

BÁO CÁO NGẪN CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 (PC1)

Báo cáo cập nhật 15/05/2020

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	21.700
Tiềm năng tăng giá	26,9%

Dự phóng KQKD

Tỷ VNĐ	2018	2019	2020F
Doanh thu	5.084	5.845	6.739
Tăng trưởng	60,9%	15,0%	15,3%
LNST	491	376	442
EPS (VNĐ)	3.514	2.246	2.667
P/E forward			6,4
ROE (%)	15,3%	10,3%	11,3%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 15/05/2020

Giá hiện tại (VND)	17.100
Số lượng CP lưu hành	159.323.497
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	1.593
Vốn hóa TT (tỷ VNĐ)	2.724
Khoảng giá 52 tuần (VND)	10.100-21.400
% Sở hữu nước ngoài	34,46%
% Giới hạn sở hữu NN	49,00%

Nguồn: MBS tổng hợp

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TỪ DỰ ÁN PCC1 THANH XUÂN

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PC1 của CTCP Xây lắp điện 1 với **giá mục tiêu VND 21.700/cổ phiếu** trên cơ sở: (i) hoạt động xây lắp khả quan với giá trị backlog lớn, đảm bảo nguồn thu lớn trong năm 2020, (ii) dự án PCC1 Thanh Xuân đem lại nguồn thu lớn trong năm 2020, và (iii) doanh thu mảng phát điện tăng trưởng khá nhờ các nhà máy mới.

Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rằng, việc phát triển các dự án 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.

Ngoài ra, biên LN gộp mảng thủy điện sẽ giảm do (i) giá bán điện giảm khi giá điện năng được điều chỉnh tăng và giá công suất điều chỉnh giảm trong Biểu giá chi phí tránh được, và (ii) chi phí cố định trong giá vốn cao hơn.

Thông tin cập nhật

- Doanh thu Q1 2020 tăng 6,5% n/n**, đạt tương ứng 1.370 tỷ đồng, chủ yếu nhờ: (i) ghi nhận doanh thu lớn từ cung cấp cột thép cho dự án 500kV mạch 3 giúp doanh thu SXCN tăng mạnh từ 63 tỷ đồng năm 463 tỷ đồng, và (ii) bắt đầu ghi nhận 1 phần từ dự án PCC1 Thanh Xuân giúp doanh thu từ kinh doanh BĐS đạt 261 tỷ đồng.

- Ảnh hưởng từ dịch Covid-19 làm gián đoạn hoạt động thi công xây lắp và các dự án bất động sản.** Cụ thể, công tác nghiệm thu tại công trường hay xác nhận hồ sơ thanh toán của các dự án xây lắp bị trì hoãn, khiến sản lượng và doanh thu xây lắp giảm 40% và 50% n/n. Trong Q1 2020, tổng giá trị hợp đồng ký mới chỉ đạt 301 tỷ đồng, tương ứng 8% kế hoạch năm, nhiều gói thầu chủ đầu tư lùi lại do dịch Covid-19.

Đối với hoạt động kinh doanh BĐS, PC1 chủ động chậm lại quá trình bán hàng của dự án PCC1 Thanh Xuân và sẽ đẩy mạnh hơn trong Q2. Trong khi đó, tiến độ đầu tư dự án PCC1 Vĩnh Hưng cũng bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội.

- Tình hình thủy văn cuối Q4 2019 và đầu Q1 2020 không thuận lợi kéo theo giảm 30% doanh thu thủy điện.** Tích trữ nước tại các nhà máy thủy điện trong Q1 2020 thấp hơn so với cùng kỳ khiến sản lượng điện giảm 34%.

- Trong Q1, PC1 đã ký với công ty con 1.700 tỷ đồng hợp đồng tổng thầu dự án Nhà máy điện gió Liên Lập.**

Dự phóng và định giá

Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng LNST tăng 17% lên 442 tỷ đồng, chủ yếu nhờ nguồn thu lớn từ (i) hoạt động xây lắp điện, và SXCN, và (ii) bàn giao toàn bộ dự án PCC1 Thanh Xuân với giá trị chuyển nhượng ~900 tỷ đồng.

