

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



TRUNG LẬP – Giá mục tiêu 1 năm: 48.800 Đồng/cp

Giá hiện tại (tại ngày 9/3/2022): 45.250 Đồng/cp

Thái Gia Hào

haotg@ssi.com.vn

+84-28 3636 3688 ext. 3055

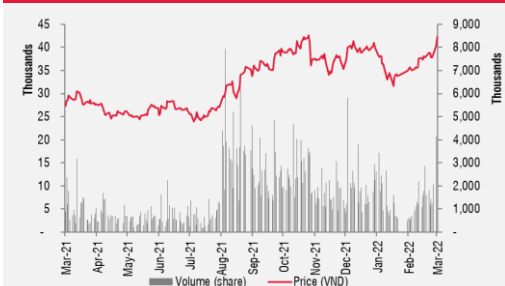
Ngày 9/3/2022

NGÀNH NĂNG LƯỢNG

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	435
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	9.947
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	235
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	42,95/19,8
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	1.762.156
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	2,97
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	67,78
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	4,12
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Xây lắp điện I (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.

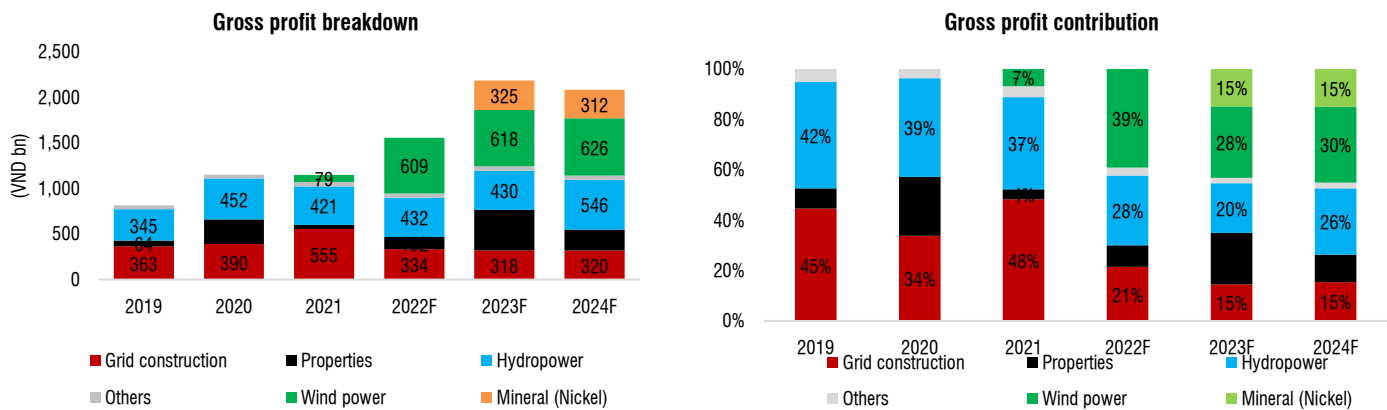
Sản lượng điện gió tích cực hơn từ việc giá khí tăng

L luận điểm đầu tư: Nếu không gồm thu nhập bất thường từ định giá lại CTCP Tấn Phát trong Q2/2021, PC1 có thể ghi nhận tăng trưởng NPATMI 29% YoY trong 2022 (552 tỷ đồng) – đến từ 3 dự án điện gió (Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy) và dự án BĐS Định Công. PC1 cũng có thể đạt tăng trưởng NPATMI dài hạn trong 2023 (+55% YoY), nhờ dự án Định Công, Vĩnh Hưng & Bắc Từ Liêm và dự án niken Tấn Phát. Chúng tôi khuyến nghị Trung lập đối với PC1, với giá mục tiêu 1 năm là 48.800 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 7,8%).

