

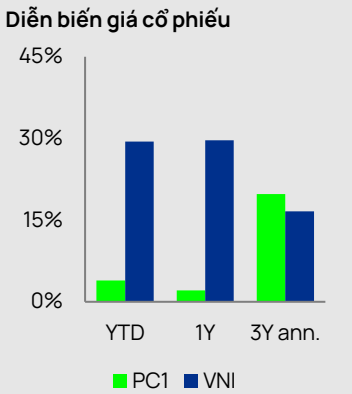
CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1)

MUA +28,8%

|                          |                   |            |
|--------------------------|-------------------|------------|
| <b>Ngành</b>             | <b>Điện</b>       |            |
| <b>Ngày báo cáo</b>      | <b>05/11/2025</b> |            |
| Giá hiện tại             | 24.150 VND        |            |
| <b>Giá mục tiêu</b>      | <b>31.100 VND</b> |            |
| Giá mục tiêu gần nhất    | 31.100 VND        |            |
| TL tăng                  | +28,8%            |            |
| Lợi suất cổ tức          | 0,0%              |            |
| <b>Tổng mức sinh lời</b> | <b>+28,8%</b>     |            |
| GT vốn hóa               | 8,6 nghìn tỷ đồng |            |
| Room KN                  | 3,2 nghìn tỷ đồng |            |
| GTGD/ngày (30n)          | 63,4 tỷ đồng      |            |
| Cổ phần Nhà nước         | 0,0%              |            |
| SL cổ phiếu lưu hành     | 358 tr            |            |
| Pha loãng                | 358 tr            |            |
|                          | <u>PC1</u>        | <u>VNI</u> |
| P/E (trượt)              | 16,1x             | 16,1x      |
| P/B (hiện tại)           | 1,4x              | 2,1x       |
| ROA                      | 2,5%              | 2,0%       |
| ROE                      | 9,7%              | 13,3%      |

**Tổng quan Công ty**

PC1 có bề dày hoạt động trên 50 năm trong lĩnh vực xây lắp đường truyền và trạm biến áp tại Việt Nam. Các mảng hoạt động chính bao gồm: 1) phát điện với công suất 313 MW (thuỷ điện – 169 MW; điện gió – 144 MW), 2) xây lắp điện và 3) BDS khu công nghiệp & nhà ở và 4) khoáng sản niken



**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

|                                 | 2024    | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------------------------|---------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)             | 10.089  | 12.427 | 14.267 | 17.390 |
| % YoY                           | 31,1%   | 23,2%  | 14,8%  | 21,9%  |
| LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng) | 468     | 700    | 873    | 1.799  |
| % YoY                           | 1189,5% | 49,8%  | 24,6%  | 106,1% |
| LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi   | 592,7%  | 32,6%  | 19,2%  | 98,6%  |
| %YoY                            |         |        |        |        |
| Biên LN gộp                     | 20,7%   | 20,1%  | 19,3%  | 22,8%  |
| Biên LN ròng                    | 4,6%    | 5,6%   | 6,1%   | 10,3%  |
| ROE                             | 8,8%    | 12,2%  | 14,0%  | 25,0%  |
| Nợ vay ròng/vốn CSH             | 110,2%  | 95,9%  | 101,8% | 109,4% |
| Lợi suất cổ tức                 | 0,0%    | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Cổ tức (đồng/CP)                | 0       | 0      | 0      | 0      |
| P/E                             | 19,9x   | 13,3x  | 10,7x  | 5,2x   |
| P/B                             | 1,6x    | 1,5x   | 1,3x   | 1,1x   |
| EV/EBITDA                       | 8,0x    | 7,1x   | 6,6x   | 4,8x   |

Mảng xây lắp điện ghi nhận đà phục hồi mạnh mẽ

- Chúng tôi tiếp tục duy trì giá mục tiêu ở mức 31.100 đồng/cổ phiếu, nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA đối với CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1), do giá cổ phiếu của công ty đã giảm 8% trong 3 tháng qua.
- Chúng tôi quyết định giữ nguyên giá mục tiêu vì tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026 đã bù đắp cho mức điều chỉnh giảm 3,7% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 của chúng tôi.
- Mức giảm của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–29 (lần lượt thay đổi +26%/–7%/–5%/–9%/–3% cho từng năm trong giai đoạn) chủ yếu đến từ (1) mức giảm 18% của LNST sau lợi ích CĐTS mảng điện gió (lùi tiến độ mở rộng công suất 300 MW thêm một năm), (2) Mức giảm 8% đối với thu nhập từ công ty liên kết (do khoản lỗ phát sinh tại Công ty Cổ phần Gang thép Cao Bằng, cộng thêm việc chi phí khấu hao tăng cao đã làm lu mờ phần lợi nhuận cải thiện từ Western Pacific). Các yếu tố trên làm giảm thiểu tác động tích cực từ (3) mức tăng 14% đối với lợi nhuận mảng niken.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng 25%, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng +61% YoY của lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện nhờ đà tăng trưởng của doanh thu cùng với (2) mức tăng +17% YoY của lợi nhuận gộp mảng niken (nhờ sự phục hồi của sản lượng, và sự gia tăng của giá bán trung bình).
- PC1 hiện sở hữu định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 10,7 lần, thấp hơn khoảng 50% so với P/E trung bình 4 năm (PEG tương ứng là 0,2) dựa trên mức tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS dự phóng giai đoạn 2026–2028 là 57%.
- Rủi ro:** Lỗ tỷ giá cao hơn kỳ vọng dự kiến sẽ gây áp lực lên LNST báo cáo trong ngắn hạn.

**Doanh thu và biên lợi nhuận của hoạt động xây lắp điện đều ghi nhận đà phục hồi mạnh:** Doanh thu mảng xây lắp điện đã phục hồi đáng kể lên mức 4 nghìn tỷ đồng (+64% YoY) trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025), nhờ việc EVN tiếp tục tăng cường vốn đầu tư XD CB cho hạ tầng truyền tải, kết hợp với việc PC1 trúng thầu các dự án quy mô lớn như cáp ngầm Côn Đảo (1,8 nghìn tỷ đồng). Biên lợi nhuận gộp đã ghi nhận sự cải thiện trong 3 quý liên tiếp, đạt 9,2% trong quý 3, qua đó đưa biên lợi nhuận gộp 9T 2025 lên mức 8,5% (so với mức 7% ghi nhận trong năm 2024), phù hợp với dự báo của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng (1) doanh thu bình quân giai đoạn 2026–2029 sẽ đạt 8,5 nghìn tỷ đồng (+63% so với năm 2025), nhờ được hỗ trợ bởi sự gia tăng đối với tỷ trọng đóng góp của khối tư nhân sau khi mức giá điện gió và điện mặt trời mới được phê duyệt, cùng với (2) đà phục hồi dẫn về mức bình thường 9,3% của biên lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2026–2029. Ngoài ra, PC1 cũng cho biết Quy hoạch điện VIII (QHĐ VIII) dự kiến sẽ được điều chỉnh để bổ sung thêm dự án, qua đó mang lại nhiều lợi ích hơn cho công ty.

**Chúng tôi kỳ vọng dự án Tháp Vàng sẽ hoàn tất hoạt động bán lô lớn trong quý 4/2025**, và ghi nhận 100% doanh thu ở mức 1,5 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế ở mức 154 tỷ đồng (22% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025), khác với dự báo trước đây của chúng tôi là doanh thu sẽ được chia ra và ghi nhận trong 2 năm với 50% được ghi nhận trong năm 2025 và 50% trong năm 2026, dựa trên các trao đổi gần đây nhất với PC1.

**Chúng tôi điều chỉnh tăng 14% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 của mảng niken (khoảng 12% tổng LNST sau lợi ích CĐTS của PC1)**, chủ yếu nhờ mức giảm của chi phí chế biến do hiệu suất hoạt động và hiệu suất tinh luyện tăng (dựa trên KQKD 9T 2025 và các thông tin được công bố của PC1), từ đó bù đắp cho việc chúng tôi điều chỉnh giảm 7% giá bán trung bình (trang 11).

