

PC1 - MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 09/09/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	19.400
KLGD TB 10 ngày	471.708
Vốn hoá (tỷ đồng)	3.051
Số lượng CPLH (triệu CP)	159,3
Giá mục tiêu	25.200
Upside	+30,2%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Trịnh Văn Hà
tvha@vcbs.com.vn
+84-2838200796 ext 643

PC1 – PHÁT ĐIỆN DẪN DẮT TĂNG TRƯỞNG

KQKD 6T.2020 ghi nhận sự sụt giảm so với cùng kỳ. *Doanh thu* 1H.2020 đạt 2.540 tỷ đồng (-16% yoy, đạt 36% kế hoạch năm), trong đó (1) Doanh thu xây lắp chỉ đạt 808,6 tỷ đồng (-51% yoy) do cao điểm bàn giao dự án cùng kỳ năm trước, (2) DT SXCN đạt 623,6 tỷ đồng (+219% yoy) do bàn giao cho các dự án trạm biến áp và đường dây 500kV dự án Mạch 3, (3) DT BĐS đạt 540 tỷ đồng (+405% yoy) nhờ bàn giao và ghi nhận dự án Chung cư Thanh Xuân, (4) Mảng phát điện đạt 287,5 tỷ đồng (-5% yoy) do ảnh hưởng lớn bởi hạn hán. *Biên lợi nhuận gộp* cải thiện đạt 19,6% so với 15,3% năm 2019 chủ yếu là do mảng BĐS có biên lợi nhuận cao (31,2%) có tỷ lệ đóng góp vào LNG cao hơn.

Chi phí tài chính tăng mạnh với 118 tỷ đồng lãi vay (+57% yoy) do công ty gia tăng vay nợ. và không còn được vốn hóa lãi vay dự án thủy điện Mông Ân.

Kết quả LNST hợp nhất đạt 217 tỷ đồng (-7,6% yoy, đạt 46,2% kế hoạch năm).

Triển vọng: (1) Khả năng La Lina quay lại lên tới 60% sẽ giúp mảng thủy điện của PC1 tăng trưởng tốt. (2) Đồng thời đưa vào hoạt động các nhà máy mới Bảo Lạc B và Mông Ân trong tháng 7.2020. (3) Tập trung phát triển điện gió để hưởng giá ưu đãi. (4) Phát điện sẽ là nguồn lợi nhuận chính trong tương lai. (5) Nhu cầu điện tiếp tục có xu hướng tăng trưởng tốt làm động lực tăng trưởng tốt cho mảng xây lắp, sản xuất công nghiệp. (6) Hạch toán phần còn lại doanh thu dự án PCC1 Thanh Xuân trong năm 2020,2021.

Rủi ro: (1) Rủi ro thời tiết sẽ là rủi ro lớn nhất khi phát điện sẽ là nguồn mang lại lợi nhuận lớn nhất. (2) Rủi ro về giải phóng mặt bằng ảnh hưởng tới tiến độ dự án, (3) Rủi ro về tiến độ các dự án điện gió không hoàn thành kịp trước hạn. (4) Rủi ro khoản phải thu cũng là một rủi ro chính.

Đánh giá: Trước những thay đổi định vị hoạt động của công ty chuyên hướng thành công ty phát điện trong diễn biến thời tiết có lợi với tỷ trọng lợi nhuận gộp tăng ngày càng cao của mảng phát điện, bên cạnh những tiềm năng tăng trưởng tốt trong tương lai của hoạt động xây lắp, SXCN và ghi nhận lợi nhuận đến từ BĐS. Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 5.904 tỷ đồng (+1% yoy, đạt 84,3% KH năm), LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 522 tỷ đồng (+46% yoy, vượt 11,2% KH năm). EPS 2020 đạt 3.276 đồng/cp, PE 2020 đạt 5,92 lần. Năm 2021, chúng tôi dự phóng DT và LNST lần lượt đạt 6.078 tỷ đồng (+3% yoy) và 444 tỷ đồng (-15% yoy), EPS đạt 2.790 đồng/ cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu 25.200 đồng/cp, cao hơn 30,2% so với giá đóng cửa ngày 09/09/2020.

Chỉ tiêu tài chính	2018	2019	2020F	2021F
DTT (tỷ đồng)	5.084	5.845	5.904	6.078
+/- yoy (%)	61%	15%	1%	3%
LNST (tỷ đồng)	467	358	522	444
+/- yoy (%)	97%	-23%	46%	-15%
VCSH (tỷ đồng)	3.279	3.695	4.204	4.681
Nợ/TTS (%)	30%	37%	36%	49%
TS LN gộp (%)	17,03%	14,01%	17,98%	18,22%
ROA (%)	7,28%	4,80%	6,08%	4,24%
ROE (%)	15,31%	10,26%	13,21%	10,01%
Tỷ suất cổ tức	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
EPS (đồng)	3.514	2.246	3.276	2.790
P/E	9	7,5	5,7	6,8
BVPS (đồng)	24.699	23.190	26.390	29.378
P/B	0,95	0,9	0,72	0,65

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD 6T.2020 Doanh thu 1H.2020 đạt 2.540 tỷ đồng (-16% yoy, đạt 36% kế hoạch năm).

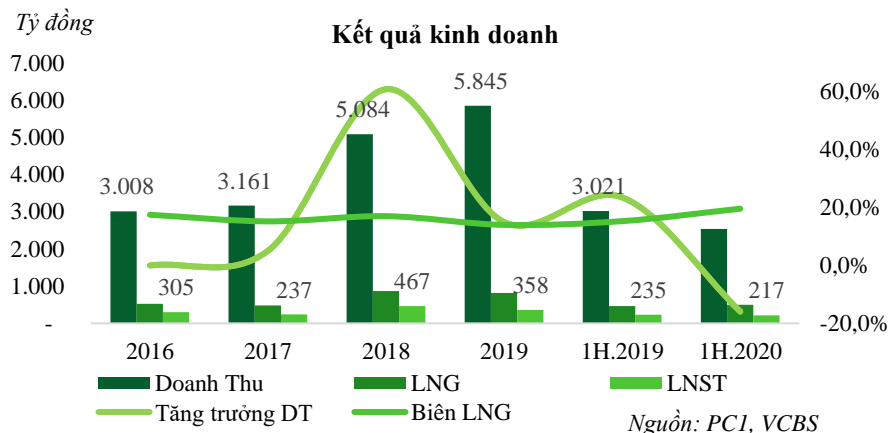
- (1) Doanh thu xây lắp chỉ đạt 808,6 tỷ đồng (-51% yoy) do cùng kỳ năm trước là hạn cuối của cơ chế giá ưu đãi FIT dành cho điện mặt trời khiến các dự án đẩy nhanh tiến độ đi vào hoạt động làm cho doanh thu mảng này đạt mức cao. Ngoài ra các dự án xây lắp hiện tại chưa đến thời điểm bàn giao – đây chính là đặc điểm chung của các công ty xây lắp khi doanh thu ghi nhận theo tiến độ từng dự án nên không ổn định.
- (2) DT SXCN đạt 623,6 tỷ đồng (+219% yoy) do bàn giao cho các dự án trạm biến áp và đường dây 500kv dự án Mạch 3.
- (3) DT BĐS đạt 540 tỷ đồng (+405% yoy) nhờ hạch toán 1 phần dự án BĐS PCC1 Thanh Xuân.
- (4) Mảng phát điện đạt 287,5 tỷ đồng (-5% yoy) do ảnh hưởng lớn bởi hạn hán khiến lượng nước về hồ thấp hơn hàng năm, đặc biệt trong Q1.2020 và đã có nhiều cải thiện trong Q2.2020.
- (5) Hoạt động thương mại (bán hàng) chỉ đạt 243,6 tỷ đồng (-65% yoy) do nhu cầu thấp và ảnh hưởng bởi Covid 19.