- Giá khí tăng có thể hỗ trợ công suất các dự án điện gió của PC1.** Giá khí tăng đẩy giá bán điện khí lên ít nhất 2.000 đồng/kwh so với giá điện gió trên bờ là 1.969 đồng/kwh. EVN có thể tìm kiếm nguồn năng lượng rẻ hơn để thay thế khi giá khí tăng và qua đó sản lượng từ nhóm điện gió có thể tăng nhiều hơn. Chúng tôi tăng giá định hiệu suất hoạt động của 3 nhà máy điện gió của PC1 từ 38% lên 40%.
- Chúng tôi đưa dự án BĐS Định Công vào mô hình dự báo nửa cuối năm 2022.** Tổng doanh thu dự án có thể đạt khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng, trong đó 783 tỷ đồng doanh thu theo kế hoạch sẽ ghi nhận trong Q4/2022, theo thông cáo báo chí ngày 2/3/2022. Trong khi đó, dự án ước tính khởi công từ Q3/2022. Chúng tôi ước tính công ty có thể hoàn thành 50% kế hoạch doanh thu với 360 tỷ đồng ghi nhận trong Q4/2022.
- Căng thẳng địa chính trị giữa Nga & Ukraine khiến giá hầu hết các mặt hàng tăng.** Tại ngày 7/3/2022, giá niken đã tăng lên 48.078 USD/tấn, nâng trung bình giá kể từ đầu năm 2022 lên 23.740 USD/tấn (+29% YoY). Mặc dù vậy, dự án niken của PC1 ước tính bắt đầu vào năm 2023. Đây là yếu tố thuận lợi nếu giá niken duy trì ở mức cao đến năm 2023. Do đó, chúng tôi giá định giá niken 2023 ở mức 19.500 USD/tấn. Mảng kinh doanh mới này ước tính đem về khoảng 325 tỷ đồng lợi nhuận gộp – đóng góp 15% tổng lợi nhuận gộp của PC1 trong 2023.

Các chỉ tiêu chính (tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	5.845	6.679	9.813	7.671	9.458
Lợi nhuận gộp	819	1.162	1.145	1.555	2.185
EBITDA	769	1.174	1.564	2.113	2.625
NPATMI	358	513	691	552	858
NPATMI điều chỉnh	358	513	429	552	858
EPS (VND)	2.021	2.507	2.797	2.167	3.365
EPS điều chỉnh (VND)	2.021	2.507	2.797	2.349	3.648
BVPS (VND)	21.578	20.856	19.968	22.135	25.500
Nợ/vốn CSH	0,82	0,8	1,4	1,0	0,9
P/E	8,66	8,9	14,1	19,5	12,6
P/E điều chỉnh	8,7	8,9	15,1	18,0	11,6
P/B	0,81	2,0	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA	21,52	14,1	10,6	7,8	6,3

Nguồn: Công ty, SSI Research

Biểu đồ 1: Điện gió sẽ là động lực tăng trưởng trong 2022 trong khi động lực năm 2023-2024 sẽ đến từ các dự án BĐS và nguồn đóng góp mới từ dự án niken

Nguồn: Công ty, SSI Research

Triển vọng 2022: Giá khí tăng khiến công suất các dự án điện gió tăng

Bảng 2: Các chỉ số chính của ba dự án điện gió của PC1	2022	2023	2024	2025	2026
Sản lượng (triệu kWh)	505	502	500	497	507
Doanh thu (tỷ đồng)	997,6	1007,5	1017,5	1027,6	1063,8
Lợi nhuận gộp	609	618	626	635	668
Chi phí lãi vay	(272,3)	(245,1)	(217,9)	(190,6)	(163,4)
Lợi nhuận trước thuế	306,2	336,1	369,6	404,2	461,5
Thuế TNDN (tỷ đồng)	-	-	-	(20,2)	(23,1)
Lợi nhuận sau thuế	306,2	336,1	369,6	384,0	438,4