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu vào khoảng VND21.700** dựa trên phương pháp so sánh. Mức P/E mục tiêu được xác định dựa trên P/E bình quân 3 năm trở lại đây.

Giá trị hợp đồng chuyển tiếp lớn đảm bảo nguồn thu ổn định cho hoạt động xây lắp và sản xuất công nghiệp

Năm 2019, PC1 ghi nhận 2.952 tỷ đồng giá trị hợp đồng ký mới mảng Xây lắp điện, giúp giá trị hợp đồng chuyển tiếp (backlog) sang 2020 đạt hơn 3.000 tỷ đồng. Đối với mảng Sản xuất công nghiệp, giá trị backlog đạt 719 tỷ đồng.

Do ảnh hưởng từ dịch Covid-19, giá trị hợp đồng ký mới đối với mảng xây lắp là 300 tỷ đồng, mảng SXCN 160 tỷ đồng, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sẽ tăng trở lại trong những tháng cuối năm, đặc biệt là hoạt động xây lắp điện nhờ (i) PC1 mở rộng thị phần xây lắp điện ra ngoài EVN và hướng tới các hợp đồng PC, EPC thay vì xây lắp (C) thuần túy, và (ii) chủ trương các nhà máy điện gió dự kiến đi vào vận hành đến năm 2021 & hưởng chính sách giá mua điện ưu đãi làm đẩy nhanh tiến độ thi công của các công trình điện gió trong năm 2020.

Năm 2020, PC1 đặt kế hoạch giá trị hợp đồng ký mới xây lắp điện khoảng 3.700 tỷ đồng và SXCN khoảng 955 tỷ đồng. Cùng với phần giá trị hợp đồng chuyển tiếp lớn từ năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu từ 2 mảng hoạt động này sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của PC1, trong đó mảng xây lắp điện ước đạt 3.360 tỷ đồng và mảng SXCN 1.013 tỷ đồng.

Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rằng, việc phát triển các dự án 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.

Danh mục các dự án xây lắp lớn của PC1:

STT	Dự án	Giá trị hợp đồng (tỷ VNĐ)	Ngày ký hợp đồng	Hình thức
1	Gói E03 Hợp đồng mua sắm thi công trạm biến áp Dự án nhà máy Điện gió Đại Phong	109	08/2019	EPC
2	ĐZ 500kV Sông Hậu Đức Hòa (lô 18.4, 18.6)	102	09/2019	C
3	EPC Trạm biến áp dự án nhà máy điện mặt trời Phước Thái	143	09/2019	EPC
4	Gói 7 Xây lắp trạm và đấu nối, CC cột và VC VTTB DA TBA 220kV An Phước	80	11/2019	C
5	Phần cân bằng điện nhà máy Dự án trang trại điện gió Trà Vinh	267	11/2019	EPC

(Nguồn: PC1)

... trong khi BĐS tăng mạnh trở lại nhờ PCC1 Thanh Xuân...

Năm 2019, hoạt động kinh doanh bất động sản của PC1 khá trầm lắng khi chỉ ghi nhận 194 tỷ đồng doanh thu, giảm 80% n/n, đến từ 16% còn lại của dự án Mỹ Đình Plaza 2. Sang năm 2020, hoạt động này sẽ trở nên sôi động hơn với sự đóng góp từ dự án PCC1 Thanh Xuân.

Cuối tháng 08/2019, dự án PCC1 Thanh Xuân đã được cất nóc. Dự án đã cơ bản hoàn thành các công tác xây dựng, trong đó 80% đã đủ điều kiện bàn giao. Dưới tác động của dịch Covid-19, công tác bán hàng trong Q1 chững lại, do đó PC1 sẽ đẩy mạnh quá trình bán hàng trong Q2 và Q3, theo kế hoạch số căn hộ ký hợp đồng mua đạt 85% tính đến cuối tháng 5/2020.

Chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động chuyển nhượng kinh doanh BĐS năm 2020 đạt khoảng 920 tỷ đồng, đến từ 2% còn lại của Dự án Mỹ Đình Plaza 2 và toàn bộ Dự án PCC1 Thanh Xuân, tăng 3,3 lần so với kết quả thực hiện năm 2019. Lợi nhuận gộp ước tính 258 tỷ đồng.

