Công ty Cổ phần Xây lắp điện I (PC1: HOSE)

KHẢ QUAN – Giá mục tiêu 1 năm: 46.800 Đồng/cp

Giá hiện tại (tại ngày 26/10/2021): 41.300 Đồng/cp

Thái Gia Hào

haotg@ssi.com.vn

+84-28 3636 3688 ext. 3055

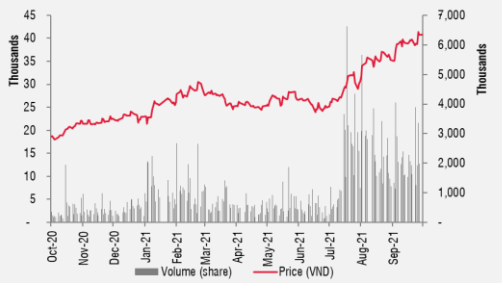
Ngày 26/10/2021

NGÀNH NĂNG LƯỢNG

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	334
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	7.590
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	191
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	42,45/17,5
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	2.161.909
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	3,28
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	74,64
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	6,21
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	N.a

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Xây lắp điện 1 (PCC1) là công ty xây dựng điện hàng đầu với hơn 50 năm kinh nghiệm hoạt động. Thành lập là doanh nghiệp Nhà nước thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), PCC1 đã cổ phần hóa hoàn toàn vào năm 2005 và hiện tại là một công ty tư nhân. PCC1 tham gia vào hàng trăm dự án xây dựng điện quan trọng tại Việt Nam, và mở rộng sang các mảng kinh doanh khác bao gồm bất động sản, năng lượng và sản xuất cột thép. Vào ngày 16/11/2016, PC1 đã niêm yết 75,2 triệu cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh dưới mã chứng khoán PC1.

Tập trung vào các dự án điện gió

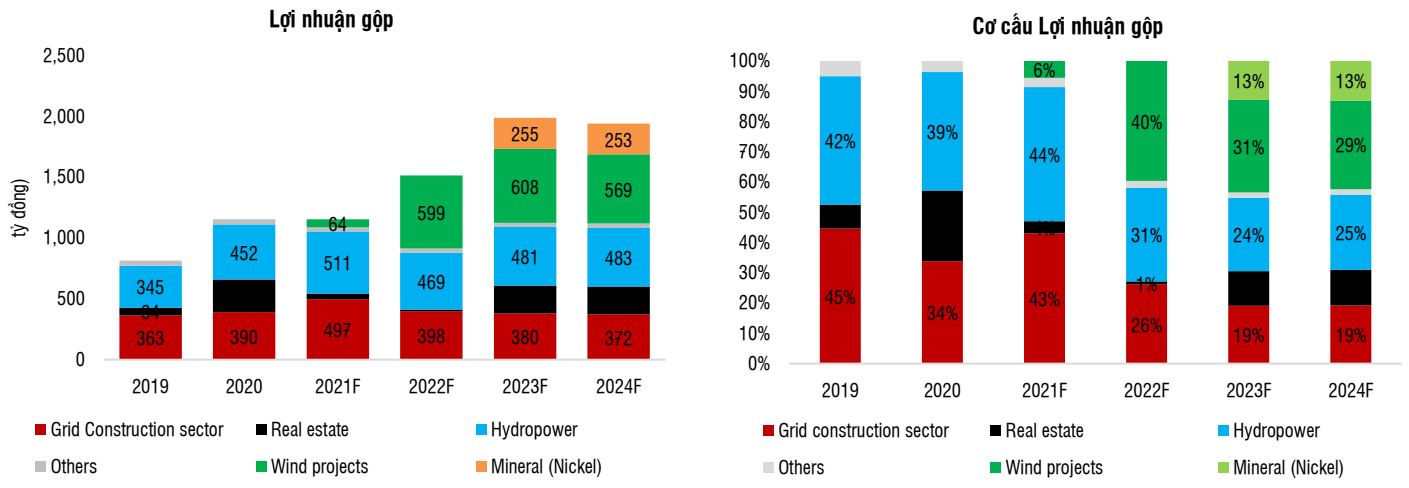
Luận điểm đầu tư: Theo ước tính của chúng tôi, nếu không gồm thu nhập bất thường từ phần định giá lại CTCP Tấn Phát trong Q2/2021, lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ (NPATMI) có thể tăng 16% so với cùng kỳ trong 2022 (559 tỷ đồng) – nhờ 3 dự án điện gió lớn (Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy). PC1 cũng có tăng trưởng NPATMI dài hạn trong 2023 (+40% so với cùng kỳ) nhờ dự án Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm và dự án niken mới của Tấn Phát. Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN và giá mục tiêu 1 năm là 46.800 đồng/cp (tiềm năng tăng 13,3%) đối với PC1. Dự án thủy điện 81MW dự kiến bắt đầu đi vào hoạt động từ 2024 – 2026, giúp tăng tổng công suất thủy điện lên 283 MW đến năm 2026 – từ mức 168 MW năm 2021.

(tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	6.657	7.945	6.975	8.311
Lợi nhuận gộp	1.152	1.153	1.514	1.987
EBITDA	1.164	1.537	1.827	2.228
NPATMI	505	743	559	785
*NPATMI điều chỉnh**	*505*	*482*	*559*	*785*
EPS (VND)	2.642	3.889	2.925	4.105
*EPS điều chỉnh**	*2.642*	*2.519*	*2.925*	*4.105*
ROA	5,6%	6,0%	4,5%	6,2%
ROE	12,7%	15,6%	12,4%	15,2%
Nợ/ vốn CSH	0,8	1,4	1,2	1,0
P/E	8,4	10,5	13,9	9,9
*P/E điều chỉnh**	*8,4*	*16,2*	*13,9*	*9,6*
EV/EBITDA	9,5	7,2	6,1	5,0

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Không gồm thu nhập bất thường là phần tăng từ định giá lại CTCP Tấn Phát trong Q2/2021.*

Biểu đồ 1: Điện gió sẽ là động lực tăng trưởng trong 2022 trong khi 2023-2024 sẽ nhờ vào các dự án bất động sản và đóng góp mới từ quặng niken



Nguồn: Công ty, SSI Research

Triển vọng 2021: Ba dự án điện gió khởi động từ tháng 11/2021

NPATMI 2021 ước tính tăng 47% so với cùng kỳ đạt 743 tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu nhập bất thường từ định giá lại công ty con khoáng sản Tấn Phát (262 tỷ đồng trong Q2/2021). Nếu không gồm khoản này, NPATMI 2021 điều chỉnh ước tính là 482 tỷ đồng – chỉ giảm 5% so với cùng kỳ.

Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp từ mảng xây lắp điện, thủy điện và điện gió có thể bù đắp cho sự thiếu vắng các dự án BĐS năm 2021.

- **Nhà đầu tư cần lưu ý lợi nhuận gộp xây lắp điện có mức so sánh cao trong 2021, do đầu tư vào các dự án điện gió**. PC1 đã trúng thầu hợp đồng EPC điện gió (Tân Phú Đông 2, la Bang 1) với tổng trị giá 2,5 nghìn tỷ đồng. Tháng 11/2021, chúng tôi đang chờ đợi cơ chế giá mới cho điện gió trước khi có giả định chi tiết hơn.

- **Ba dự án điện gió 144MW và 48 MW (bao gồm Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy) đóng góp 64 tỷ đồng lợi nhuận gộp.** Theo EVN, ngày 22/10/2021, dự án Liên Lập đã chính thức vận hành 100% công suất với 48MW trong khi dự án Phong Nguyên hay Phong Huy vận hành được 16MW mỗi dự án (so với tổng công suất 48 MW mỗi dự án). Theo ban lãnh đạo, Phong Nguyên và Phong Huy sẽ đóng điện trước thời hạn vào ngày 1/11/2021.

- **Thủy điện cũng có mức cơ sở cao trong 2021 do La Nina.** Trong năm 2022 với điều kiện thủy văn ít thuận lợi hơn, theo dự báo của Cơ quan Quản lý Khí quyển và Đại dương Quốc gia Mỹ (NOAA) về El Nina/La Nina.