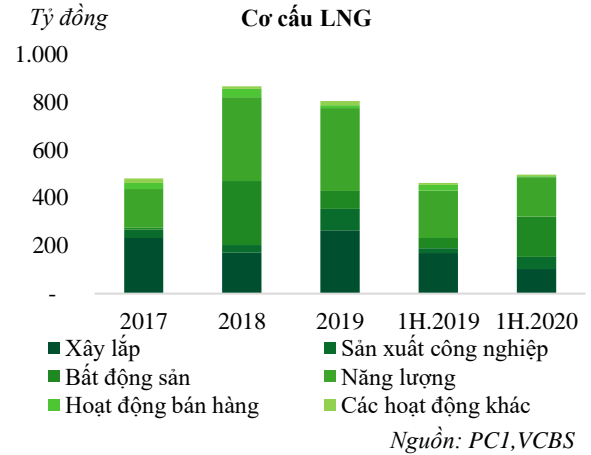
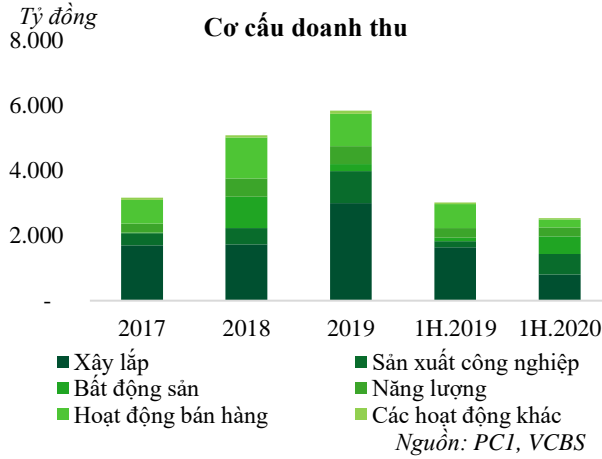
Biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 19,6% so với 15,3% năm 2019 chủ yếu là do mảng BĐS có biên lợi nhuận cao (31,2%) có tỷ lệ đóng góp vào LNG cao hơn năm 2019 (34% so với 9%) và mảng xây lắp tăng 2,3% BLNG. Điều này dẫn đến LNG 1H.2020 tăng 8% so với cùng kỳ, đạt 497 tỷ đồng.

Chi phí tài chính tăng mạnh với 118 tỷ đồng lãi vay (+57% yoy) do công ty gia tăng vay nợ để tài trợ cho các dự án thủy điện và điện gió kết hợp với việc đưa dự án Mông Ân vào vận hành từ đầu năm 2020 khiến lãi vay không được vốn hóa.

Trong kỳ không phát sinh lỗ từ công ty liên doanh, liên kết như cùng kỳ năm trước. Các chi phí các thay đổi không đáng kể.

Kết quả LNST hợp nhất đạt 217 tỷ đồng (-7,6% yoy, đạt 46,2% kế hoạch năm).



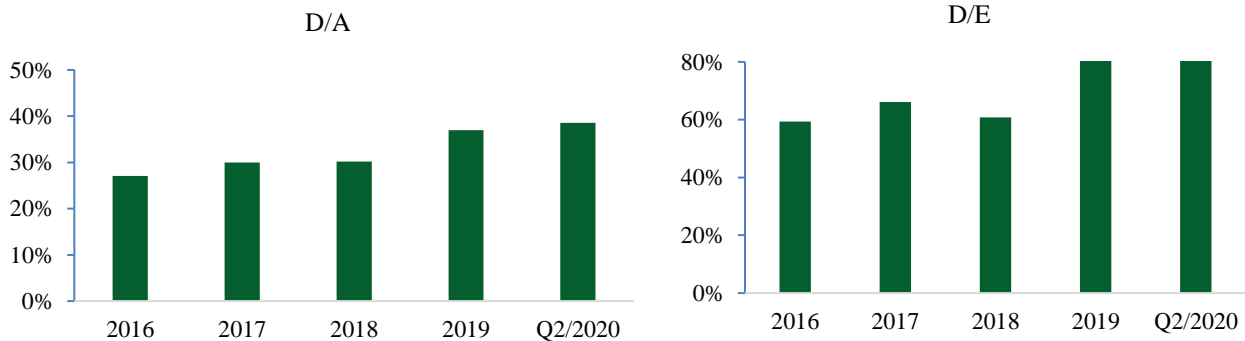


SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Đòn bẩy tài chính tăng do đầu tư vào các dự án phát điện. Trong năm 2020, PC1 đã đưa vào vận hành 03 nhà máy với tổng công suất 54MW, giúp tăng tổng công suất lên 168 MW. Nhà máy Mông Ân (30MW), nhà máy Bảo Lạc B (18MW), Nhà máy Sông Nhiệm 4 (6MW) với tổng vốn đầu tư lên tới hơn 1.600 tỷ đồng với vốn vay 50% – 70% khiến cho nợ vay của PC1 tăng mạnh. Đồng thời, năm 2020 PC1 cũng bắt đầu triển khai các dự án điện gió tại Quảng Trị với số vốn đầu tư lên tới hơn 5.000 tỷ đồng (sở hữu khoảng 54%- 55%), dự kiến vốn vay chiếm 70% tổng vốn đầu tư.

