niken – Đồng của PC1 (nhà máy Tấn Phát) có công suất 600.000 tấn quặng nguyên khai[4]/năm, sử dụng công nghệ tự động từ Đức (bao gồm các khâu khai thác, vận chuyển, xử lý quặng và tuyển tinh). Nhà máy Tấn Phát có tổng mức đầu tư 1.500 tỷ, tương đối thấp so với ước tính của chúng tôi:

(1) Suất đầu tư cho nhà máy khai thác và chế biến Niken ở mức khoảng 656 triệu VND/tấn Niken mỗi năm, theo *Luyện kim khai khoáng Niken, Cobalt, và Kim loại nhóm Platin*.
(2) Nhà máy Tấn Phát dự kiến đạt khoảng 2.160 – 3.360 tấn Niken mỗi năm, tương ứng tổng mức đầu tư khoảng 1.400 – 2.200 tỷ.

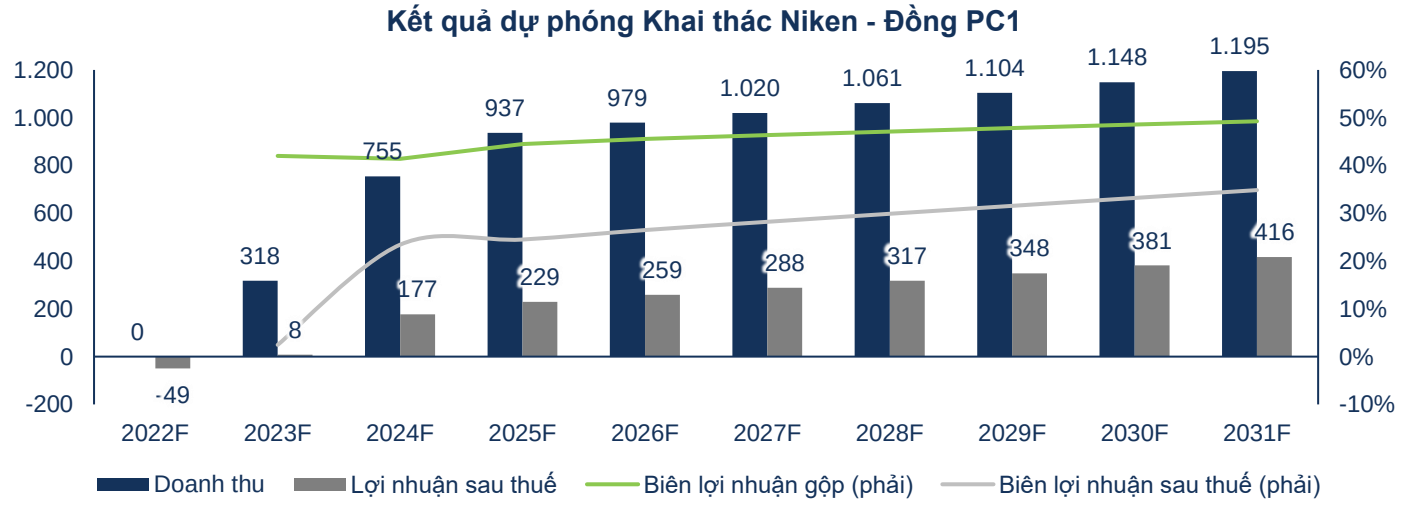
Nhà máy Tấn Phát được khởi công ngày 03/07/2021 bởi nhà thầu CTCP Đầu tư Xây dựng Định Tân, dự kiến hoàn thành cuối năm 2022. Tại Q1/2022, nhà máy đang trong quá trình nhập khẩu máy móc thiết bị (đã hoàn thành giải phóng mặt bằng, thi công hạ tầng và lắp ráp nhà xưởng, giá trị tài sản dở dang đạt 395 tỷ, ~26% tổng mức đầu tư).

2. Dự phóng đầu ra nhà máy Tấn Phát

Để phản ánh bất định cao, các giả định trong mảng này đều thận trọng so với dự kiến của PC1 và sẽ được cập nhật thêm khi nhà máy Tấn Phát đi vào hoạt động.

2.1. Kết quả dự phóng

- **Doanh thu:** Nhà máy Tấn Phát dự phóng đạt 318 tỷ doanh thu năm 2023, 755 tỷ năm 2024 (+138% yoy) và 937 tỷ năm 2025 (+24% yoy) khi đạt công suất tối đa. Trong đó, Niken đóng góp ~85% và Đồng ~15%.
- **Biên lợi nhuận gộp tăng dần từ ~42% năm 2023 lên ~49% năm 2031** nhờ giá dự kiến Niken tăng bởi nhu cầu sản xuất pin xe điện.
- **Nhà máy Tấn Phát dự phóng sẽ đóng góp lợi nhuận đáng kể từ năm 2024 (đạt 177 tỷ, PC1 được hưởng 57%, tương ứng ~101 tỷ)** và tăng trung bình ~13%/năm sau đó**,** hỗ trợ bởi xu hướng giá Niken và chi phí lãi vay (~73 tỷ năm 2023 khi nhà máy đi vào hoạt động) giảm dần khi nợ gốc được trả.



Biểu đồ 10 – Nguồn: FPTS dự phóng

Dự phóng trên dựa trên ba giả định quan trọng nhất là:

(1) Hệ số tuyển quặng: là hàm lượng quặng Niken/Đồng tuyển được từ quặng khai thác hàng năm, và
(2) Giá Niken và Đồng thế giới: giá Niken và Đồng tại LME là mốc tham chiếu cho giá bán của nhà máy Tấn Phát, điều chỉnh dựa trên chiết khấu hàm lượng thấp và thuế xuất khẩu quặng của Việt Nam.

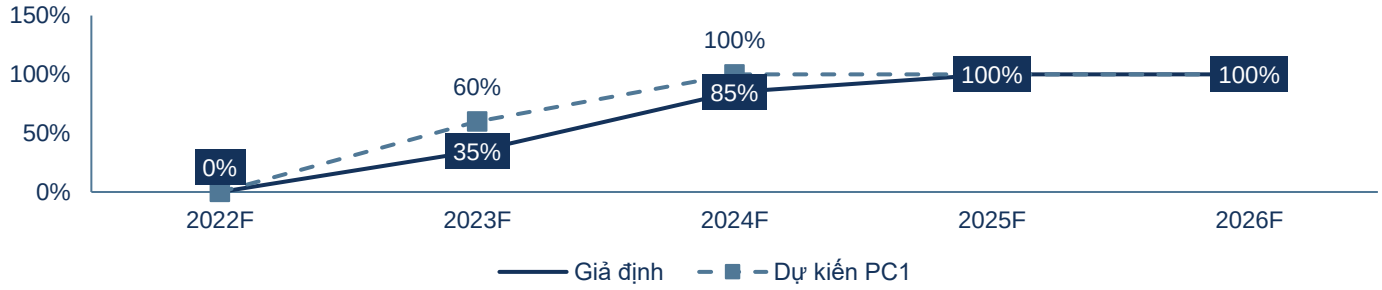
Nhìn chung, kết quả dự phóng trên thấp hơn dự kiến của PC1 khoảng 40 – 50% do các giả định thận trọng.

[4] Quặng nguyên khai là quặng đã khai thác nhưng chưa qua đập, nghiền, sàng, phân loại hoặc các hoạt động khác để nâng cao giá trị khoáng sản sau khai thác.

2.2. Giả định Hiệu suất hoạt động

Chúng tôi giả định nhà máy Tấn Phát sẽ đạt 35% công suất trong năm 2023, sau đó tăng lên 85% năm 2024 và đạt 100% vào năm 2025 – chậm hơn khoảng 01 năm so với dự kiến của PC1 (đạt 60% công suất năm 2023 và 100% công suất năm 2024).

Hiệu suất hoạt động nhà máy Tấn Phát giả định



Nhìn chung, khai thác tại mỏ Tấn phát dễ dàng nhờ trữ lượng lớn quặng nằm lộ thiên. Sau đó, quặng nguyên khai sẽ trải qua quá trình luyện kim tương đối đơn giản để loại bỏ tạp chất và gia tăng hàm lượng Niken – Đồng.

Bước	Chú thích	Hàm lượng Niken dự kiến
Khai thác quặng	Chủ yếu là quặng lộ thiên, dễ khai thác	0,6%
Xử lý quặng	Quặng nguyên khai được đập nghiền thành các hạt nhỏ.	0,6%
Tuyển tinh	Tách kim loại ra khỏi quặng, loại bỏ khoáng vật bất lợi	05 – 10%

Bảng 7 – Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

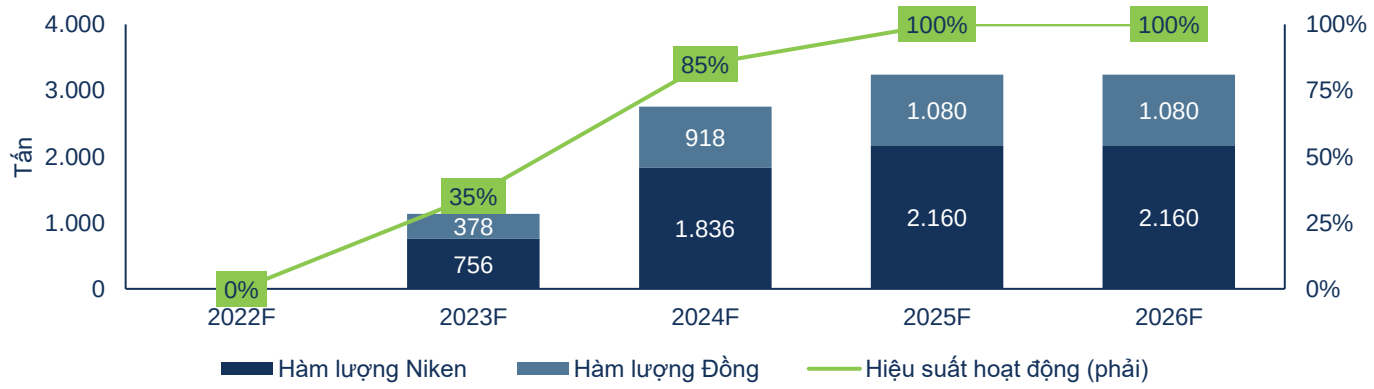
PC1 dự kiến quặng tinh sau khi tuyển tinh sẽ có hàm lượng Niken ~7,5% và Đồng ~5% (nghĩa là 100 tấn quặng tinh chứa ~7,5 tấn Niken và ~5 tấn Đồng). Tại đây, quặng đã cơ bản đạt tiêu chuẩn thương phẩm và có thể tiêu thụ trên thị trường hàng hóa.