Triển vọng 2022: Điện gió có thể bù đắp cho co sự chậm lại ở mảng xây lắp và thủy điện

Bảng 2: Các chỉ số chính của ba dự án điện gió của PC1	2022	2023	2024	2025	2026
Sản lượng (triệu kWh)	442	439	450	460	470
Doanh thu (tỷ đồng)	**909,2**	**918,2**	**953,8**	**990,1**	**1026,9**
Lợi nhuận gộp	**529**	**537**	**569**	**601**	**634**
Chi phí lãi vay	(272,3)	(245,1)	(217,9)	(190,6)	(163,4)
Lợi nhuận trước thuế	**224,4**	**256,5**	**312,8**	**370,5**	**428,5**
Thuế TNDN (tỷ đồng)	-	-	-	(18,5)	(21,4)
Lợi nhuận sau thuế	**224,4**	**256,5**	**312,8**	**352,0**	**407,1**

Nguồn: Công ty, SSI Research

**Giả định công suất là 38% sát với công suất thiết kế*

Nếu không bao gồm thu nhập bất thường từ định giá lại công ty con Khoáng sản Tấn Phát, NPATMI 2021 điều chỉnh có thể đạt 482 tỷ đồng. **Dựa trên NPATMI 2021 điều chỉnh, PC1 vẫn tăng trưởng 16% so với cùng kỳ trong 2022 (559 tỷ đồng), nhờ 3 dự án điện gió (Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy):**

- **Ba dự án điện gió hoạt động hết công suất trong 2022.** Lợi nhuận gộp từ ba dự án điện gió ước tính là 600 tỷ đồng, đóng góp khoảng 40% lợi nhuận gộp của PC1. Chúng tôi giả định dự án có thể chạy 38% công suất, sát với công suất thiết kế. Ngoài ra, tỷ lệ tiêm chủng vaccine tăng và mở cửa trở lại trong 2022 có thể thúc đẩy nhu cầu điện – hỗ trợ cho giả định công suất điện gió của chúng tôi.

- **Thủy điện giả định kém thuận lợi hơn** so với 2021. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ giảm -8% so với cùng kỳ.

- **Xây lắp ước tính điều chỉnh trong 2022** sau khi làn sóng đầu tư chảy vào các dự án điện gió trong 2021. Chúng tôi chưa thấy chính sách giá mới cho dự án điện gió đến thời điểm tháng 11/2021 và cần quyết định & thông tư cụ thể từ Chính phủ trước khi đưa ra giả định cho các dự án sau tháng 11/2021.

2023: Mảng bất động sản và dự án niken Tấn Phát mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng

LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2023 dự báo tăng 40% so với cùng kỳ lên 785 tỷ đồng do mảng bất động sản và thu nhập mới từ dự án niken Tấn Phát.

- Chúng tôi giả định **mảng bất động sản** sẽ ghi nhận 50% doanh thu dự án Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm vào năm 2023, phần còn lại được ghi nhận vào năm 2024. Theo ban lãnh đạo, tổng doanh thu từ Vĩnh Hưng và Bắc Từ Liêm đạt 1,7 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận gộp từ mảng bất động sản sẽ chiếm khoảng 11% tổng lợi nhuận gộp của PC1 cho năm 2023.

- **Dự án niken của Tấn Phát sẽ bắt đầu đóng góp lợi nhuận từ năm 2023** (xem bảng 3 và 4 để biết thêm chi tiết). Niken là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất thép không gỉ và **pin xe điện**. Doanh nghiệp mới này sẽ thu về khoảng 225 tỷ đồng lợi nhuận gộp - chiếm 13% tổng lợi nhuận gộp năm 2023 của PC1.

Bảng 3: Dự án Niken của Tấn Phát	
%sở hữu của PC1	57,27%
Tổng sản lượng tiềm năng (triệu tấn)	14
Công suất thiết kế (nghìn tấn/ năm)	600
Kế hoạch năm về doanh thu (tỷ đồng)	700
%biên lãi ròng thiết kế	20%
Capex (tỷ đồng)	1.500
%huy động từ nợ vay	*1.050*
%huy động từ vốn CSH	*450*

(tấn)	Nikel
Sản lượng tiềm năng	**20.841**
Sản lượng đầu ra thực tế	**13.130**
Đơn giá (USD/tấn)	
Giả định từ đầu năm 2021	18.623
Giả định 2023	16.856

Bảng 4: Dự án Niken của Tấn Phát – chỉ số chính	2023F	2024F	2025F
Sản lượng Niken hàng năm (tấn)	1.641	1.641	1.641
Doanh thu (triệu đồng)	632.260	632.260	632.260
Khấu hao	187.500	187.500	187.500
Lợi nhuận gộp	255.082	252.553	248.127
Chi phí lãi	94.500	84.525	74.813
Lợi nhuận sau thuế	115.821	121.272	124.489
%Biên lãi ròng	*18,3%*	*19,2%*	*19,7%*

Triển vọng từ 2024 trở đi: Thêm 81MW công suất từ thủy điện

Thêm 81MW công suất, tổng công suất thủy điện của PC1 sẽ tăng lên 283 MW từ mức 168 MW trong 2021

Dự án thủy điện	Công suất (MW)	Thời gian xây dựng	COD	Sản lượng đầu ra hàng năm (triệu kWh)	Capex (Tỷ đồng)
Nhà máy thủy điện Bảo Lạc A	30	2021-2023	2024	105	1080
Nhà máy thủy điện Thượng Hạ	13	2023-2025	2026	40	480
Nậm Pô 5A	20	2023-2025	2026	57	760
Nậm Pô 5B	18	2023-2025	2026	52	648

Nguồn: Công ty

Tóm tắt định giá

Tóm tắt định giá	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
EBIT	1.245	1.312	1.712	1.745	1.625
Thuế TNDN (%)	*14,5%*	*9,3%*	*10,9%*	*11,0%*	*11,6%*
Cộng: Khấu hao	291	516	516	528	528
Trừ: CAPEX	5.341	540	1.169	629	629
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	344	-167	477	22	-261
Dòng tiền tự do	-4.552	1.332	394	1.430	1.595
Giá trị cuối					21.523
Giá trị hiện tại	**-4.479**	**1.202**	**326**	**1.085**	**1.111**
Giá trị hiện tại của giá trị cuối					**16.336**
Tổng giá trị doanh nghiệp	16.579				
Vốn CSH	8.955				
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**46.800**				
%tăng giá	**13,3%**				

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để phản ánh tiềm năng từ mảng BĐS trong 2023-2024 và dự án niken của Tấn Phát từ 2023. Chúng tôi lưu ý rằng thu nhập bất thường từ định giá lại CTCP Tấn Phát (262 tỷ đồng) không bao gồm trong dòng tiền định giá. Chúng tôi khuyến nghị Khả quan đối với PC1 với giá mục tiêu 1 năm là 46.800 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 13,3%).

Rủi ro đầu tư

- Nhu cầu điện toàn quốc thấp hơn ước tính do covid có thể ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ của 3 nhà máy điện gió.
- Điều kiện thủy văn biến đổi bất ngờ có thể ảnh hưởng đến sản lượng mảng thuỷ điện
- Làn sóng bùng phát Covid-19 có thể ảnh hưởng đến thu nhập khả dụng của người mua nhà và ảnh hưởng đến tiến độ mở bán các dự án bất động sản.
- PC1 đã gia nhập thị trường hàng hóa với dự án niken, trong đó biến động giá niken có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Yếu tố tác động tăng đến giá cổ phiếu: Đến năm 2025, Công ty cũng đặt mục tiêu tăng thêm 200-300MW công suất điện gió (từ mức hiện tại là 144MW). Tuy nhiên, chúng tôi chưa thấy cơ chế giá mới cho các dự án điện gió sau tháng 11/2021, do đó cần chờ đợi hướng dẫn mới của Chính phủ trước khi đưa ra bất kỳ giả định nào.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2020	2021F	2022F	2023F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.476	930	1.315	1.120
+ Đầu tư ngắn hạn	63	63	63	63
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.421	4.083	3.584	4.271
+ Hàng tồn kho	750	925	744	861
+ Tài sản ngắn hạn khác	57	68	60	71
Tổng tài sản ngắn hạn	**5.766**	**6.069**	**5.765**	**6.386**
+ Các khoản phải thu dài hạn	37	11	9	11
+ GTCL Tài sản cố định	3.804	9.231	8.736	8.240
+ Bất động sản đầu tư	227	127	107	87
+ Tài sản dài hạn dở dang	377	99	639	1.809
+ Đầu tư dài hạn	82	78	78	78
+ Tài sản dài hạn khác	430	430	430	430
Tổng tài sản dài hạn	**4.957**	**9.977**	**10.000**	**10.655**
Tổng tài sản	**10.724**	**16.046**	**15.765**	**17.042**
+ Nợ ngắn hạn	3.744	4.110	2.814	3.023
Trong đó: vay ngắn hạn	*1.586*	*1.449*	*674*	*545*
+ Nợ dài hạn	2.218	6.428	6.763	6.876
Trong đó: vay dài hạn	*2.171*	*6.410*	*6.748*	*6.859*
Tổng nợ phải trả	**5.961**	**10.539**	**9.577**	**9.900**
+ Vốn góp	1.912	1.912	1.912	1.912
+ Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.102	1.742	2.223	2.899
+ Quỹ khác	1.038	1.143	1.342	1.620
Vốn chủ sở hữu	**4.763**	**5.508**	**6.189**	**7.142**
Tổng nợ phải trả và vốnchủ sở hữu	**10.724**	**16.046**	**15.765**	**17.042**
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	638	691	1.361	992
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-861	-5.338	-540	-1.169
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.133	4.101	-436	-18
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**910**	**-546**	**385**	**-195**
Tiền đầu kỳ	568	1.476	930	1.315
Tiền cuối kỳ	**1.476**	**930**	**1.315**	**1.120**
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,54	1,48	2,05	2,11
Hệ số thanh toán nhanh	1,32	1,23	1,76	1,80
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,41	0,24	0,49	0,39
Nợ ròng / EBITDA	2,05	3,00	3,57	2,78
Khả năng thanh toán lãi vay	3,65	4,04	2,55	2,98
Ngày phải thu	77,9	82,4	95,9	82,4
Ngày phải trả	63,8	66,0	81,8	67,9
Ngày tồn kho	72,4	45,0	55,8	46,3
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,44	0,34	0,39	0,42
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,56	0,66	0,61	0,58
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,25	1,91	1,55	1,39
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,79	1,43	1,20	1,04
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,33	0,26	0,11	0,08

Tỷ đồng	2020	2021F	2022F	2023F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	**6.657**	**7.945**	**6.975**	**8.311**
Giá vốn hàng bán	-5.504	-6.792	-5.460	-6.324
Lợi nhuận gộp	**1.152**	**1.153**	**1.514**	**1.987**
Doanh thu hoạt động tài chính	37	334	46	64
Chi phí tài chính	-247	-310	-524	-585
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-75	-47	-42	-80
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-260	-281	-222	-276
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	**626**	**919**	**792**	**1.129**
Thu nhập khác	17	18	6	9
Lợi nhuận trước thuế	642	937	798	1.137
Lợi nhuận ròng	**537**	**801**	**724**	**1.013**
Lợi nhuận chia cho cổ đông	**505**	**744**	**559**	**785**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	32	58	164	228
EPS cơ bản (VND)	2.642	3.889	2.925	4.105
Giá trị sổ sách (VND)	20.820	24.414	27.117	30.910
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	885	1.245	1.312	1.712
EBITDA	1.164	1.537	1.827	2.228
Tăng trưởng				
Doanh thu	13,9%	19,3%	-12,2%	19,2%
EBITDA	51,4%	32,0%	18,9%	21,9%
EBIT	46,5%	40,7%	5,3%	30,5%
Lợi nhuận ròng	42,8%	49,1%	-9,7%	40,0%
Vốn chủ sở hữu	28,9%	15,6%	12,4%	15,4%
Vốn điều lệ	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	29,0%	49,6%	-1,8%	8,1%
Định giá				
PE	8,4	10,2	13,6	9,7
PB	1,9	1,6	1,5	1,3
Giá/Doanh thu	0,8	1,0	0,0	0,0
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	9,4	7,1	6,0	4,9
EV/Doanh thu	1,6	1,4	0,0	0,0
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,3%	14,5%	21,7%	23,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	12,5%	14,5%	18,1%	19,7%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	8,1%	10,1%	10,4%	12,2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,1%	0,6%	0,6%	1,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	3,9%	3,5%	3,2%	3,3%
ROE	12,7%	15,6%	12,4%	15,2%
ROA	5,6%	6,0%	4,5%	6,2%
ROIC	9,7%	9,7%	8,8%	10,8%

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Ngà
Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm
Chuyên viên phân tích
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền
Chuyên viên phân tích cao cấp
quyenlbn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên
Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
kientt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh
Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA
Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang
Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân
Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715