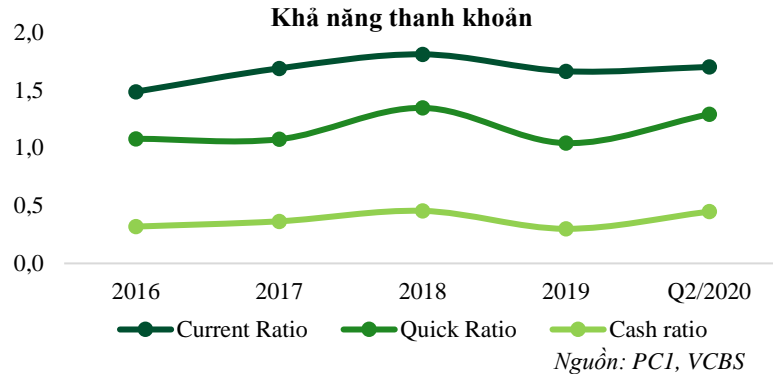
Theo đó, tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản (D/A) tại thời điểm cuối Q2.2020 tăng lên 38,5% so với 37% hồi đầu năm và 30,2% cuối năm 2018. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (D/E) cũng đạt mức cao với 85,2% so với chỉ 60,8% cuối năm 2018.

Nợ vay sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới là diễn biến hoàn toàn bình thường do công ty chuyển đổi sang đầu tư mạnh vào mảng phát điện cần sử dụng nhiều vốn nhưng sẽ đem lại dòng tiền ổn định trong tương lai. Khả năng trả lãi vay theo chúng tôi đánh giá là khá tốt với EBIT/I năm 2019 đạt 3,47 lần.



Nguồn: PCI, VCBS tổng hợp

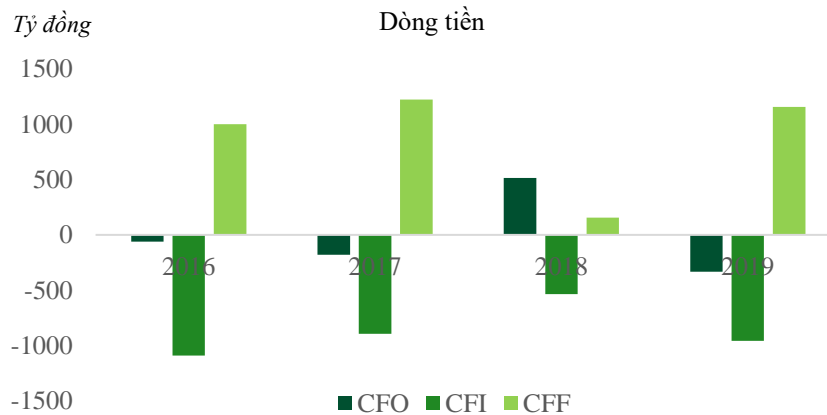
Khả năng thanh toán: Khả năng thanh khoản của PC1 vẫn khá tốt với hệ số thanh toán hiện hành cuối Q2.2020 đạt tới 1,7x và có sự cải thiện nhẹ so với 1,66x của đầu năm. Hệ số thanh toán nhanh luôn duy trì mức trên 1,0x. Điều này cho thấy khả năng thanh khoản của PC1 là rất tốt, công ty ít có khả năng gặp rủi ro về thanh khoản.



Dòng tiền:

Dòng tiền hiện đang là điểm trừ của PC1 khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh thường âm qua các năm từ 2016 tới 2019 (trừ năm 2018) chủ yếu do từ năm 2018 PC1 chuyển sang nhận các hợp đồng EPC điện thay vì chỉ làm mảng truyền tải điện, trạm biến áp khiến cho nhu cầu sử dụng vốn lưu động tăng lên như tăng mạnh hàng tồn kho phục vụ cho xây lắp do phải trực tiếp mua thiết bị thay vì được cung cấp để lắp đặt trước đó và khoản phải thu cũng tăng mạnh chủ yếu là từ các chủ đầu tư dự án năng lượng như các công ty con của EVN, BCG, Hanwa với khả năng thu hồi nợ cao. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá, dòng tiền hoạt động kinh doanh của PC1 sẽ tốt lên khi mảng xây lắp và SXCN đi vào ổn định hơn.

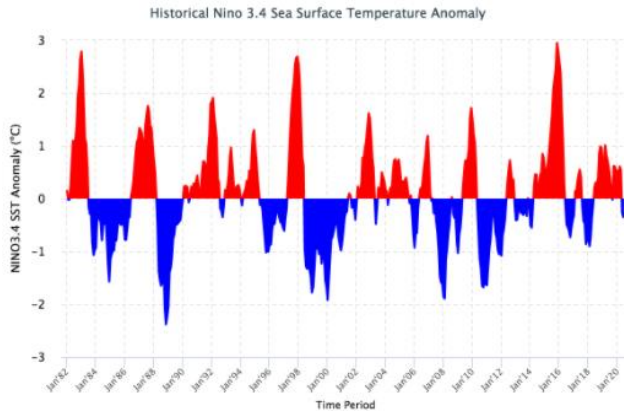
Với nhu cầu đầu tư lớn nhất là mảng năng lượng (thủy điện, điện gió) khiến cho dòng tiền hoạt động đầu tư khá cao, dòng tiền hoạt động kinh doanh lại không bù đắp đủ nên phải huy động từ vốn vay hoặc vốn cổ đông liên tục qua các năm. Diễn biến này sẽ tiếp tục trong 2 – 5 năm tới khi PC1 đầu tư vào một số dự án có nhu cầu vốn khá lớn.



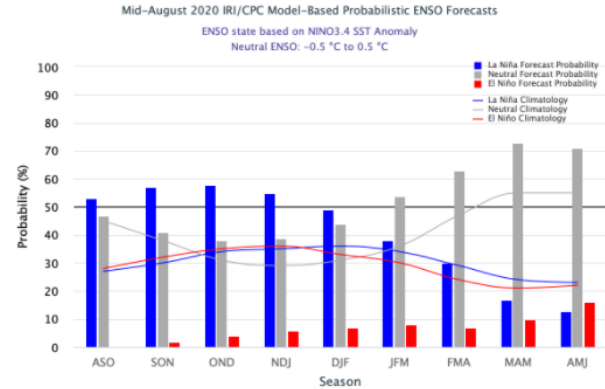
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Khả năng La Lina quay lại lên tới 60% sẽ giúp mảng thủy điện của PC1 tăng trưởng tốt. Theo ghi nhận từ IRI, nhiệt độ của dòng lưu chuyển không khí lạnh từ vùng biển phía Nam Thái Bình Dương (Mỹ gọi là bờ Tây) sang phía Tây Thái Bình Dương và Ấn Độ Dương tại thời điểm tháng 8 đã lạnh hơn trung bình nhiều năm hơn 0,5oC – chuyển sang giai đoạn La Lina yếu. Cũng theo IRI, khả năng xảy ra La Lina vào mùa thu 2020 khoảng 60% và kéo dài qua mùa đông là 55%. Như vậy, nếu La Lina quay trở lại sẽ là một điểm rất tích cực đối với mảng thủy điện của PC1 cho nửa cuối năm 2020 và năm 2021.

