

CTCP Xây lắp Điện I (HSX: PC1)

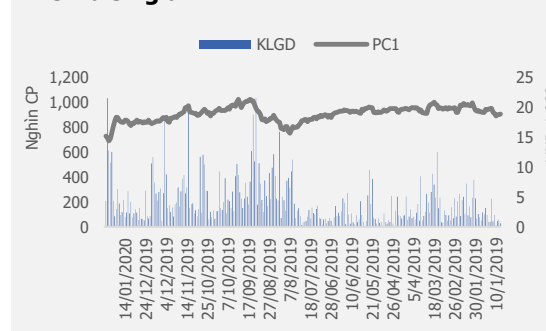
MUA; Giá mục tiêu: VND 22,200

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh giảm 17% giá mục tiêu của cổ phiếu PC1 từ 26,600 đồng/CP còn 22,200 đồng/CP. Trong mô hình định giá FCFE, chúng tôi điều chỉnh tăng 19% hệ số beta từ 0.37 lên 0.44 dựa trên cập nhật mức độ tương quan giữa sự thay đổi giá CP PC1 và chỉ số VNIndex từ khi PC1 bắt đầu niêm yết trên HSX. Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với PC1 với upside 47% trên thị giá hiện tại. Tuy nhiên, về triển vọng chung của ngành điện, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi vẫn tập trung hơn vào nhóm cổ phiếu có tỷ suất cổ tức tốt 10% - 11% như NT2 và HND.

- PC1 công bố doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) hợp nhất 2019 trước kiểm toán đạt lần lượt 5,842 tỷ đồng (+15% cùng kỳ) và 356 tỷ đồng (-24% CK). Kết quả này tương ứng 96% dự phóng doanh thu và 89% dự phóng LNR của chúng tôi, và hoàn thành lần lượt 97% và 84% kế hoạch doanh thu và LNR của công ty. Trong đó, LNG mảng thủy điện thấp hơn 9% so với dự phóng của chúng tôi. LNR 2019 giảm mạnh chủ yếu do kết quả thấp hơn của hoạt động chuyển nhượng bất động sản (BDS) – 16% còn lại của dự án (DA) Mỹ Đình Plaza 2, ghi nhận doanh thu 194 tỷ đồng (-80% CK) và LNG 64 tỷ đồng (-75% CK). Ngược lại, 2019 ghi nhận mức tăng trưởng khá tốt của mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp (SXCN) với doanh thu 3,981 tỷ đồng (+79% CK) và LNG 351 tỷ đồng (+72% CK) từ DA đường dây 500kV mạch 3 và các hợp đồng EPC DA điện mặt trời trong 6T đầu 2019.
- Việc ghi nhận các DA BDS dẫn đến LNR dự phóng biến động qua các năm. LNR 2020 dự kiến tăng 46% CK và giảm 19% CK trong 2021. 2020, việc bàn giao toàn bộ DA Thanh Xuân và 2% còn lại của DA Mỹ Đình Plaza 2 ước đem lại doanh thu 953 tỷ đồng (~ 4.9x CK) và LNG 277 tỷ đồng (~ 4.3x CK). Bên cạnh đó, mảng thủy điện dự phóng tăng trưởng 45% doanh thu đạt 797 tỷ đồng và tăng trưởng 34% LNG đạt 462 tỷ đồng từ việc vận hành nhà máy thủy điện Mông Ân (30MW) từ đầu 2020 và Bảo Lạc B (18MW) và Sông Nhiệm 4 (6MW) từ Q4/2020. Các DA này góp phần tăng 48% tổng công suất thủy điện của PC1 lên 168MW. Tổng LNG 2020 ước tăng 39% CK, bù đắp cho chi phí lãi vay tăng 54% CK (đạt 263 tỷ đồng) khi các DA đi vào hoạt động.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
PC1 (%)	-14%	-22%	-27%
VN-Index (%)	-2%	-8%	1%

Ngày cập nhật	10/02/2020
Thị giá	VND 15,150
Giá mục tiêu	VND 22,200
Upside	47%
Bloomberg	PC1 VN
Vốn hóa	VND 2,414bn
	USD 103mn
Diễn biến giá 52 tuần	VND 14,400
	VND 21,400
Giá trị giao dịch/ngày	VND 4bn
	USD 0.2mn
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	38.56%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	5,842	6,683	5,797	5,604	5,798
EBIT	601	906	873	778	879
Lợi nhuận ròng	356	519	418	300	386
Lợi nhuận (cơ bản)	356	519	418	300	386
EPS (VND)	2,015	2,999	2,415	1,730	2,232
Tăng trưởng EPS (%)	-29%	49%	-19%	-28%	29%
P/E (x)	8	5	6	9	7
EV/EBITDA (x)	9	7	7	7	6
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
P/B (x)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	10%	13%	10%	6%	8%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	110%	127%	123%	114%	93%