**Chúng tôi điều chỉnh giảm 18% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 của mảng điện gió (19% tổng LNST sau lợi ích CĐTS của PC1)**, do thời điểm vận hành thương mại (CoD) dự kiến của phần công suất 150/150 MW mới bị dời một năm sang năm 2028/2029 vì tiến độ triển khai dự án có phần kém khả quan (trang 10).

**Chúng tôi điều chỉnh giảm 8% dự báo thu nhập từ công ty liên kết giai đoạn 2025–2029 (~80 tỷ đồng)** do khoản lỗ từ Công ty Cổ phần Gang thép Cao Bằng và chi phí khấu hao làm giảm thiểu tác động từ mức đóng góp gia tăng của các dự án của Western Pacific tại Cụm công nghiệp Yên Lệnh và KCN Yên Phong (trang 10).

Triển vọng năm 2025: LNST tăng trưởng mạnh nhờ mảng xây lắp điện và BĐS

Hình 1: Triển vọng năm 2025

| Tỷ đồng                                 | 2024   | Dự báo 2025 | YoY   | Dự báo 2025 mới/cũ | Nhận định của Vietcap:<br>(a) Tăng trưởng YoY<br>(b) Dự báo 2025 cũ so với dự báo mới                                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------------------|--------|-------------|-------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu                               | 10.089 | 12.427      | 23%   | 11%                | (b) Chủ yếu nhờ mức tăng đối với dự báo mảng BĐS/xây lắp điện của chúng tôi. 9T 2025: 8,1 nghìn tỷ đồng (+7% YoY, 72% dự báo năm 2025 trước đó của chúng tôi).                                                                                                                            |
| Xây lắp điện (1)                        | 3.686  | 5.200       | 41%   | 8%                 | (b) Do doanh thu 9T vượt dự báo trước đó của chúng tôi. 9T: 4 nghìn tỷ đồng (+64% YoY), ~84% dự báo năm 2025 trước đó của chúng tôi.                                                                                                                                                      |
| Sản xuất trụ điện                       | 1.456  | 1.200       | -18%  | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Phát điện                               | 1.707  | 1.767       | 3%    | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| BĐS                                     | 39     | 1.516       | 3765% | 98%                | (b) Chúng tôi hiện kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận 100% doanh số của dự án Tháp Vàng trong năm 2025, thay vì giả định trước đây là 50% cho năm 2025 và 50% cho năm 2026, dựa trên kế hoạch mới nhất của PC1.                                                                                  |
| Niken (57% cổ phần)                     | 1.701  | 1.239       | -27%  | 6%                 | (b) Chúng tôi tăng dự báo sản lượng niken thuần lên thêm 12% nhờ hiệu suất tinh luyện cao hơn (theo PC1), qua đó bù đắp cho mức giảm 5% của chúng tôi đối với giá bán trung bình.                                                                                                         |
| KCN Nomura (70% cổ phần)                | 599    | 615         | 3%    | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Thương mại & Khác (2)                   | 899    | 890         | -1%   | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Lợi nhuận gộp                           | 2.092  | 2.497       | 19%   | 15%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Xây lắp điện (1)                        | 258    | 424         | 64%   | 8%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Sản xuất trụ điện                       | 144    | 119         | -18%  | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Phát điện                               | 948    | 1.006       | 6%    | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| BĐS                                     | 21     | 295         | 1308% | 92%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Niken (57% cổ phần)                     | 553    | 475         | -14%  | 44%                | (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp lên mức 38,3% (+10,1 điểm % so với dự báo trước đó của chúng tôi) do chúng tôi nâng hiệu suất tinh luyện và hạ chi phí chế biến (theo cập nhật từ PC1). Biên lợi nhuận gộp 9T đã đạt mức cao kỷ lục 40,6%.                               |
| KCN Nomura (70% cổ phần)                | 149    | 154         | 3%    | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Thương mại & Khác (2)                   | 20     | 25          | 26%   | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Chi phí SG&A                            | -566   | -690        | 22%   | 8%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Thu nhập từ HĐKD                        | 1.526  | 1.807       | 18%   | 17%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Thu nhập tài chính                      | 138    | 171         | 24%   | 16%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Chi phí tài chính                       | -882   | -872        | -1%   | 9%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Trong đó: chi phí lãi vay               | -701   | -705        | 1%    | -4%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Trong đó: lỗ tỷ giá & khác              | -180   | -166        | -8%   | 150%               |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Lợi nhuận được chia từ công ty liên kết | 46     | 48          | 4%    | 56%                | (b) Mức tăng của chúng tôi đối với dự báo LNST từ Cụm công nghiệp Yên Lệnh và KCN Yên Phong bù đắp cho khoản lỗ từ Công ty Cổ phần Gang thép Cao Bằng (trang 10).                                                                                                                         |
| Thu nhập khác                           | 11     | 11          | 0%    | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| LNTT                                    | 839    | 1.165       | 39%   | 26%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| LNST trước lợi ích CĐTS                 | 710    | 982         | 38%   | 24%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Lợi ích CĐTS                            | -242   | -281        | 16%   | 18%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo           | 468    | 700         | 50%   | 26%                | (a) Nhờ mức tăng trưởng 64% của lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện và việc ghi nhận doanh số bán dự kiến của dự án Tháp Vàng trong quý 4.<br>(b) Do chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi. 9T: 494 tỷ đồng (+24% YoY), ~89% dự báo năm 2025 trước đó của chúng tôi. |
| LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (3)       | 591    | 784         | 33%   | 26%                | (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận của mảng niken/BĐS/công ty liên kết. 9T: 558 tỷ đồng (+32% YoY), ~90% dự báo năm 2025 trước đó của chúng tôi.                                                                                                                              |

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap ((1) Mảng xây lắp điện bao gồm các hoạt động xây dựng & lắp đặt lưới điện và các hợp đồng EPC cho các dự án năng lượng tái tạo. (2) 'Các mảng khác' chủ yếu bao gồm kinh doanh máy móc có biên lợi nhuận thấp. (3) Không bao gồm lãi bất thường và lỗ tỷ giá chưa ghi nhận).

Triển vọng năm 2026: Mảng xây lắp điện và niken dự kiến sẽ thúc đẩy đà tăng trưởng của LNST

Hình 2: Triển vọng năm 2026

| Tỷ đồng                                 | Dự báo 2025 | Dự báo 2026 | YoY  | Dự báo 2026 mới/cũ | Nhận định của Vietcap:<br>(a) Tăng trưởng YoY<br>(b) Dự báo năm 2026 cũ s/v mới                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------------------|-------------|-------------|------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh thu                               | 12.427      | 14.267      | 15%  | -7%                | (a) Doanh thu tăng ở hầu hết các mảng, ngoại trừ mảng BĐS.<br>(b) Chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh số mảng BĐS.                                                                                                                                                                                                                                  |
| Xây lắp điện (1)                        | 5.200       | 7.500       | 44%  | 0%                 | (a) Chúng tôi kỳ vọng: (1) các hợp đồng EPC điện gió/điện mặt trời tư nhân sẽ quay trở lại sau khi biểu giá mới thuận lợi hơn được ban hành trong giai đoạn 6T 2025 (3,5 nghìn tỷ đồng), (2) công ty sẽ hoàn tất hợp đồng EPC của dự án điện gió Camarines Sur công suất 58,5 MW (Philippines, 600 tỷ đồng), và (3) ghi nhận hợp đồng từ EVN (3,4 nghìn tỷ đồng). |
| Sản xuất trụ điện                       | 1.200       | 1.600       | 33%  | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Phát điện                               | 1.767       | 1.837       | 4%   | 0%                 | (a) Chủ yếu do chúng tôi dự báo doanh thu thủy điện sẽ tăng 7% YoY khi điều kiện thời tiết bước vào trạng thái La Nina nhẹ trong năm 2026.                                                                                                                                                                                                                        |
| BĐS                                     | 1.516       | 17          | -99% | -98%               | (b) Chúng tôi hiện kỳ vọng doanh thu từ dự án Tháp Vàng sẽ được ghi nhận toàn bộ trong năm 2025.                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Niken (57% cổ phần)                     | 1.239       | 1.489       | 20%  | -5%                | (a) Sản lượng quặng khai thác dự kiến sẽ phục hồi về mức bình thường là 60.000 tấn (+20% YoY).<br>(b) Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo giá bán trung bình của chúng tôi.                                                                                                                                                                                       |
| KCN Nomura 1&2                          | 615         | 935         | 52%  | -25%               | (a) Bàn giao đất KCN trong năm đầu tiên tại Nomura 2 với một hợp đồng đã ký với khách hàng Nhật Bản.                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Thương mại & Khác (2)                   | 890         | 890         | 0%   | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Lợi nhuận gộp                           | 2.497       | 2.755       | 10%  | -6%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Xây lắp điện (1)                        | 424         | 684         | 61%  | 0%                 | (a) Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ phục hồi lên mức 9,1% (+96 điểm cơ bản YoY), nhờ (1) đã phục hồi về mức bình thường 9% (+1 điểm % YoY) của biên lợi nhuận gộp từ các hợp đồng với EVN, và (2) sự gia tăng của tỷ trọng hợp đồng EPC năng lượng tái tạo tư nhân có biên lợi nhuận cao (55%).                                                           |
| Sản xuất trụ điện                       | 119         | 158         | 33%  | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Phát điện                               | 1.006       | 1.038       | 3%   | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| BĐS                                     | 295         | 13          | -96% | -92%               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Niken (57% cổ phần)                     | 475         | 556         | 17%  | 14%                | (b) Chúng tôi điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp lên mức 37,4% (-90 điểm cơ bản YoY) do chi phí chế biến giảm, dựa trên KQKD 9T 2025.                                                                                                                                                                                                                             |
| KCN Nomura 1&2                          | 154         | 280         | 82%  | -31%               | (b) Chúng tôi điều chỉnh giảm 50% dự báo diện tích bàn giao đất tại KCN Nomura 2 do thời gian khởi công chậm hơn dự kiến.                                                                                                                                                                                                                                         |
| Thương mại & Khác (2)                   | 25          | 25          | 0%   | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Chi phí SG&A                            | -690        | -741        | 7%   | -7%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Thu nhập từ HĐKD                        | 1.807       | 2.014       | 11%  | -6%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Thu nhập tài chính                      | 171         | 179         | 5%   | -13%               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Chi phí tài chính                       | -872        | -835        | -4%  | -11%               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Trong đó: chi phí lãi vay               | -705        | -773        | 10%  | -12%               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Trong đó: lỗ tỷ giá & khác              | -166        | -62         | -63% | N.M                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Lợi nhuận được chia từ công ty liên kết | 48          | 61          | 28%  | 5%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Thu nhập khác                           | 11          | 11          | 0%   | 0%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| LNTT                                    | 1.165       | 1.430       | 23%  | -3%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| LNST trước lợi ích CĐTS                 | 982         | 1.206       | 23%  | -3%                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Lợi ích CĐTS                            | -281        | -333        | 18%  | 9%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo           | 700         | 873         | 25%  | -7%                | (a&b) Do các thay đổi trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi.                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (3)       | 784         | 934         | 19%  | -7%                | (a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng LNST của mảng xây lắp điện/niken/phát điện (do sản lượng thủy điện cao hơn và chi phí lãi vay thấp hơn của mảng điện gió).<br>(b) mức giảm của LNST mảng BĐS làm giảm thiểu tác động từ mức tăng của dự báo lợi nhuận mảng niken.                                                                                   |

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap ((1) Mảng xây lắp điện bao gồm các hoạt động xây dựng & lắp đặt lưới điện và các hợp đồng EPC cho các dự án năng lượng tái tạo. (2) 'Các mảng khác' chủ yếu bao gồm kinh doanh máy móc có biên lợi nhuận thấp. (3) Không bao gồm lãi bất thường và lỗ tỷ giá chưa ghi nhận).

Tóm tắt dự báo dài hạn

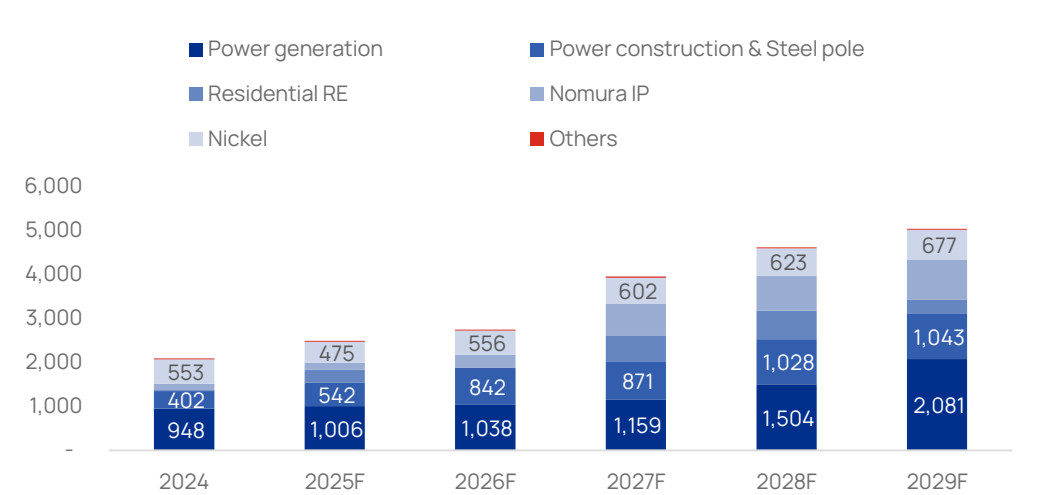
Chúng tôi điều chỉnh giảm 3,7% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-2029 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +26%/-7%/-5%/-9%/-3% tương ứng cho từng năm của giai đoạn). Nguyên nhân chính đến từ (1) mức giảm 18% đối với dự báo LNST mảng điện gió (do thời điểm vận hành phần công suất 300 MW mới bị lùi thêm một năm) và (2) mức giảm 8% đối với thu nhập từ công ty liên kết (do khoản lỗ từ Công ty Cổ phần Gang thép Cao Bằng và chi phí khấu hao lần át mức tăng lợi nhuận của Western Pacific). Các yếu tố này góp phần làm giảm thiểu tác động tích cực từ (3) mức tăng 14% đối với dự báo lợi nhuận gộp mảng niken.

Hình 3: Dự báo giai đoạn 2025-2029

| Tỷ đồng                  | Dự báo 2025 | Dự báo 2026 | Dự báo 2027 | Dự báo 2028 | Dự báo 2029 | Dự báo 2025-2029 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| <b>Dự báo cũ</b>         |             |             |             |             |             |                  |
| Doanh thu                | 11.201      | 15.401      | 18.305      | 21.344      | 20.710      | 86.960           |
| LNST sau lợi ích CĐTTS   | 554         | 940         | 1.892       | 2.376       | 2.522       | 8.284            |
| <b>Dự báo mới</b>        |             |             |             |             |             |                  |
| Doanh thu                | 12.427      | 14.267      | 17.390      | 20.470      | 20.703      | 85.256           |
| LNST sau lợi ích CĐTTS   | 700         | 873         | 1.799       | 2.164       | 2.440       | 7.976            |
| <b>Dự báo mới s/v cũ</b> |             |             |             |             |             |                  |
| Doanh thu                | 10,9%       | -7,4%       | -5,0%       | -4,1%       | 0,0%        | -2,0%            |
| LNST sau lợi ích CĐTTS   | 26%         | -7%         | -5%         | -9%         | -3%         | -3,7%            |

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 4: Lợi nhuận gộp theo mảng của PC1 (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap

Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng 100% phương pháp định giá CKDT và áp dụng mức chiết khấu định giá 10% đối với PC1.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tiếp tục giữ nguyên giá mục tiêu ở mức 31.100 đồng/cổ phiếu, do tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026 đã bù đắp cho mức điều chỉnh giảm 3,7% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 của chúng tôi.