Quặng tinh của nhà máy Tấn Phát có thể được chế biến sâu hơn để cho ra sản phẩm có hàm lượng Niken và giá bán tương ứng cao hơn, thông qua nấu luyện (hàm lượng Niken lên đến ~40%), tinh luyện (~50 – 60%) và ngâm chiết (lên tới trên 99,8%). Dù vậy, PC1 chưa có dự định này vì chưa đủ quy mô cũng như năng lực kỹ thuật.

2.3. Giả định Hệ số tuyển quặng

Chúng tôi giả định hệ số tuyển quặng Niken ở 0,36%, nghĩa là mỗi 100 tấn quặng nguyên khai tuyển 0,36 tấn Niken hàm chứa trong quặng tinh – tương ứng với 2.160 tấn Niken hàm chứa mỗi năm khi nhà máy Tấn Phát đạt 100% công suất. Kết hợp với các giả định hiệu suất hoạt động, sản lượng tại nhà máy Tấn Phát dự phóng như sau:

Sản lượng tuyển và tiêu thụ nhà máy Tấn Phát



Biểu đồ 11 – Nguồn: FPTS dự phóng

Giả định hệ số tuyển Niken trên tương đương kết quả thực nghiệm của nhóm nghiên cứu Viện Khoa học và Công nghệ Mỏ - Luyện kim tại mỏ Tấn Phát năm 2020 và thấp hơn dự kiến của PC1 khoảng 25%.

Hệ số tuyển quặng (Hàm lượng tuyển được/Quặng nguyên khai)	Giả định	Dự kiến PC1	Giả định so với Dự kiến
Niken	0,36%	0,42% – 0,56%	Thấp hơn ~14 đến 36%
Đồng	0,18%	0,21%	Thấp hơn 14%

Bảng 8 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng

Để tham khảo, kết quả tuyển tinh Niken của Viện Khoa học và Công nghệ Mỏ - Luyện kim với phương pháp tuyển nổi[5] như sau:

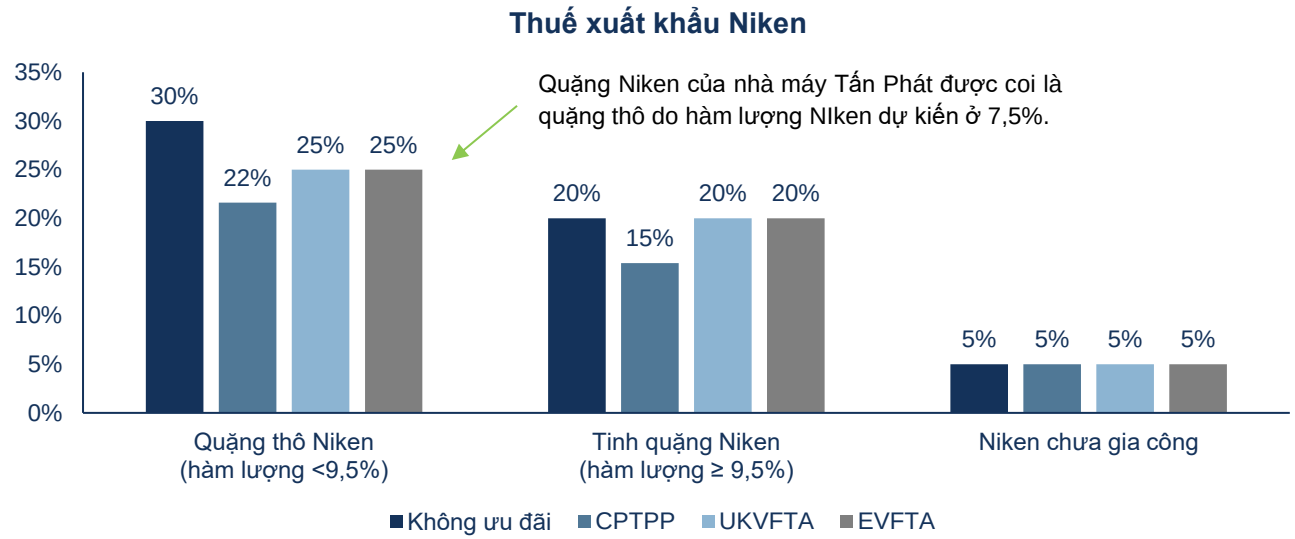
- Thu hoạch quặng tinh ~3,54%: nghĩa là 100 tấn quặng nguyên khai thu được 3,54 tấn quặng tinh.
- Hàm lượng Niken trong quặng tinh đạt ~10,3%: trong 3,54 tấn quặng tinh chứa ~0,37 tấn Niken, tương ứng hệ số tuyển quặng Niken ở 0,37%.
- Thực thu Niken đạt ~63,2%: lượng Niken trong quặng tinh bằng khoảng 63% lượng Niken trong quặng nguyên khai ban đầu.

Theo nhóm nghiên cứu, thực thu chưa cao do Niken bị mất mát vào sản phẩm trung gian/thải; và tỷ lệ này có thể được cải thiện (dù không dễ dàng) thông qua nghiên cứu thêm về (1) giảm mất mát trong quá trình tách sản phẩm trung gian hoặc (2) thu hồi thêm khoáng vật có ích từ sản phẩm trung gian.

Về phía PC1, nhà máy Tấn Phát dự kiến sẽ sử dụng công nghệ được tư vấn bởi Viện Thiết kế Trường Sa (Trung Quốc) và thiết bị từ Siemen (Đức) với hệ số tuyển quặng kỳ vọng ở 0,42% - 0,56%, tương đương với thực thu Niken rất cao ở 71% – 94%.

2.4. Giả định Đầu ra

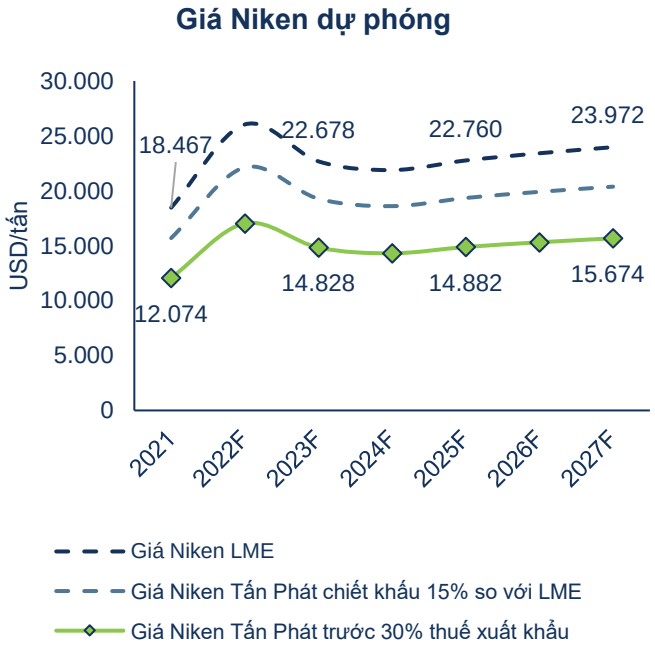
- **Thị trường tiêu thụ**: Xuất khẩu 100% do trong nước chưa có thị trường tiêu thụ Niken với giả định thuế xuất khẩu 30% với Niken và 40% thuế với quặng Đồng. Riêng với quặng Niken, thuế xuất khẩu có thể được giảm nếu (1) xuất khẩu đến các nước nằm trong Hiệp định CPTPP, UKVFTA và EVFTA và (2) hàm lượng Niken được cải thiện so với dự kiến của PC1.



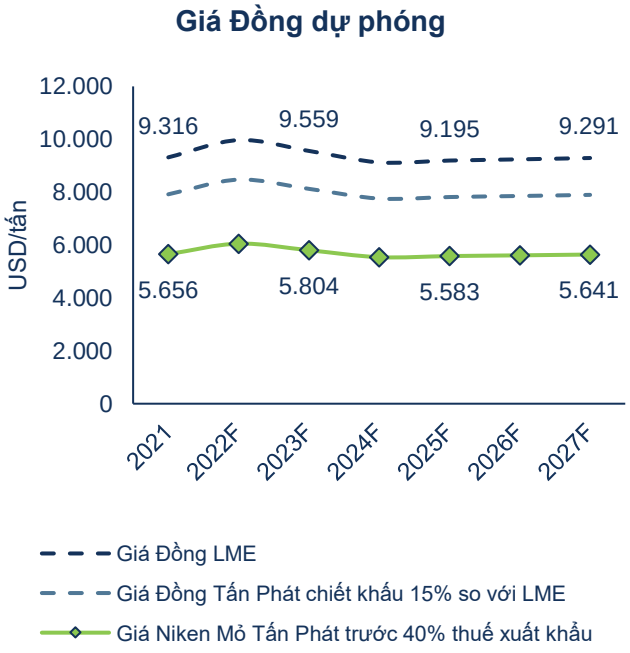
Biểu đồ 12 – Nguồn: FPTS tổng hợp

[5] Phương pháp tuyển nổi có thể hiểu (giản lược) là quá trình tách chọn lọc các khoáng sản từ hỗn hợp bùn quặng bằng cách sử dụng dung dịch có trọng lượng riêng lớn hơn khoáng sản: khoáng sản sẽ nổi lên trển dung dịch và các tạp chất sẽ chìm xuống dưới.

- **Sản lượng**: Giả định tiêu thụ tương ứng hiệu suất hoạt động. Chúng tôi dự kiến nhà máy Tấn Phát sẽ không gặp khó khăn trong tiêu thụ nhờ triển vọng khả quan của nhu cầu Niken trong trung hạn. Hiện PC1 đang trong quá trình đàm phán với một số đối tác tại Mỹ, Trung Quốc, Hàn Quốc… nhưng chưa ký kết hợp đồng cụ thể.
- **Giá bán:** Giả định giá Niken và Đồng thế giới bằng trung bình dự phóng của Ngân hàng Thế giới, Quỹ Tiền tệ Quốc tế và Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài nguyên Úc trong giai đoạn 2022 – 2027 (và tăng 2%/năm sau đó). Tuy nhiên, do hàm lượng Niken thấp, giá quặng Niken của nhà máy Tấn Phát giả định thấp hơn giá thế giới 15% (bằng mức chiết khấu trung bình của Niken gang có hàm lượng tương đương quặng Niken của nhà máy Tấn Phát). Như vậy, sau khi trừ đi chiết khấu hàm lượng và thuế xuất khẩu, giá Niken Tấn Phát thấp hơn giá LME ~35% và giá Đồng thấp hơn ~39%.



