

## Sẵn sàng cho giai đoạn đầu tư tiếp theo CTCP Tập Đoàn PC1 (HSX: PC1)

- LN ròng Q4/24 tăng 85% svck, hỗ trợ bởi các hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện như điện, bán quặng, xây lắp, bất chấp áp lực lớn từ lỗ tỷ giá. LN ròng cả năm tăng 11 lần đạt 460 tỷ, hoàn thành 100% dự phóng của chúng tôi.
- LN ròng 2025-26 kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng lần lượt 67% svck và 25% svck, với động lực chính đến từ mũi nhọn BĐS KCN, nhà ở và xây lắp điện.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 29,200đ/cp

### KQKD Q4/24: Hoạt động kinh doanh cốt lõi có sự phục hồi rõ rệt

Doanh thu Q4/24 đi ngang svck, trong đó, các mảng kinh doanh chính như điện, xây lắp và bán quặng ghi nhận tăng trưởng tích cực, bù đắp cho doanh thu BĐS nhà ở và sản xuất công nghiệp giảm. LN gộp tăng 51% svck do KQKD tích cực từ các mảng biên cao, hỗ trợ biên LN gộp tăng 8 đ%. Doanh thu tài chính tăng 36% svck, hỗ trợ bởi lãi tỷ giá phát sinh từ các hoạt động xuất khẩu trong khi chi phí tài chính tiếp tục áp lực lên LN, tăng 45% svck do khoản lỗ tỷ giá từ dư nợ vay gốc USD ~103 tỷ. Tuy nhiên, LN ròng Q4/24 vẫn ghi nhận tăng trưởng 85% svck từ nền thấp, kéo LN ròng cả năm tăng 11 lần đạt 460 tỷ, hoàn thành 100% dự phóng MBS.

### Triển vọng 2025-26: Tăng trưởng LN được thúc đẩy bởi BĐS và xây lắp

Trong 2025-26, trong khi nhóm kinh doanh chính như điện, khai khoáng dự báo sẽ đem lại dòng lợi nhuận khá ổn định, động lực tăng trưởng chính giai đoạn này đến từ việc phát triển các dự án BĐS nhà ở, KCN và xây lắp điện. Đối với BĐS nhà ở, các dự án nổi bật như Tháp Vàng, PC1 Gia Lâm và Định công sẽ triển khai trong giai đoạn 2025-27. Trong khi đó, các dự án KCN của Western Pacific như Yên Phong IIA, Yên Lệnh, Đồng Văn 5 và Yên Lư mở rộng sẽ đóng góp đáng kể vào LN LDLK của PC1 giai đoạn 2024-28. Mảng xây lắp điện sẽ lấy lại đà tăng trưởng với động lực từ các gói thầu lớn trong 2025 như EPC cáp ngầm Côn Đảo hay EPC điện gió 58MW ở Philippines. Hơn nữa, hoạt động xây lắp được đảm bảo trong trung hạn nhờ sự sôi động trở lại của EPC điện gió cùng nguồn việc lớn theo QHĐ8. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng LN ròng 2025-26 đạt lần lượt 67% svck và 25% svck.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 29,200đ/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu không đổi 29,200đ/cp cho PC1, sử dụng phương pháp định giá SOTP. P/E hiện tại giao dịch ở mức 18.0x, thấp hơn sv mức trung bình 3 năm 30.9x, phản ánh sự phục hồi KQKD rõ rệt. Với dự phóng tăng trưởng kép EPS 2025-26 đạt 44% svck, P/E forward dự kiến tiếp tục giảm về mức hấp dẫn 13.5x trong 2025 và 10.8x trong 2026. Trong bối cảnh tỷ giá sẽ không còn gây nhiều áp lực lên chi phí tài chính của PC1, cùng với việc tiếp tục thúc đẩy một giai đoạn tăng trưởng mới, với động lực dẫn đầu đến từ các dự án BDS KCN và nhà ở, đây là thời điểm thích hợp để tích lũy PC1 – doanh nghiệp đang vượt qua những khó khăn từ 2023 cùng triển vọng tăng trưởng LN mạnh mẽ trong trung hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,775	10,078	11,889	13,167
Lợi nhuận ròng	140	460	771	961
Tăng trưởng doanh thu thuần	-7.0%	29.6%	18.0%	10.8%
Tăng trưởng LN ròng	-69.6%	228.9%	67.4%	24.7%
Biên LN gộp	20.3%	20.7%	20.2%	19.8%
Biên EBITDA	25.7%	24.2%	23.6%	23.6%
ROAE	2.7%	8.6%	13.0%	14.5%
ROAA	0.7%	2.2%	3.4%	3.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	481	1,377	2,155	2,688
BVPS (VND/cổ phiếu)	16,668	15,416	17,723	19,387

Nguồn: PC1, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND29,200

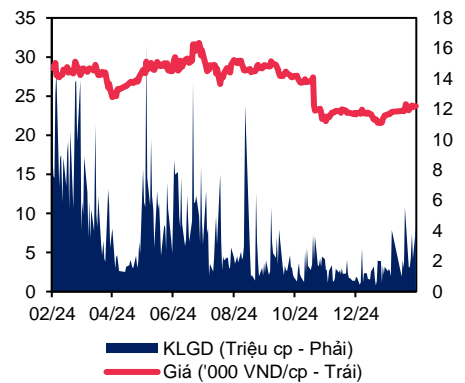
Tiềm năng tăng giá

22%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh dự phóng EPS 2025/26 lần lượt +6%/-8%

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	23,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	27,650
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,550
Vốn hóa (tỷ VND)	8,440
P/E (TTM)	18.3
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	13.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Trịnh Văn Tuấn	18.6%
CTCP Chứng khoán VIX	5.6%
Khác	75.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

## CTCP Tập đoàn PC1 (HSX: PC1)

### Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Doanh nghiệp đầu ngành xây lắp điện, với bề dày kinh nghiệm thực hiện nhiều dự án trọng điểm quốc gia. Chúng tôi đánh giá triển vọng tăng trưởng tích cực từ 2025 do: 1) Chính sách cho NLTT đang được triển khai bao gồm DPPA, và khung giá phát điện gió sẽ hỗ trợ triển vọng phát triển nhà máy; 2) Khối lượng công việc cho xây dựng lưới điện được đảm bảo, trung bình 1.6 tỷ USD/năm theo QHĐ8. Hướng tới mục tiêu tiếp cận không chỉ các dự án hàng đầu trong nước mà cả thị trường quốc tế, PC1 đã đạt được những thành công ban đầu từ trúng thầu hợp đồng EPC cho nhà máy điện gió 58MW tại Philippines (tổng giá trị ~1.200 tỷ đồng), khẳng định năng lực của công ty trong việc tiếp tục ký thêm các gói thầu giá trị trong tương lai.