Nguồn: Công ty, SSI Research

Nếu không gồm thu nhập bất thường từ định giá lại công ty con là CTCP Khoáng sản Tân Phát, NPATMI điều chỉnh 2021 có thể đạt 429 tỷ đồng. Dựa trên NPATMI điều chỉnh 2021, PC1 vẫn có thể đạt tăng trưởng NPATMI 2022 là 29% YoY (552 tỷ đồng), nhờ 3 dự án điện gió (Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy):

- **3 dự án điện gió sẽ hoạt động hết công suất trong 2022.** Lợi nhuận gộp từ 3 dự án điện gió ước tính đạt 609 tỷ đồng – chiếm khoảng 40% tổng lợi nhuận gộp của PC1. Ngoài ra, EVN có thể tìm kiếm nguồn năng lượng thay thế trong trường hợp giá khí tăng, giúp công suất các dự án điện gió tăng. Giá khí tăng khiến giá điện khí tăng lên ít nhất 2.000 đồng/kwh so với giá điện gió trên bờ là 1.969 đồng/kwh. Do đó, chúng tôi tăng giá định công suất từ 38% lên 40%.
- **Dự án BĐS Định Công ước tính ghi nhận lợi nhuận vào nửa cuối 2022.** Tổng doanh thu dự án có thể đạt khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng, trong đó 783 tỷ đồng doanh thu theo kế hoạch sẽ ghi nhận trong Q4/2022, theo thông cáo báo chí ngày 2/3/2022. Trong khi đó, dự án ước tính khởi công từ Q3/2022. Chúng tôi ước tính 50% doanh thu bán dự án Định Công sẽ ghi nhận trong 2022, trong đó 360 tỷ đồng ghi nhận trong Q4/2022.
- **Mảng xây lắp điện ước tính bình thường hóa trong 2022** sau dòng vốn đầu tư cho các dự án điện gió năm 2021. Chúng tôi chưa nhận được cơ chế giá mới cho các dự án điện gió và vẫn đang chờ văn bản hướng dẫn của Chính phủ.

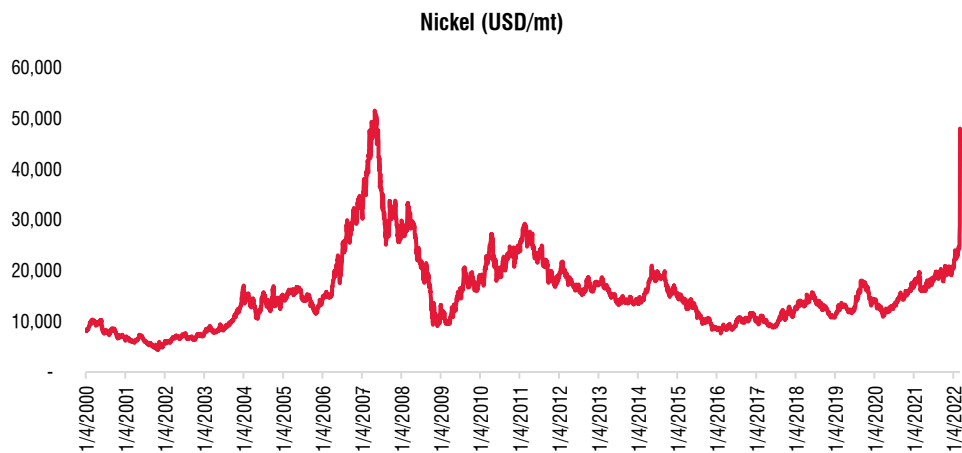
Triển vọng 2023: Mảng BĐS và dự án niken Tân Phát có thể dẫn dắt tăng trưởng

NPATMI 2023 ước tính tăng 54% YoY lên 785 tỷ đồng, do mảng bất động sản và lợi nhuận mới từ dự án niken Tân Phát.