Danh mục các dự án bất động sản đang thực hiện

STT	Dự án	Địa điểm	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Diện tích xây dựng (m2)	Doanh thu chuyển nhượng (tỷ VNĐ)	Dự kiến hoàn thành
1	Thanh Xuân	44 Triều Khúc, Thanh Xuân, HN	735	~2.744	898	Q2 2020
2	PCC1 Vĩnh Hưng	Minh Khai, Hà Nội	N/A	Tổng diện tích: 6.000	N/A	Q4 2021
3	PCC1 Thăng Long	Bắc Từ Liêm, Hà Nội	N/A	N/A	1.068	2022

(Nguồn: PC1)

Đối với dự án PCC1 Vĩnh Hưng, tiến độ đầu tư bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát mạnh trong những tháng đầu năm 2020. Dự án sẽ tiếp tục thực hiện trong Q2, đảm bảo kế hoạch hoàn thành vào cuối năm 2021.

Trong khi đó, dự án PCC1 Bắc Từ Liêm dự kiến sẽ hoàn thành công tác đền bù trong Q2 và triển khai công tác chuẩn bị đầu tư. Dự án dự kiến hoàn thành trong năm 2022.

... tuy nhiên biên LN gộp mảng thủy điện ước tính giảm mạnh

Năm 2020, tình hình thủy văn sẽ tiếp tục diễn biến không thuận lợi bởi sự nóng lên toàn cầu chi phối bởi khí nhà kính, kéo theo tích trữ nước của các nhà máy thủy điện thấp hơn so với cùng kỳ, sản lượng phát điện cũng giảm tương ứng.

Mặc dù Nhà máy Thủy điện Trung Thu sẽ giảm sản lượng phát khoảng 20% cho cả năm do mực nước thấp, việc vận hành nhà máy thủy điện Mông Ân (30MW) từ đầu 2020, Bảo Lạc B (18MW) và Sông Nhiệm 4 (6MW) từ Q4/2020 sẽ giúp bù đắp phần thiếu hụt từ Thủy điện Trung Thu.

Theo đó, doanh thu năm 2020 dự phóng tăng 16% lên 643 tỷ đồng với biên LN gộp vẫn duy trì ở mức cao nhưng giảm mạnh từ ~63% xuống còn 31% do (i) giá bán điện bình quân giảm khoảng 1,5% n/n khi giá điện năng được điều chỉnh tăng và giá công suất điều chỉnh giảm được quy định trong Biểu giá chi phí tránh được được ban hành theo Quyết định số 4036/QĐ-BCT cho các nhà máy thủy điện nhỏ, trong khi (ii) chi phí cố định trong giá vốn cao hơn. Lợi nhuận gộp ước tính 314 tỷ đồng, giảm ~9% n/n.

Danh mục các dự án thủy điện

STT	Dự án	Công suất (MW)	Vận hành
Các dự án đã hoàn thành			
1	Thủy điện Trung Thu	30	11/2016
2	Thủy điện Bảo Lâm 1	30	12/2016
3	Thủy điện Bảo Lâm 3	46	11/2017
4	Thủy điện Bảo Lâm 3A	8	12/2017
5	Thủy điện Mông Ân (Bảo Lâm 4)	30	12/2019
Các dự án đang triển khai			
1	Thủy điện Bảo Lạc B (Bảo Lâm 2A)	18	9/2020
2	Thủy điện Sông Nhiệm 4	7	Q4 2020
3	Điện gió Liên Lập	48	Q3 2021
4	Điện gió Phong Huy	48	Q3 2021
5	Điện gió Phong Nguyên	48	Q3 2021