Nguồn: MBS Research

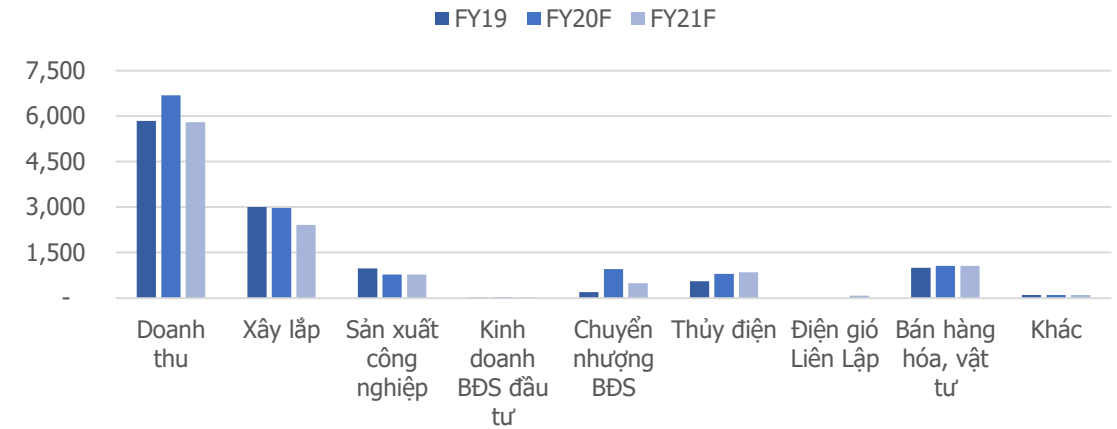
CTCP Xây lắp Điện I (HSX: PC1)

MUA; Giá mục tiêu: VND 22,200

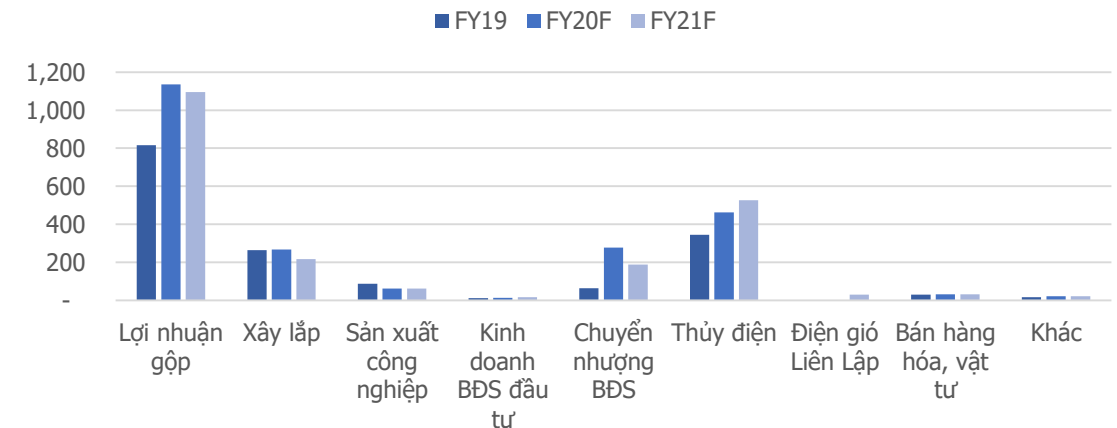
Luận điểm đầu tư

- 2021, PC1 dự kiến tiếp tục bàn giao toàn bộ DA Vĩnh Hưng, tuy nhiên với quy mô nhỏ hơn, doanh thu và LNG mảng chuyển nhượng BĐS ước chỉ ghi nhận lần lượt 488 tỷ đồng (-49% CK) và 188 tỷ đồng (-32% CK). Doanh thu và LNG hoạt động xây lắp & SXCN cũng dự phóng giảm 15% CK tương ứng về mức 3,190 tỷ đồng và 279 tỷ đồng sau khi kết thúc DA đường dây 500kV mạch 3 trong 6T đầu 2020. Chúng tôi cho rằng việc phát triển các DA mở rộng hệ thống truyền tải điện, dù cần thiết, sẽ diễn ra khá chậm trong bối cảnh tiến độ phê duyệt các dự án mới tiếp tục trì hoãn trước khi Quy hoạch điện VIII được ban hành chính thức và các khó khăn trong việc giải phóng mặt bằng. Mảng điện dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp chủ lực trong 2021 với doanh thu đạt 926 tỷ đồng (+16% CK) và LNG đạt 557 tỷ đồng (+21% CK), bù đắp một phần sự sụt giảm của mảng BĐS và xây lắp. Chúng tôi kỳ vọng tình hình thủy văn sẽ tích cực hơn cho các công ty thủy điện trong 2021, đồng thời nhà máy Bảo Lạc B và Sông Nhiệm 4 hoạt động trong cả năm và DA điện gió Liên Lập (48MW) vận hành từ Q4/2020 góp phần cải thiện kết quả kinh doanh mảng điện. Chi phí lãi vay dự kiến tiếp tục tăng 33% trong 2021. Theo đó, LNR 2021 ước giảm 19% CK.
- PC1 hiện đang giao dịch tại mức P/E forward 5x cho 2020 và 6x cho 2021, thấp hơn khoảng 45% so với mức bình quân 10x của nhóm thủy điện nhỏ (mảng này dự phóng đóng góp 54% tổng lợi nhuận gộp - LNG). Xét về mảng BĐS, PC1 đang giao dịch tại mức P/B forward 0.6x cho 2020 và 0.5x cho 2021, thấp hơn khoảng 18% so với mức bình quân 0.7x của các doanh nghiệp BĐS có vốn hóa tương đương. Mặc dù CP PC1 đang giao dịch tại các chỉ số định giá khá thấp, tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng triển vọng lợi nhuận không ổn định và khả năng tiếp tục chia cổ tức bằng CP có thể làm giảm độ hấp dẫn của CP này.

Doanh thu PC1 2019 - 2021F



Lợi nhuận gộp PC1 2019 - 2021F



CTCP Xây lắp Điện I (HSX: PC1) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	2022F
Doanh thu	5,842	6,683	5,797	5,604
Giá vốn hàng bán	5,026	5,547	4,702	4,599
Lợi nhuận gộp	816	1,136	1,095	1,005
Doanh thu tài chính	39	23	23	23
Chi phí tài chính	171	265	351	403
Lợi nhuận liên doanh liên kết	-34	0	0	0
Chi phí bán hàng	22	69	51	45
Chi phí quản lý	203	213	224	235
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	425	612	493	345
Lợi nhuận khác	6	32	32	32
Lợi nhuận trước thuế	431	644	525	377
Lợi nhuận sau thuế	375	547	446	328
Lợi nhuận ròng	356	519	418	300
Lợi ích cổ đông thiểu số	19	28	28	28

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	4,161	4,482	4,192	4,349
I. Tiền & tương đương tiền	568	943	1,136	1,165
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	180	180	180	180
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,865	2,292	2,124	2,242
IV. Hàng tồn kho	1,429	947	629	657
V. Tài sản ngắn hạn khác	119	120	123	105
Tài sản dài hạn	4,153	5,938	7,112	7,140
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	2,414	3,978	5,590	5,282
1. Tài sản cố định hữu hình	2,412	3,976	5,589	5,280
2. Tài sản cố định vô hình	2	2	2	1
III. Bất động sản đầu tư	168	215	277	260
IV. Tài sản dở dang dài hạn	1,179	1,378	901	1,277
V. Đầu tư tài chính dài hạn	63	62	62	62
VI. Tài sản dài hạn khác	330	305	282	260
Tổng tài sản	8,314	10,420	11,305	11,489
Nợ phải trả	4,619	6,249	6,750	6,660
I. Nợ ngắn hạn	2,592	2,583	2,472	2,597
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,546	1,378	1,223	1,278
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,046	1,205	1,249	1,319
II. Nợ dài hạn	2,037	3,665	4,279	4,063
1. Các khoản phải trả dài hạn	37	28	28	28
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,000	3,637	4,251	4,035
Vốn chủ sở hữu	3,695	4,171	4,555	4,829
1. Vốn điều lệ	1,593	1,593	1,593	1,593
2. Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,134	1,610	1,994	2,268
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	257	257	257	257

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	2,015	2,999	2,415	1,730
BVPS (VND)	23,195	26,182	28,591	30,315
P/E	8	5	6	9
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	14%	17%	19%	18%
Biên EBITDA	13%	17%	20%	20%
Biên lợi nhuận ròng	6%	8%	7%	5%
ROE	10%	13%	10%	6%
ROA	4.8%	5.5%	3.9%	2.6%
Tăng trưởng				
Doanh thu	15%	14%	-13%	-3%
EBITDA	-13%	46%	5%	-7%
Lợi nhuận trước thuế	-26%	49%	-18%	-28%
Lợi nhuận ròng	-24%	46%	-19%	-28%
EPS	-29%	49%	-19%	-28%
Tổng tài sản	26%	25%	8%	2%
Vốn chủ sở hữu	13%	13%	9%	6%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.61	1.73	1.70	1.67
Thanh toán nhanh	1.05	1.37	1.44	1.42
Nợ/Tài sản	56%	60%	60%	58%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.25	1.50	1.48	1.38
Khả năng thanh toán lãi vay	3.54	3.32	2.46	1.99
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	3	3	3	3
Số ngày thu tiền bán hàng	110	146	146	146
Vòng quay hàng tồn kho	7	7	7	7
Số ngày tồn kho	52	52	52	52
Vòng quay các khoản phải trả	4	4	4	4
Số ngày phải trả	102	101	101	101

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	(335)	560	1,000	540
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(955)	(1,981)	(1,464)	(366)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	1,156	1,797	657	(145)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(134)	376	193	29