Giá định mảng BĐS năm 2023 sẽ ghi nhận phần còn lại của dự án Định Công và 50% doanh thu dự án Vinh Hưng và Bắc Từ Liêm trong năm, và phần còn lại sẽ ghi nhận trong 2024. Theo ban lãnh đạo, tổng doanh thu từ dự án Vinh Hưng và Bắc Từ Liêm có thể đạt 1,7 nghìn tỷ đồng. Mảng BĐS có thể đóng góp 21% tổng lợi nhuận gộp PC1 trong 2023.

Dự án niken Tân Phát ước tính ghi nhận lợi nhuận từ đầu năm 2023. Niken là nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất thép không gỉ và pin xe điện. **Căng thẳng địa chính trị Nga – Ukraine đẩy giá hầu hết hàng hóa tăng bao gồm giá niken**. Tại ngày 7/3/2022, giá niken tăng lên 48.078 USD/tấn, nâng trung bình giá từ đầu năm 2022 lên 23.740 USD (+29% YoY). **Mặc dù vậy, dự án niken của PC1 ước tính bắt đầu vào năm 2023. Đây có thể là điều kiện thuận lợi nếu giá niken duy trì ở mức cao đến 2023**. Do đó, chúng tôi giả định giá niken 2023 là 19.500 USD/tấn tương ứng với dự báo của Deutsche Bank. Mảng kinh doanh mới này có thể đem về 325 tỷ đồng lợi nhuận gộp – đóng góp 15% tổng lợi nhuận gộp PC1 trong 2023.

Biểu đồ 3: Căng thẳng địa chính trị Nga – Ukraine đẩy giá hầu hết hàng hóa tăng bao gồm giá niken



Nguồn: Bloomberg

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.

Bảng 4: 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 Pồ 5A	20	2023-2025	2026	57	760
Nậm Pồ 5B	18	2023-2025	2026	52	648

Nguồn: Công ty

Tóm tắt định giá

Tóm tắt định giá	2022F	2023F	2024F	2025F
EBIT	1.344	1.801	1.753	1.613
Cộng: Khấu hao	769	824	863	860
Trừ: CAPEX	1.590	1.303	629	629
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-170	281	-67	-104
Dòng tiền tự do	571	838	1.870	1.764
Giá trị cuối				21.465
Giá trị hiện tại	531	717	1.473	1.279
Giá trị hiện tại của giá trị cuối				15.565
Tổng giá trị doanh nghiệp	22.002			
Vốn CSH	11.473			
Giá mục tiêu (đồng/cp)	48.789			

Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để phản ánh tiềm năng từ mảng BĐS trong 2023-2024 và dự án niken của Tân Phát từ 2023. Chúng tôi nhắc lại khuyến nghị Trung lập đối với PC1 với giá mục tiêu 1 năm là 48.800 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 7,8%). Chúng tôi lưu ý rằng mức so sánh cao trong Q2/2021 là do thu nhập bất thường từ định giá lại CTCP Tân Phát (262 tỷ đồng); do đó Q2/2022 có thể xuất hiện tăng trưởng lợi nhuận âm.

Yếu tố tác động tăng đến khuyến nghị

- Doanh thu từ mảng BĐS tốt hơn ước tính

Yếu tố tác động giảm đến khuyến nghị

- 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 thủy 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.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1.476	2.292	101	516
+ Đầu tư ngắn hạn	63	144	144	144
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	3.390	3.140	2.454	3.026
+ Hàng tồn kho	730	902	636	757
+ Tài sản ngắn hạn khác	57	128	99	122
Tổng tài sản ngắn hạn	5.715	6.605	3.435	4.565
+ Các khoản phải thu dài hạn	87	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	3.804	10.257	9.506	10.266
+ Bất động sản đầu tư	221	221	216	133
+ Tài sản dài hạn dở dang	379	379	1.956	1.759
+ Đầu tư dài hạn	81	639	639	639
+ Tài sản dài hạn khác	434	695	695	695
Tổng tài sản dài hạn	5.006	12.191	13.012	13.491
Tổng tài sản	10.722	18.796	16.447	18.056
+ Nợ ngắn hạn	3.744	5.885	2.563	2.964
Trong đó: vay ngắn hạn	1.586	2.781	268	235
+ Nợ dài hạn	2.208	6.630	6.924	7.086
Trong đó: vay dài hạn	2.171	6.256	6.686	6.803
Tổng nợ phải trả	5.952	12.516	9.487	10.050
+ Vốn góp	1.912	2.352	2.352	2.352
+ Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.109	1.300	1.750	2.449
+ Quý khác	1.038	1.918	2.147	2.494
Vốn chủ sở hữu	4.770	6.281	6.959	8.006
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	10.722	18.796	16.447	18.056
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	633	175	1.481	1.635
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-856	-5.035	-1.590	-1.303
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1.133	5.677	-2.083	84
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	909	816	-2.191	415
Tiền đầu kỳ	568	1.476	2.292	101
Tiền cuối kỳ	1.476	2.292	101	516
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,53	1,12	1,34	1,54
Hệ số thanh toán nhanh	1,32	0,95	1,05	1,24
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,41	0,41	0,10	0,22
Nợ ròng / EBITDA	2,03	2,89	3,22	2,55
Khả năng thanh toán lãi vay	3,69	3,86	2,44	3,30
Ngày phải thu	77,6	73,0	97,0	77,1
Ngày phải trả	63,7	60,2	92,6	73,9
Ngày tồn kho	71,6	34,3	45,9	34,9
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,44	0,33	0,42	0,44
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,56	0,67	0,58	0,56
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1,25	1,99	1,36	1,26
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,79	1,44	1,00	0,88
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,33	0,44	0,04	0,03

Nguồn: Công ty, SSI dự báo

Tỷ đồng	2020	2021	2022F	2023F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	6.679	9.813	7.671	9.458
Giá vốn hàng bán	-5.517	-8.668	-6.116	-7.273
Lợi nhuận gộp	1.162	1.145	1.555	2.185
Doanh thu hoạt động tài chính	37	319	62	7
Chi phí tài chính	-244	-358	-556	-555
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-71	-56	-47	-93
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-268	-239	-247	-319
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	635	897	786	1.242
Thu nhập khác	17	-7	8	12
Lợi nhuận trước thuế	652	890	794	1.255
Lợi nhuận ròng	544	764	721	1.113
Lợi nhuận chia cho cổ đông	513	691	552	858
Lợi ích của cổ đông thiểu số	31	73	169	255
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	2.507	2.797	2.167	3.365
Giá trị sổ sách (VND)	20.856	19.968	22.135	25.500
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	0	0	0	0
EBIT	894	1.201	1.344	1.801
EBITDA	1.174	1.564	2.113	2.625
Tăng trưởng				
Doanh thu	14,3%	46,9%	-21,8%	23,3%
EBITDA	52,7%	33,2%	35,1%	24,2%
EBIT	48,0%	34,4%	11,8%	34,0%
Lợi nhuận ròng	44,5%	40,4%	-5,6%	54,2%
Vốn chủ sở hữu	29,1%	31,7%	10,8%	15,0%
Vốn điều lệ	20,0%	23,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	28,9%	75,3%	-12,5%	9,8%
Định giá				
PE	8,9	14,1	19,5	12,6
PB	2,0	2,1	1,9	1,7
Giá/Doanh thu	0,8	0,6	0,0	0,0
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBITDA	14,1	10,6	7,8	6,3
EV/Doanh thu	2,5	1,7	0,0	0,0
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,4%	11,7%	20,3%	23,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	12,6%	11,8%	16,6%	18,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	8,1%	7,8%	9,4%	11,8%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,1%	0,6%	0,6%	1,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	4,0%	2,4%	3,2%	3,4%
ROE	12,9%	13,8%	10,9%	14,9%
ROA	5,7%	5,2%	4,1%	6,5%
ROIC	9,8%	8,7%	8,4%	11,0%

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 kỳ 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

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

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

thanhhtk@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

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

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 cao cấp

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715