Biểu đồ 13 – FPTS tổng hợp



Biểu đồ 14 – FPTS tổng hợp

2.5. Giả định Chi phí

- Chi phí khấu hao nhà máy Tấn Phát 75 tỷ mỗi năm dựa trên tổng mức đầu tư 1.500 tỷ và giả định khấu hao đường thẳng 20 năm.
- Giá vốn ngoài khấu hao của Niken giả định ở 6.757 USD/tấn, Đồng ở 2.918 USD/tấn năm 2022 và tăng trưởng 3%/năm sau đó.
- Chi phí bán hàng và quản lý giả định ở 01% doanh thu.
- Chi phí khác 49 tỷ mỗi năm từ phân bổ quyền khai thác mỏ Tấn Phát với giá trị sổ sách 978 tỷ và giả định phân bổ đường thẳng 20 năm.
- Chi phí lãi vay đạt khoảng 73 tỷ năm 2023 sau khi nhà máy Tấn Phát đi vào hoạt động: Nhà máy sẽ vay 70% tổng mức đầu tư từ Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam[6] với thời hạn 09 năm, lãi suất 08% trong hai năm đầu, sau đó bằng lãi suất tiền gửi 12 tháng cộng biên độ 2,9%.

Trong đó, các giả định về giá vốn và chi phí quản lý, bán hàng được dựa trên tham khảo một số công ty khai thác Niken, Đồng ở nước ngoài và sách *Luyện kim khai khoáng Niken, Cobalt, và Kim loại nhóm Platin.*

[6] Ngày 14/09/2022, CTCP Khoáng sản Tấn Phát đã ký hợp đồng tín dụng hợp tác chiến lược toàn diện với Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam – Chi nhánh Thành An.

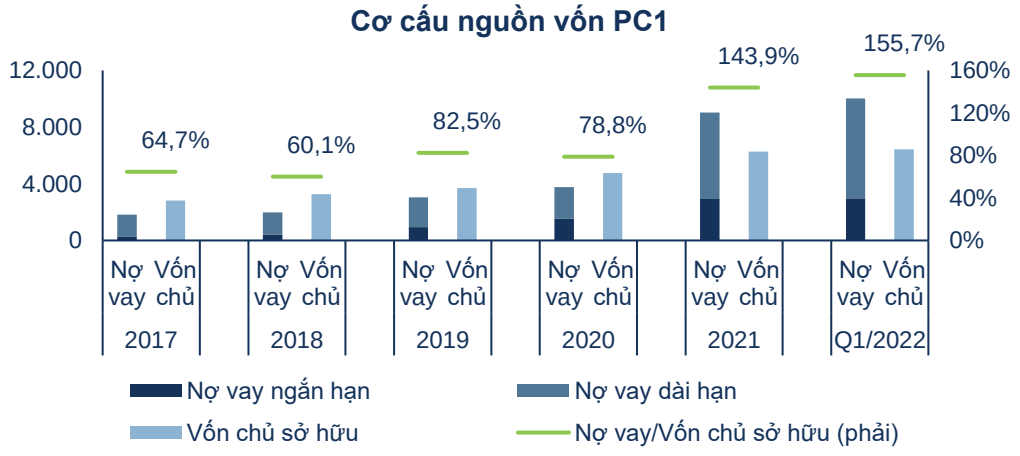
IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Trong những năm gần đây, nợ vay tại PC1 tăng mạnh chủ yếu để tài trợ các dự án đầu tư, dẫn rủi ro thanh toán, rủi ro lãi vay và rủi ro tỷ giá tăng. Chúng tôi đánh giá rủi ro thanh toán PC1 vẫn ở mức thấp do các nhà máy thủy điện và điện gió của PC1 dễ vận hành và vận hành tương đối ổn định nhờ hỗ trợ từ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ. Ngược lại, chi phí vay vốn của PC1 có thể tăng đáng kể do lãi suất có xu hướng tăng và tiền VND mất giá so với tiền USD.

1. Cơ cấu nguồn vốn: Nợ vay gấp 1,5 lần vốn chủ sở hữu tại Q1/2022

Từ năm 2017 tới nay, nợ vay tại PC1 tăng trung bình 50%/năm, lên tới ~10.000 tỷ tại Q1/2022 (gấp 1,5 lần vốn chủ sở hữu ở 6.434 tỷ).

Trong đó, nợ vay dài hạn đạt ~7.000 tỷ (~70% tổng nợ vay), chủ yếu tài trợ cho các dự án thủy điện (~2.600 tỷ, tương ứng ~40% nợ vay dài hạn), điện gió (~4.000 tỷ, ~57%).



Biểu đồ 15 – Nguồn: PC1

Bên cạnh rủi ro thanh toán, nợ vay tăng nhanh khiến PC1 chịu thêm rủi ro lãi vay (~85% nợ vay là lãi suất thả nổi) và rủi ro tỷ giá (~40% nợ vay là nợ USD).

2. Rủi ro thanh toán: Khả năng thanh toán lãi vay thấp nhất ở 2022 – 2023

Theo dự phóng của chúng tôi, chỉ số khả năng thanh toán lãi vay của PC1 năm 2022 – 2023 ở khoảng 2 lần, giảm mạnh từ gần 5 năm ở năm 2018 do chi phí lãi vay tăng mạnh khi điện gió hoàn thành cuối năm 2021 (vay ~4.000 tỷ) và nhà máy Tấn Phát dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2022 (vay ~1.050 tỷ).



*Biểu đồ 16 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóng. *Lợi nhuận từ HĐKD = Lợi nhuận gộp – Chi phí bán hàng và quản lý + Lợi nhuận khác*

Trong các khoản vay dài hạn, nhìn chung các khoản vay tài trợ đầu tư thủy điện và điện gió (~90% tổng nợ vay dài hạn tại Q1/2022) có rủi ro thấp nhờ hoạt động ổn định của hai mảng này (được bao tiêu toàn bộ sản lượng với giá tương đối cố định). Mặt khác, khoản vay tại nhà máy Tấn Phát (~10% tổng nợ vay PC1 vào cuối 2022) có rủi ro cao hơn khi đây là mảng kinh doanh hoàn toàn mới đối với PC1 và phụ thuộc lớn vào giá Niken thế giới có độ biến động cao.

3. Rủi ro lãi suất: Mặt bằng lãi suất có xu hướng tăng trong năm 2022

Tại Q1/2022, chúng tôi ước tính nợ vay lãi suất thả nổi tại PC1 đạt ~8.500 tỷ (~85% tổng nợ vay), trong đó ~4.500 tỷ được neo theo lãi suất huy động tiết kiệm tiền VND kỳ hạn 12 tháng và ~4.000 tỷ được neo theo lãi suất cho vay liên ngân hàng London (London InterBank Offered Rate – LIBOR) kỳ hạn 3 tháng.

Từ 2022 trở đi, mặt bằng lãi suất nhiều khả năng sẽ tăng trở lại sau khi đã giảm mạnh trong giai đoạn 2020 – 2021 dưới ảnh hưởng của dịch Covid-19. Từ đầu năm 2022 tới nay, lãi suất huy động tiền VND kỳ hạn 12 tháng chỉ tăng nhẹ (+0,12 đpt) và vẫn ở mức thấp so với đầu năm 2020 nhưng LIBOR tiền USD kỳ hạn 03 tháng đã tăng tới 1,26 đpt, gần trở về mức đầu năm 2020.

Với PC1, chi phí lãi vay sẽ tăng khoảng 85 tỷ nếu mặt bằng lãi suất tăng 01 đpt, tương ứng với ~6,5% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh và 12,7% lợi nhuận sau thuế dự phóng năm 2022.

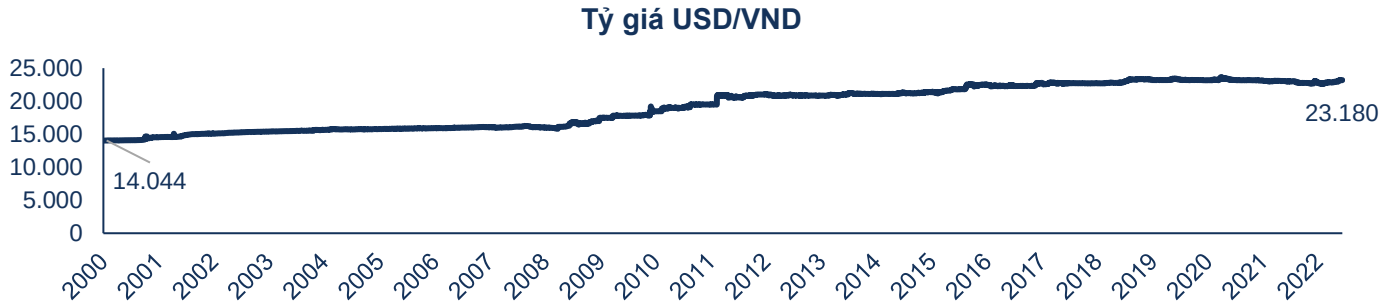


Biểu đồ 17 – Nguồn: FPTS tổng hợp

4. Rủi ro tỷ giá: Tỷ giá USD/VND tăng đáng kể trong 2022

Năm 2021, PC1 vay USD từ Asian Development Bank, Export Finance Australia và Japan International Cooperation Agency với tổng giá trị ~4.000 tỷ, đáo hạn năm 2036 để phát triển ba nhà máy điện gió.

Từ đầu năm 2022 tới nay, tỷ giá USD/VND đã tăng khoảng 1,9% và nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng tới cuối năm khi Cục Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ (Federal Reserve System – FED) dần thắt chặt chính sách tiền tệ để kiểm soát lạm phát ở mức cao nhất trong 40 năm trở lại đây tại Mỹ. Cụ thể, FED đã tăng lãi suất cơ bản 0,5 đpt vào tháng 05/2022 và, quan trọng hơn, nhiều khả năng sẽ dần tăng thêm 2 đpt nữa tới cuối năm – theo phát biểu của Chủ tịch FED Jerome Powell.