Nhiệt độ bề mặt biển



Xác suất La Lina



Nguồn: IRI

Diễn biến mưa lũ đang rất nghiêm trọng nhất trong vòng 80 năm qua của Trung Quốc với số ngày mưa kéo dài liên tục trong hơn 60 ngày từ cuối tháng 6. Lũ lụt nhấn chìm khắp miền Nam Trung Quốc. ngày 20.08.2020, nhà máy thủy điện Mã Đồ Sơn (Trung Quốc) đã tiến hành xả lũ về sông Thao khiến cho nước trên sông Thao

Tại Việt Nam, theo EVN, 8 tháng đầu năm sản lượng thủy điện đạt 39,03 tỷ kWh (-12,75% yoy) và đã cải thiện khá nhiều so với mức giảm 28% trong 6 tháng đầu năm 2020. Trong tháng 8.2019, lượng nước về các hồ tại khu vực Tây bắc, Đông Bắc bộ về khá nhiều. Theo quan sát của chúng tôi, một số hồ tại vùng Tây Bắc như hồ thủy điện Bắc Hà tại Lào Cai, thủy điện Lai Châu đã phải xả lũ từ giữa tháng 8.2020 đến đầu tháng 9.2020. Các hồ thủy điện như Hòa Bình, Bản Chát, Sơn La đều có lượng nước về khá tốt (gấp 2 đến 3 lần lưu lượng chạy máy tối đa). Tuy nhiên các vùng còn lại như Miền Trung, Tây Nguyên và Miền Nam vẫn chứng kiến sự sụt giảm về lượng nước về hồ và sản lượng sản xuất.

Đồng thời đưa vào hoạt động các nhà máy mới trong tháng 7.2020. Trong tháng 7.2020, Công ty đã đưa vào vận hành nhà máy thủy điện Bảo Lạc B, Sông Nhiệm 4 với tổng công suất 24MW. Trước đó, công ty đã đưa vào hoạt động thủy điện Mông Ân với công suất 30 MW từ đầu năm. Theo chúng tôi ước tính, 03 nhà máy này sẽ đem lại trung bình 170 – 200 triệu kWh với doanh thu hàng năm tăng thêm 230 – 250 tỷ đồng (tương đương 40% – 50% doanh thu phát điện hiện tại), đưa mảng phát điện thành mảng đóng góp trong lợi nhuận gộp lớn nhất trong tương lai từ 35% LNG lên tới 60% năm 2021.

Các nhà máy thủy điện của PC1 đều là nhà máy nhỏ hoặc các nhà máy bậc thang trên sông với tổng công suất nhỏ hơn 60MW để hưởng biểu giá chi phí tránh được với giá phát điện trong giờ cao điểm mùa khô lên tới 2.658 đồng/kWh đem về biên lợi nhuận gộp rất hấp dẫn lên tới hơn 60%.

Tập trung phát triển điện gió để hưởng giá ưu đãi. PC1 sẽ tạm dừng các dự án thủy điện Bảo Lạc A, Thượng Hà hay nhà máy điện mặt trời Trung Thu để tập trung nguồn vốn cho việc triển khai các dự án điện gió tại Quảng Trị với thông tin như sau:

Điện gió	Liên Lập	Phong Huy	Phong Nguyên
Địa Điểm	Quảng Trị	Quảng Trị	Quảng Trị
Hoàn thành	9/2021	9/2021	9/2021
Công suất (MW)	48	48	48
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	2.034	1.715	1.714
Sản lượng dự kiến (triệu kWh)	140	133	133
Xây dựng (tỷ đồng)	225	244	244

Thiết bị (tỷ đồng)	1.238	1.088	1.088
QLDA (tỷ đồng)	260	193	193
Dự phòng (tỷ đồng)	200	67	67
Chi phí M&A (tỷ đồng)	111	124	123
Vốn CP (tỷ đồng)	387	320	320
Sở hữu (tỷ đồng)	55,5%	53,5%	53,6%
Số tiền góp vốn (tỷ đồng)	326	295	294
Giá bán (cents/kWh)	8,5	8,5	8,5
Tốc độ gió TB (m/s)	7,0	6,5	6,5
Sản lượng dự kiến (triệu kWh)	158	141	141
DT dự kiến (tỷ đồng)	311	279	279
Vốn CSH (tỷ đồng)	407	343	343
Vốn vay (tỷ đồng)	1.627	1.372	1.372
Vốn PC1 góp (tỷ đồng)	244	206	206

Nguồn: Sở KHĐT Quảng trị, VCBS, PC1

Theo đó, tổng giá trị đầu tư của 03 dự án Liên Lập, Phong Huy, Phong Nguyên lên tới hơn 5.400 tỷ đồng. Tổng vốn PC1 sẽ góp khoảng 656 tỷ đồng. Trong Quý 2.2020, PC1 đã bán 40% cổ phần của mỗi công ty cho RENOVA – tập đoàn có kinh nghiệm lâu năm về phát triển điện gió để cùng nhau phát triển những dự án điện gió đầu tiên này và thu về lợi nhuận khoảng 70 tỷ đồng ghi nhận trên BCTC công ty mẹ. Hai bên sẽ góp phần vốn tương ứng với tỷ lệ sở hữu của mình để đủ vốn tiến hành dự án.

Đây là các dự án tại vùng có tốc độ gió khá tốt, trung bình năm tới 6,5 – 7 m/s. Tốc độ gió là biến quan trọng nhất tác động tới sản lượng điện gió (theo hàm bậc ba)¹. Với tốc độ gió trung bình càng cao, công suất tăng tăng gấp bội.

Rotor của các nhà máy này đều đặt từ nhà sản xuất điện gió rất lớn của Châu Âu là VESTAS với công suất 4 MW/rotor. Với tốc độ gió trung bình 6,5 – 7 m/s có thể tạo ra trung bình 12,5 – 14 triệu kWh/rotor. Mỗi dự án sẽ đem về 140 – 160 triệu kWh hàng năm tương ứng với 280 – 310 tỷ đồng/năm. IRR các dự án theo chúng tôi dự phóng đạt 13,3% - 14%.

Ngoài ra, công ty mẹ PC1 sẽ là tổng thầu cho các dự án này nên sẽ tiết kiệm được đáng kể chi phí QLDA, chi phí xây dựng cho các dự án này (5% – 10%) do kết quả kinh doanh hợp nhất sẽ loại bỏ phần doanh thu, lợi nhuận này/

Về giá bán điện, theo Quyết định 39/2018/QĐ-TTG ngày 10/09/2018 của thủ tướng chính phủ, các dự án điện gió trên đất liền vận hành thương mại trước ngày 1/11/2020 sẽ được hưởng mức giá bán ưu đãi là 8,5 cents/kWh trong vòng 20 năm. Theo chúng tôi, dự án có thể hoàn vốn không chiết khấu trong vòng 9 - 10 năm sau khi đưa vào vận hành.

Phát điện sẽ là nguồn lợi nhuận chính trong tương lai. Hiện tại mặc dù doanh thu phát điện chỉ chiếm khoảng 10% doanh thu và mới bắt đầu phát triển từ năm 2017 nhưng chiếm tới khoảng 40% lợi nhuận gộp do biên LNG cao vượt trội với khoảng 60% so với 7% - 10% của các mảng khác. Dự kiến trong tương lai, mảng phát điện sẽ chiếm tới 60% – 70% LNG làm thay đổi định vị của PC1 từ một công ty về xây lắp điện trở thành một công ty phát điện với tổng công suất lên tới hơn 300 MW, chưa tính tới các dự án tiếp tục triển khai sau các dự án điện gió. Việc thay đổi định vị này cũng sẽ giúp công ty được định giá cao hơn.

Nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục có xu hướng tăng trưởng tốt làm động lực tăng trưởng tốt cho mảng xây lắp,

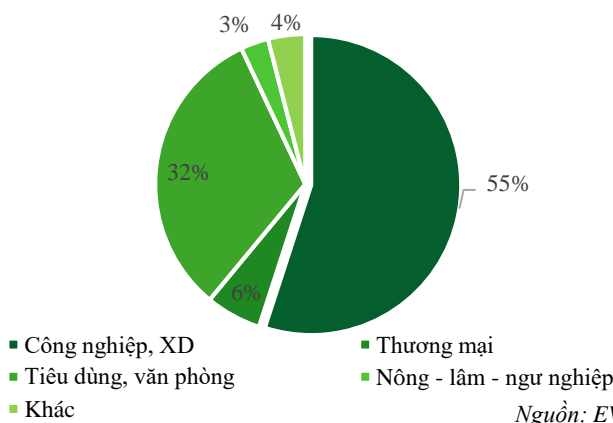
¹ Công suất điện gió $P = 0,5 \times \text{diện tích quét} \times \text{mật độ không khí} \times V^3$

sản xuất công nghiệp. Hiện nay, tiêu thụ điện dùng cho sản xuất công nghiệp, xây dựng đang chiếm tỷ trọng lớn nhất với 55% theo BCTN của EVN, kế đến là tiêu dùng và văn phòng với 32%. Việt Nam những năm qua là một trong những nước có GDP tăng trưởng trong top đầu thế giới với trung bình khoảng 6,2% – 7%. Ngành sản xuất công nghiệp hay tiêu dùng trong nước là động lực thúc đẩy chính trong thời gian qua và dự kiến vẫn giữ vai trò chủ đạo trong thời gian tới. Chính vì vậy, nhu cầu sử dụng điện trong các ngành này dự kiến vẫn tiếp tục tăng mạnh.

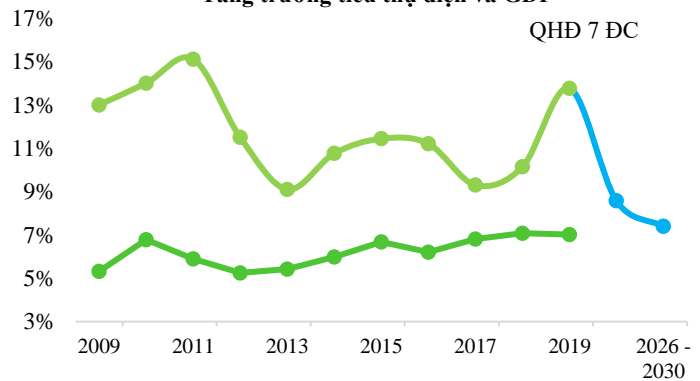
Theo Quy hoạch điện 7 điều chỉnh năm 2016, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện trong giai đoạn 2021 – 2025 và 2026 – 2030 vẫn giữ mức khá cao đạt 7% - 9%. Với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện này thì ngành phát điện cần phải đáp ứng lượng điện tương tự bằng việc phát triển các nguồn phát điện như nhiệt điện (nhiệt điện khí, nhiệt điện than), các loại năng lượng tái tạo như điện mặt trời, điện gió, điện sinh khối.

Với việc tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện cao như vậy, phải cần tới hệ thống đường dây truyền tải, hệ thống trạm biến áp để giải tỏa công suất rất lớn trong tương lai. Như vậy, mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp vẫn còn tiềm năng rất lớn.

Tỷ trọng tiêu thụ điện theo ngành nghề năm 2018



Tăng trưởng tiêu thụ điện và GDP



Kế hoạch tới 2030	Đơn vị	2016-2020	2021-2025	2026-2030
Trạm biến áp 500 kV	MVA	26.700	26.400	23.550
Trạm biến áp 200 kV	MVA	34.966	33.888	32.750
Đường dây 500 kV	km	2.746	3.592	3.741
Đường dây 200 kV	km	7.488	4.076	3.435

Nguồn: QH điện 7 điều chỉnh

Trong 8 tháng đầu năm, tuy chịu tác động của dịch Covid 19 nhưng lượng ký mới hợp đồng trong năm khá khả quan:

DVT: tỷ đồng	Xây lắp	SXCN
Backlog 2019	> 3.000	700
Ký mới tới hiện tại	1.700	350
Đã hạch toán	808	624
Dự kiến ký mới	1.500	350

Giá trị ký mới hợp đồng mảng xây lắp tới thời điểm hiện tại đã đạt trên 1.700 tỷ đồng, đã hạch toán doanh thu trên 800 tỷ đồng trong 1H.2020 và dự kiến ký mới khoảng 1.500 tỷ đồng tới cuối năm. Như vậy, hợp đồng chuyển tiếp cho năm tiếp theo vẫn có thể đảm bảo mức trên 3.000 tỷ đồng.

Giá trị hợp đồng ký mới mảng Sản xuất công nghiệp hiện tại đạt 350 tỷ, và dự kiến ký thêm 350 tỷ đồng trong 2H.2020 và dự kiến chuyển tiếp sang năm 2021 khoảng 700 tỷ đồng.

Ngoài ra, việc **làm tổng thầu EPC cho chính 03 dự án điện gió** tại các công ty con sẽ giúp PC1 gia tăng kinh nghiệm trong lĩnh vực điện gió để mở rộng thêm lĩnh vực hoạt động xây lắp trong tương lai đặc biệt là trào lưu phát triển điện gió đang nở rộ hiện nay.

Hạch toán doanh thu dự án PCC1 Thanh Xuân trong năm 2020. Theo doanh nghiệp chia sẻ, dự án PCC1 Thanh Xuân đã hoàn thành công tác bán hàng với hầu hết các căn hộ đã được bán và sẽ hạch toán hết doanh thu trong vòng năm 2020. Theo chúng tôi ước tính, dự án có thể đem lại doanh thu khoảng 896 – 920 tỷ đồng và LNST khoảng 180 tỷ đồng. Trong 1H.2020, PC1 đã bàn giao khoảng 63% lượng căn hộ và hạch toán doanh thu 532 tỷ đồng và 162 tỷ đồng LNG. Theo tìm hiểu của chúng tôi, tại thời điểm ngày 07/09/2020, dự án đã bán được 80% số căn hộ, còn lại khoảng 76 căn điện tích 60 – 70m² thông thủy với giá bán giao động 2 tỷ - 2,5 tỷ đồng với doanh thu ước tính khoảng 180 tỷ đồng.

Ngoài ra, PC1 đang thực hiện làm móng và hoàn thiện thủ tục pháp lý cho dự án PCC1 Vĩnh Hưng để có thể triển khai bán hàng từ năm 2021 và hoàn thành năm 2022. Dự án Bắc Từ Liêm cũng sẽ là dự án gối đầu sau khi thực hiện dự án Vĩnh Hưng. Thông tin chi tiết của các dự án chúng tôi sẽ cập nhật thêm vào các báo cáo tiếp theo. Quỹ đất còn lại phát triển dự án khoảng 15.000 m² với 03 dự án và PC1 đang có kế hoạch tìm kiếm thêm nguồn quỹ đất mới để phát triển trong tương lai.

Chúng tôi đánh giá bước đi trong lĩnh vực đầu tư BĐS của PC1 khá chắc chắn khi luôn tập trung nguồn lực làm cho tốt 01 dự án rồi tiếp tục làm dự án khác khiến cho PC1 ít phải đầu tư vốn vào làm BĐS – mảng hoạt động kinh doanh không thường xuyên.

ĐỊNH GIÁ

Mảng năng lượng

Mảng năng lượng của PC1 bao gồm thủy điện và điện gió. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá mảng năng lượng của PC1.

1. Thủy điện:

Với kỳ vọng La Lina xây ra trong cuối năm 2020 và đầu năm 2021 kết hợp vận hành nhà máy thủy điện Bảo Lạc B và Sông Nhiệm 4 thì mảng thủy điện sẽ tăng trưởng rất tốt.

Chúng tôi dự phóng doanh thu 2H.2020 mảng thủy điện đạt 390 tỷ đồng (+53% yoy), sản lượng dự phóng tăng 14% so với cùng kỳ. Trong đó, các nhà máy cũ tăng trưởng 14% yoy. 2H2020 diễn ra mùa mưa từ 01/07 tới 31/10 với giá bán cao hơn 13% so với cùng kỳ. Với 04 tháng mùa mưa, giá bán không tính giá công suất. Còn từ 1/11 tới hết 31/12, chạy trong giờ cao điểm sẽ tính thêm giá công suất vào giá bán, giá công suất giảm 16% so với năm 2019.

Chúng tôi dự phóng sản lượng năm 2020 và năm 2021 đối với các nhà máy thủy điện như sau:

Đvt: triệu kWh	Công Suất (MW)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Trung Thu	30	9,87	157,08	117	88	116	132
Bảo Lâm 1	30			103	106	115	125
Bảo Lâm 3	46			181	175	183	191
Bảo Lâm 3A	8			37	35	31	37
Mông Ân	30			0	0	93	122
Bảo Lạc B	18			0	0	30	69
Sông Nhiệm 4	6			0	0	8	21
Tổng	168	10	157	438	404	577	697

Nguồn: PC1, VCBS ước tính

Các nhà máy Bảo Lạc B, Sông Nhiệm 4 do hoạt động từ tháng 7 nên sản lượng thấp, lần lượt khoảng 30 triệu kWh và 8 triệu kWh.

Đối với mảng năng lượng, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá với các giả định như sau:

- Năm 2021 chúng tôi giả định La Lina sẽ xảy ra khiến cho sản lượng tăng trưởng tốt với tổng sản lượng đạt 697 triệu kWh, tăng 20,8% so với năm 2020.
- Các năm sau đó chúng tôi đưa về mức thời tiết trung tính bằng cách lấy trung bình từ năm 2018 tới năm 2021 với năm 2019 và nửa đầu 2020 xảy ra El Niño nhẹ, 2021 xảy ra La Lina nhẹ và 2018 trung tính. Các nhà máy sẽ chạy 100% trong giờ cao điểm mùa khô để bán được giá bán cao. Ngoài ra lượng nước dư sẽ được chạy trong giờ bình thường.
- Nhà máy thủy điện sẽ hoạt động trong vòng 20 năm. Nhà máy khấu hao trong vòng 20 năm, thiết bị khấu hao trong vòng 17 năm.
- Lãi vay trung bình cho các dự án khoảng 8,5%.
- Giả định giá bán theo biểu phí tránh được giữ vững mức giá như năm 2020.
- Chúng tôi chưa đưa vào định giá các dự án thủy điện đang được tạm hoãn đầu tư như: Bảo Lạc A, Nậm Pồ, Thượng Hà. Chúng tôi sẽ đưa vào định giá với điều kiện PC1 có dấu hiệu bắt đầu thực hiện lại các dự án này.
- Chi phí quản lý, chi phí bảo dưỡng chiếm khoảng 4% doanh thu, giả sử chi phí bảo dưỡng phân bổ luôn vào chi phí quản lý, không phát sinh dòng tiền CAPEX.
- Giả định khoản phải thu từ bán điện ổn định qua các năm và lĩnh vực này không phát sinh hàng tồn kho nên vốn lưu động không thay đổi qua các năm.
- $Re = 13,5\%$, Rd trung bình 8,5%, $WACC = 11\% - 14\%$ theo cơ cấu nợ theo từng năm.

Chi tiết định giá như sau:

Dvt: tỷ đồng	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E
Doanh thu	666	827	704	711	737
EBIT	399	524	413	419	442
- Thuế	8	14	12	13	15
+ Khấu hao	207	228	228	228	228
- Vốn lưu động	0	0	0	0	0
- CAPEX	0	0	0	0	0
FCFF	598	739	628	634	655
PV FCFF	578,8	643,5	491,0	441,7	405,8
PV FCFF sau 2024					2347,2
Tổng PV FCFF					4.908
Điều chỉnh					(2.185)
Giá trị dành cho CSH					2.723

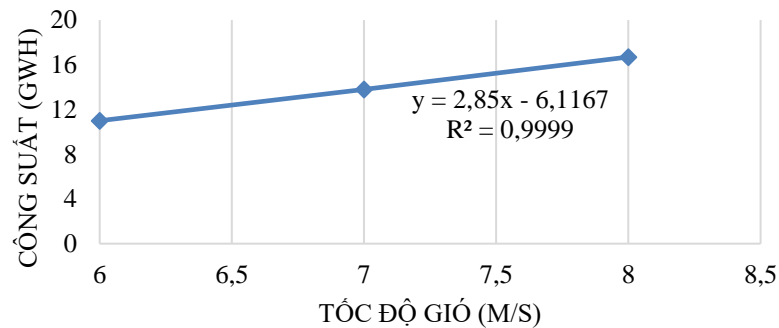
2. Điện gió:

Đây là lĩnh vực PC1 đang tập trung nguồn lực phát triển trong giai đoạn 2020 – 2021 để kịp hoàn thành trước 1/11/2021 và hưởng mức giá 8,5 cents/kWh trong vòng 20 năm.

Các giả định:

- Thời gian hoạt động của dự án là 20 năm, thời gian vay vốn là 15 năm, lãi vay trung bình 8,5% – 8,8%.

- Chi phí quản lý, bảo trì là 40 USD/kWh.
- Tốc độ gió trung bình cho dự án Liên Lập khoảng 7 m/s, hai dự án còn lại là 6,5 m/s.
- Giả định dự án đưa vào hoạt động từ tháng 9/2021.
- Với việc PC1 làm tổng thầu EPC của các dự án này, chúng tôi xác định chi phí hợp nhất có thể giảm thêm 7% – 10% đối với chi phí QLDA, chi phí Xây dựng tương đương khoảng 100 – 130 tỷ cho các dự án này.
- Công suất đạt 95% công suất của nhà thiết kế như sau:



Nguồn: VESTAS, VCBS

Định giá cụ thể như sau:

Dvt: tỷ đồng	FY 2020E	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
Doanh thu	-	145	869	869	869	869
EBIT	-	77	462	462	462	462
+ Khấu hao	-	46	273	273	273	273
- Vốn lưu động	-	-	-	-	-	-
- CAPEX	(1.200)	(3.998)	-	-	-	-
- Thuế	-	-	-	-	-	10
FCFF	(1.200)	(3.875)	735	735	735	735
NPV của FCFF						(2.126)
NPV của FCFF sau 2025						2.818
Tổng NPV của FCFF						692
Điều chỉnh						(311)
Giá trị dành cho cổ đông						381

Như vậy, giá trị của mảng năng lượng như sau:

Mảng hoạt động	Giá trị (tỷ đồng)	Giá/cp (đồng)
Thủy điện	2.727	17.117
Điện gió	381	2.389
Tổng	3.108	19.506

Chỉ tính riêng mảng năng lượng, giá trị định giá của PC1 đã cao hơn giá thị trường là 19.400 đồng/cổ phiếu theo giá đóng cửa ngày 09/09/2020.

Mảng Xây lắp,

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá đối với mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp của PC1. Hai

SXCN

mạng này có quan hệ khá mật thiết với nhau. PC1 sẽ làm tổng thầu hạ tầng truyền tải điện như đường dây, trạm biến áp cần phải sử dụng các kết cấu của lĩnh vực sản xuất công nghiệp, chủ yếu là kết cấu của cột điện.

Các giả định sử dụng như sau:

- Với tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện tăng khoảng 7% - 10% giai đoạn 2020 – 2030, chúng tôi giả định mạng xây lắp và SXCN cũng tăng trưởng với tốc độ tương đương ~ 7%.
- Giá trị hợp đồng ký mới mạng xây lắp tăng trưởng 7%/năm. Giá trị hợp đồng ký mới mạng SXCN đạt khoảng 27% - 30% hợp đồng ký mới xây lắp.
- Doanh thu hạch toán dựa trên back log đầu năm là 85%.
- BLNG hoạt động xây lắp trung bình khoảng 9%, hoạt động SXCN đạt trung bình 8%.
- Thuế TNDN 20%.

Chi tiết dự phóng như sau:

Đvt: tỷ đồng	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	3.856	4.041	3.847	4.285	4.610
GVHB	3.517	3.686	3.509	3.908	4.205
LNG	339	355	338	377	405
CPQL & CPBH	154	162	154	171	184
EBIT	185	193	184	205	221
Lãi vay	50	39	46	45	43
EBT	135	154	139	160	177
Thuế	27	31	28	32	35
EAT	108	123	111	128	142
EPS	676	773	695	804	890

Với tốc độ tăng trưởng trung bình 7%/năm, chúng tôi sử dụng chỉ số PEG = 1 lần tương đương với P/E = 7,0x đối với 2 mạng này.

Định giá hoạt động xây lắp, SXCN như sau:

Giá hợp lý = 7,0 x 676 = 4.731 đồng/cổ phiếu

Mạng BĐS

Đối với mạng BĐS, chúng tôi sử dụng phương pháp NAV cho các dự án. Hiện tại dự án PCC1 Thanh Xuân đang trong quá trình bàn giao gần xong nên chúng tôi không đưa vào trong định giá. Ngoài ra, do không có đủ thông tin về dự án Bắc Từ Liêm nên hiện tại cũng chưa đưa vào định giá.

Chúng tôi chỉ tiến hành định giá đối với dự án PCC1 Vĩnh Hưng như sau:

PCC1 Vĩnh Hưng	Giá trị
Tổng diện tích (m ²)	5.160
Mật độ XD	35%
Diện tích xây dựng (m ²)	1.806
Mật độ thương mại	73%
Diện tích sàn (m ²)	1.318
Số tầng	27
Tổng diện tích (m ²)	35.581
Giá bán trung bình (triệu đồng/m ²)	27
Doanh thu (tỷ đồng)	961

LNST	162,4
Book value	1.020

Chúng tôi giả định PCC1 Vĩnh Hưng sẽ bắt đầu bán hàng từ năm 2021, thu được 20% tiền, 40% tiền năm 2022 và hoàn thành bàn giao, ghi nhận nốt 40% tiền còn lại vào năm 2023. Dự án sẽ đem về lợi nhuận sau thuế 162 tỷ đồng. Giúp tăng giá trị sổ sách cổ phiếu thêm 1.020 đồng.

Giá trị hoạt động bất động sản: 1.020 đồng/cổ phiếu

Tổng hợp định giá

Mảng hoạt động	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)	Giá/cp (đồng)
Thủy điện	FCFF	2.723	17.117
Điện gió	FCFF	379	2.389
Xây lắp, SXCN	P/E	754	4.731
BDS	NAV	162	1.020
Tổng		3.102	25.257
			+30,2%

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với PC1 với giá mục tiêu trong năm 2020 đạt **25.200 đồng/cp**, +30,2% so với giá đóng cửa ngày 09/09/2020.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết. Diễn biến thời tiết khó lường dẫn tới sản lượng thủy điện và điện gió không ổn định. Đối với thủy điện, nếu xảy ra El Nino hay khô hạn sẽ khiến lượng nước về hồ thấp gây ra sản lượng thấp và ngược lại đối với La Lina. Còn điện gió phụ thuộc rất lớn vào tốc độ gió, thời gian có gió khiến cho doanh nghiệp khó có thể chủ động dự đoán sản lượng.

Rủi ro về giải phóng mặt bằng ảnh hưởng tới tiến độ dự án. Giải phóng mặt bằng đối với các dự án là một giai đoạn rất quan trọng đối với thời gian của dự án. Nếu tiến độ giải phóng mặt bằng chậm sẽ ảnh hưởng rất lớn tới tiến độ bàn giao dự án, hạch toán doanh thu..

Rủi ro không kịp tiến độ để hưởng ưu đãi giá điện gió. Giá FIT dành cho điện gió là 8,5 cents/kWh chỉ có hiệu lực tới trước ngày 1/11/2021. Nếu các nhà máy điện gió không đưa vào vận hành thương mại trước thời gian này sẽ chịu thiệt lớn khi đây là mức giá rất ưu đãi rồi. Như vậy sẽ ảnh hưởng đến tính hiệu quả của dự án. Các dự án này phải chạy đua hoàn thành vận hành thương mại trước 1/11/2021. Đây cũng chính là lý do PC1 tạm hoãn các dự án thủy điện, điện mặt trời để tập trung vào đầu tư điện gió.

Rủi ro không thu hồi được nợ. Đặc điểm của ngành xây lắp nói chung là nợ phải thu thường cao và số ngày trả nợ lâu (vòng quay khoản phải thu khoảng 3 vòng/năm) do hạch toán doanh thu theo tiến độ công trình. Với những công trình làm thầu phụ phải phụ thuộc vào năng lực tài chính của thầu chính nên sẽ có rủi ro không thu hồi được nợ. Còn đối với các công trình làm thầu chính thường phải hoàn thiện các loại giấy tờ nghiệm thu đầy đủ và thường mất thời gian để thu nợ. Lưu ý khoản mục khoản phải thu ngắn hạn của công ty cuối Q2.2020 tăng khoảng hơn 500 tỷ chủ yếu là do PC1 làm thầu chính EPC cho các công ty con làm điện gió nên đã trả trước tiền để mua thiết bị cho VESTAS trị giá hơn 400 tỷ là hoàn toàn bình thường và sẽ được hoàn trả thông qua doanh thu xây lắp.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA Mặc dù là một công ty về xây lắp điện với phần lớn doanh thu tới từ mảng xây lắp điện và sản xuất công nghiệp với nhu cầu gia tăng mạng lưới truyền tải mạnh mẽ trong thời gian tới. Nhưng nhìn trên phương diện đóng góp lợi nhuận, mảng phát điện lại đóng góp lớn nhất vào LNG và tương lai sẽ đóng góp tới 65% LNG và tài sản bộ phận

chiếm tới trên 70% - 80% TSCĐ nên chúng tôi đánh giá cao mảng phát điện hơn và định vị công ty thành công ty nghiêng về phát điện nhiều hơn.

Đặc biệt khả năng cao xảy ra La Lina trong nửa cuối 2020 và đầu 2021 khiến cho hoạt động thủy điện của PC1 ngày càng hấp dẫn bên cạnh tiềm năng to lớn của các dự án điện gió. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu năm 2021 là 25.200 đồng/cp

Đơn vị: tỷ đồng

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Tiền và các khoản tương đương tiền	346	346	346	346	346
Các khoản đầu tư ngắn hạn	90	90	90	90	90
Các khoản phải thu	1617	1665	1708	1774	1871
Hàng tồn kho	1456	1415	1367	1577	1663
Tài sản ngắn hạn khác	118	122	125	144	152
Tài sản ngắn hạn	3627	3638	3636	3931	4121
Tài sản cố định	5192	8443	8879	8628	8369
Các khoản đầu tư dài hạn	64	64	64	64	64
Tài sản dài hạn khác	330	330	330	330	330
Tài sản dài hạn	5585	8836	9273	9021	8762
TỔNG TÀI SẢN	9212	12474	12908	12952	12884
Các khoản phải trả	796	817	809	935	990
Vay nợ ngắn hạn	1045	3825	3863	3143	2311
Nợ ngắn hạn khác	567	529	511	543	567
Nợ ngắn hạn	2534	5320	5349	4813	4089
Vay nợ dài hạn	2123	2123	2123	2123	2123
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn	2123	2123	2123	2123	2123
NỢ PHẢI TRẢ	4658	7443	7473	6937	6212
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1593	1593	1593	1593	1593
Lợi nhuận chưa phân phối	1351	1706	1980	2392	2857
Cổ phiếu quỹ	711	711	711	711	711
Vốn khác	550	670	801	969	1160
VỐN CHỦ SỞ HỮU	4204	4681	5086	5665	6322
Lợi ích cổ đông thiểu số	271	325	404	495	599
TỔNG NGUỒN VỐN	4658	7443	7473	6937	6212

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	5.904	6.078	6.236	7.196	7.588
GVHB	(4.842)	(4.971)	(4.923)	(5.688)	(6.022)
Lợi nhuận gộp	1.062	1.107	1.313	1.508	1.566
Chi phí bán hàng	(24)	(24)	(25)	(29)	(30)
Chi phí QLDN	(203)	(328)	(316)	(333)	(348)
EBIT	835	755	972	1.145	1.188
Doanh thu tài chính	28	21	21	21	21
Chi phí tài chính	(240)	(232)	(531)	(490)	(446)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN liên kết liên doanh	(14)	(54)	(80)	(91)	(103)
LNTT	609	489	382	586	659
Chi phí thuế TNDN	(87)	(45)	(40)	(71)	(77)
LNST	522	444	342	514	582
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(14)	(54)	(80)	(91)	(103)
LNST cổ đông công ty mẹ	536	498	422	605	686
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3.276	2.790	2.148	3.229	3.655

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	816	657	667	761	876
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(1.132)	(3.438)	(705)	(41)	(44)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	94	2780	38	(720)	(832)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	(222)	0	0	0	0
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	568	346	346	346	346
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	346	346	346	346	346
ROE	13%	10%	7%	10%	10%
ROA	6%	4%	3%	4%	5%
D/A	36%	49%	48%	42%	35%

Nguồn: VCBS ước tính

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trịnh Văn Hà

Chuyên viên Phân tích

tvha@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630