Nguồn: PC1, MBS Research

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

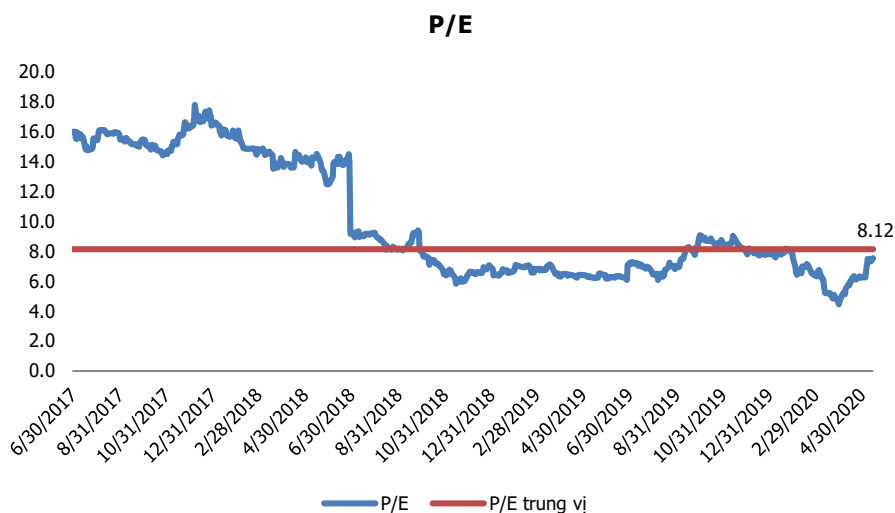
Mô hình dự phóng

Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng doanh thu và LN đạt tương ứng 6.739 tỷ đồng và 442 tỷ đồng, tăng tương ứng 15% và 17% so với kết quả thực hiện năm 2019. Kết quả dự phóng căn cứ trên các giả định:

- (i) 70% doanh thu thu được trong hoạt động xây lắp điện đến từ các hợp đồng xây lắp chuyển tiếp từ năm 2019.
- (ii) Dự án Mỹ Đình Plaza 2 ghi nhận 2% doanh thu còn lại trong khi dự án PCC1 Thanh Xuân ghi nhận doanh thu toàn bộ dự án
- (iii) Chi phí giá vốn mằng thủy điện tăng mạnh từ mức bình quân VND 509/kWh lên VND 687/kWh do chi phí cố định trong giá vốn cao hơn.
- (iv) Không phát sinh khoản lãi/lỗ từ hoạt động liên kết

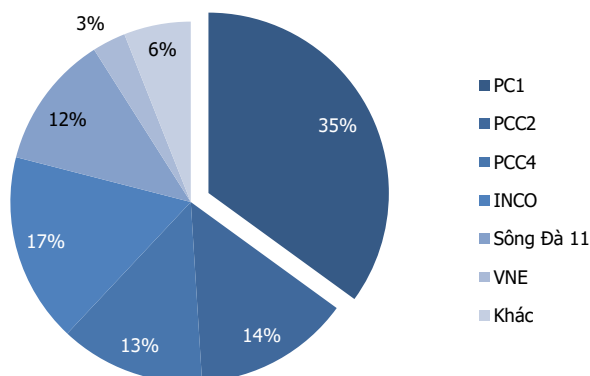
Định giá cổ phiếu

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu PC1 vào khoảng VND 21.700** dựa trên phương pháp so sánh P/E. Mức P/E mục tiêu được xác định dựa trên mức P/E bình quân 3 năm trở lại đây, khoảng 8,1 lần.

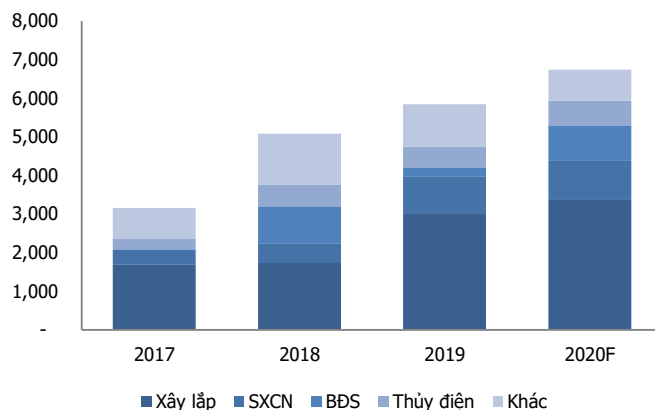


(Nguồn: Bloomberg)