Hình 5: Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)

| Phương pháp                                       | (đồng/cổ phiếu) |
|---------------------------------------------------|-----------------|
| CKDT                                              | 34.500          |
| Giá trị hợp lý                                    | 34.500          |
| Chiết khấu định giá                               | 10,0%           |
| Giá mục tiêu                                      | 31.100          |
| Tỷ lệ tăng                                        | 28,8%           |
| Lợi suất cổ tức (%)                               | 0,0%            |
| Tổng mức sinh lời (%)                             | 28,8%           |
| P/E dự phóng năm 2026 theo giá mục tiêu (báo cáo) | 13,8x           |

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

|                                  | 2026F  | 2027F  | 2028F  | 2029F | 2030F |
|----------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| LN từ HĐKD + LN được chia        | 2.075  | 3.252  | 3.908  | 4.428 | 4.314 |
| - Thuế                           | -225   | -456   | -517   | -539  | -580  |
| + Khấu hao                       | 927    | 997    | 1.332  | 1.617 | 1.617 |
| - Vốn đầu tư XDCB                | -1.100 | -6.750 | -6.000 | -300  | -300  |
| - Thay đổi vốn lưu động          | -2.088 | -323   | -373   | 400   | 275   |
| Dòng tiền tự do (DTTD)           | -411   | -3.281 | -1.650 | 5.606 | 5.326 |
| Giá trị hiện tại (GHTT) của DTTD | -368   | -2.634 | -1.187 | 3.614 | 3.077 |
| GHTT lũy kế của DTTD             | -368   | -3.002 | -4.189 | -575  | 2.501 |

| Chi phí vốn                 | Cũ   | Mới  |
|-----------------------------|------|------|
| Beta                        | 1,0  | 1,0  |
| Phần bù rủi ro thị trường % | 8,0  | 8,0  |
| Tỷ lệ phi rủi ro %          | 6,0  | 6,0  |
| Chi phí VCSH %              | 14,0 | 14,0 |
| Chi phí nợ vay%             | 10,0 | 10,0 |
| Mức thuế doanh nghiệp %     | 20,0 | 20,0 |
| Nợ vay %                    | 40,0 | 40,0 |
| Vốn CSH %                   | 60,0 | 60,0 |
| WACC %                      | 11,6 | 11,6 |

| CKDT                                  | Tỷ đồng |
|---------------------------------------|---------|
| GHTT của DTTD                         | 2.501   |
| GHTT của giá trị cuối (GTC) (TT 0,0%) | 19.423  |
| GHTT của DTTD và GTC                  | 21.925  |
| Cộng: Tiền mặt + tiền gửi ngắn hạn    | 4.719   |
| Trừ: Nợ vay                           | -11.913 |
| Trừ: Lợi ích CĐTS                     | -2.377  |
| Giá trị vốn sở hữu                    | 12.354  |
| Số lượng cổ phiếu (triệu)             | 358     |
| Giá trị CKDT/CP (đồng)                | 34.500  |

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (VND/cổ phiếu) của PC1 theo WACC và tốc độ tăng trưởng cuối trong mô hình CKDT, các yếu tố khác không đổi

|                  |      | WACC   |        |        |        |        |
|------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                  |      | 12,6%  | 12,1%  | 11,6%  | 11,1%  | 10,6%  |
| Tốc độ TT cuối % | 0,0% | 24.800 | 27.800 | 31.100 | 34.700 | 38.600 |
|                  | 0,5% | 26.800 | 30.100 | 33.600 | 37.400 | 41.700 |
|                  | 1,0% | 29.000 | 32.400 | 36.300 | 40.400 | 45.100 |
|                  | 2,0% | 33.900 | 38.000 | 42.500 | 47.400 | 53.000 |
|                  | 3,0% | 40.000 | 44.700 | 50.100 | 56.200 | 63.100 |
|                  |      |        |        |        |        |        |

Nguồn: Vietcap

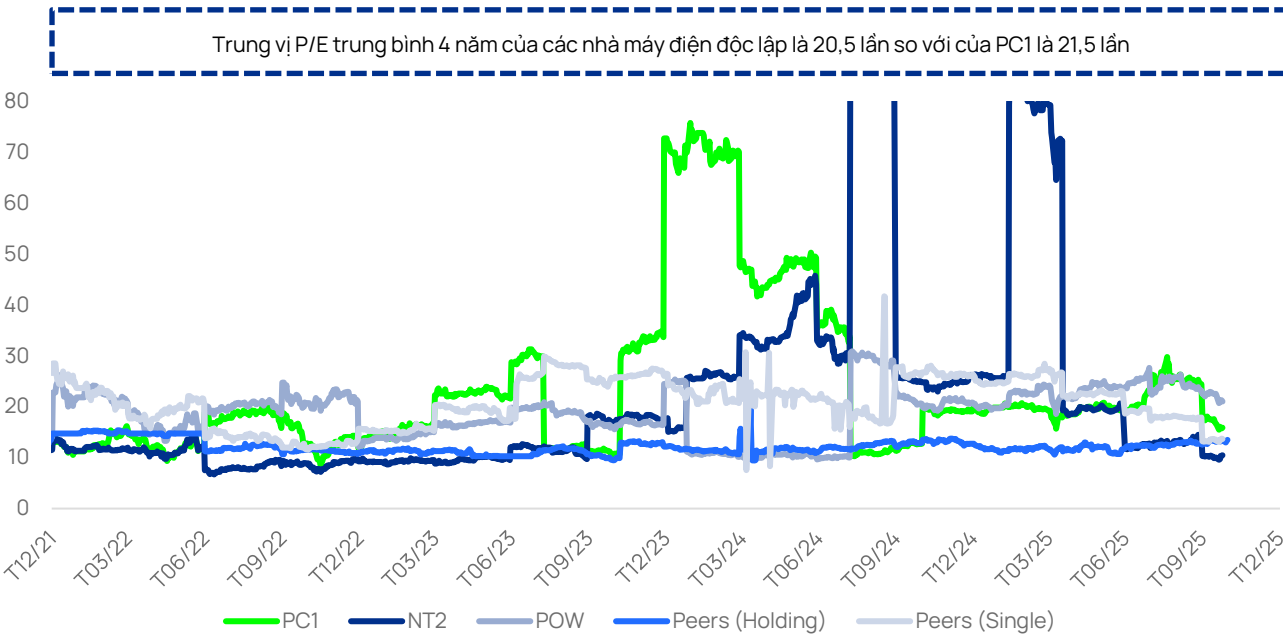
Các công ty cùng ngành

Hình 8: Một số công ty cùng ngành

| Tên viết tắt        | Quốc gia    | VHTT<br>(triệu USD) | DT<br>thuần<br>trượt<br>(triệu USD) | YoY<br>(%) | LNST<br>trượt<br>(triệu USD) | YoY<br>(%) | Nợ vay<br>ròng/<br>VCSH<br>(%) | ROA<br>(%) | ROE<br>(%) | Lợi<br>suất<br>cổ tức<br>(%) | P/E<br>trượt<br>(x) | P/B<br>trượt<br>(x) | EV/<br>EBITDA<br>(x) |
|---------------------|-------------|---------------------|-------------------------------------|------------|------------------------------|------------|--------------------------------|------------|------------|------------------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| NHÀ MÁY ĐIỆN ĐƠN LẺ |             |                     |                                     |            |                              |            |                                |            |            |                              |                     |                     |                      |
| GUANGZHOU HENG      | Trung Quốc  | 1.036               | 576                                 | -16,8      | 40,4                         | 18,9       | 124,6                          | 1,6        | 4,4        | 1,1                          | 25,1                | 1,1                 | N/A                  |
| GEPIC ENERGY D      | Trung Quốc  | 3.287               | 1.578                               | 16,1       | 302,4                        | 33,5       | 89,0                           | 7,6        | 19,3       | 2,5                          | 8,1                 | 1,7                 | N/A                  |
| GUIZHOU QIANYU      | Trung Quốc  | 5.801               | 967                                 | 14,7       | 209,9                        | 22,2       | 69,5                           | 2,9        | 6,9        | 0,9                          | 27,0                | 1,8                 | N/A                  |
| YUNNAN WENSHAN      | Trung Quốc  | 1.077               | 365                                 | 38,5       | 61,8                         | 75,4       | 113,3                          | 2,9        | 10,7       | 0,9                          | 17,1                | 1,8                 | N/A                  |
| VIVANT CORP         | Philippines | 325                 | 167                                 | 20,2       | 42,5                         | 42,4       | 9,9                            | 7,8        | 12,5       | 3,1                          | 7,0                 | 0,9                 | 12,8                 |
| SAHACOGEN           | Thái Lan    | 82                  | 95                                  | -25,0      | -8,8                         | N/A        | 122,5                          | -3,4       | -8,8       | 2,2                          | N/A                 | 0,8                 | 22,3                 |
| Trung vị            |             | 1.056               | 470                                 | 15,4       | 52,1                         | 33,5       | 101,2                          | 2,9        | 8,8        | 1,7                          | 17,1                | 1,4                 | 17,6                 |
| PC1                 | Việt Nam    | 324                 | 413                                 | 5,3        | 22,0                         | 31,1       | 97,0                           | 2,5        | 9,7        | 0,0                          | 16,1                | 1,4                 | 7,4                  |

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 30/10/2025)

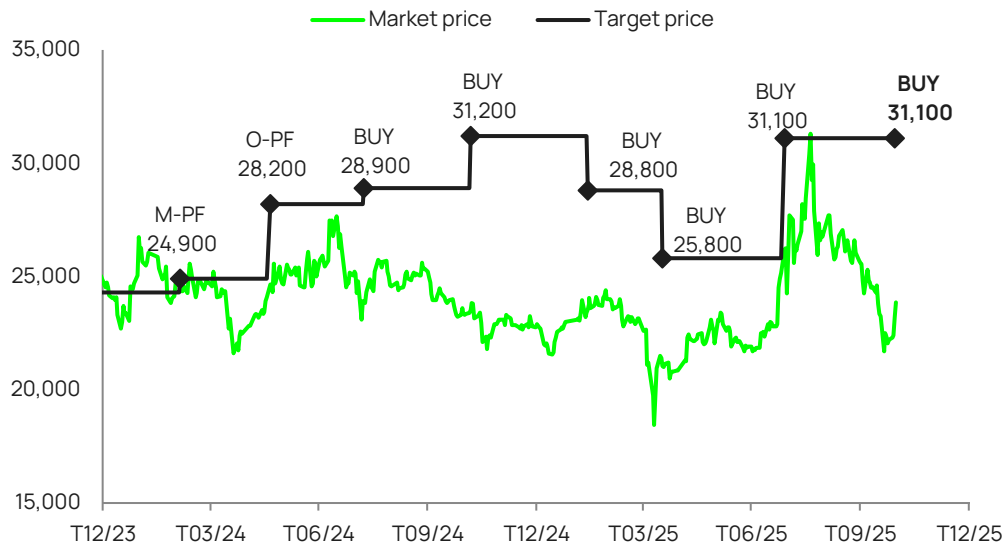
Hình 9: Diễn biến trung vị P/E trượt trên lợi nhuận báo cáo của PC1 so với các công ty cùng ngành (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 30/10/2025)

Diễn biến khuyến nghị

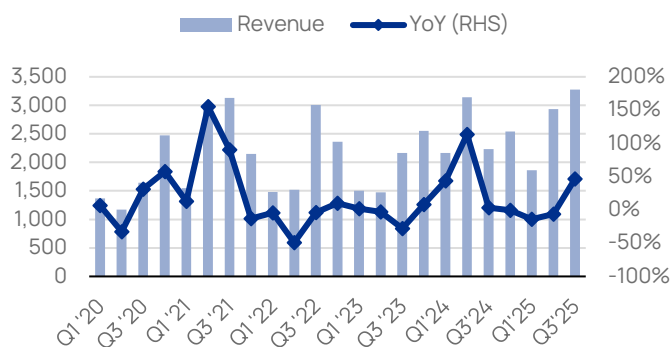
Hình 10: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

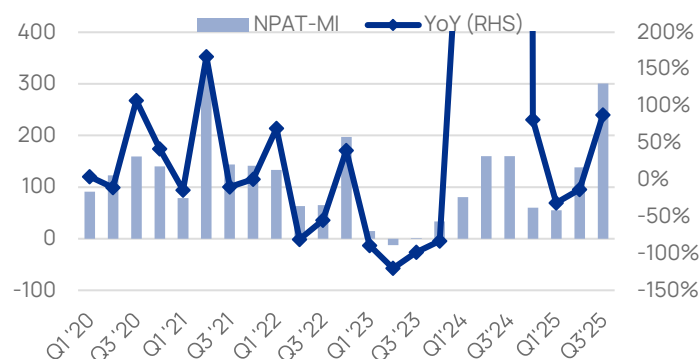
## KQKD hàng quý

Hình 11: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



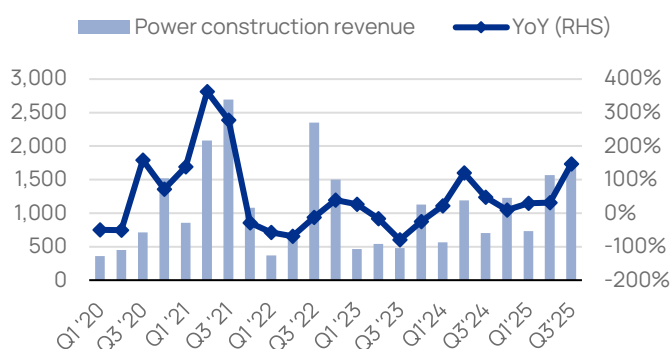
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng) (\*)



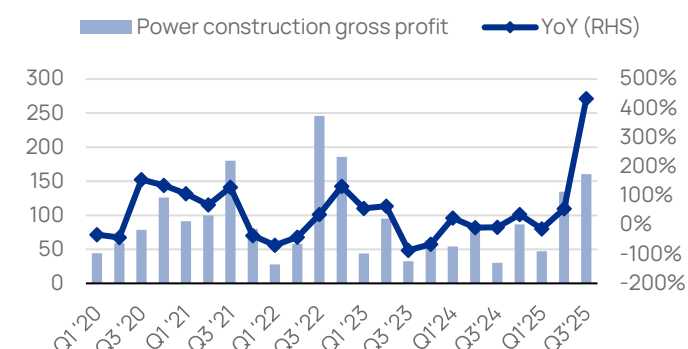
Nguồn: PC1, Vietcap (\*Tăng trưởng quý 2/2024 không được thể hiện trong hình do quý 2/2023 ghi nhận lỗ; quý 1/2024 và quý 3/2024 lần lượt ghi nhận mức tăng gấp 4,5 lần và 15 lần YoY)

Hình 13: Doanh thu của mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



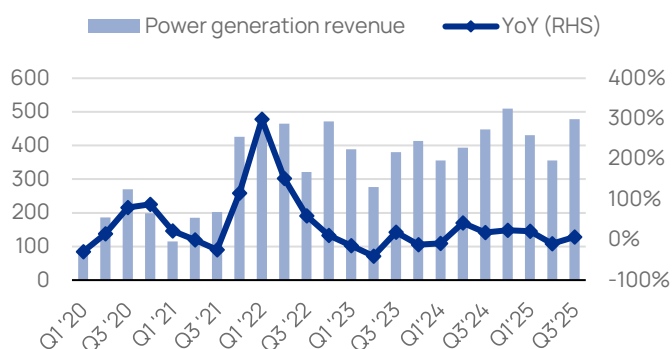
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 14: Lợi nhuận gộp của mảng xây lắp điện (tỷ đồng)



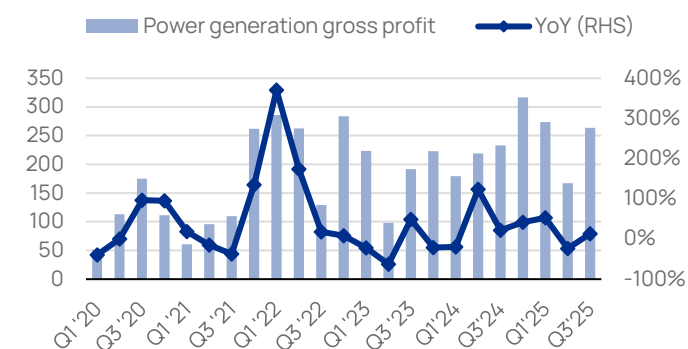
Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 15: Doanh thu của mảng phát điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, Vietcap

Hình 16: Lợi nhuận gộp của mảng phát điện (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, Vietcap

Báo cáo Tài chính

| KQLN (tỷ đồng)                                       | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu</b>                                     | <b>10.089</b> | <b>12.427</b> | <b>14.267</b> | <b>17.390</b> |
| Giá vốn hàng bán                                     | -7.997        | -9.929        | -11.512       | -13.428       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                                 | <b>2.092</b>  | <b>2.497</b>  | <b>2.755</b>  | <b>3.962</b>  |
| Chi phí bán hàng                                     | -79           | -139          | -134          | -210          |
| Chi phí quản lí DN                                   | -488          | -551          | -607          | -684          |
| <b>LN từ HĐKD</b>                                    | <b>1.526</b>  | <b>1.807</b>  | <b>2.014</b>  | <b>3.067</b>  |
| Doanh thu tài chính                                  | 138           | 171           | 179           | 176           |
| Chi phí tài chính                                    | -882          | -872          | -835          | -795          |
| Trong đó, chi phí lãi vay                            | -696          | -705          | -773          | -739          |
| Lợi nhuận từ công ty LDLK                            | 46            | 48            | 61            | 184           |
| Lợi nhuận/(chi phí) khác                             | 11            | 11            | 11            | 11            |
| <b>LNTT</b>                                          | <b>839</b>    | <b>1.165</b>  | <b>1.430</b>  | <b>2.643</b>  |
| Thuế TNDN                                            | -129          | -183          | -225          | -456          |
| <b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>                       | <b>710</b>    | <b>982</b>    | <b>1.206</b>  | <b>2.187</b>  |
| Lợi ích CĐ thiểu số                                  | -242          | -281          | -333          | -389          |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>                | <b>468</b>    | <b>700</b>    | <b>873</b>    | <b>1.799</b>  |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi <sup>(1)</sup></b> | <b>591</b>    | <b>784</b>    | <b>934</b>    | <b>1.855</b>  |
| EBITDA                                               | 2.404         | 2.716         | 2.941         | 4.064         |
| EPS báo cáo, VND                                     | 1.211         | 1.815         | 2.261         | 4.660         |
| EPS cốt lõi <sup>(1)</sup> , VND                     | 1.557         | 2.047         | 2.433         | 4.818         |
| EPS pha loãng, VND                                   | 1.211         | 1.815         | 2.261         | 4.660         |
| DPS báo cáo, VND                                     | 0             | 0             | 0             | 0             |
| DPS/EPS báo cáo (%)                                  | 0%            | 0%            | 0%            | 0%            |
| (1) Điều chỉnh theo các khoản bất thường             |               |               |               |               |

| TỶ LỆ                           | 2024    | 2025F | 2026F | 2027F  |
|---------------------------------|---------|-------|-------|--------|
| <b>Tăng trưởng</b>              |         |       |       |        |
| Tăng trưởng doanh thu           | 31,1%   | 23,2% | 14,8% | 21,9%  |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD          | 44,4%   | 18,4% | 11,4% | 52,3%  |
| Tăng trưởng LNTT                | 227,6%  | 38,9% | 22,7% | 84,8%  |
| Tăng trưởng EPS, báo cáo        | 1189,5% | 49,8% | 24,6% | 106,1% |
| <b>Khả năng sinh lời</b>        |         |       |       |        |
| Biên LN gộp %                   | 20,7%   | 20,1% | 19,3% | 22,8%  |
| Biên LN từ HĐKD %               | 15,1%   | 14,5% | 14,1% | 17,6%  |
| Biên EBITDA %                   | 23,8%   | 21,9% | 20,6% | 23,4%  |
| Biên LNST sau lợi ích CĐTS %    | 4,6%    | 5,6%  | 6,1%  | 10,3%  |
| ROE %                           | 8,8%    | 12,2% | 14,0% | 25,0%  |
| ROA %                           | 2,3%    | 3,2%  | 3,5%  | 6,2%   |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b> |         |       |       |        |
| Số ngày tồn kho                 | 58      | 63    | 88    | 103    |
| Số ngày phải thu                | 106     | 101   | 105   | 96     |
| Số ngày phải trả                | 50      | 47    | 55    | 55     |
| TG luân chuyển tiền             | 115     | 116   | 138   | 144    |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |       |       |        |
| CS thanh toán hiện hành         | 1,6     | 1,8   | 1,8   | 1,8    |
| CS thanh toán nhanh             | 1,3     | 1,4   | 1,3   | 1,2    |
| CS thanh toán tiền mặt          | 0,4     | 0,6   | 0,6   | 0,4    |
| Nợ/Tài sản                      | 51%     | 51%   | 52%   | 51%    |
| Nợ/Vốn sử dụng                  | 58%     | 58%   | 60%   | 57%    |
| Nợ/Vốn CSH                      | 110%    | 96%   | 102%  | 109%   |
| Khả năng thanh toán lãi vay     | 2,2     | 2,6   | 2,6   | 4,2    |

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng)                   | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương                   | 2.277         | 3.681         | 4.448         | 2.834         |
| Đầu tư TC ngắn hạn                    | 1.017         | 1.017         | 1.017         | 1.017         |
| Các khoản phải thu                    | 3.112         | 3.732         | 4.501         | 4.663         |
| Hàng tồn kho                          | 1.588         | 1.817         | 3.727         | 3.882         |
| TS ngắn hạn khác                      | 92            | 92            | 92            | 92            |
| <b>Tổng TS ngắn hạn</b>               | <b>8.086</b>  | <b>10.339</b> | <b>13.786</b> | <b>12.488</b> |
| TS dài hạn (gộp)                      | 14.910        | 15.561        | 16.661        | 23.411        |
| - Khấu hao lũy kế                     | -4.279        | -5.130        | -5.999        | -6.939        |
| TS dài hạn (ròng)                     | 10.631        | 10.431        | 10.661        | 16.472        |
| Đầu tư TC dài hạn                     | 1.709         | 1.709         | 1.709         | 1.709         |
| TS dài hạn khác                       | 561           | 504           | 446           | 389           |
| <b>Tổng TS dài hạn</b>                | <b>12.902</b> | <b>12.644</b> | <b>12.816</b> | <b>18.569</b> |
| <b>Tổng Tài sản</b>                   | <b>20.988</b> | <b>22.982</b> | <b>26.603</b> | <b>31.058</b> |
| Phải trả ngắn hạn                     | 1.121         | 1.444         | 2.036         | 2.029         |
| Nợ ngắn hạn                           | 2.950         | 3.434         | 4.616         | 4.025         |
| Nợ ngắn hạn khác                      | 1.007         | 1.007         | 1.007         | 1.007         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>               | <b>5.078</b>  | <b>5.886</b>  | <b>7.660</b>  | <b>7.061</b>  |
| Nợ dài hạn                            | 7.831         | 8.317         | 9.291         | 11.776        |
| Nợ dài hạn khác                       | 363           | 363           | 363           | 363           |
| <b>Tổng nợ</b>                        | <b>13.272</b> | <b>14.566</b> | <b>17.314</b> | <b>19.200</b> |
| Cổ phiếu ưu đãi                       | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Vốn cổ phần                           | 3.576         | 3.576         | 3.576         | 3.576         |
| Thặng dư vốn cổ phần                  | 711           | 711           | 711           | 711           |
| Lợi nhuận giữ lại                     | 1.239         | 1.658         | 2.198         | 3.608         |
| Vốn khác                              | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Lợi ích CĐTS                          | 2.190         | 2.471         | 2.804         | 3.962         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                 | <b>7.716</b>  | <b>8.416</b>  | <b>9.289</b>  | <b>11.857</b> |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>            | <b>20.988</b> | <b>22.982</b> | <b>26.603</b> | <b>31.058</b> |
| CP lưu hành cuối năm (tr)             | 358           | 358           | 358           | 358           |
| CP lưu hành cuối năm (tr) (pha loãng) | 358           | 358           | 358           | 358           |

| LCTT (tỷ đồng)                 | 2024         | 2025F        | 2026F         | 2027F         |
|--------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Tiền đầu năm</b>            | <b>2.082</b> | <b>2.277</b> | <b>3.681</b>  | <b>4.448</b>  |
| Thu nhập ròng                  | 468          | 700          | 873           | 1.799         |
| Khấu hao                       | 878          | 909          | 927           | 997           |
| Thay đổi vốn lưu động          | -783         | -525         | -2.088        | -323          |
| Điều chỉnh khác                | 528          | 0            | 0             | 0             |
| <b>Tiền từ hoạt động KD</b>    | <b>1.090</b> | <b>1.084</b> | <b>-289</b>   | <b>2.472</b>  |
| Chi mua sắm TSCĐ               | -446         | -651         | -1.100        | -6.750        |
| Đầu tư, ròng                   | -200         | 0            | 0             | 0             |
| <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>       | <b>-646</b>  | <b>-651</b>  | <b>-1.100</b> | <b>-6.750</b> |
| Cổ tức đã trả                  | -203         | 0            | 0             | 0             |
| Tăng (giảm) vốn                | 44           | 0            | 0             | 0             |
| Tăng (giảm) nợ ngắn hạn        | 112          | 484          | 1.182         | -591          |
| Tăng (giảm) nợ dài hạn         | -71          | 486          | 974           | 2.485         |
| Tiền từ các hoạt động TC khác  | -150         | 0            | 0             | 770           |
| <b>Tiền từ hoạt động TC</b>    | <b>-268</b>  | <b>970</b>   | <b>2.156</b>  | <b>2.664</b>  |
| <b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b> | <b>195</b>   | <b>1.404</b> | <b>767</b>    | <b>-1.614</b> |
| <b>Tiền cuối năm</b>           | <b>2.277</b> | <b>3.681</b> | <b>4.448</b>  | <b>2.834</b>  |

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap

Phụ lục

Hoãn mở rộng công suất điện gió thêm một năm

Chúng tôi lùi một năm đối với thời điểm vận hành thương mại (CoD) của dự án điện gió mới (với công suất dự phóng 150/150MW) từ năm 2027/2028 sang năm 2028/2029, do tiến độ triển khai các dự án hiện tại còn chậm. Theo đó, LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025–29 từ mảng điện gió dự kiến sẽ giảm 18% xuống mức 1,5 nghìn tỷ đồng (tương đương ~19% tổng LNST sau lợi ích CĐTTS trong cùng giai đoạn của PC1).

Hình 17: Dự báo của Vietcap cho mảng điện gió của PC1

| Tỷ đồng                  | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Công suất (MW)           | 144  | 144   | 144   | 144   | 294   | 444   |
| Sản lượng (triệu kWh)    | 448  | 445   | 442   | 439   | 895   | 1.349 |
| Doanh thu                | 922  | 972   | 987   | 1.000 | 1.854 | 2.692 |
| LNST trước lợi ích CĐTTS | 120  | 258   | 323   | 376   | 725   | 1.022 |
| LNST sau lợi ích CĐTTS   | 66   | 142   | 178   | 207   | 399   | 562   |

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap

KCN Nomura 2 (sở hữu 100%) dự kiến sẽ đóng góp tỷ trọng nhỏ từ năm 2026

PC1 đặt mục tiêu khởi công KCN Nomura 2 vào quý 1/2026. Do tiến độ khởi công chậm hơn dự kiến, nên chúng tôi quyết định giảm 50% dự báo lượng bàn giao đất trong năm 2026. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên dự báo tiến độ bàn giao đất trong giai đoạn 2026–2030 của chúng tôi, nhờ mức tăng trưởng nhu cầu mạnh mẽ từ các khách thuê hiện hữu tại Nomura 1. Chúng tôi dự báo Nomura 2 sẽ đóng góp lần lượt 2%/14%/16%/19% vào tổng LNST sau lợi ích CĐTTS của PC1 trong các năm 2026/2027/2028/2029.

Hình 18: Dự báo lợi nhuận của Vietcap cho KCN Nomura – Giai đoạn 2

| Tỷ đồng                | Dự báo<br>2025 | Dự báo<br>2026 | Dự báo<br>2027 | Dự báo<br>2028 | Dự báo<br>2029 | Dự báo<br>2025-2029 |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------|
| Doanh thu              | -              | 320            | 1.333          | 1.496          | 1.734          | 4.884               |
| LNST sau lợi ích CĐTTS | -              | 20             | 252            | 342            | 456            | 1.069               |

Nguồn: PC1, Vietcap

Lỗi từ công ty liên kết ngành thép lấn át mức tăng của LNST từ Western Pacific

Chúng tôi đưa cụm công nghiệp Yên Lệnh (tỉnh Hà Nam) vào dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho Western Pacific (WP – trong đó PC1 sở hữu 30%), do công ty con là CTCP Hạ tầng Hà Nam (WP sở hữu 51%) đã nhận được phê duyệt đầu tư cho dự án vào năm 2022. Như vậy, WP nắm 64% quyền lợi kinh tế trong dự án này.

Chúng tôi giả định diện tích có thể cho thuê là 45 ha, vốn đầu tư XD CB là 624 tỷ đồng, và biên lợi nhuận ròng 35%, với tiến độ bàn giao đất bắt đầu từ quý 1/2025 đến năm 2027, đóng góp ước tính tổng cộng 79 tỷ đồng vào tổng LNST của PC1.

Đối với KCN Yên Phong, chúng tôi đẩy nhanh tiến độ bàn giao đất và dự kiến sẽ hoàn tất trong giai đoạn 2025–28 (trước đây là 2025–29), sau khi ghi nhận tiến độ thực tế tốt hơn kỳ vọng với việc đã bàn giao 11 ha trong 8T 2025 (so với dự báo cả năm là 9 ha). Chúng tôi cũng nâng 6% giá định giá bán trung bình lên mức 165 USD/m2 trong năm 2025. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 10% tổng mức đóng góp LNST từ KCN Yên Phong lên 320 tỷ đồng trong giai đoạn 2025–29.

Chúng tôi cũng đưa vào dự báo phần đóng góp lợi nhuận/lỗ từ CTCP Gang Thép Cao Bằng (PC1 sở hữu 25%). Công ty này sản xuất phôi thép và đã ghi nhận lỗ trong năm 2024 và 9T 2025 (200 tỷ đồng), do giá bán trung bình giảm. Chúng tôi kỳ vọng khoản lỗ này dự kiến sẽ giảm trong năm 2026 và đạt mức hòa vốn vào năm 2027 khi giá bán trung bình phục hồi và hiệu suất hoạt động được cải thiện. Do đó, chúng tôi quyết định đưa khoản lỗ gộp (xấp xỉ 90 tỷ đồng) từ công ty liên kết trong giai đoạn 2025–2029 này vào dự báo của chúng tôi.

Tóm lại, chúng tôi điều chỉnh giảm 8% tổng thu nhập từ công ty liên kết giai đoạn 2025–2029 (tương đương khoảng 80 tỷ đồng), chủ yếu do (1) khoản lỗ CTCP Gang Thép Cao Bằng và (2) chi phí khấu hao, lẫn át (3) phần đóng góp lợi nhuận từ Cụm công nghiệp Yên Lệnh và (4) dự báo LNST cao hơn từ KCN Yên Phong.

Hình 19: Dự báo lợi nhuận của Vietcap cho các KCN của CTCP Western Pacific

| Tỷ đồng                                            | 2024E     | 2025F      | 2026F      | 2027F      | 2028F      | 2029F      | Giai đoạn 2025-2029F |
|----------------------------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------------|
| Doanh thu                                          | 794       | 1.902      | 1.527      | 2.220      | 2.255      | 2.752      | 10.656               |
| LNST sau lợi ích CĐTTS                             | 231       | 475        | 403        | 908        | 1.000      | 1.193      | 3.978                |
| <b>Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTTS của PC1</b> | <b>69</b> | <b>143</b> | <b>121</b> | <b>203</b> | <b>249</b> | <b>331</b> | <b>1.047</b>         |
| KCN Yên Phong – Bắc Ninh                           | 69        | 85         | 97         | 106        | 23         | 8          | 319                  |
| CCN Yên Lệnh – Hà Nam                              |           | 57         | 16         | 6          | -          | -          |                      |
| KCN Đồng Văn V – Hà Nam                            | -         | -          | -          | 70         | 125        | 155        | 350                  |
| KCN Đồng Văn VI – Hà Nam                           | -         | -          | -          | -          | 70         | 122        | 193                  |
| KCN Yên Lư – Bắc Giang                             | -         | -          | 8          | 21         | 30         | 46         | 105                  |

Nguồn: PC1, Vietcap

Điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS mảng niken, sau khi ghi nhận KQKD tích cực trong 9T 2025

Chúng tôi nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025–2029 của mảng niken lên thêm 14% (tương ứng với các thay đổi +89%/+24%/+15%/-1%/-1%), do chúng tôi dự báo chi phí chế biến sẽ giảm (nhờ hiệu suất hoạt động và tỷ lệ tinh luyện cao hơn, dựa trên KQKD 9T 2025 và chia sẻ của PC1), qua đó bù đắp cho mức giảm 7% của chúng tôi đối với giá bán trung bình giai đoạn 2025–2029 (tương ứng các thay đổi -5%/-6%/-6%/-10%/-9%) dựa theo báo cáo đồng thuận mới nhất từ Bloomberg. Điều này giúp biên lợi nhuận gộp trung bình giai đoạn 2025–2029 đạt 38,5%, cao hơn 6 điểm % so với năm 2024. Tuy nhiên, mức này vẫn thấp hơn mức biên lợi nhuận gộp 40,6% trong 9T 2025, dù giá bán trung bình được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng tăng.

Hình 20: Dự báo cho dự án niken của PC1

| Năm                                   | 2024E        | 2025F        | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F        |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Sản lượng quặng niken – đồng (tấn)    | 65.000       | 50.000       | 60.000       | 60.000       | 60.000       | 60.000       |
| Sản lượng bán niken nguyên chất (tấn) | 3.575        | 2.950        | 3.300        | 3.300        | 3.300        | 3.300        |
| Giá bán niken* (USD/tấn)              | 17.052       | 14.600       | 15.200       | 15.700       | 16.200       | 17.100       |
| <b>Doanh thu** (tỷ đồng)</b>          | <b>1.701</b> | <b>1.239</b> | <b>1.489</b> | <b>1.566</b> | <b>1.611</b> | <b>1.701</b> |
| Giá vốn hàng bán                      | (1.148)      | (764)        | (932)        | (964)        | (989)        | (1.023)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>553</b>   | <b>475</b>   | <b>556</b>   | <b>602</b>   | <b>623</b>   | <b>677</b>   |
| Chi phí SG&A                          | (111)        | (81)         | (96)         | (101)        | (105)        | (110)        |
| <b>LN từ HĐKD</b>                     | <b>442</b>   | <b>394</b>   | <b>460</b>   | <b>501</b>   | <b>518</b>   | <b>567</b>   |
| Chi phí lãi vay                       | (108)        | (95)         | (81)         | (68)         | (54)         | (41)         |
| <b>LNTT</b>                           | <b>333</b>   | <b>299</b>   | <b>379</b>   | <b>433</b>   | <b>464</b>   | <b>526</b>   |
| Chi phí thuế                          | (67)         | (60)         | (76)         | (87)         | (93)         | (105)        |
| <b>LNST</b>                           | <b>266</b>   | <b>239</b>   | <b>303</b>   | <b>346</b>   | <b>371</b>   | <b>421</b>   |
| Lợi ích CĐTTS (43%)                   | (115)        | (103)        | (130)        | (149)        | (160)        | (181)        |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTTS</b>         | <b>152</b>   | <b>137</b>   | <b>173</b>   | <b>197</b>   | <b>211</b>   | <b>240</b>   |

Nguồn: PC1, dự báo của Vietcap (\*Niken theo tiêu chuẩn LME; \*\* Bao gồm một phần nhỏ doanh thu từ đồng)

Hình 21: Giá niken giao dịch trên Sàn Giao dịch Kim loại London (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 30/10/2025)

Duy trì dự báo mảng BĐS nhà ở

Hình 22: Đóng góp của mảng BĐS vào LNST sau lợi ích CĐTTS của PC1

| Tỷ đồng                                     | Dự báo 2025 | Dự báo 2026 | Dự báo 2027 | Dự báo 2028 | Dự báo 2029 | Dự báo 2025-2029 |
|---------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| Đóng góp vào LNST sau lợi ích CĐTTS của PC1 | 163         | 9           | 363         | 433         | 205         | 1.174            |
| Tháp Vàng                                   | 154         | -           | -           | -           | -           | 154              |
| Gia Lâm                                     | -           | -           | 35          | -           | -           | 35               |
| Định Công                                   | -           | -           | 94          | 161         | 66          | 321              |
| Bắc Từ Liêm                                 | -           | -           | 128         | 206         | 121         | 455              |
| Vĩnh Hưng                                   | -           | -           | 97          | 57          | 8           | 162              |
| Khác (bao gồm cho thuê BĐS)                 | 9           | 9           | 9           | 10          | 10          | 47               |

Nguồn: Dự báo của Vietcap

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

[www.vietcap.com.vn](http://www.vietcap.com.vn)

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
[research@vietcap.com.vn](mailto:research@vietcap.com.vn)

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
[nam.hoang@vietcap.com.vn](mailto:nam.hoang@vietcap.com.vn)

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

##### Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thủy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Anthony Le

##### Giám đốc

##### Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525  
[anthony.le@vietcap.com.vn](mailto:anthony.le@vietcap.com.vn)

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vietcap.com.vn](mailto:quynh.chau@vietcap.com.vn)

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị      | Định nghĩa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| MUA                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| KHẢ QUAN             | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG   | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%                                                                                                                                                                                                                                                      |
| KÉM KHẢ QUAN         | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| BÁN                  | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ       | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.                                                                                                                                          |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.