Biểu đồ 18 – Nguồn: investing.com

Trong dài hạn, tiền VND dự kiến sẽ mất giá so với tiền USD do lạm phát và mặt bằng lãi suất cao[7] của Việt Nam. Từ năm 2000 tới nay, tỷ giá USD/VND đã tăng trung bình ~2,3%/năm.

Để phản ánh rủi ro tỷ giá từ khoản vay này, chúng tôi giả định tỷ giá USDVND sẽ tiếp tục tăng ở 2%/năm – đây có thể coi là một phần chi phí khi vay USD tại Việt Nam.

Sau khi bổ sung ảnh hưởng tỷ giá và cập nhật lãi suất LIBOR tăng, chi phí vay USD của PC1 ước tính ở mức ~9,2% trong năm 2022, tương đương chi phí vay VND tại các khoản vay dài hạn cho năng lượng khác của PC1.

[7] Trong ngắn hạn, lãi suất *tăng* sẽ khiến đồng tiền trở nên hấp dẫn hơn và tăng giá so với các đồng tiền khác. Tuy nhiên, trong dài hạn, mặt bằng lãi suất cao ngược lại sẽ khiến đồng tiền đó mất giá.

V. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp Tổng của các thành phần (Sum of the Parts – SOTP), chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu PC1 là **43.700 VND/cp** (+10,6% so với giá đóng cửa ngày 13/06/2022) và khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu PC1. Các thành phần được định giá gồm (1) Lĩnh vực Khai thác Niken – Đồng, (2) Đầu tư vào CTCP Western Pacific và CTCP Đầu tư Bất động sản CT2 theo giá trị sổ sách, và (3) Các lĩnh vực kinh doanh khác của PC1. Quý nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu PC1 ở mức giá 36.400 VND/cp, tương ứng tỷ lệ sinh lời kỳ vọng 20%.

1. Kết quả định giá

Các thành phần	Kết quả định giá
Lĩnh vực Khai thác Niken - Đồng	2.684
Khoản đầu tư vào CTCP Western Pacific và CTCP Đầu tư Bất động sản CT2	5.145
Các lĩnh vực kinh doanh khác	35.915
Tổng (làm tròn)	**43.700**

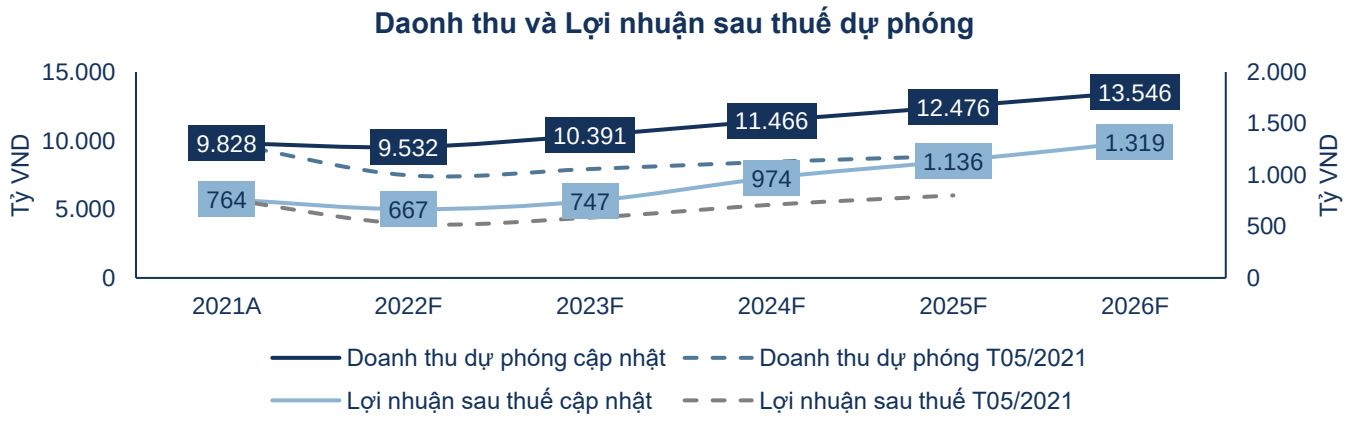
2. Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Giá mục tiêu (điều chỉnh)	Thời gian	Báo cáo chi tiết
THEO DÕI	20.951	05/05/2021	Báo cáo cập nhật tin tức
BÁN	19.800	07/12/2020	Báo cáo cập nhật định giá
MUA	16.488	03/06/2020	Báo cáo cập nhật tin tức
MUA	17.528	01/10/2019	Báo cáo cập nhật định giá
MUA	17.290	12/04/2019	Báo cáo cập nhật tin tức
MUA	20.720	01/10/2018	Báo cáo định giá lần đầu

3. Điều chỉnh giá mục tiêu

Giá mục tiêu cập nhật cao hơn 108% so với Báo cáo cập nhật tin tức T05/2021, do:

(1) Bổ sung giá trị từ khoản đầu tư vào CTCP Western Pacific, CTCP Đầu tư Bất động sản CT2, và CTCP Khoáng sản Tấn Phát.
(2) Triển vọng xây lắp điện cải thiện nhờ định hướng tăng cường đầu tư vào điện gió và lưới điện trong QH8.



Biểu đồ 19 – Nguồn: PC1, FPTS dự phóngr

So với báo cáo tháng 05/2021, lợi nhuận sau thuế dự phóng cập nhật cao hơn khoảng 15% năm 2022 và tăng lên tới 35% năm 2025.

4. Lĩnh vực Khai thác Niken – Đồng

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFE và FCFF để xác định giá trị CTCP Khoáng sản Tấn Phát và phần PC1 sở hữu.

4.1. Kết quả định giá

STT	Phương phát định giá	Kết quả	Hệ số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	5.083	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	4.300	50%
	Giá trị CTCP Khoáng sản Tấn Phát	4.691	
	Giá trị PC1 sở hữu (57,3%)	**2.686**	

4.2. Giả định mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T06/2022	Giả định mô hình	T06/2022
Chi phí sử dụng VCSH	20,00%	Phần bù rủi ro thị trường	9,89%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	18,67%	Tăng trưởng dài hạn	1,00%
Lãi suất phi rủi ro 15 năm	3,58%	Thời gian dự phóng	15 năm
Hệ số beta không đòn bẩy	N/A		

Do không có doanh nghiệp tương đồng cùng lĩnh vực khai thác Niken – Đồng trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi giả định chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu ở 20%, tương ứng với beta đòn bẩy 1,66x.

4.3. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	1.187.901
(+) Tiền và đầu tư tài chính	7.458
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.195.359
Số lượng cổ phiếu PC1 (triệu cp)	235,2
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**5.083**

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	1.136.573
(+) Tiền và đầu tư tài chính	7.458
(-) Vay nợ	(132.911)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.011.120
Số lượng cổ phiếu PC1 (triệu cp)	235,2
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**4.300**

5. Các lĩnh vực kinh doanh khác của PC1

5.1. Kết quả định giá

STT	Phương phát định giá	Kết quả	Hệ số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	35.333	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	36.496	50%
	Giá trị các lĩnh vực kinh doanh khác của PC1	**35.915**	

5.2. Giả định mô hình định giá chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T05/2021	T05/2022	Giả định mô hình	T05/2021	T05/2022
Chi phí sử dụng VCSH	13,15%	14,88%	Phần bù rủi ro ngành do dịch Covid-19	1,50%	0%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	10,41%	11,11%	Phần bù rủi ro thị trường	9,36%	9,89%
Lãi suất phi rủi ro 15 năm	2,86%	3,58%	Tăng trưởng dài hạn	1,00%	2,00%
Hệ số beta không đòn bẩy	0,94x	0,96x	Thời gian dự phóng	15 năm	15 năm

Dù đã loại bỏ phần bủ rủi ro ngành do dịch Covid-19, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và chi phí sử dụng vốn bình quân của PC1 vẫn tăng so với báo cáo T05/2021 chủ yếu do tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu tăng.

5.3. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền

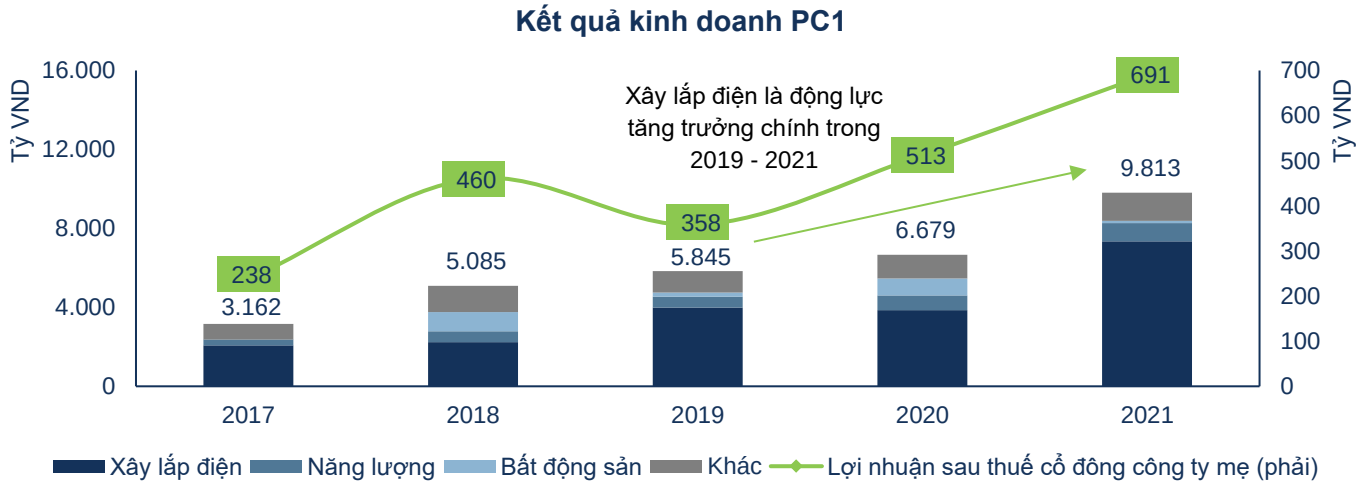
Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	7.452.282
(+) Tiền và đầu tư tài chính	2.436.269
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.579.605
Giá trị vốn chủ sở hữu	**8.308.946**
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	235,2
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**35.333**

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	16.762.964
(+) Tiền và đầu tư tài chính	2.436.269
(-) Vay nợ	9.037.255
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	1.579.605
Giá trị vốn chủ sở hữu	**8.582.373**
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	235,2
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	**36.496**

VI. PHỤ LỤC

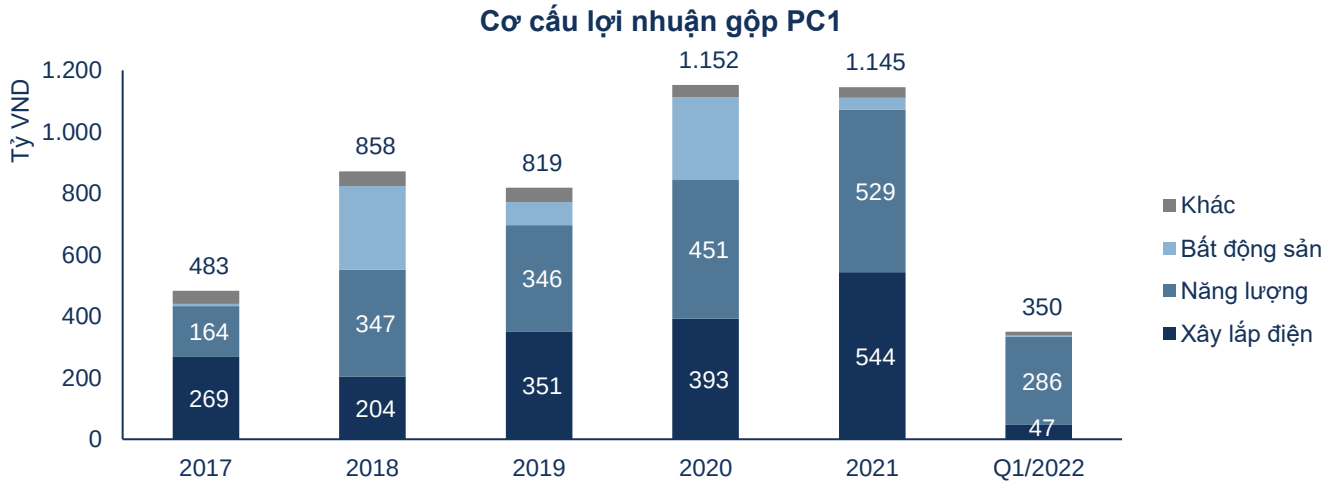
1. Tổng quan hoạt động kinh doanh PC1

PC1 hoạt động trong ba lĩnh vực chính là xây lắp điện, đầu tư năng lượng và phát triển bất động sản. Từ 2017 tới nay, doanh thu PC1 tăng trưởng trung bình 33%/năm, đạt 9.828 tỷ năm 2021 (chi tiết Kết quả kinh doanh 2021) với động lực chính từ lĩnh vực xây lắp điện (đóng góp trung bình 65% doanh thu giai đoạn này với CAGR đạt 37%/năm). Lĩnh vực năng lượng cũng đạt CAGR 35%/năm trong giai đoạn này nhưng chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong doanh thu (~9,2%). Ngược lại, lĩnh vực bất động sản đóng góp không đều đặn, chỉ đáng kể vào các năm PC1 có dự án hoàn thành (2018 và 2020).



Biểu đồ 20 – Nguồn: PC1

Về mặt lợi nhuận gộp, lĩnh vực năng lượng đạt tăng trưởng cao nhất trong 2017 – 2021, trung bình đóng góp tương đương lĩnh vực xây lắp điện (lần lượt 37% và 42%), tới từ 312 MW điện (TMĐT 10.000 tỷ) đi vào vận hành trong giai đoạn này. Trong đó, 144 MW điện gió đi vào hoạt động cuối năm 2021 sẽ khiến tỷ trọng lĩnh vực này tiếp tục tăng trong ngắn hạn (trong Q1/2022, năng lượng đóng góp 286 tỷ lợi nhuận gộp cho PC1, chiếm ~80%).

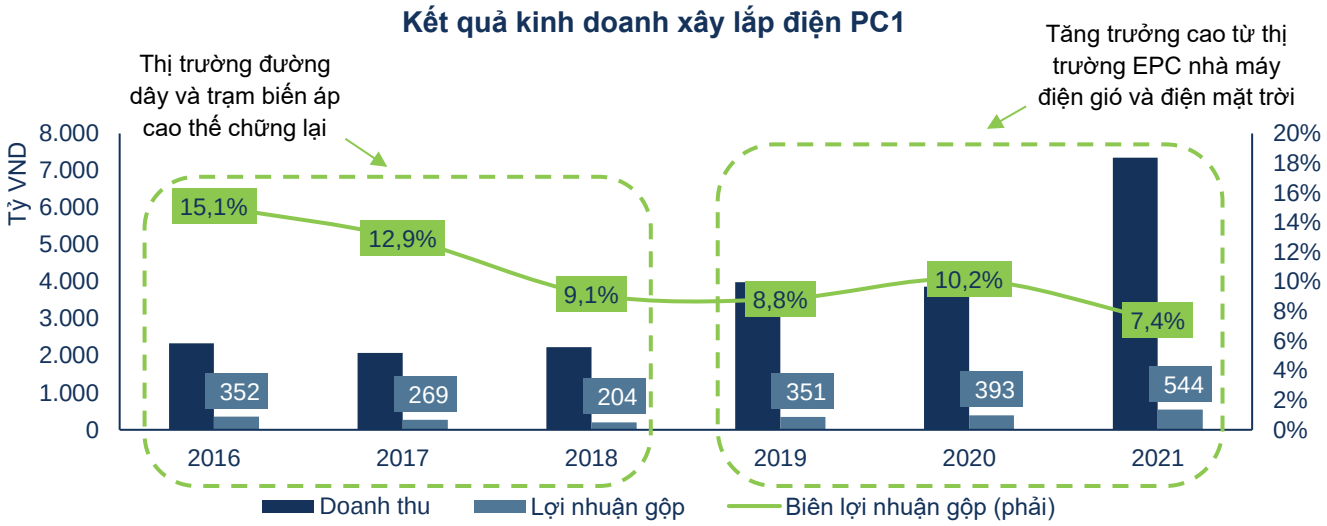


Biểu đồ 21 – Nguồn: PC1

Nhìn chung, đầu tư năng lượng là chiến lược phát triển hợp lý với PC1 nhờ lợi thế hiểu biết về kỹ thuật/pháp lý trong lĩnh vực này và tận dụng những cơ chế hỗ trợ đầu tư hấp dẫn của Chính phủ. Tới nay, cả hai mảng thủy điện và điện gió của PC1 đều có hoạt động hiệu quả, mang lại biên lợi nhuận gộp trung bình ~60% (nhờ mức giá bán điện ưu đãi) và có rủi ro kinh doanh thấp (được bao tiêu toàn bộ sản lượng).

1.1. Xây lắp điện

Từ năm 2019 tới nay, tổng thầu EPC các nhà máy điện mặt trời và điện gió là động lực tăng trưởng chính của PC1 nhờ các cơ chế hỗ trợ đầu tư hấp dẫn của Chính phủ vào hai loại năng lượng tái tạo này. Năm 2021, doanh thu lĩnh vực xây lắp điện PC1 đạt 7.348 (CAGR ~49%/năm từ 2018), trong đó ~60 – 70% tới từ EPC.



Biểu đồ 22 – Nguồn: PC1

1.2. Năng lượng

Tại 2021, PC1 đang vận hành 312 MW công suất thủy điện và điện gió với tổng mức đầu tư trên 10.000 tỷ. Nhìn chung, cả hai mảng trên đều có rủi ro kinh doanh thấp và biên lợi nhuận cao (tương đối ổn định ở ~60%) nhờ được hưởng các cơ chế ưu đãi về giá bán điện:

(1) Thủy điện bắt đầu vận hành từ cuối 2016 (tới nay tổng công suất 168 MW, tổng mức đầu tư các dự án ~4.200 tỷ): bảy nhà máy đang vận hành của PC1 đều là thủy điện nhỏ, được hưởng mức giá theo Biểu giá chi phí tránh được ban hành hàng năm bởi Bộ Công thương. Ước tính giá bán trung bình của PC1 đạt ~1.300 VND/kWh, cao hơn mức trần khung giá phát điện của các nhà máy thủy điện lớn ~20%.

(2) Ba nhà máy điện gió của PC1 hoàn thành vào Q4/2021 (tổng công suất 144 MW, TMĐT 6.000 tỷ) đều được huởng chính sách ưu đãi trong Quyết định 30/2018/QĐ-TTg, theo đó được bao tiêu toàn bộ sản lượng với giá bán 8,5 Uscent/kWh (tương đương 1.928 VND/kWh, cao hơn khoảng 50% so với thủy điện nhỏ).

1.3. Bất động sản

PC1 là nhà phát triển bất động sản ở phân khúc trung cấp với trên 10 năm kinh nghiệm và 05 dự án đã hoàn thành (tất cả đều là nhà ở chung cư tại Hà Nội, quy mô ~1.000 tỷ và đều đạt hiệu quả khả quan với biên lợi nhuận gộp ~30%). Tại Q1/2022, PC1 đang trực tiếp phát triển 04 dự án với kế hoạch như sau:

STT	Dự án	Khởi công	Mở bán	Hoàn thành	Doanh thu 2022
1	Khu nhà ở PC1 Gia Lâm	Q2/2022	Q3/2022	Q4/2022	193 (100%)
2	Khu nhà ở PC1 Định Công	Q3/2022	Q3/2022	Q4/2022	783 (78%)
3	PC1 Vĩnh Hưng	Q3/2022	Q4/2022	Q4/2023	0
4	PC1 Thăng Long	Q1/2023	Q1/2023	Q3/2024	0

Bảng 9 – Nguồn: PC1

Bên cạnh đó, PC1 cũng đang phát triển hai dự án khác tại các đơn vị liên kết: (1) dự án nhà ở tại Long Biên (phát triển bởi CTCP Đầu tư Bất động sản CT2 – PC1 sở hữu 49%, giá trị ghi sổ tại Q1/2022 đạt 300 tỷ) và (2) dự án Khu công nghiệp Yên Phong II-A tại Bắc Ninh (CTCP Western Pacific – PC1 sở hữu 25,3%, giá trị ghi sổ tại Q1/2022 đạt 910 tỷ).

2. Kết quả kinh doanh 2021 (trở về)

Đơn vị: Tỷ VND	2021	%YoY	%KH 2021	KH 2022	%YoY KH 2022
Doanh thu thuần	**9.828**	**+47,2%**	**122,8%**	**11.003**	**+12%**
Trong đó:					
Xây lắp điện	*7.364*	*+89,5%*	*142,0%*		
Năng lượng	*928*	*+24,1%*	*85,1%*		
Bất động sản	*106*	*-87,6%*	*90,6%*		
Khác	*1.431*	*+20,4%*	*88,9%*		
Lợi nhuận gộp	**1.156**	**-0,5%**			
Doanh thu tài chính	319	+757,5%			
Chi phí tài chính	359	+47,3%			
Lợi nhuận (lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	86	+374,4%			
Lợi nhuận sau thuế	**764**	**+40,5%**	**149,9%**	**657**	**-14%**
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	**695**	**+35,5%**			

Bảng 10 – Nguồn: PC1

Năm 2021 là một năm rất thành công của PC1, chủ yếu nhờ vào làn sóng đầu tư điện gió cần hoàn thành trước tháng 11 để kịp hưởng cơ chế hỗ trợ đầu tư của Chính phủ. Doanh thu thuần PC1 đạt 9.828 tỷ (+47% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 764 tỷ (+ 41% yoy), tương ứng hoàn thành 123% và 150% kế hoạch cả năm. Trong đó:

- Xây lắp điện đạt 7.364 tỷ doanh thu (+90% yoy) nhờ hoàn thành các dự án EPC điện gió.
- Năng lượng đạt 928 tỷ doanh thu (+24%) nhờ hoàn thành 03 dự án điện gió (tổng công suất 144 MW) vào Q4/2021. Trong đó, điện gió đóng góp 217 tỷ và thủy điện 711 tỷ (-4,9% yoy do thủy văn bất lợi trong năm).
- Lĩnh vực Bất động sản và Khác đóng góp lợi nhuận không đáng kể (~7% lợi nhuận gộp 2021): Bất động sản không có dự án mới và Khác chủ yếu là doanh thu bán hàng hóa cho đơn vị liên kết CTCP Gang thép Cao Bằng (UPCOM: CBI) với biên gộp rất thấp.

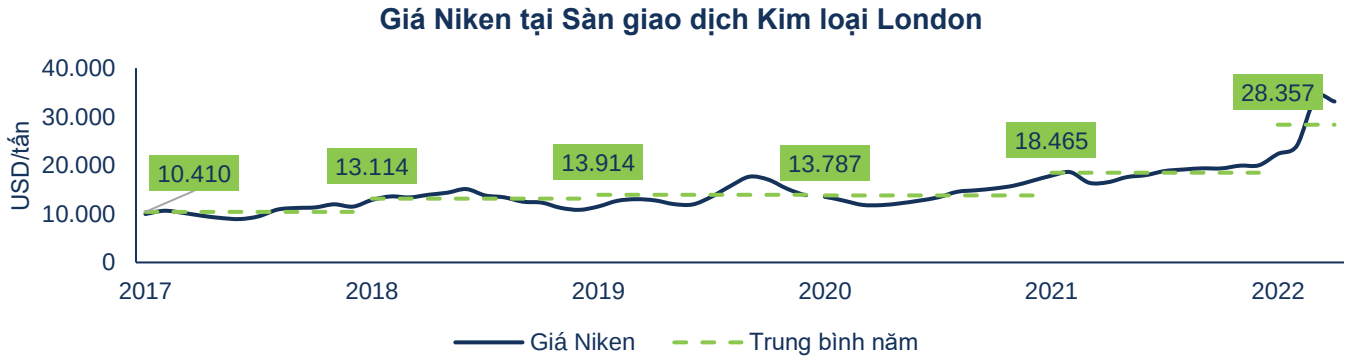
Kết quả kinh doanh của PC1 còn được hỗ trợ đáng kể từ các hoạt động tài chính:

- Lãi 263 tỷ từ đánh giá lại khoản đầu tư khi tăng vốn tại CTCP Khoáng sản Tấn Phát lên 57%: PC1 đã đầu tư vào Tấn Phát từ năm 2015 với giá vốn thấp (giá trị Tấn Phát đạt ~110 tỷ). Tới năm 2021, PC1 tăng tỷ lệ sở hữu tại Tấn Phát lên 57% (ước tính Tấn Phát sở hữu quyền khai thác khoáng sản trị giá ~900 tỷ sau khi hoàn thành các thủ tục pháp lý tại mỏ Niken – Đồng) và ghi nhận 262 tỷ lợi nhuận đánh giá lại khoản đầu tư từ 2015.
- Lợi nhuận từ công ty liên kết 86 tỷ, chủ yếu từ sở hữu 25% tại CBI: CBI đạt 341 tỷ lợi nhuận sau thuế (+370% yoy) nhờ giá phôi thép tăng cao trong 2021.

3. Tổng quan thị trường Niken thế giới (trở về)

Do nhà máy Tấn Phát vẫn đang được xây dựng và dự kiến tới 2024 – 2025 mới đạt công suất tối đa của GĐ1, chúng tôi chủ yếu tập trung vào xu hướng trung – dài hạn của thị trường Niken.

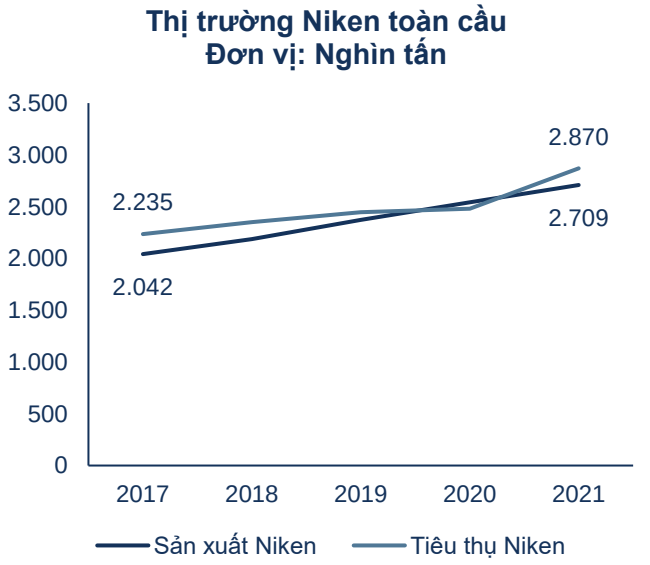
Nhìn chung, giá Niken có biến động tương đối cao. Từ đầu năm 2022 tới nay, giá Niken trên Sàn Giao dịch Kim loại London (London Metals Exchange – LME) trung bình đạt trên 28.000 USD/tấn, tăng tới 54% so với 2021, chủ yếu do rủi ro nguồn cung từ xung đột Nga – Ukraine (Nga sản xuất khoảng 6% Niken toàn cầu năm 2021).



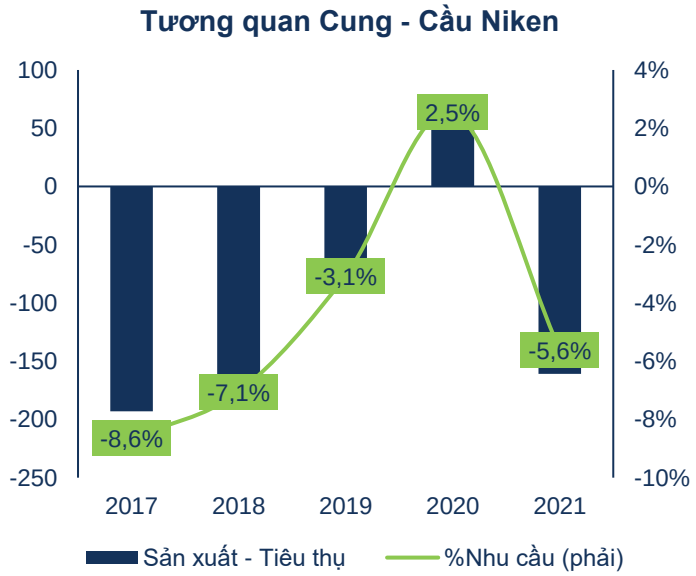
Biểu đồ 23 – Nguồn: IndexMundi

Cần lưu ý rằng, giá LME trên là giá của quặng Niken cấp 1 với hàm lượng Niken trên 99,8%[8]. Mức giá này được sử dụng làm mốc tham chiếu cho các sản phẩm quặng Niken khác để phản ánh chi phí xử lý cũng như nhu cầu cao đối với các sản phẩm Niken hàm lượng cao. Trong đó, giá của Niken cấp 1 đã được nghiền thành bột có thể cao hơn giá LME lên tới 30 – 35%, ngược lại hợp kim Niken – Sắt (Ferronickel: ~30% Niken) có giá thấp hơn khoảng 10% và Niken gang (Nickel Pig Iron: ~7% Niken) thấp hơn khoảng 15%.

Trước đó, giá Niken cũng đã tăng ~80% từ 2017 tới 2021 do nguồn cung không theo kịp tăng trưởng cao của nhu cầu, thị trường Niken thâm hụt khoảng 4,3% mỗi năm. Năm 2021, tiêu thụ Niken đạt 2,9 triệu tấn (tương ứng CAGR 6,5%/năm từ 2017) và sản xuất Niken đạt 2,8 triệu tấn (CAGR 7,3%/năm).



Biểu đồ 24 – Nguồn: Goldman Sachs



Biểu đồ 25 – Nguồn: Goldman Sachs

[8] Quặng Niken được chia thành 02 cấp do yêu cầu hàm lượng khác nhau của các nhu cầu Niken. Trong đó, quặng Niken cấp 1 có độ tinh khiến cao (hàm lượng Niken trên 99,8%) được sử dụng để sản xuất pin sạc (bao gồm cả pin xe điện), mạ và làm khuôn; còn lại là quặng Niken cấp 2 chủ yếu làm thép không gỉ.

3.1. Nhu cầu và nguồn cung Niken thế giới

Tiêu thụ Niken toàn cầu ước tính đạt ~2,9 triệu tấn (+16% yoy) năm 2021, trong đó sản xuất thép không gỉ chiếm tới 69%, còn lại làm pin, mạ, khuôn và các hợp kim màu mỗi loại chiếm khoảng 6 – 7%.

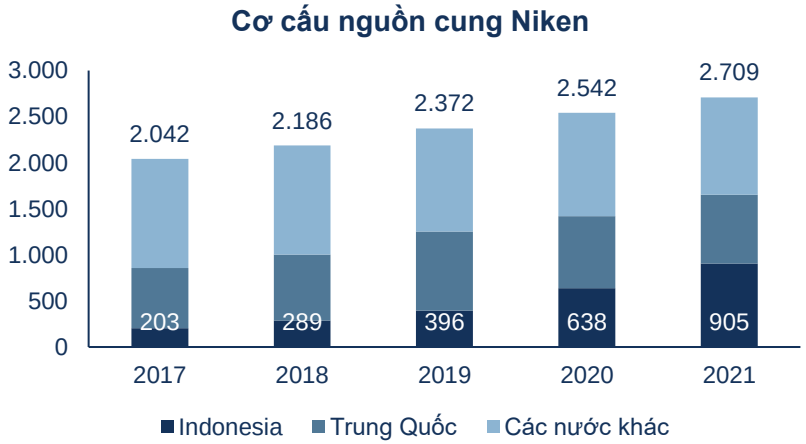
Bên cạnh sản xuất thép không gỉ phục hồi (tiêu thụ Niken đạt 1,96 triệu tấn, +10% yoy), sự bùng nổ của sản xuất pin xe điện (tiêu thụ Niken đạt 176.000 tấn, +130% yoy) là yếu tố quan trọng cần lưu ý, đóng góp đáng kể vào tăng trưởng 16% của tiêu thụ Niken trong năm 2021.



Biểu đồ 26 – Nguồn: FPTS tổng hợp

Mặt khác, nguồn cung Niken toàn cầu đạt 2,7 triệu tấn (+6,6% yoy) năm 2021, trong đó Indonesia và Trung Quốc chiếm lần lượt 33% và 28%. Với nguồn cung trên, thị trường Niken thế giới năm 2021 thâm hụt[9] khoảng 5,6%, một phần lý do khiến giá Niken tăng mạnh trong năm.

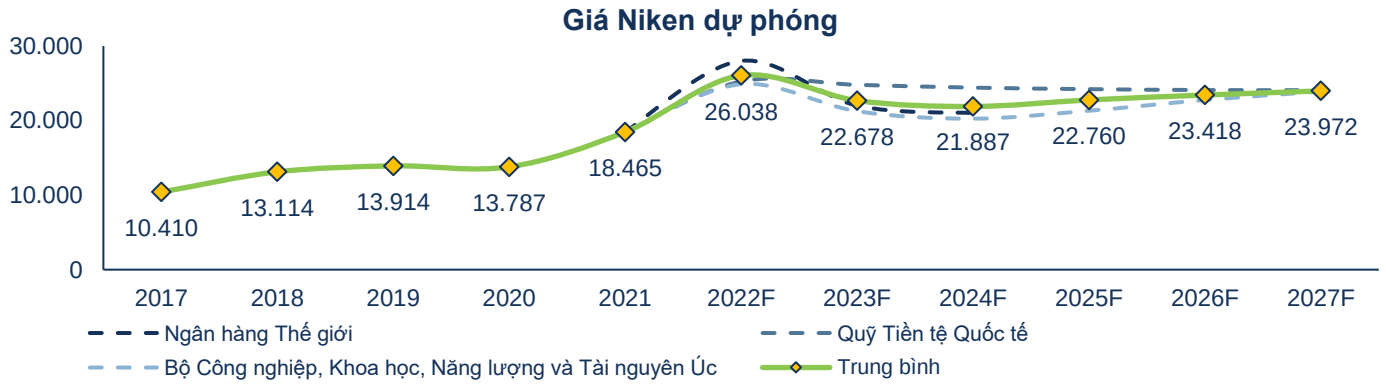
Gần như toàn bộ sản lượng Niken tăng thêm trong 2017 – 2021 tới từ Indonesia với CAGR lên tới 45%/năm (từ 203 nghìn tấn lên 905 nghìn tấn). Mặt khác, sản lượng từ Trung Quốc chỉ tăng 3,3%/năm và các quốc gia còn lại giảm 2,8%/năm trong cùng kỳ.



Biểu đồ 27 – Nguồn: Goldman Sachs

3.2. Triển vọng trung – dài hạn của thị trường Niken

Trong trung hạn, giá Niken dự kiến giao động ở khoảng 22.000 – 24.000 USD/tấn, hạ nhiệt khoảng 20% so với trung bình YTD 2022 khi thị trường Niken thế giới dần trở về cân bằng sau thâm hụt 5,6% năm 2021, theo trung bình dự phóng của *Ngân hàng Thế giới, Quỹ Tiền tệ Quốc tế, và Bộ Công nghiệp, Khoa học, Năng lượng và Tài nguyên Úc*.

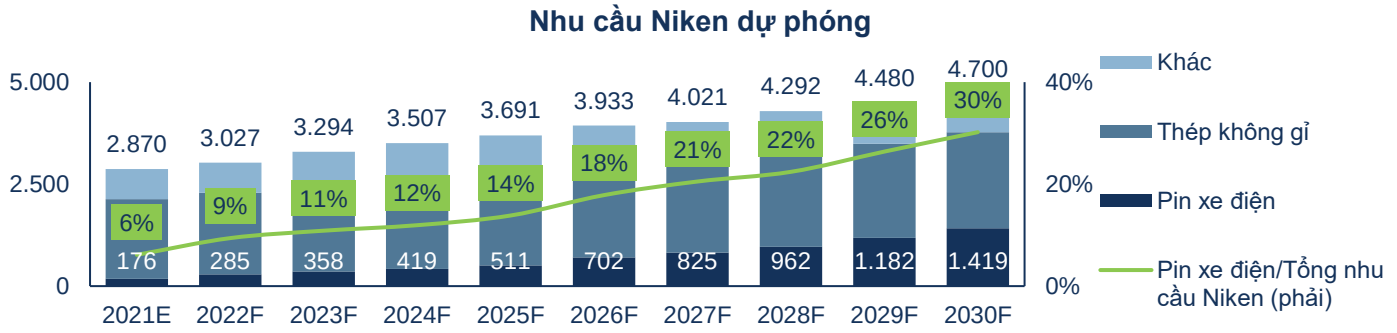


Biểu đồ 28 – Nguồn: FPTS tổng hợp

[9] Thâm hụt (hoặc thặng dư) có thể được tính bằng giá trị tuyệt đối (Nguồn cung - Tiêu thụ) hoặc giá trị tương đối (Nguồn cung – Tiêu thụ)/Tiêu thụ.

3.2.1. Dự báo nhu cầu Niken

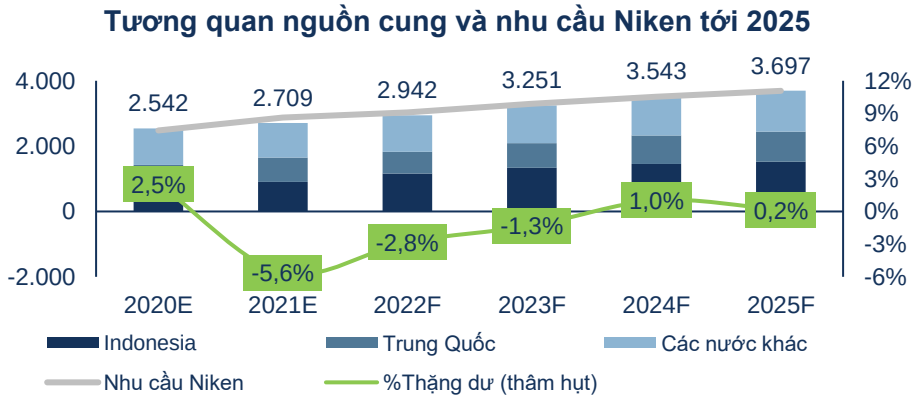
Về phía nhu cầu, pin xe điện sẽ là động lực tăng trưởng chính của Niken tới 2030, thúc đẩy bởi xu hướng "xanh hóa," giảm phụ thuộc vào nhiên liệu hóa thạch trên toàn cầu. Theo *Goldman Sachs*, tổng tiêu thụ Niken thế giới sẽ đạt 4,7 triệu tấn, trong đó sản xuất pin xe điện chiếm 1,4 triệu tấn (CAGR 26%/năm, ~30% tổng nhu cầu) và sản xuất thép không gỉ Ngược lại, các nhu cầu khác chỉ tăng khoảng 2%/năm trong cùng kỳ.



Biểu đồ 29 – Nguồn: Goldman Sachs, Wood Mackenzie

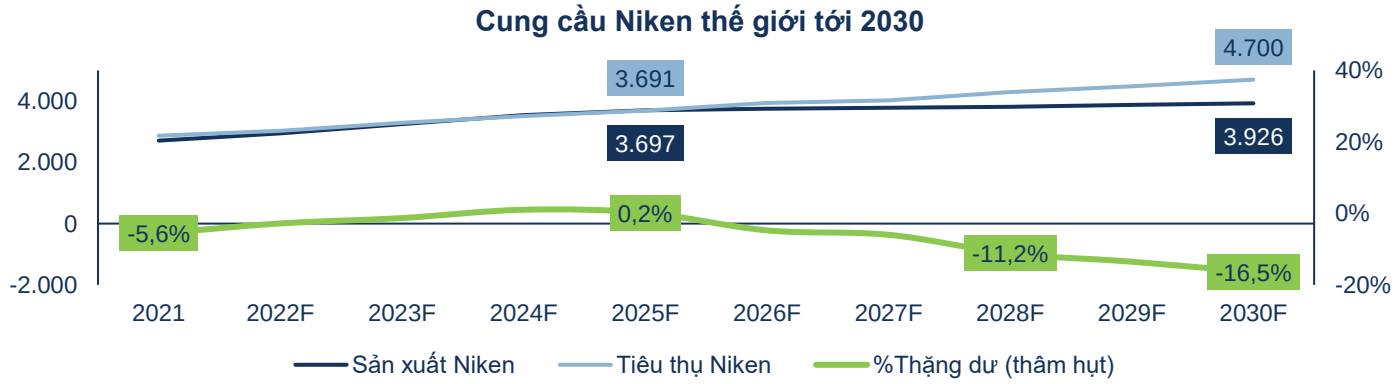
3.2.2. Dự báo nguồn cung Niken

Với các dự án đang được phát triển hiện nay, nguồn cung Niken cơ bản có thể theo kịp đà tăng của nhu cầu tới năm 2025, đạt ~3,7 triệu tấn (CAGR 7,7%/năm, trong đó Indonesia đóng góp đóng góp ~67% sản lượng tăng thêm), đưa thị trường Niken toàn cầu từ thiếu hụt 5,6% năm 2021 tới cơ bản cân bằng (thặng dư 0,2%).



Biểu đồ 30 – Nguồn: Goldman Sachs

Trong dài hạn hơn, nguồn cung Niken nhiều khả năng sẽ bị hạn chế bởi quan ngại về môi trường, vốn là động lực tăng trưởng chính của nhu cầu Niken. Trong 2025 – 2030, nguồn cung Niken chỉ tăng 1,2%/năm (dẫn tới thâm hụt ~17% nhu cầu năm 2030) khi các mỏ chất lượng cao và dễ khai thác dần hết, cộng thêm việc phát triển các mỏ mới bị hạn chế bởi các chính sách bảo vệ môi trường. Trong đó, Indonesia đã (1) cam kết cam kết đảm bảo không để mất đất rừng vào năm 2030 tại hội nghị COP26, và (2) dừng cấp phép cho các nhà máy điện than mới – nguồn điện chính của các khu công nghiệp khai thác và tinh chế Niken tại nước này.



Biểu đồ 31 – Nguồn: Goldman Sachs

4. Phân cấp trữ lượng và tài nguyên khoáng sản rắn (trở về)

4.1. Tổng quan phân cấp trữ lượng và tài nguyên khoáng sản rắn

Tài nguyên khoáng sản rắn là "những tích tụ tự nhiên của các khoáng chất rắn bên trong hoặc trên bề mặt vỏ trái đất, có hình thái, số lượng và chất lượng đáp ứng những tiêu chuẩn tối thiểu để có thể khai thác, sử dụng một hoặc một số loại khoáng chất từ các tích tụ này đem lại hiệu quả kinh tế tại thời điểm hiện tại hoặc tương lai."

Trữ lượng khoáng sản rắn là một phần của tài nguyên khoáng sản rắn đã được thăm dò, và việc khai thác chế biến chúng có thể mang lại hiệu quả kinh tế.

Trong quá trình hoạt động, các doanh nghiệp khai thác khoáng sản sẽ liên tục (1) thăm dò để gia tăng tài nguyên khoáng sản, và (2) chuyển đổi tài nguyên khoáng sản thành trữ lượng khoáng sản thông qua nghiên cứu địa chất và đánh giá tính khả thi của hoạt động khai thác và chế biến.

4.2. Thông tin phân loại trữ lượng và tài nguyên khoáng sản rắn

Khoáng sản rắn được phân loại trên cơ sở phối hợp của ba nhóm thông tin:

- Mức độ nghiên cứu địa chất: 1 – chắc chắn, 2 – tin cậy, 3 – dự tính, và 4 – dự báo.
- Mức độ nghiên cứu khả thi: 1 – nghiên cứu khả thi, 2 – nghiên cứu tiền khả thi, và 3 – nghiên cứu khái quát.
- Mức độ hiệu quả kinh tế: 1 – có hiệu quả kinh tế, 2 – có tiềm năng hiệu quả kinh tế, và 3 – chưa rõ hiệu quả kinh tế.

Các nhóm thông tin này có quan hệ tuần tự (bước sau chỉ có thể bắt đầu khi bước trước đã hoàn thành): nghiên cứu địa chất cung cấp dữ liệu đầu vào cho nghiên cứu khả thi, và nghiên cứu khả thi là cơ sở để đánh giá hiệu quả kinh tế.

4.3. Phân loại trữ lượng và tài nguyên khoáng sản rắn

Để thuận tiện, khoáng sản rắn được mã hóa dựa trên ba nhóm thông tin trên nhưng *với thứ tự ngược lại*, lần lượt là hiệu quả kinh tế, mức độ nghiên cứu khả thi, và mức độ nghiên cứu địa chất: ví dụ Quặng 122 là quặng có hiệu quả kinh tế (1), xác định bởi nghiên cứu tiền khả thi (2) dựa trên nghiên cứu địa chất tin cậy (2).

Cụ thể, tài nquyên khoáng sản rắn được phân loại với các mã hóa như sau:

<table>
<tr><th colspan="3">Tài nguyên khoáng sản rắn</th></tr>
<tr><td colspan="2">1.Tài nguyên khoáng sản rắn xác định:
Đã được nghiên cứu địa chất chắc chắn đến dự tính
Ví dụ: (XX1, XX2, XX3)</td><td rowspan="2">2.Tài nguyên khoáng sản rắn dự báo:
Được dự báo từ quá trình điều tra cơ bản địa chất về tài nguyên khoáng sản.
(334)</td></tr>
<tr><td>1.1.Loại trữ lượng:
Việc khai thác, chế biến mang lại hiệu quả kinh tế
(111, 121, 122)</td><td>1.2.Loại tài nguyên:
Việc khai thác, chế biến có tiềm năng hoặc chưa rõ hiệu quả kinh tế
(211, 221, 222, 331, 332, 333)</td></tr>
</table>

Bảng 11 – Nguồn: Bộ Tài nguyên và Môi trường

Với yêu cầu cụ thể của mức độ nghiên cứu, Quý nhà đầu tư có thể tham khảo QĐ 06/2006/QĐ-BTNMT về Ban hành Quy định về Phân cấp trữ lượng và tài nguyên khoáng sản rắn.

VII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	9.828	9.532	10.073	10.712
- Giá vốn hàng bán	-8.673	-7.843	-8.390	-9.008
Lợi nhuận gộp	**1.156**	**1.688**	**1.683**	**1.704**
- Chi phí bán hàng	-56	-66	-70	-58
- Chi phí quản lí DN	-241	-280	-290	-302
- Lợi nhuận khác	-8	9	24	27
Lợi nhuận HĐKD	**851**	**1.352**	**1.348**	**1.372**
- (Lỗ)/lãi HĐTC	276	35	35	38
LN trước thuế. lãi vay	**1.126**	**1.387**	**1.382**	**1.410**
- Chi phí lãi vay	-315	-643	-578	-540
Lợi nhuận trước thuế	**896**	**773**	**814**	**881**
- Thuế TNDN	-132	-51	-56	-52
Lợi nhuận sau thuế	**764**	**721**	**758**	**829**
EPS (đ)	3.020	2.424	2.533	2.733

Khả năng sinh lợi	2021A	2022F	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,8%	17,7%	16,7%	15,9%
Tỷ suất LNST	7,8%	7,6%	7,5%	7,7%
ROE DuPont	13,8%	11,0%	10,6%	10,6%
ROA DuPont	5,2%	4,0%	4,3%	4,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	11,5%	14,6%	13,7%	13,2%
LNST/LNTT	85,3%	93,4%	93,1%	94,1%
LNTT / EBIT	79,6%	55,7%	58,9%	62,5%
Vòng quay tổng tài sản	0,67	0,52	0,57	0,61
Đòn bẩy tài chính	2,66	2,78	2,46	2,24

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2021A	2022F	2023F	2024F
Thanh toán hiện hành	1,11	1,21	1,30	1,44
Thanh toán nhanh	0,93	0,67	0,75	0,96
Thanh toán tiền mặt	0,41	0,31	0,38	0,43
Nợ / Tài sản	0,66	0,62	0,57	0,54
Nợ / VCSH	1,98	1,60	1,34	1,15
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,95	0,68	0,54	0,49
Nợ dài hạn / VCSH	1,03	0,92	0,80	0,67

CĐKT	2021A	2022F	2023F	2024F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	2.436	1.454	1.533	1.742
+ Các khoản phải thu	3.132	2.494	2.666	3.043
+ Hàng tồn kho	904	1.589	912	875
+ Tài sản ngắn hạn khác	126	102	109	124
Tổng tài sản ngắn hạn	**6.598**	**5.640**	**5.219**	**5.784**
+ Nguyên giá TSCĐHH	11.483	11.552	12.681	12.766
+ Khấu hao lũy kế	-1.101	-1.525	-1.959	-2.439
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	10.381	10.028	10.721	10.328
+ Đầu tư tài chính dài hạn	639	639	639	639
+ Tài sản dài hạn khác	1.069	1.504	960	932
Tổng tài sản dài hạn	**12.089**	**12.170**	**12.320**	**11.898**
Tổng tài sản	**18.687**	**17.810**	**17.540**	**17.682**
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	2.848	1.979	2.161	2.484
+ Vay và nợ ngắn hạn	2.924	2.461	1.576	1.196
+ Nợ ngắn hạn khác	190	216	285	328
Nợ ngắn hạn	**5.963**	**4.656**	**4.022**	**4.009**
+ Vay và nợ dài hạn	6.113	6.037	5.742	5.137
+ Nợ dài hạn khác	331	263	282	325
Nợ dài hạn	**6.443**	**6.300**	**6.025**	**5.461**
Tổng nợ	**12.406**	**10.956**	**10.047**	**9.470**
+ Thặng dư	711	711	711	711
+ Vốn điều lệ	2.352	2.352	2.352	2.352
+ LN chưa phân phối	1.305	1.750	2.214	2.716
+ Khác	1.913	2.041	2.215	2.434
Vốn chủ sở hữu	**6.281**	**6.853**	**7.493**	**8.212**
Tổng cộng nguồn vốn	**18.687**	**17.810**	**17.540**	**17.682**

Hiệu quả vận hành	2021A	2022F	2023F	2024F
Số ngày phải thu	123	108	93	97
Số ngày tồn kho	34	58	54	36
Số ngày phải trả	103	112	90	94
Thời gian luân chuyển tiền	54	53	58	39
COGS / Hàng tồn kho	123	108	93	97

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 08 cổ phiếu PC1, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại http://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3 Tòa nhà Bến Thành Times Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888