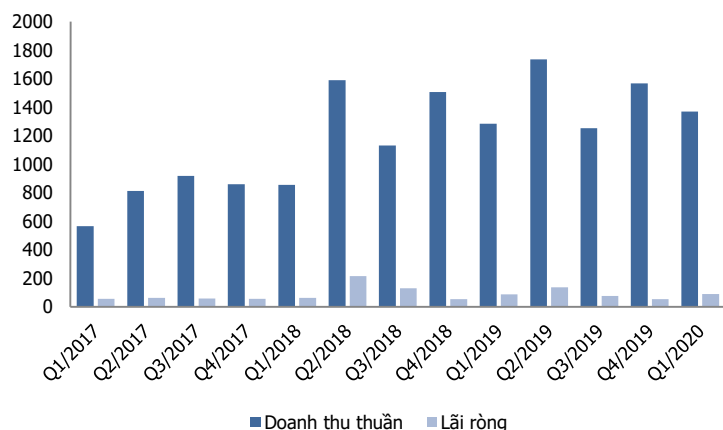
Thị phần các doanh nghiệp xây lắp điện



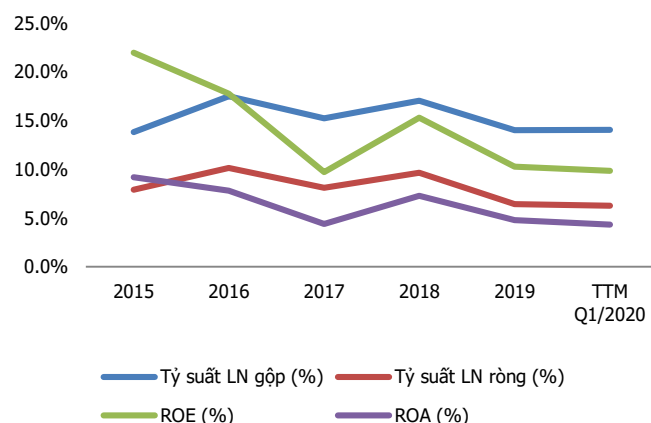
Cơ cấu doanh thu



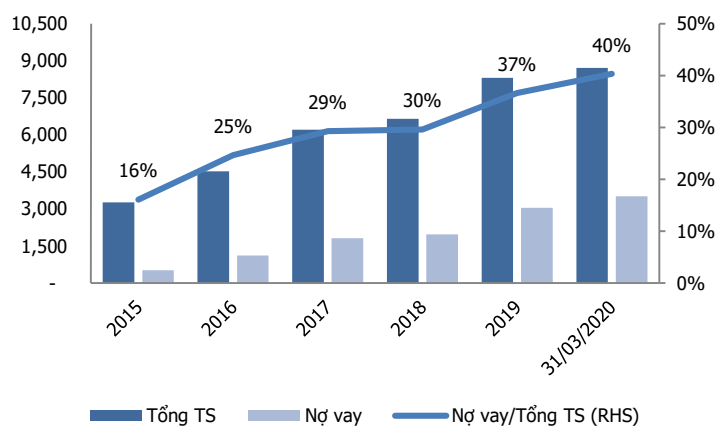
Kết quả kinh doanh theo quý



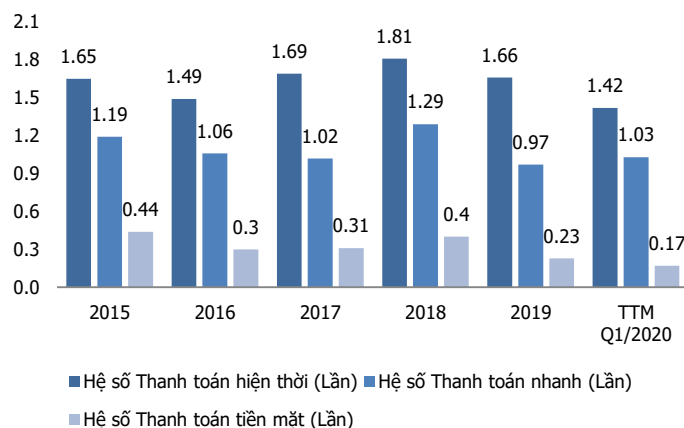
Khả năng sinh lợi



Cơ cấu nguồn vốn



Hệ số thanh toán



Nguồn: PC1

TÓM TẮT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2017	2018	2019
1. Doanh thu	3.161	5.084	5.845
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	0	0	0
3. Doanh thu thuần	3.161	5.084	5.845
4. Giá vốn hàng bán	2.679	4.219	5.026
5. Lợi nhuận gộp	481	866	819
6. Doanh thu hoạt động tài chính	11	28	38
7. Chi phí tài chính	103	150	172
Trong đó: Chi phí lãi vay	96	148	171
8. Lãi/lỗ trong công ty liên kết	1	5	-34
9. Chi phí bán hàng	-17	47	22
10. Chi phí quản lý doanh nghiệp	143	162	202
11. Lợi nhuận thuần từ HĐKD	263	540	427
12. Thu nhập khác	41	47	8
13. Chi phí khác	1	8	2
14. Lợi nhuận khác	40	39	6
15. Lợi nhuận trước thuế	303	580	433
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	49	89	53
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-2	-1	3
18. Lợi nhuận sau thuế	256	491	377
Lợi nhuận sau thuế Công ty mẹ	237	467	358
19. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VNĐ)	2.336	3.514	2.246

Chỉ số tài chính	2017	2018	2019
EPS 4 quý gần nhất	2.642	3.831	2.442
BVPS	24.374	24.699	23.190
Khả năng sinh lợi (%)			
EV/EBIT	12,62	5,08	8,72
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,23	17,03	14,01
Tỷ suất LN ròng	8,11	9,66	6,44
ROEA	9,71	15,31	10,26
ROAA	4,41	7,28	4,8
Tăng trưởng (%)			
Tăng trưởng doanh thu thuần	5,06	60,87	14,96
Tăng trưởng LNST Công ty mẹ	-22,33	97,14	-23,31
Khả năng thanh toán (lân)			
Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0,31	0,4	0,23
Tỷ số thanh toán nhanh	1,1	1,37	1,09
Tỷ số thanh toán hiện hành	1,69	1,81	1,66
Hiệu quả hoạt động (ngày)			
Thời gian thu tiền khách hàng	96,71	68,51	69,89
Thời gian tồn kho bình quân	110,19	79,81	79,64
Thời gian trả tiền khách hàng	109,58	67,14	57,51

Cân đối kế toán	2017	2018	2019
TÀI SẢN	6.214	6.597	8.315