PC1 có kế hoạch nâng tổng công suất nguồn điện, tập trung vào thủy điện và điện gió. Công ty dự kiến đưa vào vận hành hai nhà máy thủy điện nhỏ, Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) giai đoạn 2026-2027 và đang theo dõi sát sao các cơ hội đầu tư vào dự án điện gió tại Quảng Trị. PC1 đã chứng minh năng lực triển khai và vận hành các dự án điện gió, và là một trong số ít công ty thành công nhận khoản vay từ ADB với lãi suất ưu đãi khoảng 5-6%/năm. Điều này sẽ mang lại lợi thế lớn cho PC1 khi thực hiện các dự án mới trong tương lai.

Tăng trưởng EPS giai đoạn 2025-26 44% CAGR sẽ được thúc đẩy mạnh bởi mảng bất động sản. Trong đó, đầu giá thành công dự án Tháp Vàng và kỳ vọng tiến độ pháp lý tích cực hơn của PC1 Gia Lâm và Định Công là điểm tựa cho tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2025-27. Ngoài ra, PC1 đang mạnh mẽ mở rộng sang đầu tư khu công nghiệp (IP) thông qua việc đầu tư vào liên doanh với Western Pacific, cũng như tự phát triển độc lập KCN NHIZ GD2. Chúng tôi tin rằng doanh nghiệp có đủ nguồn việc để duy trì tăng trưởng LN đến 2028.

### Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu không đổi 29,200đ/cp

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu không đổi 29,200đ/cp cho PC1, sử dụng phương pháp định giá SOTP, cùng với điều chỉnh EPS không nhiều cho các năm 2025-26 do cơ bản giữ nguyên các triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp. P/E hiện tại giao dịch ở mức 18.0x, thấp hơn sv mức trung bình 3 năm 30.9x, phản ánh sự phục hồi KQKD rõ rệt. Với dự phóng tăng trưởng kép EPS 2025-26 đạt 44% svck, P/E forward dự kiến tiếp tục giảm về 13.5x trong 2025 và 10.8x trong 2026. Trong bối cảnh tỷ giá sẽ không còn gây nhiều áp lực lên chi phí tài chính của PC1, cùng với việc tiếp tục thúc đẩy một giai đoạn tăng trưởng mới, với động lực dẫn đầu đến từ các dự án BDS KCN và nhà ở, đây là thời điểm thích hợp để tích lũy PC1 – doanh nghiệp đang dần vượt qua những khó khăn từ 2023 cùng triển vọng tăng trưởng LN mạnh mẽ trong trung hạn.

#### Rủi ro tăng giá:

- Cơ chế giá cho NLTT được ban hành sớm hơn dự kiến, hỗ trợ cho mảng xây lắp và đầu tư các dự án điện.
- Tiến độ hoàn thành pháp lý cho các dự án bất động sản nhanh hơn dự kiến, hỗ trợ tiến độ xây dựng và bán hàng.

**Rủi ro giảm giá:**

- Giá niken tiếp tục giảm, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của mảng.
- Rủi ro tỷ giá biến động nhiều có thể ảnh hưởng KQKD doanh nghiệp.
- Các rủi ro liên quan đến pháp lý các dự án BĐS nhà ở không được giải quyết sớm, ảnh hưởng đến tiến độ triển khai và mở bán.

**Hình 1: Tổng hợp định giá SOTP**

Phương pháp định giá từng phần	Giá trị tỷ đồng	Phương Pháp	Tỷ trọng
Xây lắp điện	1,319	EV/EBITDA - 7,0x	
BĐS Nhà ở	458	NPV	
BĐS Khu công nghiệp (KCN)	1,445	NPV	
Điện	14,274	FCFF - 10 năm	
Khai khoáng Niken	1,917	FCFF - 20 năm	
Đầu tư vào Idlk (không bao gồm KCN)	456	Giá trị sổ sách Q4/23	
(+) Tiền và tương đương tiền	5,598		
(-) Nợ vay	(12,565)		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	(2,445)		
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>10,457</b>		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	358		
<b>Giá trị mỗi cp (VND/cp)</b>			<b>29,237</b>
<b>Giá trị mỗi cp (làm tròn, VND/cp)</b>			<b>29,200</b>

Nguồn: MBS Research

**Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
						TTM	2025	Hiện tại	2025	TTM	2025	TTM	2025
<b>Doanh nghiệp đa ngành</b>													
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	27,700	33,600	Khả quan	365	16.1	13.7	1.5	1.3	8.2	7.4	9.4	15.5
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	6,170	NA	KKN	213	11.8	NA	0.6	NA	23.6	NA	4.8	NA
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	66,700	75,300	Trung Lập	1,233	15.7	12.8	1.7	1.4	10.4	8.5	11.0	9.3
<i>Trung bình</i>						14.5	13.3	1.3	1.4	14.1	8.0	8.4	12.4
<b>Doanh nghiệp xây lắp</b>													
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN	32,150	NA	KKN	85	37.2	NA	1.7	NA	15.1	NA	4.5	NA
CTCP FECON	FCN VN	15,050	NA	KKN	93	252.7	NA	0.9	NA	17.7	NA	0.4	NA
CTCP Xây dựng Điện Việt Nam	VNE VN	3,290	NA	KKN	11	NA	NA	0.3	NA	19.6	NA	-13.6	NA
<i>Trung bình</i>						145.0	NA	1.0	NA	17.5	NA	-2.9	NA
<b>Doanh nghiệp điện</b>													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	13,100	NA	KKN	184	46.5	17.2	1.2	1.0	8.8	8.8	2.7	5.3
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	35,800	NA	KKN	206	17.0	NA	2.9	NA	16.8	NA	17.0	NA
CTCP Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	51,000	NA	KKN	476	32.0	17.5	2.5	NA	11.5	NA	7.7	15.7
<i>Trung bình</i>						31.8	17.4	2.2	1.0	12.4	8.8	9.1	10.5
<b>CTCP Tập Đoàn PC1</b>	<b>PC1 VN</b>	<b>23,900</b>	<b>29,200</b>	<b>Khả quan</b>	<b>333</b>	<b>20.4</b>	<b>13.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>7.6</b>	<b>7.4</b>	<b>8.0</b>	<b>10.1</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Tóm tắt KQKD Q4/24: LN thuần từ hoạt động kinh doanh cốt lõi phục hồi rõ rệt

Hình 3: Tóm tắt KQKD 2024

Đơn vị: Tỷ đồng	Q4/24	svck (%)	sv quý trước (%)	2024	svck (%)	Sv dự phóng (%)	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>2,540</b>	<b>-1%</b>	<b>14%</b>	<b>10,078</b>	<b>31%</b>	<b>100%</b>	<b>Doanh thu Q4/24 đi ngang svck, trong đó, các mảng kinh doanh chính như điện, xây lắp và khai thác quặng ghi nhận tăng trưởng tích cực, bù đắp cho một số mảng phụ như bán vật tư và sản xuất cốt sắt.</b>
Điện	510	23%	14%	1,706	17%	102%	Doanh thu điện Q4/24 tăng 23% svck, hỗ trợ bởi thủy văn thuận lợi, giúp sản lượng điện tăng trưởng mạnh từ nền thấp năm ngoài do El Nino. Mặt khác, sản lượng điện gió tăng cũng cải thiện nhẹ svck.
Xây lắp điện	1,230	9%	74%	3,686	41%	96%	Doanh thu xây lắp tăng 9% svck trong Q4/24, cả năm tăng 41% svck từ nền thấp năm ngoài, đóng góp chủ yếu bởi dự án 500kV Mạch 3.
Sản xuất công nghiệp	227	-46%	41%	1,456	25%	96%	Sản xuất công nghiệp sau 9T24 tăng trưởng tích cực nhờ các hợp đồng cung cấp thiết bị cho 500kV mạch thì giảm 46% svck trong Q4/24, tuy nhiên cả năm 2024 mảng ghi nhận tăng trưởng 25% svck.
Vận hành KCN	156	12%	-8%	599	-2%	95%	
Bất động sản nhà ở	13	-90%	242%	39	-79%	145%	BDS Q4/24 giảm 90% svck chủ yếu do Q4/23 doanh nghiệp ghi nhận bán một số sản thương mại từ các dự án cũ.
Khai thác quặng	270	223%	-52%	1,701	173%	117%	Doanh thu bán quặng tăng mạnh 223% do năm ngoài các đơn hàng xuất đi trong Q4/23 không nhiều trong khi năm nay ghi nhận sản lượng bán ~10.000 tấn quặng. Hơn nữa, doanh nghiệp cũng thực hiện điều chỉnh giảm doanh thu Q4/23 đến từ điều chỉnh giảm doanh thu đối với các lô hàng theo giá bán thực tế.
Khác	134	-43%	-25%	890	-14%	91%	
<b>LN gộp</b>	<b>593</b>	<b>51%</b>	<b>23%</b>	<b>2,083</b>	<b>44%</b>	<b>108%</b>	<b>Doanh thu đi ngang nhưng LN gộp tăng mạnh 43% svck, cùng biên LN gộp cải thiện 8 đ%, hỗ trợ bởi KQKD tích cực từ các mảng biên cao như điện, bán quặng.</b>
<b>Biên LN gộp (%)</b>	<b>23%</b>	<b>8 đ%</b>	<b>2 đ%</b>	<b>21%</b>	<b>2 đ%</b>		
Điện	317	42%	36%	948	29%	110%	
Xây lắp điện	87	36%	176%	258	9%	86%	LN gộp xây lắp Q4/24 tăng 36% svck và tăng mạnh sv Q3/24 sau khi 500kV Mạch 3 hoàn thành. Trong 9T đầu năm, việc tập trung nguồn lực triển khai mạch 3 dẫn đến chi phí giá vốn tăng mạnh, kéo biên LN gộp 2024 chỉ đạt 7%, giảm 2 đ% sv năm ngoài
Sản xuất công nghiệp	32	-29%	84%	144	23%	104%	
Vận hành KCN	31	43%	-15%	149	7%	93%	
Bất động sản nhà ở	7	-88%	123%	21	-74%	130%	
Khai thác quặng	118	NA	-27%	553	415%	120%	LN gộp Q4/24 tăng mạnh đạt 118 tỷ từ mức lỗ 18 tỷ, đến từ điều chỉnh tăng giá vốn hàng bán 40 tỷ trong Q4/23 sau khi đánh giá lại các chi phí thuế liên quan đến thuế tài nguyên và thuế GTGT.
Khác	3	-59%	NA	11	-68%	138%	
Chi phí bán hàng & QLDN	211	56%	96%	578	48%	102%	
<b>EBIT</b>	<b>382</b>	<b>49%</b>	<b>2%</b>	<b>1,505</b>	<b>42%</b>	<b>99%</b>	<b>Trong Q4/24, doanh nghiệp không ghi nhận thêm doanh thu cho thuê KCN Yên Phong IIA.</b>
Lãi/lỗ từ Idik	(5)	-235%	-62%	45	2927%	45%	Doanh thu tài chính Q4/24 tăng 36% svck, đến từ các khoản lãi tỷ giá từ các hoạt động xuất khẩu, cùng với các hoạt động tài chính khác tăng mạnh đạt 9 tỷ. Trong khi doanh thu từ tiền gửi ổn định
Doanh thu tài chính	63	36%	117%	186	2%	160%	Chi phí tài chính Q4/24 tăng 45% svck, chủ yếu đến từ lỗ tỷ giá 102 tỷ do đánh giá lại số dư nợ vay gốc USD. Tuy nhiên, mặt tích cực là chi phí lãi vay đã giảm đáng kể 14% svck.
Chi phí tài chính	294	45%	200%	929	-4%	101%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>161</b>	<b>61%</b>	<b>-44%</b>	<b>829</b>	<b>224%</b>	<b>107%</b>	
Biên LN trước thuế	6%	2 đ%	-7 đ%	8%	5 đ%		
Thuế thu nhập DN	24	123%	-10%	116	39%	119%	
<b>LN sau thuế</b>	<b>126</b>	<b>42%</b>	<b>-51%</b>	<b>704</b>	<b>287%</b>	<b>103%</b>	
Lợi ích CDTS	65	16%	-35%	243	67%	106%	
<b>LN ròng</b>	<b>61</b>	<b>85%</b>	<b>-62%</b>	<b>460</b>	<b>1175%</b>	<b>100%</b>	<b>Theo đó, LN ròng Q4/24 đạt 61 tỷ đồng, tăng 85% svck. LN ròng cả năm đạt 460 tỷ đồng, hoàn thành 100% dự phóng MBS.</b>

Nguồn: PC1, MBS Research

## Triển vọng 2025-26: Xây lắp điện, KCN và BĐS là động lực chính cho tăng trưởng

### Mảng Điện: Duy trì triển vọng sản lượng ổn định trong 2025-26

**Thủy điện:** Sản lượng thủy điện có sự phục hồi khá mạnh mẽ trong 2024 từ nền thấp 2023 khi pha El Nino chính thức kết thúc từ Q2/24, hơn nữa, theo Trung tâm Khí tượng & Thủy văn, trong năm 2024, về cơ bản các khu vực sông hồ thủy điện tại khu vực miền Bắc có sự phục hồi rõ rệt về thủy văn, theo đó các nhà máy thủy điện của PC1 được hưởng lợi. Nhìn sang 2025-26, trong bối cảnh pha thời tiết duy trì ở mức trung tính với xác suất cao cùng mức nền 2024 khá cao, chúng tôi không nhận thấy nhiều dư địa tăng trưởng từ các nhà máy hiện hữu và dự báo sản lượng thủy điện theo mức trung bình ba năm. Do đó, sản lượng năm 2025-2026 dự kiến đạt lần lượt 569 triệu kWh (-10% svck) và 629 triệu kWh (+10% svck). Doanh thu 2025-2026 theo đó đạt 730 tỷ đồng (-6.5% svck) và 848 tỷ đồng (+15% svck), cùng giả định giá bán điện tăng ổn định 2%/năm. Đối với 2 dự án Bạo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) chính thức khởi công xây dựng từ T11/2024, chúng tôi kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động từ 2027, với giả định thời gian hoàn thành trung bình 2.5-3 năm dựa theo thời gian xây dựng các dự án cũ có công suất tương đương của doanh nghiệp.

**Điện gió:** Chúng tôi dự báo sản lượng duy trì mức ổn định cho danh mục điện gió của PC1, trung bình khoảng 440-450 triệu kWh trong 2025-2026 (đạt 89-91% công suất thiết kế). Doanh thu 2025-2026 dự kiến lần lượt đạt 904 tỷ đồng (-2,1% svck), 918 tỷ đồng (+1.6% svck).

Hình 4: Dự phóng lợi nhuận mảng điện trong giai đoạn 2025-2026

	Công suất (MW)	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
<b>Sản lượng</b>	<b>313</b>	<b>1,115</b>	<b>593</b>	<b>623</b>	<b>1,087</b>	<b>852</b>	<b>1,084</b>	<b>1,008</b>	<b>1,075</b>
% svck				5%	74%	-22%	27%	-7%	7%
Thủy điện	169	620	593	513	669	402	636	569	629
Điện gió	144	495	-	110	418	450	448	439	446
<b>Giá bán bình quân</b>	<b>đ/kWh</b>		<b>1,214</b>	<b>1,662</b>	<b>1,652</b>	<b>1,685</b>	<b>1,639</b>	<b>1,672</b>	<b>1,704</b>
Thủy điện			1,214	1,357	1,320	1,346	1,222	1,283	1,347
Điện gió			-	1,968	1,983	2,024	2,056	2,061	2,061
<b>Doanh thu</b>	<b>tỷ đồng</b>		<b>720</b>	<b>912</b>	<b>1,712</b>	<b>1,452</b>	<b>1,700</b>	<b>1,634</b>	<b>1,766</b>
% svck	%			27%	88%	-15%	17%	-4%	8%
Thủy điện			720	696	883	541	777	730	848
Điện gió			-	216	829	911	923	904	918
<b>LN gộp</b>	<b>tỷ đồng</b>		<b>382</b>	<b>475</b>	<b>954</b>	<b>706</b>	<b>938</b>	<b>877</b>	<b>914</b>
% svck	%			24%	101%	-26%	33%	-6%	4%
Thủy điện			382	312	487	165	386	342	367
% biên LN gộp	%		53%	45%	55%	31%	50%	47%	43%
Điện gió			-	163	466	541	552	534	547
% biên LN gộp	%			76%	56%	59%	60%	59%	60%

Nguồn: PC1, MBS Research

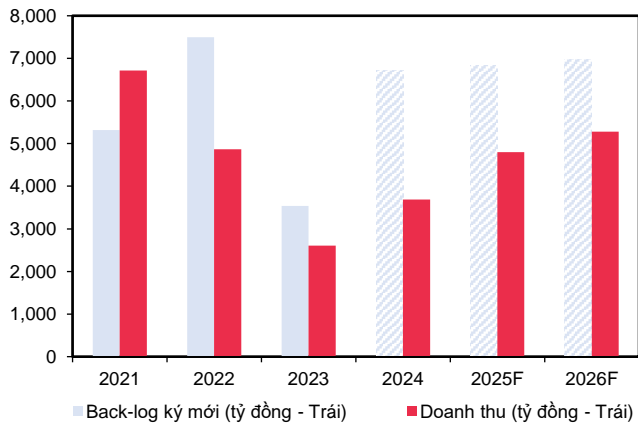


### Xây lắp điện: Nguồn việc được đảm bảo nhờ trúng các gói thầu lớn

Về triển vọng 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng 30% và 10% svck, đạt lần lượt 4,801 tỷ đồng và 5,208 tỷ đồng. Điều này hỗ trợ bởi lượng backlog cao tính đến cuối 2024, đạt 6,982 tỷ đồng với nhiều hợp đồng quy mô lớn và có thời gian triển khai ngắn như 1) EPC nhà máy điện gió Camarines Sur tại Philippine, giá trị 1,200 tỷ đồng; 2) EPC đường dây cáp ngầm ra Côn Đảo, giá trị 1,800 tỷ đồng. Mặt khác, chúng tôi cảm nhận được sự dần ấm lại của thị trường xây dựng điện NLTT, đến từ hàng loạt các chính sách quan trọng được kỳ vọng sẽ được ban hành trong 2025 như cơ chế DPPA (điều chỉnh theo luật điện lực mới), khung giá và cơ chế đấu thầu các dự án điện NLTT. Nhìn về biên LN gộp, chúng tôi cho rằng sẽ có sự phục hồi nhẹ trong 2025 từ mức thấp của 2024, chủ yếu do phần lớn back-log trong 2025 vẫn là các hợp đồng trong EVN có mức biên thường thấp hơn. Theo đó, dự kiến LN gộp 2025-26 sẽ đạt lần lượt 402 tỷ đồng (+56% svck) và 428 tỷ đồng (+8% svck), cùng với mức biên LN gộp lần lượt đạt 8.4% và 8.1% từ mức nền thấp 7% trong 2024.

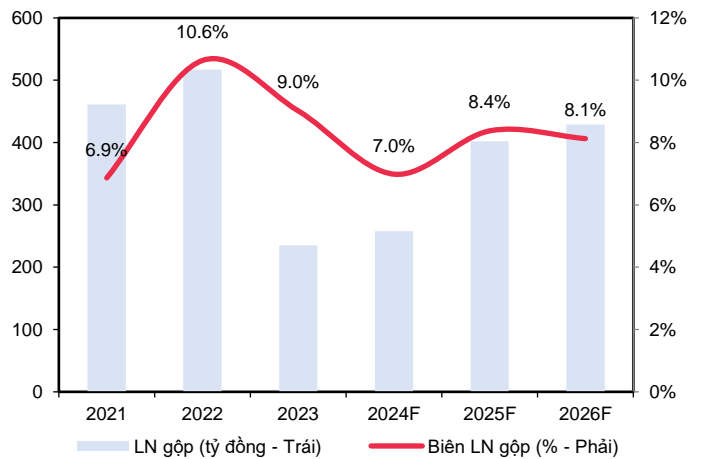
Với khối lượng công việc ổn định trong trung hạn - từ nay đến 2030 cho xây lắp điện theo các nhiệm vụ được giao trong QHĐ8, chúng tôi kỳ vọng PC1 – với vị thế là nhà thầu xây lắp hàng đầu sẽ được hưởng lợi lớn nhất. Hơn nữa, thị trường NLTT sôi động trở lại sẽ là miếng bánh hấp dẫn từ các hợp đồng tổng thầu EPC điện gió, mảng mà PC1 đã thể hiện rất tốt trong giai đoạn 2020-21. Doanh nghiệp cũng đã có những thành tựu đầu tiên trong việc nâng cao tiêu chuẩn nhà thầu nhằm hướng tới thị trường quốc tế.

Hình 5: Doanh thu xây lắp 2025-26 sẽ tiếp tục phục hồi, đến từ lượng backlog tồn đọng cao cùng các hợp đồng có giá trị lớn



Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 6: Biên gộp thu hẹp trong năm 2024 do khối lượng hợp đồng lớn từ EVN, và dự kiến phục hồi nhẹ vào năm 2025.



Nguồn: PC1, MBS Research

### Khai thác Niken: Thiếu động lực tăng giá bán trong trung hạn

Trong 2024, doanh thu Niken tăng trưởng ấn tượng một phần đến từ các đơn hàng cuối Q4/23 đẩy sang Q1/24 cùng với việc điều chỉnh giảm doanh thu bán quặng 2023 theo giá bán thực tế. Nhìn sang 2025-2026, chúng tôi dự báo mảng khai thác quặng sẽ mang lại dòng doanh thu ổn định với giá định nhà máy tiếp tục chạy tối đa công suất, sản xuất trung bình 52.000 tấn quặng tinh, với giá niken dự kiến khoảng 15.000USD/tấn. Hiện tại, công ty không gặp rủi ro tồn kho do hoạt động bán hàng được bảo đảm từ đối tác là Trafigura. Dự kiến doanh

thu đạt ~1.430 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025-2026. Lợi nhuận gộp dự kiến đạt 421 tỷ đồng, tương ứng với biên gộp ổn định ở 31%.

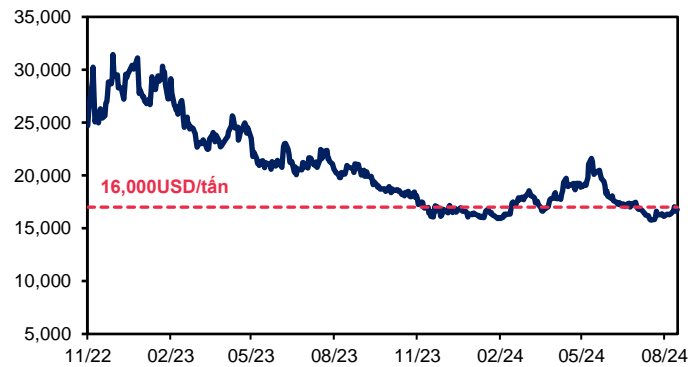
Hiện tại giá Niken không có nhiều động lực tăng và duy trì ở mức đáy ~15.000-16,000USD/tấn. Mặc dù Indonesia cũng đã có những hành động để tác động lên giá bán đến từ việc cân nhắc chính sách giảm hạn ngạch khai thác nickel xuống còn 150 triệu tấn trong năm nay, so với 270 triệu tấn vào năm 2024, đủ để làm giảm nguồn cung toàn cầu 35%. Tuy nhiên, tình trạng thừa nguồn cung, cộng với việc các công nghệ mới cho pin xe điện của Trung Quốc đang có xu hướng ít phụ thuộc vào Niken hơn, khiến cho triển vọng của kim loại này không có nhiều động lực tăng giá. Chúng tôi duy trì giả định giá niken trung bình khoảng 15.000 USD cho giai đoạn 2025-2030 để phản ánh quan điểm thận trọng. Ở mức giá này, PC1 vẫn đang đảm bảo có biên lãi gộp ~31% và IRR vẫn đang duy trì ở mức 15% cho GD1.

Hình 7: Tóm tắt lợi nhuận mảng khai thác quặng trong 2025-2027

	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Sản lượng quặng tinh (tấn)</b>	<b>29,000</b>	<b>65,100</b>	<b>52,500</b>	<b>52,500</b>	<b>52,500</b>
Sản lượng Niken (tấn)	1,827	4,101	3,308	3,308	3,308
Sản lượng Đồng (tấn)	297	667	538	538	538
Sản lượng Cobalt (tấn)	31	69	56	56	56
Giá Niken (USD/tấn)	17,000	15,000	15,000	15,000	15,000
Giá Đồng (USD/tấn)	8,400	8,400	8,800	9,000	9,000
Giá Cobalt (USD/tấn)	33,420	33,420	33,420	33,420	33,420
Doanh thu (tỷ đồng)	722	1,693	1,370	1,373	1,373
LN gộp (tỷ đồng)	198	554	421	422	422
Biên LN gộp (%)	27%	33%	31%	31%	31%
<b>LN ròng (tỷ đồng)</b>	<b>35</b>	<b>270</b>	<b>194</b>	<b>202</b>	<b>210</b>
Biên LN ròng (%)	5%	16%	14%	15%	15%

Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 8: Giá niken đang dao động quanh mức đáy, và hiện không có động lực tăng đáng kể trong trung hạn. (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

### Mảng KCN: Động lực tăng trưởng đến từ các dự án mới được phê duyệt

Trong năm 2025, Western Pacific (WP) – công ty liên kết của PC1, dự kiến sẽ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ KCN Yên Phong IIA (150ha) tại Bắc Ninh, dự án kỳ vọng đem lại dòng doanh thu chính trong 2025. Hiện tại, KCN Yên Phong IIA đã bắt đầu cho thuê với giá thuê ~150-160 USD/m<sup>2</sup>/kỳ thuê. Chúng tôi ước tính dự án đã bàn giao đc ~25% diện tích cho thuê trong 2024 và dự kiến bàn giao phần lớn trong 2025 (50%). Ngoài ra, bên cạnh việc KCN Yên Lệnh LIC (69ha) đã khởi công từ Q3/24, 2 dự án mới của WP là Đồng Văn 5 GD1 (237ha) tại Hà Nam và Yên Lư MR GD1 (119ha) tại Bắc Giang dự kiến khởi công từ nửa sau 2025, là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2027. Chúng tôi ước tính các dự án của Western Pacific sẽ đóng góp vào lợi nhuận công ty liên kết của PC1 lần lượt 195 tỷ đồng, và 306 tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2026. Đối với KCN NHIZ GD2 (150ha), PC1 sở hữu 100%, công ty đã được chấp thuận chủ trương đầu tư trong T12/24, hiện đang giải phóng mặt bằng và kỳ vọng sẽ khởi công trong nửa sau 2025, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đem về dòng doanh thu từ 2027.

Hình 9: Danh sách các KCN đang phát triển của PC1 và Western Pacific

Dự án	Chủ đầu tư	Sở hữu của PC1 (%)	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê dự kiến (ha)	Giá bán dự kiến (USD/m2/ký thuê)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình trạng dự án
Yên Phong IIA	Western Pacific	19%	Bắc Ninh	158	86	150	1,830	Sẵn sàng cho thuê
Yên Lệnh LIC	Western Pacific	30%	Hà Nam	69	45	85	624	Khởi công trong Q3/24
Đồng Văn 5 GD1	Western Pacific	30%	Hà Nam	237	171	105	2,911	Chấp thuận chủ trương đầu tư Q3/24
Yên Lư MR GD1	Western Pacific	30%	Bắc Giang	120	64	130	1,543	Chấp thuận chủ trương đầu tư Q3/24
NHIZ GD2	PC1	100%	Hải Phòng	150	105	120	2,400	Dự kiến khởi công cuối 2025

Nguồn: PC1, Western Pacific, MBS Research

Hình 10: Dự kiến lợi nhuận đóng góp cho PC1 từ các dự án

Tỷ đồng	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng cộng
<b>Doanh thu dự án</b>	<b>1,870</b>	<b>2,645</b>	<b>3,877</b>	<b>5,733</b>	<b>3,330</b>	<b>17,455</b>
Yên Phong IIA	1,221	1,628	427	-	-	3,276
Yên Lệnh	-	361	693	-	-	1,055
Yên Lư	-	-	960	1,344	-	2,305
Đồng Văn 5	-	-	1,135	2,383	1,251	4,768
NHIZ GD2	-	-	-	1,339	1,406	2,745
NHIZ GD1	649	655	661	667	673	3,306
<b>LN đóng góp cho PC1</b>	<b>145</b>	<b>195</b>	<b>306</b>	<b>604</b>	<b>480</b>	<b>1,730</b>
Yên Phong IIA	72	97	27	-	-	196
Yên Lệnh	-	25	62	-	-	86
Yên Lư	-	-	60	94	-	154
Đồng Văn 5	-	-	83	192	110	385
NHIZ GD2	-	-	-	243	294	538
NHIZ GD1	73	73	74	75	75	370

Nguồn: PC1, MBS Research

## Bất động sản nhà ở: Dự án Tháp Vàng ở Gia Lâm là động lực chính trong 2025

Trong 2024, PC1 thành công đấu giá dự án Tháp Vàng tại Gia Lâm. Tổng diện tích đất khoảng 5ha, dự kiến phát triển dự án thấp tầng với khoảng 185 căn liền kề và biệt thự. Dự án đã chính thức khởi công từ Q3/24 và doanh nghiệp dự kiến sẽ bàn giao toàn bộ trong 2025. Theo quan điểm thận trọng hơn, chúng tôi cho rằng vị trí dự án cũng như nhu cầu thực của nhà thấp tầng hiện tại chưa quá tích cực và dự kiến sẽ chỉ ghi nhận ~65% sản phẩm trong 2025. Tổng doanh thu dự án dự kiến đạt khoảng 1.871 tỷ đồng và lợi nhuận ròng đạt 468 tỷ đồng, chủ yếu được phân bổ trong giai đoạn 2025-2026.

Đối với một số dự án lâu năm như PC1 Gia Lâm và Định Công, với tiến độ hiện tại vẫn chưa rõ ràng về pháp lý, vướng mắc trong quá trình chuyển đổi mục đích sử dụng đất, chúng tôi cho rằng sẽ khó để triển khai và mở bán ngay trong 2025 và đẩy tiến độ bàn giao 2 dự án này sang 2026-28. Đối với các dự án như Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm, chúng tôi chưa đưa vào mô hình định giá của mình do thiếu thông tin chi tiết về dự án và tình trạng pháp lý chưa rõ ràng.

Hình 11: Phân bổ doanh thu từ các dự án bất động sản trong giai đoạn 2024-2027 (Đơn vị: tỷ đồng)

Doanh thu	2024F	2025F	2026F	2027F	Tổng
Tháp Vàng	-	1,114	757	-	<b>1,871</b>
PC1 Gia Lâm	-	-	162	110	<b>272</b>
PC1 Định Công	-	-	655	446	<b>1,101</b>
<b>Tổng cộng</b>	<b>-</b>	<b>1,114</b>	<b>1,575</b>	<b>556</b>	<b>3,245</b>

Nguồn: PC1, MBS Research

Hình 12: Lợi nhuận ròng đóng góp vào PC1 trong giai đoạn 2024-2027 (Đơn vị: tỷ đồng)

LN ròng	2024F	2025F	2026F	2027F	Total
Tháp Vàng	-	279	190	-	<b>468</b>
PC1 Gia Lâm	-	-	39	27	<b>66</b>
PC1 Định Công	-	-	120	83	<b>204</b>
<b>Tổng cộng</b>	<b>-</b>	<b>279</b>	<b>349</b>	<b>110</b>	<b>738</b>

Nguồn: PC1, MBS Research



Hình 13: Tóm tắt lợi nhuận theo mảng trong giai đoạn 2025-2026 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2024	%svck	%tỷ trọng	2025	%svck	%tỷ trọng	2026	%svck	%tỷ trọng
<b>Doanh thu</b>	<b>10,078</b>	<b>31.0%</b>		<b>11,889</b>	<b>18.0%</b>		<b>13,167</b>	<b>10.8%</b>	
Điện	1,706	16.8%	16.9%	1,634	-4.3%	13.7%	1,766	8.1%	13.4%
Xây lắp điện	3,686	41.4%	36.6%	4,801	30.2%	40.4%	5,278	9.9%	40.1%
Sản xuất công nghiệp	1,456	25.0%	14.4%	1,427	-2.0%	12.0%	1,588	11.3%	12.1%
Vận hành KCN	599	-2.4%	5.9%	596	-0.5%	5.0%	596	0.0%	4.5%
Bất động sản nhà ở	39	-79.1%	0.4%	1,130	2787.5%	9.5%	1,591	40.8%	12.1%
Khai thác quặng	1,701	172.6%	16.9%	1,370	-19.4%	11.5%	1,373	0.2%	10.4%
Khác	890	-14.0%	8.8%	931	4.7%	7.8%	975	4.7%	7.4%
<b>LN gộp</b>	<b>2,082</b>	<b>44.7%</b>		<b>2,396</b>	<b>15.1%</b>		<b>2,608</b>	<b>8.9%</b>	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>21%</i>	<i>2.0 điểm%</i>		<i>20%</i>	<i>-0.5 điểm%</i>		<i>20%</i>	<i>-0.3 điểm%</i>	
Điện	948	28.8%	45.5%	877	-7.5%	36.6%	914	4.2%	35.0%
Xây lắp điện	258	9.5%	12.4%	402	56.2%	16.8%	429	6.7%	16.4%
Sản xuất công nghiệp	144	23.8%	6.9%	134	-6.8%	5.6%	155	15.4%	5.9%
Vận hành KCN	149	7.4%	7.1%	149	0.1%	6.2%	149	0.0%	5.7%
Bất động sản nhà ở	21	-73.7%	1.0%	390	1779.7%	16.3%	518	32.8%	19.9%
Khai thác quặng	553	415.2%	26.6%	421	-23.8%	17.6%	422	0.3%	16.2%
Khác	10	-71.2%	0.5%	22	125.0%	0.9%	21	-7.0%	0.8%
<b>LN từ LDLK</b>	<b>45</b>	<b>2783.5%</b>		<b>105</b>	<b>130.5%</b>		<b>205</b>	<b>95.7%</b>	

Nguồn: PC1, MBS Research

## Điều chỉnh dự phóng KQKD 2025-2026

Hình 14: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2025-2026

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	%svck	2025	%svck	Δ% sv dự báo cũ	2026	%svck	Δ% sv dự báo cũ	Nhận xét
<b>Doanh thu</b>	<b>10,078</b>	<b>31%</b>	<b>11,889</b>	<b>18%</b>	<b>8.1%</b>	<b>13,167</b>	<b>11%</b>	<b>2%</b>	
Điện	1,706	17%	1,634	-4%	-1.2%	1,766	8%	0.8%	
Xây lắp điện	3,686	41%	4,801	30%	2.4%	5,278	10%	1.5%	
Sản xuất công nghiệp	1,456	25%	1,427	-2%	14.2%	1,588	11%	14.3%	Điều chỉnh tăng doanh thu sx công nghiệp theo kế hoạch 2025 của doanh nghiệp (1500 tỷ). Doanh nghiệp trong 2025 đưa ra sản phẩm mới (cột thanh cái ống) và tiếp tục đẩy mạnh ở thị trường quốc tế.
Vận hành KCN	599	-2%	596	-1%	-2.9%	596	0%	-9.7%	
Bất động sản nhà ở	39	-79%	1,130	2787%	41.2%	1,591	41%	4%	Điều chỉnh tăng doanh thu 2025 41%, chủ yếu do đẩy tiến độ bàn giao Tháp Vàng trong 2025 nhiều hơn theo kế hoạch của doanh nghiệp.
Khai thác quặng	1,701	NA	1,370	-19%	-4.2%	1,373	0%	2.6%	
Khác	890	-14%	931	5%	-8.9%	975	5%	-9.1%	
<b>LN gộp</b>	<b>2,082</b>	<b>45%</b>	<b>2,396</b>	<b>15%</b>	<b>6.7%</b>	<b>2,608</b>	<b>9%</b>	<b>2%</b>	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>21%</i>	<i>-2.0 đ%</i>	<i>20%</i>	<i>-0.5 đ%</i>		<i>20%</i>	<i>-0.3 đ%</i>		
Điện	948	29%	877	-8%	1.0%	914	4%	2.7%	
Xây lắp điện	258	10%	402	56%	-8.6%	429	7%	-6.8%	
Sản xuất công nghiệp	144	24%	134	-7%	3.2%	155	15%	19.2%	
Vận hành KCN	149	7%	149	0%	-9.1%	149	0%	-6.9%	
Bất động sản nhà ở	21	-74%	390	1780%	56.1%	518	33%	6%	
Khai thác quặng	553	NA	421	-24%	1.1%	422	0%	-3.5%	
Khác	10	-71%	22	125%	-7.9%	21	-7%	-14.4%	
Chi phí bán hàng & QLDN	567	45%	634	12%	5.6%	721	14%	4.5%	
<b>EBIT</b>	<b>1,516</b>	<b>27%</b>	<b>1,762</b>	<b>16%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1,887</b>	<b>7%</b>	<b>-2%</b>	
Lãi/lỗ từ Idlk	45	na	105	131%	-6%	205	96%	-7%	
Doanh thu tài chính	186	2%	126	-32%	-16%	164	31%	-8.7%	Điều chỉnh giảm doanh thu tài chính 2025-26 chủ yếu do lượng tiền mặt cuối Q4/24 thấp hơn dự kiến.
Chi phí tài chính	929	-4%	777	-16%	-1.8%	773	0%	-3.3%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>829</b>	<b>113%</b>	<b>1,208</b>	<b>46%</b>	<b>5.1%</b>	<b>1,486</b>	<b>23%</b>	<b>-7%</b>	
Thuế thu nhập DN	125	46%	179	43%	-6%	254	42%	-17%	
<b>LN sau thuế</b>	<b>704</b>	<b>132%</b>	<b>1,030</b>	<b>46%</b>	<b>7%</b>	<b>1,231</b>	<b>20%</b>	<b>-5%</b>	
Lợi ích CDTs	243	49%	259	6%	5.7%	270	4%	2.0%	
<b>LN ròng</b>	<b>460</b>	<b>229%</b>	<b>771</b>	<b>67%</b>	<b>6%</b>	<b>961</b>	<b>25%</b>	<b>-8%</b>	Theo đó, điều chỉnh tăng LN ròng 2025 6% và giảm LN ròng 2026 8% so với dự phóng trước.
EPS (đ/cp)	1,287	186%	2,155	67%	6%	2,688	25%	-8%	

Nguồn: PC1, MBS Research

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7,775	10,078	11,889	13,167	LN trước thuế	389	829	1,208	1,486
Giá vốn hàng bán	(6,194)	(7,995)	(9,493)	(10,559)	Khấu hao	763	864	819	853
Lợi nhuận gộp	1,581	2,083	2,396	2,608	Thuế đã nộp	(103)	(75)	(179)	(254)
Chi phí quản lý DN	(335)	(488)	(498)	(586)	Các khoản điều chỉnh khác	(104)	81	(598)	(470)
Chi phí bán hàng	(56)	(79)	(135)	(135)	Thay đổi VLD	87	(628)	(28)	32
LN từ HĐKD	1,190	1,516	1,762	1,887	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>1,032</b>	<b>1,072</b>	<b>1,223</b>	<b>1,647</b>
EBITDA thuần	1,953	2,380	2,582	2,740	Đầu tư TSCĐ	(475)	(434)	(885)	(488)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1,190</b>	<b>1,516</b>	<b>1,762</b>	<b>1,887</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	168	32	-	-
Thu nhập lãi	183	186	126	164	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(55)</b>	<b>(728)</b>	<b>(1,032)</b>	<b>(826)</b>
Chi phí tài chính	(967)	(929)	(777)	(773)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	3	44	-	-
Thu nhập ròng khác	(18)	11	(7)	3	Tiền vay ròng nhận được	(1,369)	(109)	1,784	(603)
TN từ các Cty LK & LD	2	45	105	205	Dòng tiền từ HĐTC khác	15	20	393	57
<b>LN trước thuế</b>	<b>389</b>	<b>829</b>	<b>1,208</b>	<b>1,486</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(124)	(203)	(339)	(423)
Thuế TNDN	(86)	(125)	(179)	(254)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(1,475)</b>	<b>(247)</b>	<b>1,838</b>	<b>(969)</b>
Lợi nhuận sau thuế	303	704	1,030	1,231	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,581	2,082	2,177	4,207
Lợi ích cổ đông thiểu số	(163)	(243)	(259)	(270)	LC tiền thuần trong năm	(498)	97	2,029	(149)
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>140</b>	<b>460</b>	<b>771</b>	<b>961</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>2,084</b>	<b>2,179</b>	<b>4,207</b>	<b>4,058</b>
Chi trả cổ tức	(124)	(203)	(339)	(423)					
Lợi nhuận giữ lại	16	258	432	538					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tiền và tương đương tiền	2,082	2,177	4,207	4,058	Tăng trưởng doanh thu thuần	-136.2%	21.9%	8.5%	6.1%
Đầu tư ngắn hạn	781	1,119	1,391	1,894	Tăng trưởng EBITDA	90.3%	127.4%	116.2%	107.1%
Phải thu khách hàng	2,836	3,123	4,231	4,553	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-35.8%	113.1%	45.8%	23.0%
Hàng tồn kho	944	1,588	1,384	1,434	Tăng trưởng LN trước thuế	-69.6%	228.9%	67.4%	24.7%
Tổng tài sản ngắn hạn	6,883	8,099	11,451	12,131	Tăng trưởng LN ròng	-72.7%	186.0%	51.2%	20.6%
Tài sản cố định	9,524	8,959	8,689	8,642	Tăng trưởng EPS	-72.7%	186.0%	51.2%	20.6%
Xây dựng cơ bản dở dang	108	373	708	390					
BDS đầu tư	146	112	112	112	Biên LN gộp	20.3%	20.7%	20.2%	19.8%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên EBITDA	25.7%	24.2%	23.6%	23.6%
Đầu tư vào công ty LDLK	1,607	1,709	1,813	2,019	Biên LN ròng	1.8%	4.6%	6.5%	7.3%
Khoản đầu tư dài hạn khác	732	528	881	1,000	ROAE	2.7%	8.6%	13.0%	14.5%
Tổng tài sản dài hạn	13,352	12,856	13,380	13,339	ROAA	0.7%	2.2%	3.4%	3.8%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>20,235</b>	<b>20,955</b>	<b>24,831</b>	<b>25,470</b>	ROIC	0.8%	2.5%	3.6%	4.4%
Vay & nợ ngắn hạn	2,838	2,950	3,672	4,672	Vòng quay tài sản	0.4	0.5	0.5	0.5
Phải trả người bán	1,049	1,110	1,684	1,880	Cổ tức chi trả/LN ròng	88.8%	44.0%	44.0%	44.0%
Phải trả ngắn hạn khác	828	1,002	1,405	1,470	Tổng nợ vay/VCSH	147.7%	140.0%	143.1%	124.0%
Tổng nợ ngắn hạn	4,715	5,062	6,761	8,023	Nợ vay ròng/VCSH	119.1%	111.7%	95.2%	81.9%
Vay & nợ dài hạn	7,902	7,831	8,893	7,290	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	42.8%	41.1%	33.7%	31.0%
Các khoản phải trả khác	348	363	393	508	Khả năng thanh toán lãi vay	1.4	2.0	2.3	2.4
Tổng nợ dài hạn	8,250	8,193	9,286	7,798					
<b>Tổng nợ</b>	<b>12,964</b>	<b>13,255</b>	<b>16,048</b>	<b>15,821</b>	Số ngày phải thu	133.1	113.1	129.9	126.2
					Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	55.6	72.5	53.2	49.6
Vốn điều lệ	3,110	3,576	3,576	3,576	Số ngày phải trả tiền bán	61.8	50.7	64.8	65.0
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-					
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.5	1.6	1.7	1.5
LN giữ lại	957	814	1,245	1,784	Khả năng thanh toán nhanh	1.3	1.3	1.5	1.3
Các quỹ thuộc VCSH	1,117	1,123	1,517	1,574	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.6	0.7	0.8	0.7
Vốn chủ sở hữu	5,184	5,514	6,338	6,934					
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,087	2,186	2,445	2,715	<b>Định giá</b>				
Tổng vốn chủ sở hữu	7,270	7,700	8,783	9,649	EPS (đồng/cp)	481	1,377	2,155	2,688
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>20,235</b>	<b>20,955</b>	<b>24,831</b>	<b>25,470</b>	BVPS (đồng/cp)	16,668	15,416	17,723	19,387
					P/E (lần)	60.2	21.1	13.5	10.8
					P/B (lần)	1.7	1.9	1.6	1.5

Nguồn: Báo cáo tài chính PC1, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

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

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng  
Nghiêm Phú Cường  
Đinh Hà Anh  
Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến  
Nguyễn Đức Hải*

### Bất động sản – KCN - VLXD

*Nguyễn Minh Đức  
Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*