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	3.093	3.150	4.153
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	567	701	568
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	100	90	180
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1.302	1.552	1.851
IV. Hàng tồn kho	1.086	760	1.434
V. Tài sản ngắn hạn khác	38	48	120
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	3.121	3.447	4.162
I. Các khoản phải thu dài hạn	0	8	8
II. Tài sản cố định	2.755	2.531	2.414
1. Tài sản cố định hữu hình	2.754	2.529	2.412
2. Tài sản cố định vô hình	1	2	2
III. Bất động sản đầu tư	102	171	168
IV. Tài sản dở dang dài hạn	61	442	1.179
V. Đầu tư tài chính dài hạn	91	97	64
VI. Tài sản dài hạn khác	38	100	102
VII. Lợi thế thương mại	73	99	228
NGUỒN VỐN	6.214	6.597	8.315
A. NỢ PHẢI TRẢ	3.400	3.318	4.621
I. Nợ ngắn hạn	1.833	1.741	2.497
1. Phải trả người bán ngắn hạn	794	758	826
2. Phải trả ngắn hạn khác	479	403	347
3. Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	294	416	951
II. Nợ dài hạn	1.567	1.577	2.124
1. Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	1.527	1.554	2.096
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	2.814	3.279	3.695
I. Vốn chủ sở hữu	2.814	3.279	3.695
1. Vốn góp của chủ sở hữu	1.155	1.328	1.593
2. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	716	925	933
3. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	130	160	257

Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018	2019
Lưu chuyển từ HĐKD	-180	513	-334
1. Lợi nhuận trước thuế	303	580	433
2. Điều chỉnh cho các khoản	127	210	326
3. LN thuần từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	430	790	759
Lưu chuyển từ hoạt động đầu tư	-895	-535	-956
Lưu chuyển từ hoạt động tài chính	1.224	156	1.156
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	149	134	-134
Tiền và tương đương tiền cuối năm	567	701	568

(Nguồn: MBS)

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 15%
TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -10% đến +10%
BÁN	$\leq -10\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn