



CTCP Xây Lắp Điện 1 (PC1) [MUA +44,7%]

Báo cáo lần đầu

Ngày báo cáo:	10/11/2016		2015	2016F	2017F
Giá niêm yết:	36.000VND	Tăng trưởng DT	0,0%	13,0%	-0,7%
Giá mục tiêu hiện nay:	52.100VND	Tăng trưởng EPS*	13,6%	0,5%	10,3%
Cao/thấp nhất 52 tuần	N/A	Biên LN gộp	13,8%	16,6%	17,8%
		Biên LN ròng	7,9%	10,5%	9,3%
TL tăng:	+44,7%	EV/EBITDA	9,0x	6,2x	5,5x
Lợi suất cổ tức:	0,0%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	11,6x	5,7x	9,5x
Tổng mức sinh lời:	+44,7%	P/E	9,3x	7,4x	8,4x

Ngành:	Tiện ích		PC1	Peers	VNI
GT vốn hóa:	120,4tr USD	P/E (trượt)	7,3x	13,2x	15,7x
Room KN:	40,9tr USD	P/B (hiện tại)	1,4x	1,6x	1,9x
GTGD/ngày (30n):	N/A	Nợ ròng/CSH	39%	28%	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	ROE	21,9%	16,4%	12,4%
SL cổ phiếu lưu hành	75,2 triệu	ROA	9,2%	8,5%	2,2%
Pha loãng	75,2 triệu				

* Không tính BĐS

PC1 có bề dày hoạt động lên đến 50 năm. Công ty là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp đường dây truyền tải và trạm biến áp tại Việt Nam. Các lĩnh vực chính bao gồm xây lắp đường dây truyền tải, trạm biến áp; sản xuất cột điện; Thiết kế, sản xuất và xuất khẩu các loại cột cao áp; đầu tư thủy điện; đầu tư kinh doanh Bất động sản.

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng

Công ty xây lắp lưới điện số một sẵn sàng cho làn sóng đầu tư vào ngành điện Việt Nam

PC1 sẽ được niêm yết trên sàn Giao dịch Chứng khoán TP. HCM vào trung tuần tháng 11/2016 với giá niêm yết 36.000VND/cổ phiếu. Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu dành cho PC1 với khuyến nghị MUA trên cơ sở vị thế dẫn đầu thị trường, khả năng tăng trưởng doanh thu bền vững trong một ngành đầy tiềm năng khi Chính phủ có kế hoạch tăng gấp ba công suất nhà máy điện trong 15 năm tới. Ở mức giá niêm yết trên, P/E và P/B của PC1 đang ở mức hấp dẫn là 7.3x và 1.4x.

Dẫn đầu thị trường trong nước về xây dựng đường dây truyền tải và trạm biến áp. PC1 sở hữu lợi thế cạnh tranh lý tưởng trong đấu thầu và nhờ vậy, ngày càng ký được nhiều hợp đồng, đạt mức tăng trưởng kép hàng năm 44% về doanh thu, và giành được thị phần 34%-38% trong 5 năm qua, gấp ba lần đối thủ mạnh thứ hai trên thị trường. Các lợi thế của PC1 bao gồm công nghệ thi công hiện đại nhất, năng lực quản trị và ban lãnh đạo, nhân viên giàu kinh nghiệm, cũng như tiềm lực tài chính mạnh.

Nhu cầu trạm biến áp và đường dây truyền tải rất lớn. Từ năm 2016-2020, Việt Nam sẽ có 6.481km đường dây truyền tải mới, tăng 25,7% so với giai đoạn 5 năm trước, dung lượng trạm biến áp sẽ tăng hơn gấp ba lần, lên 74.000MVA. Điều này đảm bảo cho PC1 tăng trưởng ít nhất 10%/năm trong một ngành có quy mô khoảng 2 tỷ USD. Tăng trưởng GDP bền vững thúc đẩy tiêu thụ điện tăng trưởng 10%-12%/năm. Công suất điện khí và điện than dự kiến sẽ tăng lần lượt 3 và 5 lần trong 15 năm tới, khiến nhu cầu hạ tầng truyền tải tăng theo.

PC1 là một doanh nghiệp có tên tuổi trong lĩnh vực sản xuất cột điện với năng lực sản xuất lớn nhất Việt Nam 45.000 tấn/năm. PC1 là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất có thể thiết kế và sản xuất cột đơn thân và có năng lực xuất khẩu. Công ty cho biết thị phần trong nước xấp xỉ 40% và hiện đang hợp tác với AG Ajikawa (một công ty Nhật có mạng lưới khách hàng trên toàn thế giới) để tăng sản lượng xuất khẩu.

PC1 đang thực hiện đầu tư 04 Nhà máy Thủy điện tại tỉnh Cao Bằng và Điện Biên với công suất 114MW dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng từ năm 2017 trở đi. PC1 sẽ đưa vào hoạt động hai nhà máy thủy điện tổng công suất 60MW trong tháng 11/2016, và hai nhà máy mới nữa vào năm 2017. Các nhà máy này có suất đầu tư hợp lý 30 tỷ đồng/MW, được vay ưu đãi từ Ngân hàng Thế giới và hưởng giá điện đặc biệt (chi phí tránh được, cao hơn khoảng 20% so với thông thường). Nhờ vậy, các dự án trên có thời gian hoàn vốn chỉ 8-10 năm và IRR ước tính 12%-14%. Trên cơ sở các dự án đã có mục tiêu của PC1 đến năm 2020 đạt 74MW, có thể xem PC1 là doanh nghiệp thủy điện lớn thứ hai Việt Nam trên sàn niêm yết.

Lĩnh vực BĐS đóng vai trò bổ trợ. PC1 là một nhà phát triển bất động sản quy mô nhỏ nhưng thành công tại phân khúc trung cấp (phân khúc có nhu cầu thực). Đến nay, công ty đã hoàn thành ba dự án và sẽ mở bán dự án thứ tư, Mỹ Đình 2 Plaza, trong tháng 12/2016. PC1 cũng đang thiết kế để phát triển dự án thứ 5 (Triều Khúc – Thanh Xuân – Hà Nội). PC1 cũng có quỹ đất khoảng 20.000m2 để phát triển trong tương lai.

Định giá hấp dẫn. Tại mức giá niêm yết, PC1 có P/E là 7,3 lần và P/B là 1,4 lần, thấp hơn lần lượt 45.0% và 12,1% so với các công ty xây dựng trong nước.

Mục lục

TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM.....	6
Giá điện tại Việt Nam chỉ bằng khoảng một nửa so với các nước khác trong khu vực.....	6
Tiêu thụ điện tăng 10%-12%/năm	6
Chính phủ dự kiến tăng gấp ba lần công suất điện trong 15 năm tới	7
Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia có nhiệm vụ truyền tải điện trên cả nước.....	7
Tổng quan quá trình đầu tư của Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (NPT)	8
Đầu tư của Tập đoàn Điện lực Việt Nam dự kiến sẽ phát triển mạnh trong giai đoạn 2016-2020.....	10
Chi đầu tư cho hệ thống truyền tải đang gia tăng	10
Triển vọng mở rộng đường dây truyền tải và trạm biến áp.....	11
Lĩnh vực đường dây truyền tải được tổ chức quốc tế cấp vốn và Tập đoàn Điện lực Việt Nam ưu tiên trong bối cảnh dòng tiền hạn hẹp	12
TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY	13
Quá trình hình thành và phát triển.....	13
Cấu trúc Công ty	15
Ban lãnh đạo và sở hữu	15
Chiến lược	16
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	17
Mảng xây lắp đường dây truyền tải.....	17
Mảng sản xuất kết cấu thép cột điện/viền thông	21
Nhà máy thủy điện.....	25
Mảng Bất động sản (BDS).....	29
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH	32
DỰ BÁO 2016 – 2017	34
RỦI RO	36
ĐỊNH GIÁ	37
Các công ty cùng ngành.....	38
BÁO CÁO TÀI CHÍNH	39

Hình & Bảng

Hình 1: Giá điện tại Việt Nam vẫn thấp so với các nước khác trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương	6
Hình 2: Tiêu thụ điện tăng mạnh trong các năm gần đây	6
Hình 3: Triển vọng sản xuất điện	7
Hình 4: Sơ đồ hệ thống điện Việt Nam.....	8
Hình 5: Quy trình đầu tư của Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia	9
Hình 6: Xu hướng của phí truyền tải điện	9
Hình 7: Sản lượng, doanh thu và lợi nhuận của Tổng Công ty truyền tải điện Quốc gia	9
Hình 8: Dòng tiền đầu tư và trả nợ của Tập đoàn Điện lực Việt Nam	10
Hình 9: Chi đầu tư vào đường dây truyền tải hàng năm (nghìn tỷ đồng)	11
Hình 10: Đường dây truyền tải mới (km)	11
Hình 11: Xây lắp trạm biến áp (MVA)	11
Hình 12: Tổng quan về cơ sở hạ tầng truyền tải điện tại Việt Nam	11
Hình 13: Minh họa lưới điện 500kV tại Việt Nam.....	12
Hình 14: Cơ cấu doanh thu PC1 năm 2015.....	13
Hình 15: Cơ cấu lợi nhuận gộp PC1 năm 2015.....	13
Hình 16: Các cột mốc phát triển của PC1	13
Hình 17: Quá trình tăng vốn điều lệ của PC1	14
Hình 18: Cơ cấu cổ đông	15
Hình 19: Hội đồng Quản trị và Ban lãnh đạo	16
Hình 20: Quy trình xây lắp	17
Hình 21: Đường truyền tải Vĩnh Tân-Tháp Chàm.....	17
Hình 22: Trạm biến áp.....	17
Hình 23: Năng lực tổng hợp của PC1	18
Hình 24: Khinh khí cầu	18
Hình 25: Thiết bị bay tự động có định vị	18
Hình 26: Thị phần của PC1	19
Hình 27: Triển vọng của mảng xây lắp	19
Hình 28: Một số hợp đồng xây lắp cho giai đoạn 2015-2018	20
Hình 29: Cơ cấu chi phí mảng xây lắp.....	20
Hình 30: Tỷ suất lợi nhuận gộp của PC1 so với đối thủ	21
Hình 31: Tỷ suất lợi nhuận/doanh thu của PC1 so với đối thủ	21
Hình 32: Cột đơn thân 220kV	22
Hình 33: Kết cấu cột lưới	22
Hình 34: Quy trình sản xuất	22
Hình 35: Thị phần của PC1 trong ngành sản xuất cột điện	23

Hình 36: Doanh thu sản xuất cột điện.....	23
Hình 37: Cơ cấu chi phí mảng sản xuất cột điện.....	24
Hình 38: Biên lợi nhuận sản xuất cột thép.....	24
Hình 39: Giá thép.....	24
Hình 40: Danh mục đầu tư thủy điện của PC1.....	25
Hình 41: Vốn đầu tư/MW của các nhà máy thủy điện vừa xây dựng.....	25
Hình 42: Chi phí tránh được.....	26
Hình 43: Mùa mưa tại Việt Nam theo mùa (2015).....	26
Hình 44: Mùa mưa tại Việt Nam theo khu vực (2015).....	26
Hình 45: Tỷ lệ sinh lời của các dự án thủy điện của PC1.....	27
Hình 46: Hai tổ máy phát của nhà máy Trung Thu.....	27
Hình 47: Quạt turbine của nhà máy thủy điện Bảo Lâm 1.....	27
Hình 48: Nhà máy Thủy điện Bảo Lâm 3.....	28
Hình 49: Nhà máy Thủy điện Bảo Lâm 3.....	28
Hình 50: Doanh thu thủy điện.....	28
Hình 51: LN ròng thủy điện.....	28
Hình 52: Các dự án BĐS của PC1.....	29
Hình 53: Mỹ Đình Plaza 2.....	29
Hình 54: PCC1 Complex.....	29
Hình 55: Quỹ đất của PC1.....	30
Hình 56: Doanh số bán căn hộ tại HN.....	30
Hình 57: Giá bán trên thị trường sơ cấp.....	30
Hình 58: Mỹ Đình Plaza 2.....	30
Hình 59: Xây dựng móng Mỹ Đình Plaza 2.....	30
Hình 60: Cơ cấu vốn đầu tư.....	31
Hình 61: Doanh thu và lợi nhuận của dự án Mỹ Đình Plaza 02.....	31
Hình 62: Doanh thu thuần (tỷ đồng).....	32
Hình 63: LN ròng (tỷ đồng).....	32
Hình 64: Mảng xây dựng (tỷ đồng).....	32
Hình 65: Sản xuất cột điện (tỷ đồng).....	32
Hình 66: Cơ cấu LN gộp của PC1.....	33
Hình 67: Tỷ lệ đòn bẩy và chi phí lãi vay của PC1.....	33
Hình 68: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn.....	33
Hình 69: Dự phóng tài chính.....	34
Hình 70: Cơ cấu doanh thu.....	35
Hình 71: Cơ cấu LN gộp.....	35
Hình 72: Giá mục tiêu.....	37

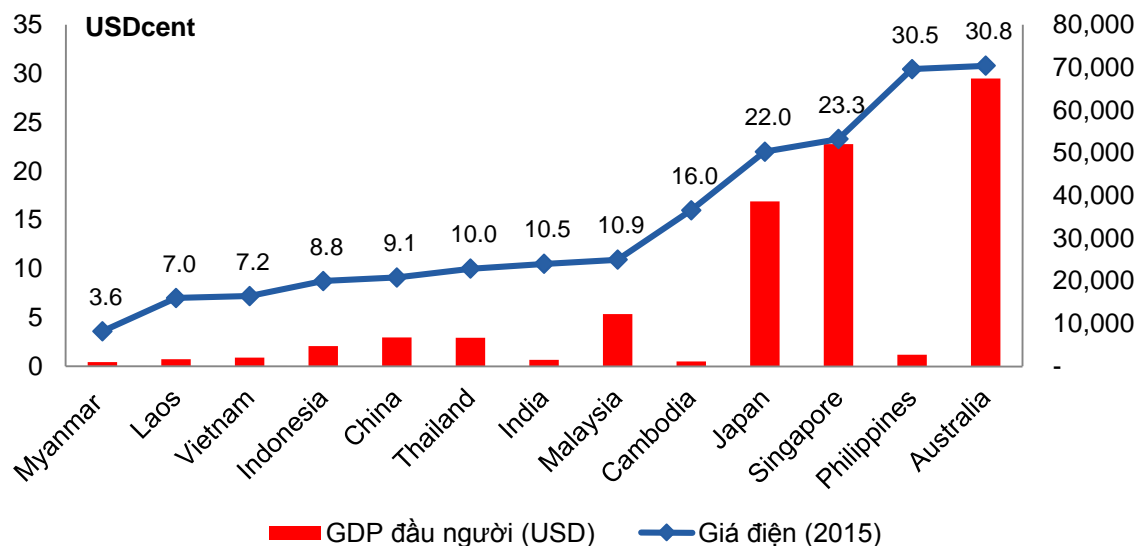
Hình 73: Định giá mảng xây lắp và sản xuất cột điện.....	37
Hình 74: Giá trị sổ sách theo từng mảng kinh doanh của PC1 tại ngày 30/09/2016.....	37
Hình 75: Các công ty xây dựng cùng ngành trong nước.....	38
Hình 76: Các công ty thủy điện cùng ngành trong nước	38

TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM

Giá điện tại Việt Nam chỉ bằng khoảng một nửa so với các nước khác trong khu vực

Ngay cả sau khi tăng 7,5% hồi tháng 03/2015, giá điện tại Việt Nam vẫn thấp so với các nước khác trong khu vực Châu Á-Thái Bình Dương. Trong khi GDP đầu người của Philippines chỉ cao hơn 30% so với Việt Nam thì giá điện nước này cao gấp 4 lần giá điện tại Việt Nam.

Hình 1: Giá điện tại Việt Nam vẫn thấp so với các nước khác trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương

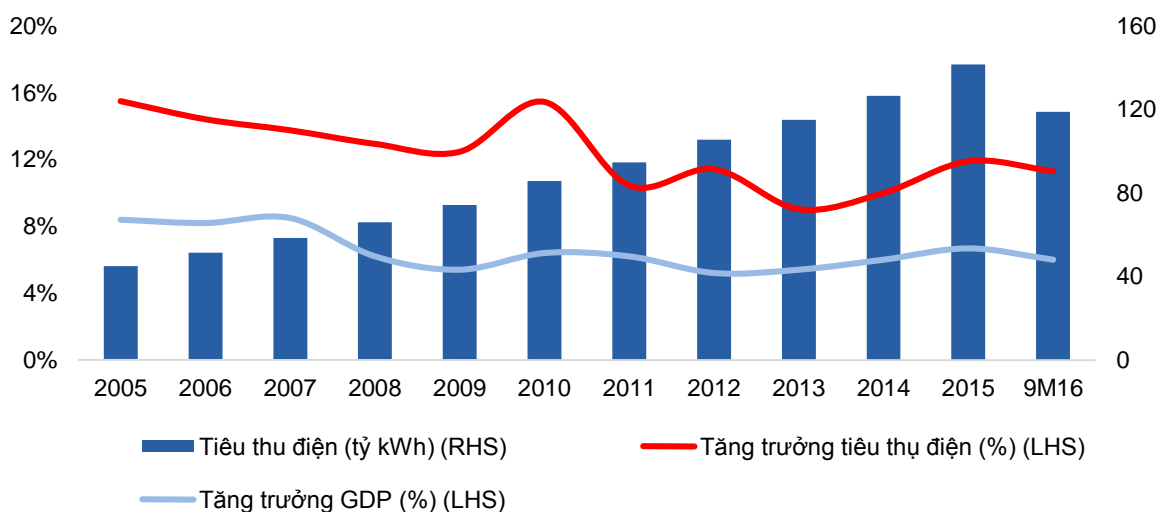


Nguồn: Ngân hàng Thế giới, Tập đoàn Điện lực Việt Nam và VCSC

Tiêu thụ điện tăng 10%-12%/năm

Song song với đà tăng trưởng kinh tế của Việt Nam, nhu cầu điện cũng tăng mạnh theo thời gian. Trong 5 năm qua, tiêu thụ điện tăng trưởng ổn định 10%-12%/năm.

Hình 2: Tiêu thụ điện tăng mạnh trong các năm gần đây

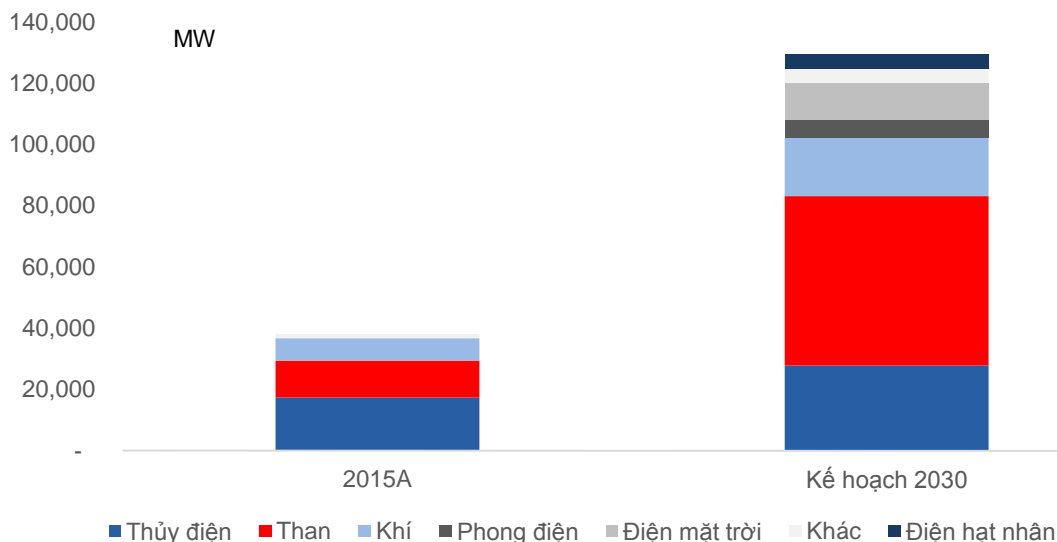


Nguồn: Tập đoàn Điện lực Việt Nam và VCSC

Chính phủ dự kiến tăng gấp ba lần công suất điện trong 15 năm tới

Theo Quy hoạch Điện 7 được thông qua hồi tháng tư năm nay, mục tiêu công suất ngành điện được điều chỉnh giảm 12% do dự báo GDP giảm so với Quy hoạch Điện 7 trước. Tuy nhiên, Quy hoạch Điện 7 hiện nay vẫn đề ra mục tiêu tổng công suất ngành điện tăng gấp ba lần vào năm 2030. Cụ thể, công suất thủy điện ước tính sẽ tăng 59% trong khi công suất điện khí và điện than dự kiến sẽ tăng lần lượt 3 lần và 5 lần.

Hình 3: Triển vọng sản xuất điện

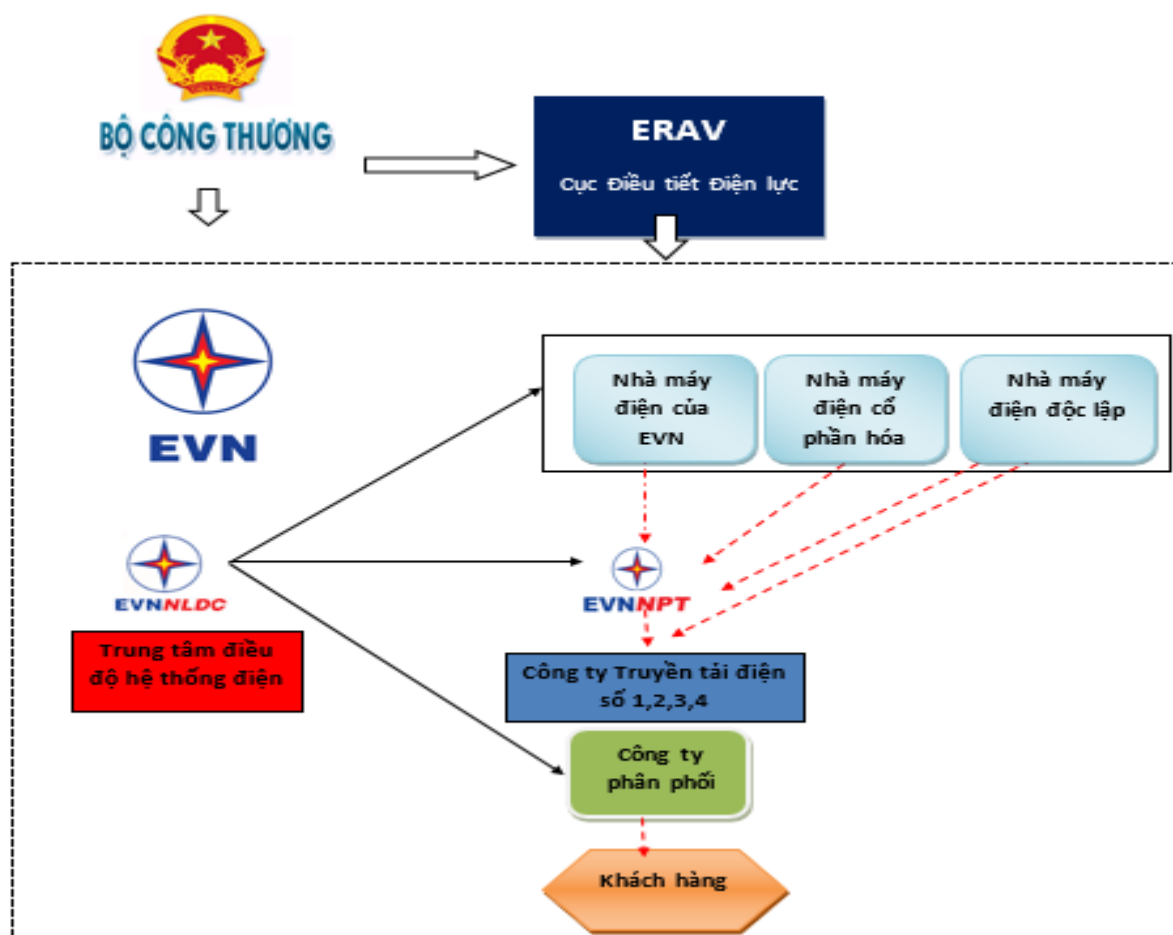


Nguồn: Tập đoàn Điện lực Việt Nam và VCSC

Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia có nhiệm vụ truyền tải điện trên cả nước

Việt Nam hiện đang thiếu điện trầm trọng nên phải tự do hóa ngành điện và cổ phần hóa các doanh nghiệp trong khâu sản xuất và phân phối điện. Tuy nhiên, Chính phủ sẽ tiếp tục sở hữu cơ sở hạ tầng truyền tải điện. Quá trình tự do hóa bao gồm ba giai đoạn: thị trường phát điện cạnh tranh, thị trường bán buôn cạnh tranh, và thị trường bán lẻ cạnh tranh. Hiện đã hoàn tất giai đoạn thị trường phát điện cạnh tranh và đang thực hiện thí điểm thị trường bán buôn cạnh tranh.

Hình 4: Sơ đồ hệ thống điện Việt Nam

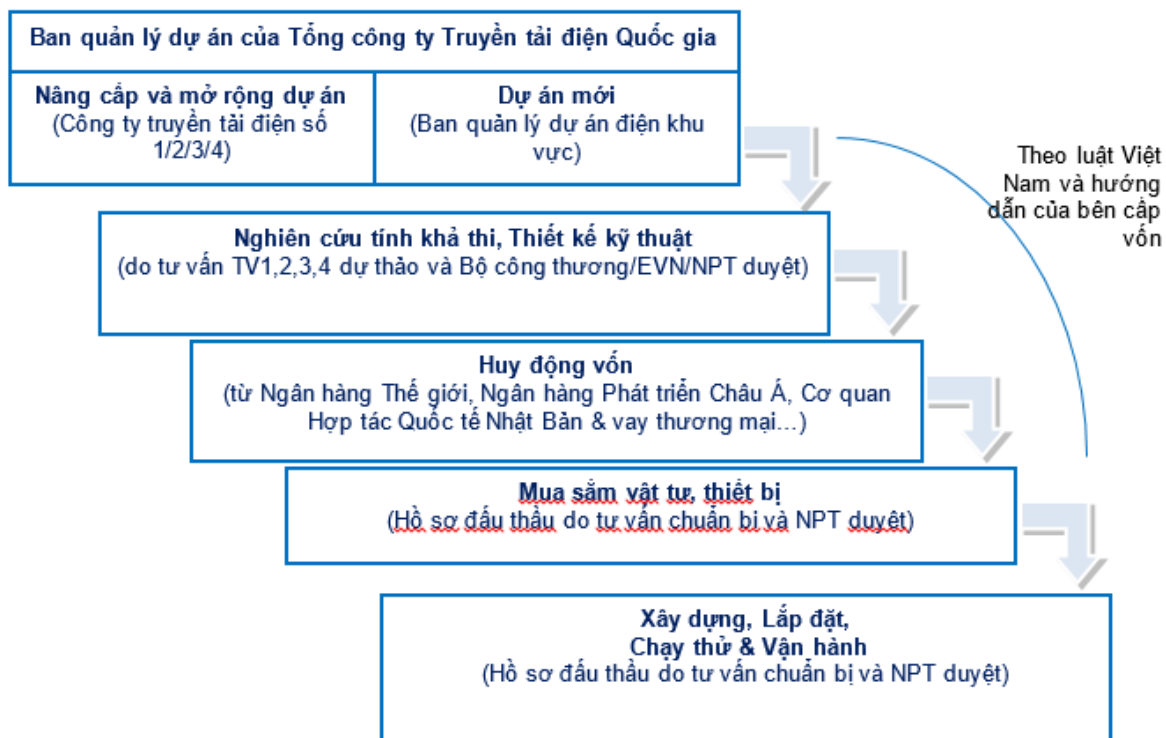


Nguồn: Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia

Tổng quan quá trình đầu tư của Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (NPT)

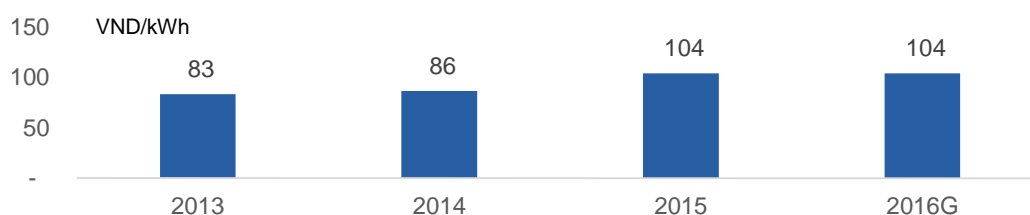
Ban Quản lý dự án các công trình điện miền Bắc, miền Trung và miền Nam của NPT có nhiệm vụ phát triển cơ sở hạ tầng truyền tải mới. Việc ký hợp đồng thiết kế kỹ thuật các đường dây truyền tải và trạm biến áp được đấu thầu và các công ty tư vấn như TV 1, 2, 3 và 4 là các lựa chọn chính. Các hợp đồng mua sắm vật tư và xây dựng cũng được ký kết thông qua hình thức đấu thầu.

Hình 5: Quy trình đầu tư của Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia



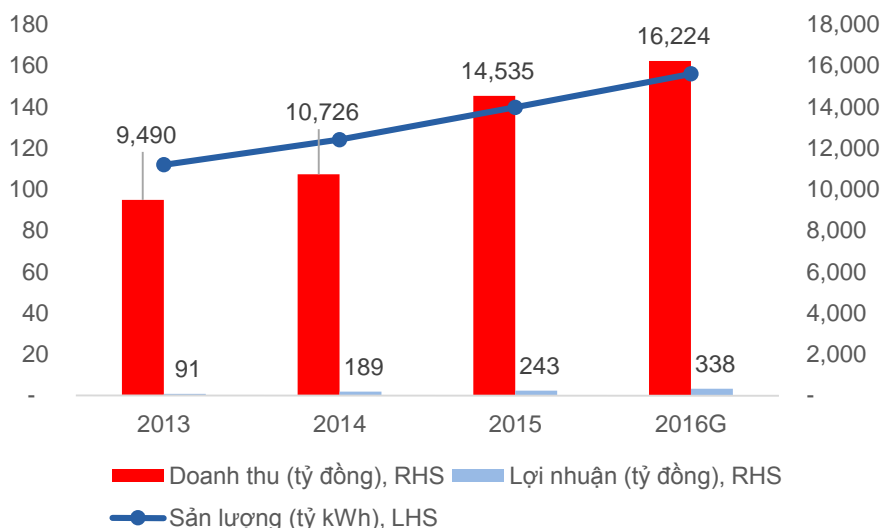
Nguồn: Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia

Hình 6: Xu hướng của phí truyền tải điện



Nguồn: Tổng Công ty truyền tải điện Quốc gia

Hình 7: Sản lượng, doanh thu và lợi nhuận của Tổng Công ty truyền tải điện Quốc gia

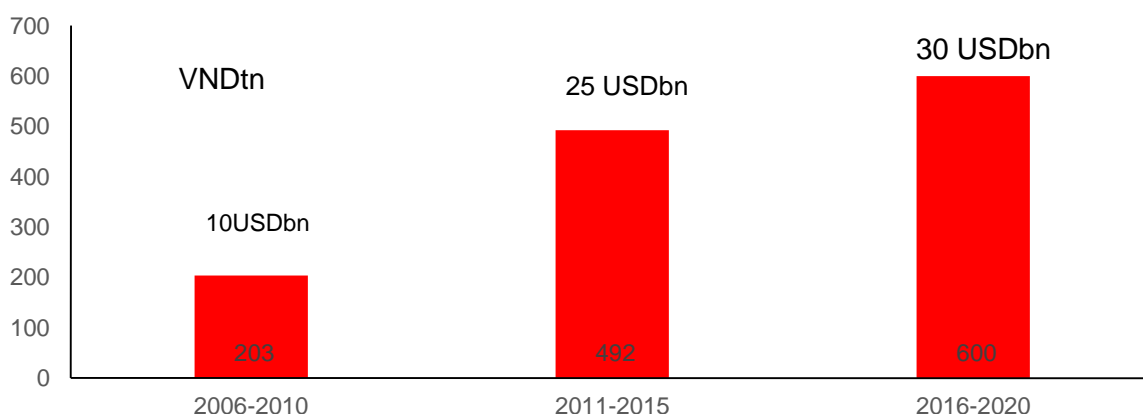


Nguồn: Tổng Công ty truyền tải điện Quốc gia

Đầu tư của Tập đoàn Điện lực Việt Nam dự kiến sẽ phát triển mạnh trong giai đoạn 2016-2020

Với nhu cầu điện ngày càng cao, trong các năm qua, Chính phủ liên tục đầu tư vào các trạm biến áp và đường dây truyền tải. Tập đoàn Điện lực Việt Nam cho biết tổng dòng tiền trả nợ và đầu tư cho các nhà máy điện và đường dây truyền tải giai đoạn 2011-2015 lên đến 25 tỷ USD, hơn gấp hai lần giai đoạn 5 năm trước đó. Bên cạnh đó, dòng tiền trả nợ và đầu tư trong giai đoạn 5 năm tới (2016-2020) dự kiến sẽ tăng 20% lên 30 tỷ USD. Điều này cho thấy rõ ràng chi tiêu vào cơ sở hạ tầng truyền tải điện đang gia tăng. Dòng tiền chi ra của Tập đoàn Điện lực Việt Nam theo định nghĩa bao gồm chi trả nợ, chi đầu tư vào nhà máy điện, và chi đầu tư vào cơ sở hạ tầng truyền tải điện.

Hình 8: Dòng tiền đầu tư và trả nợ của Tập đoàn Điện lực Việt Nam



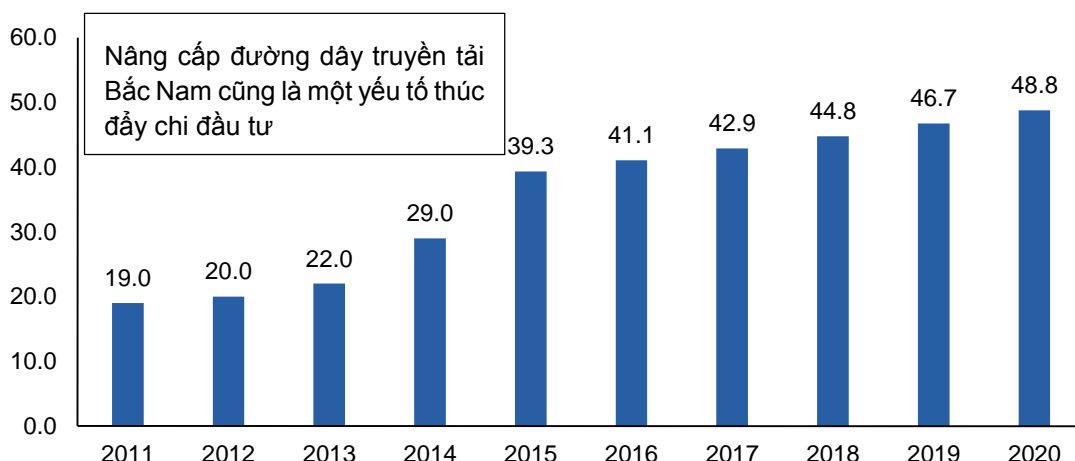
Nguồn: PC1 và VCSC

Chi đầu tư cho hệ thống truyền tải đang gia tăng

Trong bối cảnh đầu tư vào nhà máy điện đang gia tăng, chi đầu tư dành cho đường dây truyền tải cũng tăng theo. Năm 2015, đầu tư vào đường dây truyền tải là 1,8 tỷ USD, cao hơn 36% so với năm 2014. Trong tương lai, ước tính chi đầu tư dành cho lĩnh vực này (trị giá khoảng 2 tỷ USD một năm) sẽ tăng 4,4%/năm.

Tại Việt Nam hiện nay, gói thầu EPC được áp dụng đối với đường dây truyền tải và trạm biến áp dưới 110kV. Từ 110kV trở lên, Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia chia ra làm hai gói thầu xây dựng và trang thiết bị. Trang thiết bị thường chiếm 80% tổng chi phí đầu tư. Vì vậy, quy mô phân khúc xây dựng ước đạt khoảng 400 triệu USD/năm.

Hình 9: Chi đầu tư vào đường dây truyền tải hàng năm (nghìn tỷ đồng)

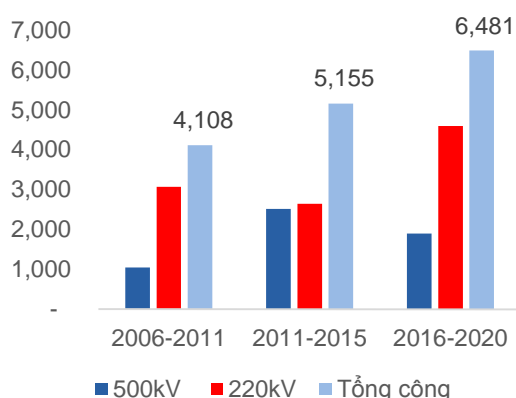


Nguồn: Tập đoàn Điện lực Việt Nam, PC1 và VCSC

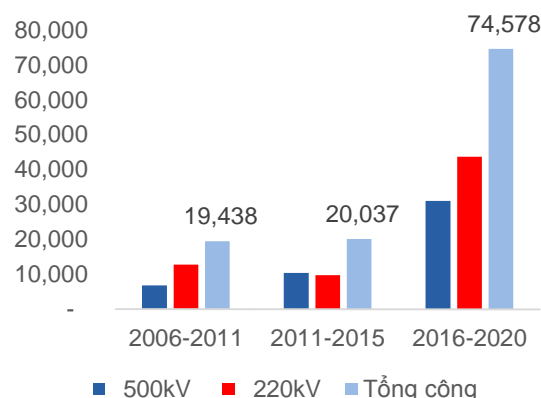
Triển vọng mở rộng đường dây truyền tải và trạm biến áp

Tập đoàn Điện lực Việt Nam dự kiến sẽ có thêm 6.481km đường dây truyền tải mới từ 2016 đến 2020, tăng 25,7% so với giai đoạn 5 năm trước, đồng thời tăng số trạm biến áp hơn gấp ba lần lên 74.000MVA. Cụ thể, mục tiêu đường truyền 500kV là 1.896km, giảm 24,5% so với giai đoạn trước, nhưng mục tiêu đường truyền 220kV lên đến 4.585km, tăng 73,5%. Ngoài ra, mục tiêu xây lắp trạm biến áp 500kV và 220kV giai đoạn 2016-2020 tăng lần lượt gấp ba lần và hơn gấp bốn lần so với giai đoạn 2011-2015.

Hình 10: Đường dây truyền tải mới (km)



Hình 11: Xây lắp trạm biến áp (MVA)



Nguồn: PC1 và VCSC

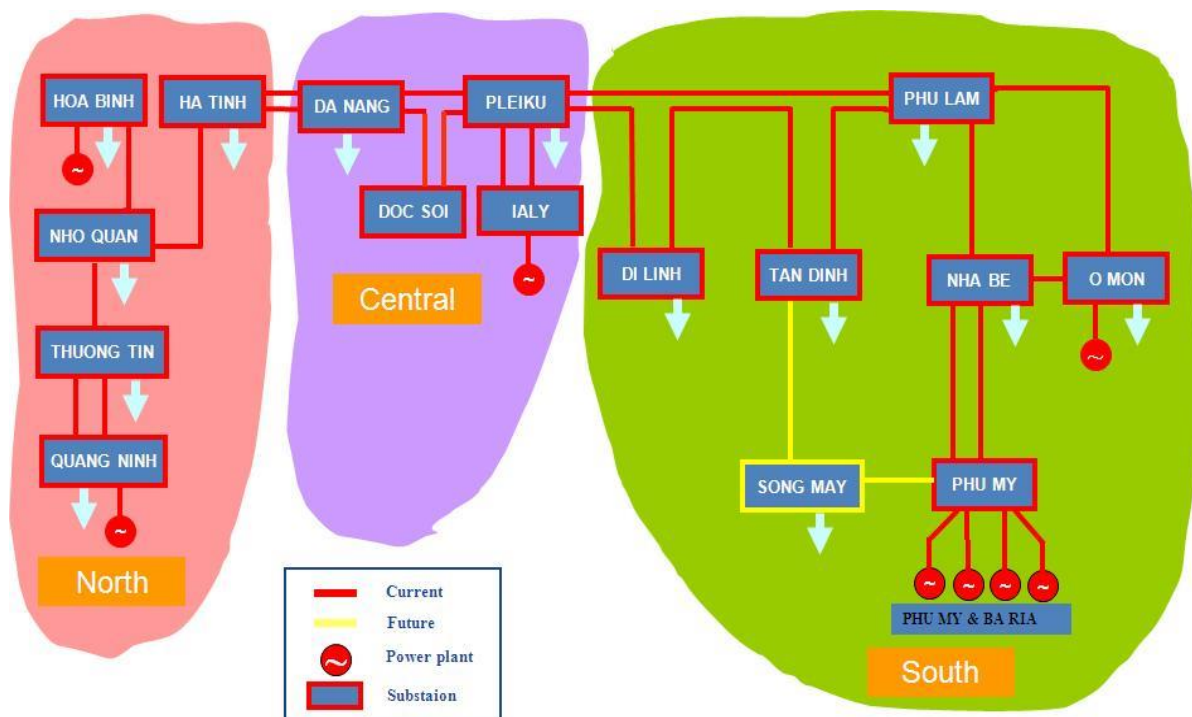
Hình 12: Tổng quan về cơ sở hạ tầng truyền tải điện tại Việt Nam

Năm	2013	2014	2015
Độ dài đường dây truyền tải điện 500 kV (km)	5,534	6,755	7,183
Độ dài đường dây truyền tải điện 220 kV (km)	11,833	12,513	15,079
Số lượng trạm biếp áp 500kV	20	23	24
Số lượng trạm biếp áp 220 kV	75	82	92

Công suất trạm biến áp 500kV (MVA)	19,350	21,900	22,950
Số lượng trạm biến áp 220 kV (MVA)	27,226	31,351	35,851

Nguồn: Tổng Công ty truyền tải điện Quốc gia

Hình 13: Minh họa lưới điện 500kV tại Việt Nam



Nguồn: Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia

Lĩnh vực đường dây truyền tải được tổ chức quốc tế cấp vốn và Tập đoàn Điện lực Việt Nam ưu tiên trong bối cảnh dòng tiền hạn hẹp

Ngày 07/08/2014, Ngân hàng Thế giới đã đồng ý cho Chính phủ Việt Nam vay 500 triệu USD để nâng cấp hệ thống đường dây truyền tải, trong số 731,3 triệu USD tổng vốn đầu tư theo dự kiến. Ngoài ra, trong tháng mười vừa qua, Chính phủ cho biết vừa ký kết thỏa thuận vay vốn 231 triệu USD với Ngân hàng Phát triển Châu Á để tăng công suất truyền tải điện tại miền Nam. Đây là khoản vay thứ ba trong Chương trình Đầu tư lưới truyền tải điện có thời hạn 10 năm đã được ngân hàng này thông qua năm 2011. Khoản vay thứ tư và cũng là khoản vay cuối cùng, dự kiến sẽ được thông qua vào năm 2017, sẽ tập trung vào đường truyền 500kV và các trạm biến áp tại miền Nam.

Giữa đầu tư vào các nhà máy điện và đường dây truyền tải, Tập đoàn Điện lực Việt Nam chịu trách nhiệm lớn hơn đối với đầu tư đường dây truyền tải vì thị trường điện Việt Nam đang trong quá trình tự do hóa, và công đoạn sản xuất điện sẽ được hoàn toàn cổ phần hóa từ năm 2022 trở đi. Tuy nhiên, vì lý do quốc phòng, Chính phủ sẽ tiếp tục sở hữu cơ sở hạ tầng truyền tải điện và Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia sẽ tiếp tục thuộc sở hữu nhà nước. Ngoài ra, việc xây thêm các nhà máy điện hiện cũng đang được các tập đoàn khác thực hiện như PetroVietnam và Vinacomin, và ngày càng có nhiều nhà đầu tư nước ngoài tham gia.

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

Quá trình hình thành và phát triển

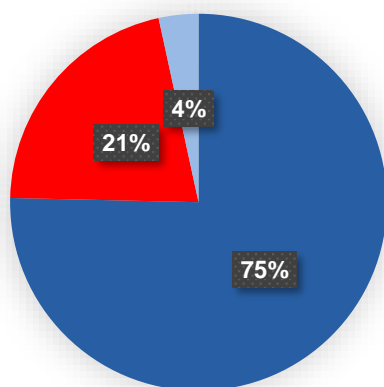
Với bề dày trên 50 năm hoạt động, CTCP Xây lắp điện 1 (PC1) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp đường dây truyền tải và trạm biến áp cho ngành điện Việt Nam. Công ty đứng thứ 185 trong danh sách 500 doanh nghiệp tư nhân lớn nhất Việt Nam.

Các lĩnh vực hoạt động chính của công ty là:

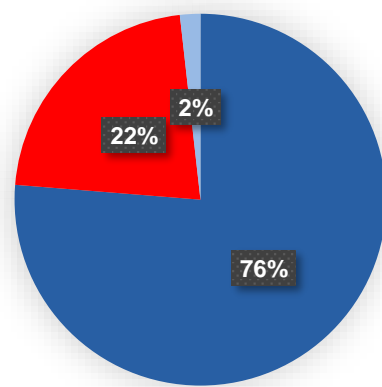
- + Xây dựng các dự án truyền tải điện quốc gia, trạm biến áp và nhà máy điện. Công ty đã được cấp chứng chỉ ISO 9001-2008
- + Sản xuất cột điện để tiêu thụ trong nước và xuất khẩu
- + Xây dựng, sở hữu, và vận hành nhà máy thủy điện
- + Bất động sản
- + Tư vấn và cung cấp dịch vụ hỗ trợ các hoạt động kinh doanh mũi nhọn như khai khoáng và sản xuất thép

Hình 14: Cơ cấu doanh thu PC1 năm 2015

Hình 15: Cơ cấu lợi nhuận gộp PC1 năm 2015



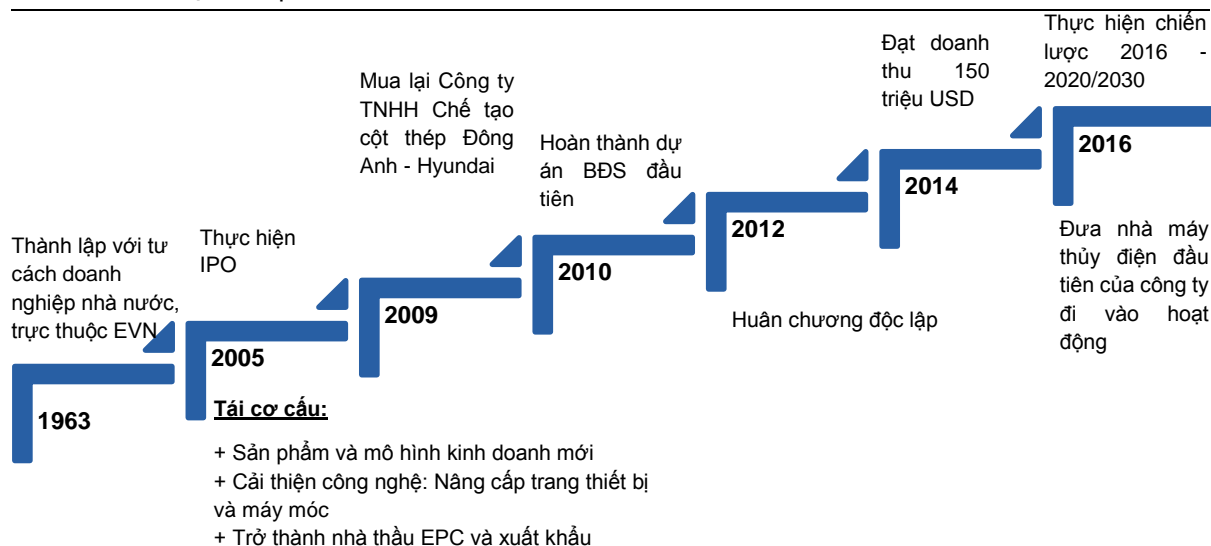
■ Xây lắp ■ Sản xuất cột điện ■ Khác



■ Xây lắp ■ Sản xuất cột điện ■ Khác

Nguồn: PC1

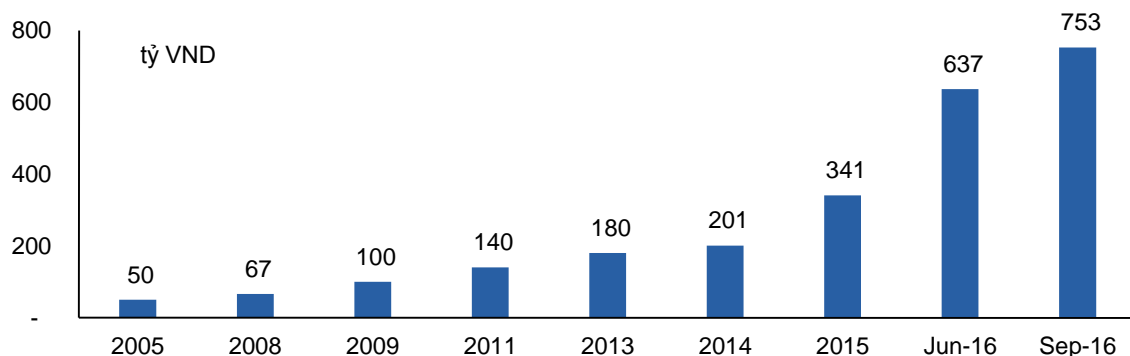
Hình 16: Các cột mốc phát triển của PC1



Nguồn: PC1

PC1 hiện có vốn điều lệ 753 tỷ đồng, gấp 15 lần vốn điều lệ ban đầu cách đây 10 năm là 50 tỷ đồng. Năm 2016, vốn điều lệ tăng hơn gấp hai lần sau khi công ty phát hành 30 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để trả cổ tức bằng cổ phiếu và cổ phiếu thưởng, cộng với 11 triệu cổ phiếu được phát hành riêng lẻ với giá 33.000VND/cổ phiếu để huy động khoảng 18 triệu USD.

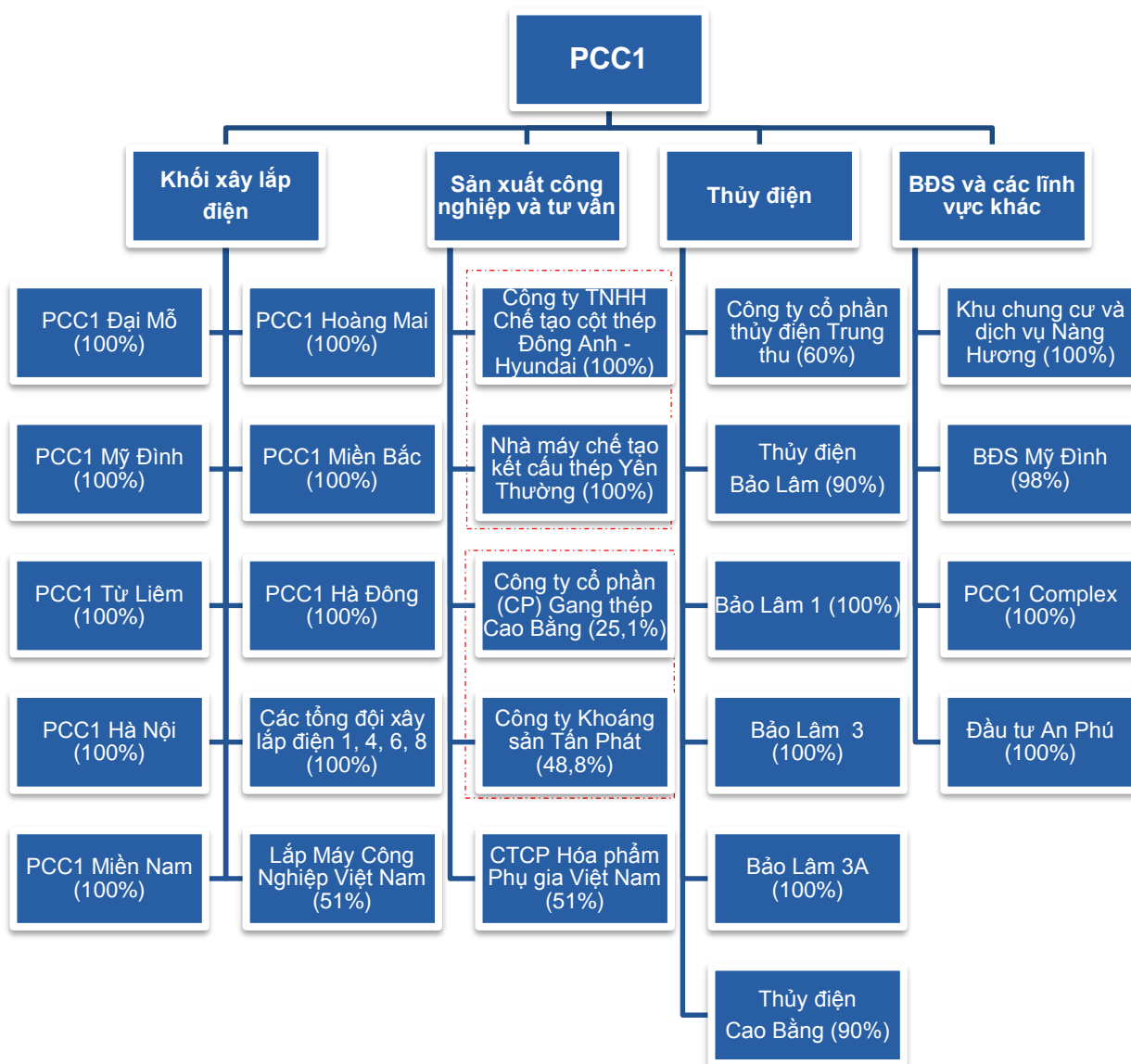
Hình 17: Quá trình tăng vốn điều lệ của PC1



Nguồn: PC1

Cấu trúc Công ty

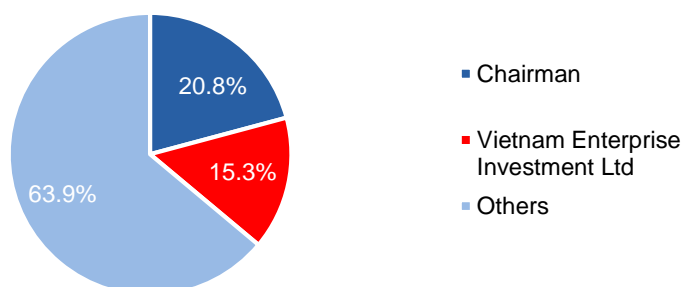
Theo cáo bạch của công ty, tính đến ngày 13/10/2016, các công ty con và liên kết của PC1 như sau:



Ban lãnh đạo và sở hữu

PC1 có cổ đông đa dạng và đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm, công tác từ 10-30 năm trong ngành.

Hình 18: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: PCC1

Hình 19: Hội đồng Quản trị và Ban lãnh đạo

Họ và tên	Tuổi	HĐQT	Ban lãnh đạo	Trình độ và kinh nghiệm	Ghi chú
Trịnh Văn Tuấn	53	Chủ tịch	TGĐ	Kỹ sư 20 năm kinh nghiệm	* * cổ phần 20,83%
Vũ Văn Tứ	56	Thành viên	Phó TGĐ	Kỹ sư điện 34 năm kinh nghiệm	cổ phần 0,27%
Võ Hồng Quang	40	Thành viên	Phó TGĐ, TGĐ của PCC1 Miền Nam	Kỹ sư điện 16 năm kinh nghiệm	cổ phần 2,20%
Nguyễn Minh Đệ	40	Thành viên	Phó TGĐ TGĐ Đông Anh - Hyundai	Cử nhân 16 năm kinh nghiệm	cổ phần 1,53%
Nguyễn Thị Hương	46	Thành viên	Trưởng phòng Kế hoạch	Cao đẳng 10 năm kinh nghiệm	cổ phần 1,33%
Đặng Văn Nghĩa	57		Phó TGĐ	Kỹ sư điện 24 năm kinh nghiệm	cổ phần 0,21%
Nguyễn Nhật Tân	46		Phó TGĐ	Kỹ sư điện, Thạc sĩ QTKD 21 năm kinh nghiệm	cổ phần 3,81%

Nguồn: PCC1

Chiến lược

Với tham vọng trở thành một trong 5 chủ thầu EPC lớn nhất Đông Nam Á trong lĩnh vực xây lắp đường dây truyền tải cùng với Singapore Power, CH. Karnchang Public Company Ltd-Thailand, Akali-Indonesia, PC1 đã đưa ra chiến lược cho giai đoạn 2015-2020, với tầm nhìn đến năm 2030. Theo đó, công ty đề ra mục tiêu doanh thu năm 2020 và 2025 đạt lần lượt 400 triệu USD và 1 tỷ USD (tăng 18% và 19% so với năm trước) và biên lợi nhuận ròng 7%-10%.

Đối với giai đoạn 2015-2017: PC1 dự kiến sẽ củng cố thêm vị thế tại các lĩnh vực chính của công ty như xây lắp đường dây truyền tải và sản xuất công nghiệp, tăng cường khoảng cách so với các công ty khác trong ngành, gia tăng các hợp đồng EPC; phát triển các lĩnh vực hoạt động, sản phẩm và thị trường mới. Để thực hiện kế hoạch trên, trong tháng 12/2016, công ty sẽ đưa vào hoạt động hai nhà máy thủy điện. Ngoài ra, công ty dự kiến sẽ đầu tư để mở rộng nhà máy sản xuất cột điện nhằm nâng cao công suất. Bên cạnh đó, công ty còn dự kiến tham gia vào lĩnh vực sản xuất thiết bị ngành điện (cáp điện, biến áp, v.v.)

Từ năm 2017 trở đi: PC1 nhắm vào thị trường nước ngoài, tăng cường xuất khẩu sản phẩm, cũng như mở rộng hoạt động xây dựng ra nước ngoài. PC1 hiện đang hợp tác với AG Ajikawa Corporation (một chủ thầu EPC của Nhật, có mạng lưới khách hàng toàn thế giới, từ Bắc, Trung, Nam Mỹ, Trung Đông, Đông Nam Á, đến Châu Đại Dương và Châu Phi).

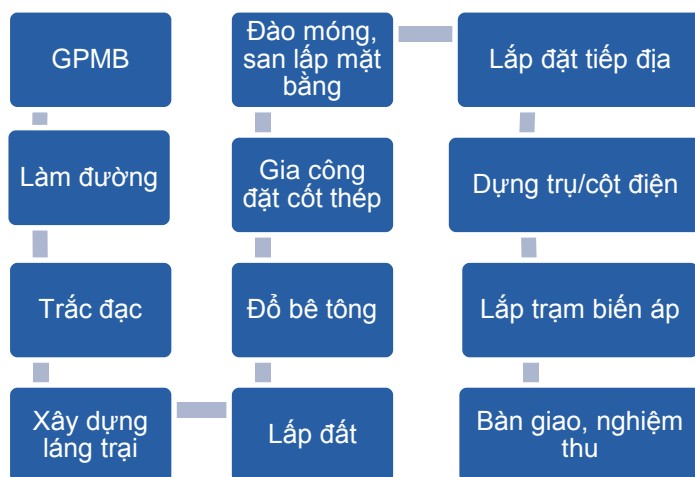
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mảng xây lắp đường dây truyền tải

Công ty hàng đầu về lĩnh vực xây lắp đường dây truyền tải

Trong 50 năm qua, PC1 đã công ty đã thực hiện hoàn thành hàng chục nghìn km đường dây 500kV, 220kV, 110kV, hàng trăm nghìn km đường dây 35kV, hoàn thành nhiều dự án trạm biến áp đến 500kV với tổng công suất hàng chục nghìn MVA.

Hình 20: Quy trình xây lắp



Nguồn: VCSC & PC1

Hình 21: Đường truyền tải Vĩnh Tân-Tháp Chàm Hình 22: Trạm biến áp



Nguồn: PC1

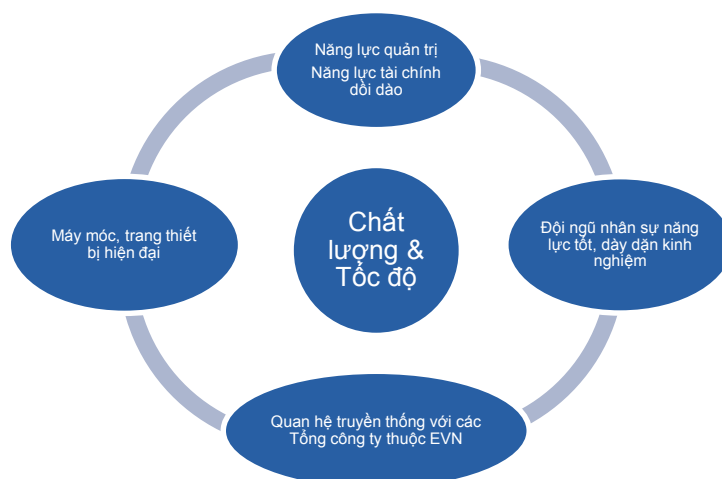


Nguồn: PC1

PC1 là nhà thầu có năng lực nhất

Sau khi cổ phần hóa từ năm 2005, PC1 thực hiện một chương trình tái cấu trúc toàn diện về quản trị doanh nghiệp. Dần dần, Công ty ngày càng dành được nhiều dự án nhờ vào chất lượng và tiến độ thi công. Thành tựu đó là nhờ vào: 1) việc đầu tư đồng bộ hệ thống kéo và hệ thống căng dây hiện đại, tự nghiên cứu phát triển trang thiết bị như kinh khí cầu điều khiển từ xa, thiết bị bay có định vị cùng nhiều máy móc thiết bị chuyên ngành. Những yếu tố này đã giúp PC1 vượt qua các đối thủ về năng lực triển khai, thi công dự án; 2) đội ngũ nhân sự có năng lực cao, thành thạo vận hành máy móc hiện đại và giàu kinh nghiệm trong việc quản lý các dự án lớn trên toàn quốc; 3) Khả năng tài chính mạnh mẽ giúp PC1 có thể tham gia vào bất kỳ dự án cấp quốc gia quy mô lớn và 4) mối quan hệ mạnh với Tập đoàn Điện lực Việt Nam cũng như các cấp chính quyền đô thị/tỉnh, vốn giúp đảm bảo được tiến độ giải phóng mặt bằng (điều mà các công ty nước ngoài không thể cạnh tranh).

Hình 23: Năng lực tổng hợp của PC1



Nguồn: VCSC & PC1

Hình 24: Khinh khí cầu



Hình 25: Thiết bị bay tự động có định vị



Nguồn: PC1

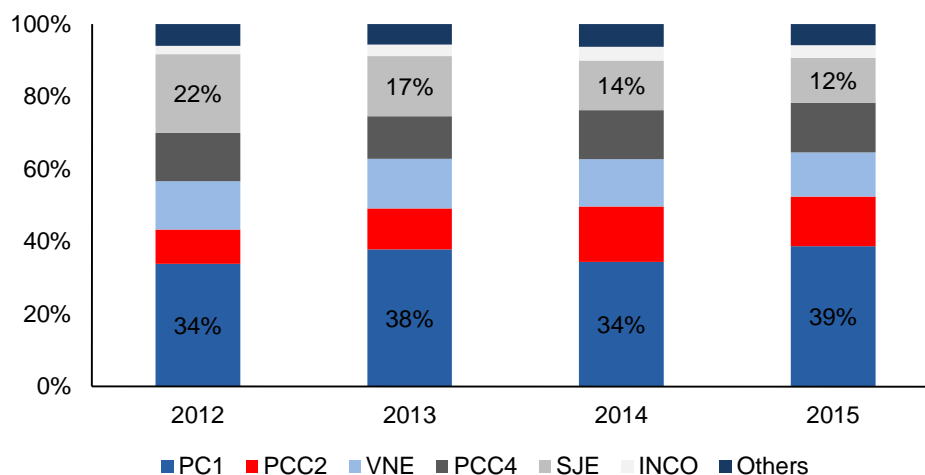
Tổng công ty truyền tải điện quốc gia là khách hàng lớn nhất nhưng PC1 có nhiều cơ hội để đa dạng hóa nền tảng khách hàng

Các Ban quản lý dự án điện 3 miền của Tổng công ty truyền tải điện quốc gia là khách hàng chủ yếu của PC1 xưa nay. Tuy nhiên, PC1 cũng có cơ hội để đa dạng hóa khách hàng trong tương lai, ví dụ như việc chính quyền các tỉnh/thành cần nâng cấp, xây thêm các đường dây truyền tải trong thành phố, hoặc các Tổng công ty khác như Tập đoàn dầu khí Việt Nam, Tổng công ty than và khoáng sản cần đầu tư lưới truyền tải cho các nhà máy điện của họ, hoặc chủ đầu tư các khu công nghiệp, các khu đô thị dân cũng phải tự đầu tư truyền tải điện nội khu. Hơn nữa, PC1 có thể mở rộng sang các thị trường khác như Lào, Campuchia.

PC1 chiếm lĩnh thị phần chủ đạo

Trong các năm vừa qua, PC1 đã gia tăng và giữ vững thị phần 34-38% trong ngành xây lắp lưới điện Việt Nam, gấp 3 thị phần của đối thủ liền kề.

Hình 26: Thị phần của PC1



Nguồn: VCSC & PC1

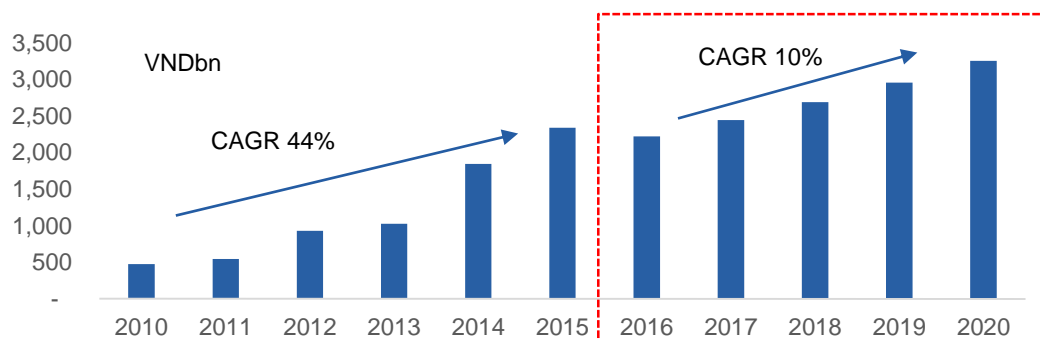
Tiềm năng tăng trưởng ổn định do nhu cầu cao về điện của nền kinh tế Việt Nam

Trong hơn năm năm qua, PC1 đã đạt được mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong mảng xây lắp, tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2010-2015 là 44%. Doanh thu tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2012, và sau đó tăng gấp đôi so với năm 2014. Đạt được doanh thu như vậy là nhờ vào một loạt các dự án mà PC1 đã thắng thầu như đường dây 500kV Vĩnh Tân – Sông Mỹ, đường dây 200kV Đắc Nông – Phước Long – Bình Long, 500kV Pleiky – Mỹ Phước – Cầu Bông, đảo Cô Tô – Quảng Ninh và trạm 500kV Ô Môn.

Trong chín tháng đầu năm 2016, giải ngân cho đầu tư công chậm và nên tốc độ tăng trưởng của PC1 trong lĩnh vực xây lắp bị chậm lại, giảm 17,7% so với năm ngoái do sự suy giảm từ đầu tư công cũng như tiến độ quyết toán các dự án bị chậm. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2016 sẽ giảm 5% so với năm ngoái.

Chúng tôi tin rằng PC1 sở hữu những lợi thế cạnh tranh ưu việt để giành được hợp đồng khi đấu thầu và có thể đạt mức tăng trưởng ổn định 10% trong vòng năm năm tới, do nhu cầu xây lắp lưới truyền tải tăng 25.7% và nhu cầu xây lắp trạm biến áp tăng gấp 3 lần trong 5 năm tới so với giai đoạn 5 năm trước.

Hình 27: Triển vọng của mảng xây lắp



Nguồn: VCSC & PC1

Một dự án lưới truyền tải thường kéo dài 8-12 tháng và công ty thường ghi nhận doanh thu theo tiến độ dự án khi quyết toán/nghiệm thu từng hạng mục.

Hình 28: Một số hợp đồng xây lắp cho giai đoạn 2015-2018

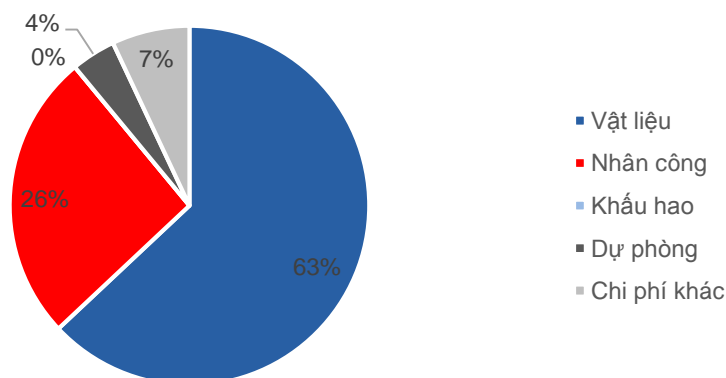
Dự án	Giá trị	Bắt đầu	Kết thúc
Duyen Hai-My Tho 500kV	266	2014	2016
500kV substation Pho Noi	342	2015	2016
500kV Pleiku 2	148	2015	2016
Cau Bong-Duc Hoa 220kV and Cau Bong-Hoc Mon- Binh Tan 220kV	132	2014	2016
Cat Lai - High tech park 220kV	266	2015	2016
Yen Phong 3 110 kV	121	2015	2016
Bao Lam 220kV	124	2015	2016
Nha Be Metrocity EPC	203	2012	2017
Long Phu-Can Tho-Tra Noc 220 kV	150	2015	2017
Long Phu-O Mon 500kV	267	2014	2017
Phu Lam - Hoc Mon 1 220kV	172	2016	2017
Ben Thanh - Suoi Tien 110kV underground	158	2015	2018
Hoa Lac high tech park -110 kV substation			
Cau Bong-Binh Tan 220KV transmission lines	187	2016	2018
	238	2016	2018
Phú xuyên 110kV transmission line & substation	158	2016	2018
Total	2,932		

Nguồn: VCSC & PC1

Mảng xây lắp có tỷ suất lợi nhuận cao

Trong cấu trúc chi phí mảng xây lắp, chi phí nguyên vật liệu (dây cáp điện, trạm biến áp, v.v.) chiếm tỷ trọng cao nhất, 63%. Tiếp theo, như các công ty xây lắp khác, nhân công chiếm phần lớn trong cấu trúc chi phí của PC1, 26%. Trong khi các chi phí còn lại bao gồm khấu hao, dự phòng bảo hành công trình và các chi phí khác chiếm khoảng 10%.

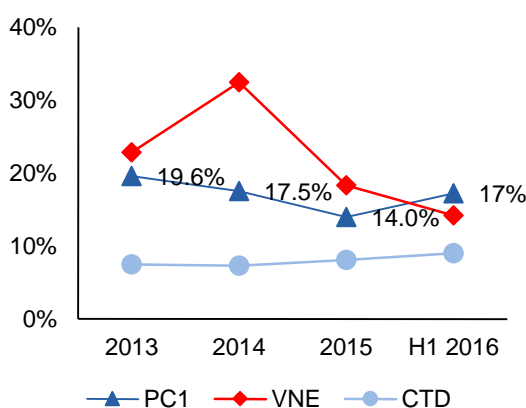
Hình 29: Cơ cấu chi phí mảng xây lắp



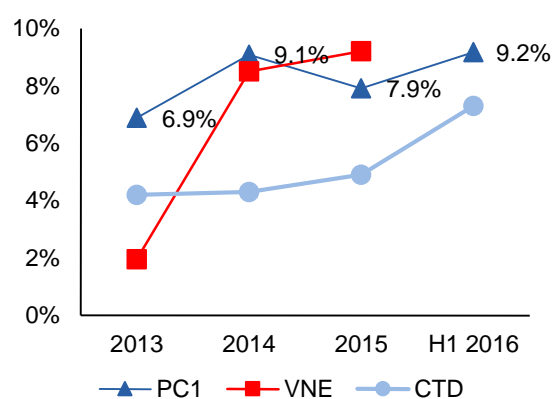
Nguồn: VCSC & PC1

Trong vòng 4 năm qua, PC1 đạt được mức lợi nhuận gộp từ 14-19%, đây là mức rất cao so với công ty xây dựng nhà cửa như CTD (dưới 10%). Tỷ suất lợi nhuận gộp của PC1 thấp hơn VNE (vốn là Công ty xây lắp điện 3-PCC3, cổ phần hóa năm 2005 và có lĩnh vực kinh doanh tương tự PC1) do PC1 có một số hợp đồng EPC trong khi VNE chỉ có hợp đồng PC (tỷ suất lợi nhuận của hợp đồng EPC thấp hơn hợp đồng PC). Ngoài ra, việc có nhiều hợp đồng trạm biến áp hơn cũng dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu của PC1 là cao nhất do chi phí lãi vay và chi phí quản lý thấp.

Hình 30: Tỷ suất lợi nhuận gộp của PC1 so với đối thủ



Hình 31: Tỷ suất lợi nhuận/doanh thu của PC1 so với đối thủ



Nguồn: VCSC & listed companies here.

Mối quan hệ chặt chẽ của PC1 với các công ty tư vấn điện lưới trong nước, các đối tác quốc tế uy tín và năng lực đấu thầu cạnh tranh đảm bảo vị thế của PC1 trong cơn bão cạnh tranh

Trong nhiều năm qua, PC1 đã thiết lập mối quan hệ chặt chẽ với các Công ty tư vấn điện lưới truyền tải và trạm biến áp cho Tổng Công ty truyền tải điện quốc gia. Ngoài ra, PC1 cũng hợp tác với các nhà cung cấp cáp điện hàng đầu thế giới như NKT của Đức, Taihan Electric Wire của Hàn Quốc. . . Những yếu tố này giúp PC1 cạnh tranh với các liên doanh đang hình thành giữa các công ty xây lắp điện còn lại (PCC2, VNE, PCC4 – những công ty có nguồn gốc nhà nước, các công ty tư nhân như Thái Dương, Việt Long) và các công ty nước ngoài khác như TBEA của Trung Quốc, KEC của Ấn Độ . . . Hơn nữa, điều này cũng giúp PC1 thắng thầu trong các dự án đấu thầu theo tiêu chuẩn quốc tế do dùng vốn của Worldbank, ADB.

Mảng sản xuất kết cấu thép cột điện/viên thông

PC1 sở hữu năng lực sản xuất kết cấu thép cột điện/viên thông lớn nhất Việt Nam

PC1 có hai nhà máy sản xuất kết cấu thép mạ kẽm nhúng nóng với tổng năng suất là 50,000 tấn mỗi năm (Nhà máy Hyundai-Đồng Anh – 35,000 tấn và nhà máy Yên Thường – 15,000 tấn). Nhà máy Hyundai-Đồng Anh được mua từ Công ty Huynhdai Heavy Industries.

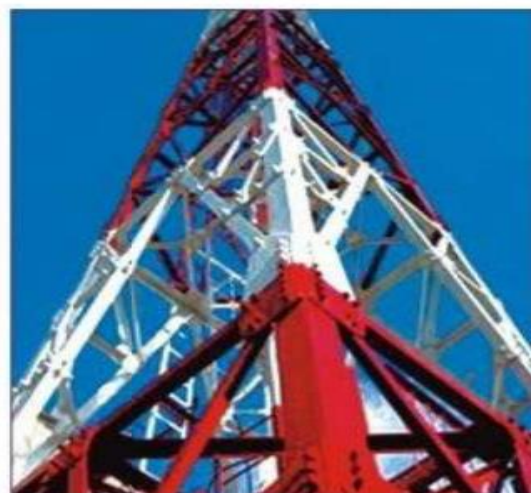
PC1 là công ty Việt Nam duy nhất có năng lực thiết kế, chế tạo cột thép đơn thân 110, 220kV 1,2,4 mạch. Ngoài ra, là công ty Việt Nam duy nhất xuất khẩu sang các thị trường như Nhật Bản, Hàn Quốc, Lào và Chile.

Hai sản phẩm chủ yếu: kết cấu thép đơn thân và kết cấu cột lưới. Ngoài ra còn có các sản phẩm khác như kết cấu trạm biến áp, cột viễn thông.

Hình 32: Cột đơn thân 220kV



Hình 33: Kết cấu cột lưới



Nguồn: VCSC & PC1

Chất lượng tốt và giá cả cạnh tranh

Với hệ thống thiết kế bằng máy tính tiên tiến (CAD) và hệ thống máy cắt CNC đồng bộ, hiện đại và đội ngũ công nhân tay nghề cao, sản phẩm của PC1 có chất lượng cao, độ chính xác cao, bền bỉ, dễ lắp đặt và chống giật điện tốt. Sản phẩm của PC1 có chất lượng tốt vì vậy, có thể xuất khẩu sang các thị trường khó tính như Nhật Bản, Hàn Quốc. Trong nước, sản phẩm của PC1 lại càng có lợi thế về giá hơn các sản phẩm ngoại nhập vì chi phí nhân công thấp, chi phí vận chuyển thấp, chi phí lãi vay thấp và sản xuất quy mô lớn.

Hình 34: Quy trình sản xuất



Nguồn: VCSC & PC1

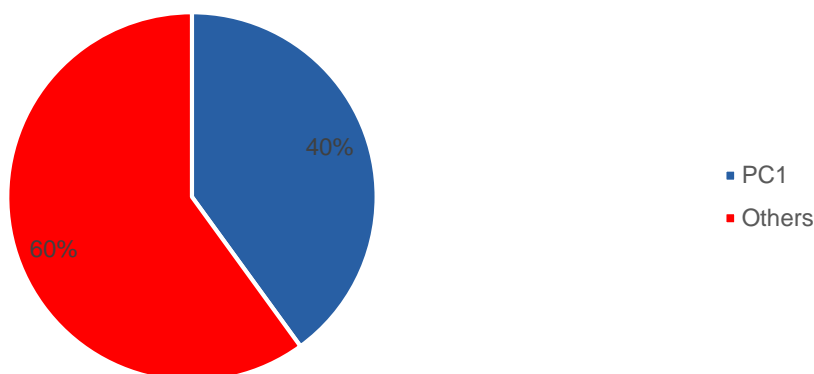
PC1 chiếm thị phần lớn trong nước và có tiềm năng giá trị xuất khẩu

Ngành sản xuất kết cấu thép cột điện là một ngành cạnh tranh với rào cản gia nhập ngành thấp. Tuy nhiên, với vị thế tiên phong và công nghệ tốt, PC1 có được 40% thị phần.

Công ty đang hợp tác với đối tác AG Ajikawa để gia tăng sản lượng xuất khẩu trong thời gian tới.

AG Ajikawa là một công ty có trụ sở ở Nhật Bản, cùng các công ty con hoạt động trong lĩnh vực thiết kế, phát triển, sản xuất và buôn bán các kết cấu thép phục vụ ngành điện. Công ty con ở Việt Nam (AG-VINA Engineering) và ở Thái Lan (Ajikawa Co., Ltd.) chủ yếu làm về thiết kế. AG có 2 đối tác, một là Hyundai- Đông Anh của PC1, một là Ajikawa & SCI Metal Tech Co., Ltd của Thái Lan. AG có mạng lưới khách hàng toàn cầu từ Bắc, Trung, Nam Mỹ đến Trung Đông, Đông Nam Á, châu Đại Dương và châu Phi.

Hình 35: Thị phần của PC1 trong ngành sản xuất cột điện



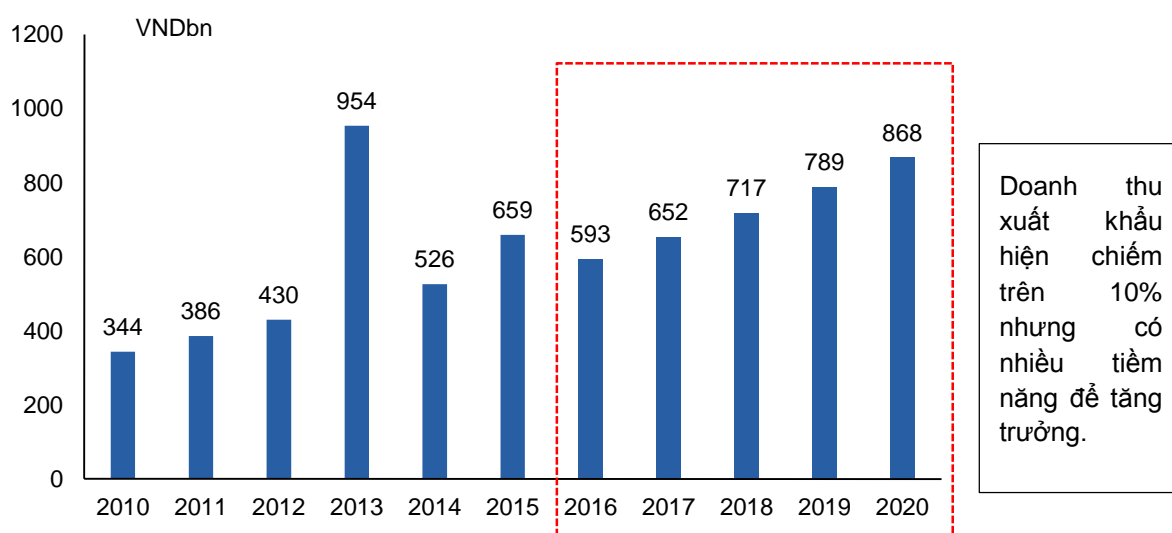
Nguồn: VCSC & PC1

Mảng sản xuất cột điện dự kiến cũng tăng trưởng ổn định

Doanh thu sản xuất cột điện tăng trưởng ổn định trong vòng 6 năm qua, trừ năm 2013 là tăng đột biến do có hợp đồng quy mô lớn cung cấp cột thép cho đường dây Pleiku-Mỹ Phước-Cầu Bông, 452 tỷ).

Công ty đang hợp tác với đối tác AG Ajikawa để gia tăng sản lượng xuất khẩu trong thời gian tới. Hai bên dự kiến sẽ ký một hợp đồng xuất khẩu tổng cộng hơn 200,000 tấn sản phẩm cho giai đoạn 2016-2019 sang Indonesia. Trước mắt là một hợp đồng khoảng 40,000 tấn.

Hình 36: Doanh thu sản xuất cột điện

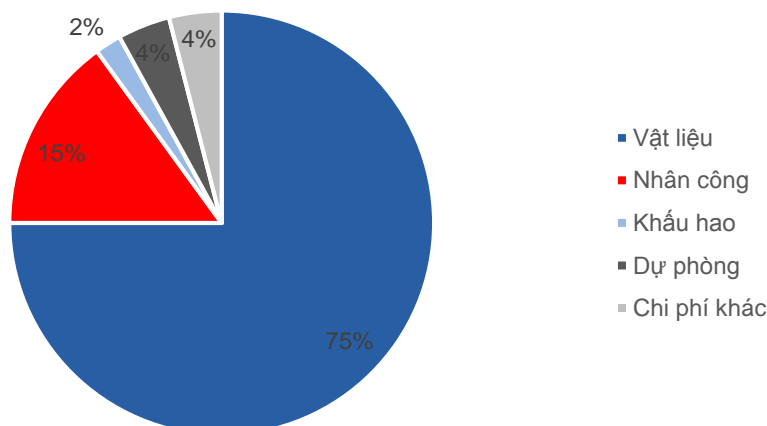


Nguồn: VCSC & PC1

Tỷ suất lợi nhuận phụ thuộc vào giá thép

Trong mảng kinh doanh này, nguyên liệu là chi phí lớn nhất trong giá thành, chiếm khoảng 70-80%. Chi phí lớn thứ hai là nhân công, khoảng 15%, còn lại là khấu hao và các chi phí khác.

Hình 37: Cơ cấu chi phí mảng sản xuất cột điện

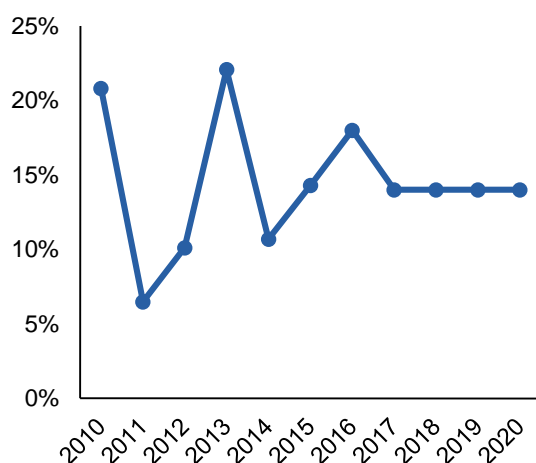


Nguồn: PC1

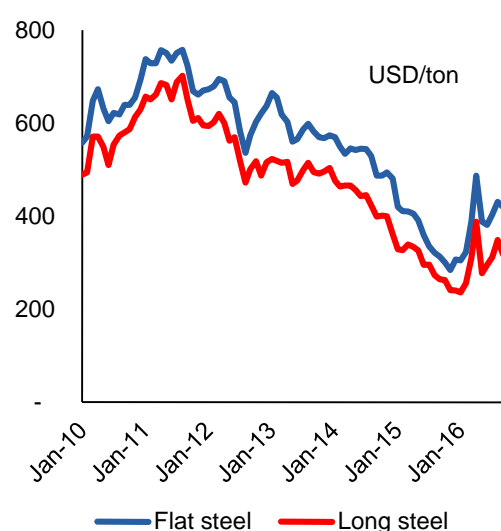
Nguyên liệu chính của mảng này là thép góc, thép hình và thép tấm, được mua từ các đối tác như JFE Mechanical Vietnam (Nhật Bản), Siam Yamato Steel Company Ltd (Thái Lan), Cimexco Industrial JSC (Việt Nam) . . .

Trong giai đoạn 2011-2016, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này tăng đều đặn do giá thép liên tục giảm hàng năm. Sự đột biến về tỷ suất lợi nhuận năm 2013 là do giá thép năm đó giảm mạnh trong khi nhu cầu cao giúp giá bán sản phẩm ổn định. Trong tương lai, chúng tôi cho rằng giá thép sẽ tăng, tỷ suất lợi nhuận 2017 sẽ giảm nhưng ổn định trong các năm còn lại.

Hình 38: Biên lợi nhuận sản xuất cột thép



Hình 39: Giá thép



Nguồn: VCSC & PC1

Nhà máy thủy điện

Danh mục đầu tư các nhà máy thủy điện lớn có công suất lên đến 200MW

Ở thời điểm hiện tại, PC1 đã được cấp phép đầu tư cho 6 dự án nhà máy thủy điện, với tổng công suất 174MW. Với lượng công suất này, mảng kinh doanh thủy điện giúp PC1 có thể trở thành công ty thủy điện lớn thứ hai niêm yết. Ngoài ra, công ty đang tìm kiếm thêm nhiều dự án để đưa danh mục đầu tư thủy điện lên mức 300MW trong dài hạn.

Hình 40: Danh mục đầu tư thủy điện của PC1

Nhà máy	Cổ phần	Địa điểm	Công suất (MW)	Công suất thiết kế (tr kWh)	Turbine	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Ngân hàng tài trợ	Bắt đầu xây dựng	Hoạt động	NPV	IRR
Trung Thu	60%	Điện Biên	30	124	Tianjin Tianfa	899	WB	2014	Q4 2016	148	12.7%
Bảo Lâm 1	100%	Cao Bằng	30	116	Tianjin Tianfa	915	WB	Q3 2014	Q4 2016	191	13.5%
Bảo Lâm 3	100%	Cao Bằng	46	191	Dong Feng	1,394	VCB	Q2 2015	Q4 2017	270	12.8%
Bảo Lâm 3A	100%	Cao Bằng	8	33	Tianjin Tianfa	312	Vietinbank	Q1 2016	Q4 2017	29	10.8%
Bảo Lâm 2A	100%	Cao Bằng	30	120	N/a		WB	2018	2020	195	
Bảo Lâm 4 (Mông An)	100%	Cao Bằng	30	103	N/a	922	WB	2017	Q2 2019	187	
Tổng cộng			174	687	6	-		-		1,021	

Nguồn: VCSC & kế hoạch của PC1

Vốn đầu tư xây dựng hợp lý cho 1 MW

Ngoài trừ dự án Bảo Lâm 3A (có công suất nhỏ nhất 8 MW và vốn đầu tư 39 tỷ đồng/MW). Các nhà máy thủy điện của PC1 đều có vốn đầu tư dưới 30 tỷ đồng, tương đương với vốn xây dựng cho các nhà máy thủy điện vừa xây dựng gần đây (vốn có quy mô tương đương).

Hình 41: Vốn đầu tư/MW của các nhà máy thủy điện vừa xây dựng

Nhà máy	MW	Vốn đầu tư (VNDbn)	Vốn đầu tư (tỷ đồng/MW)	Năm hoạt động	Nhà đầu tư
Nam Khoa 3	18	500	28	2013	Linh Linh CTCP
Nậm Ban 3	22	635	29	2014	Công ty TNHH đầu tư phát triển điện Nậm Ban 2
Bản Ang	17	550	32	2015	CTCP Thủy điện Nậm Mỏ
Nậm Xây	27	740	27	2016	Công ty Phúc Khánh
Dak Lo (SD3)	22	792	36	2016	SD3
Trung bình			30.5		
Vốn đầu tư của PC1 cho 1MW thủy điện			30.4		

Nguồn: VCSC & các công ty niêm yết đề cập

Được hưởng chi phí tránh được ưu đãi

Tại Việt Nam, đối với các nhà máy thủy điện có công suất thấp hơn 30MW, một loại thuế đặc biệt được gọi “chi phí tránh được” được áp dụng như bên dưới. Giá điện này được tính theo mùa cộng thêm giá công suất giờ cao điểm (giá cộng thêm được nhận trong giờ cao điểm). Mức giá này thường cao hơn khoảng 20% so với giá trung bình (mức trung bình của giá điện cạnh tranh và giá điện theo hợp đồng PPA) mà các nhà máy thủy điện lớn hơn ở Việt Nam nhận được. Điều này là vì Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) khuyến khích các nhà máy thủy điện nhỏ vận hành trong giờ cao điểm nhằm tiết kiệm chi phí không cần phải huy động từ các nhà máy nhiệt điện dầu (thường có chi phí cao hơn nhiều).

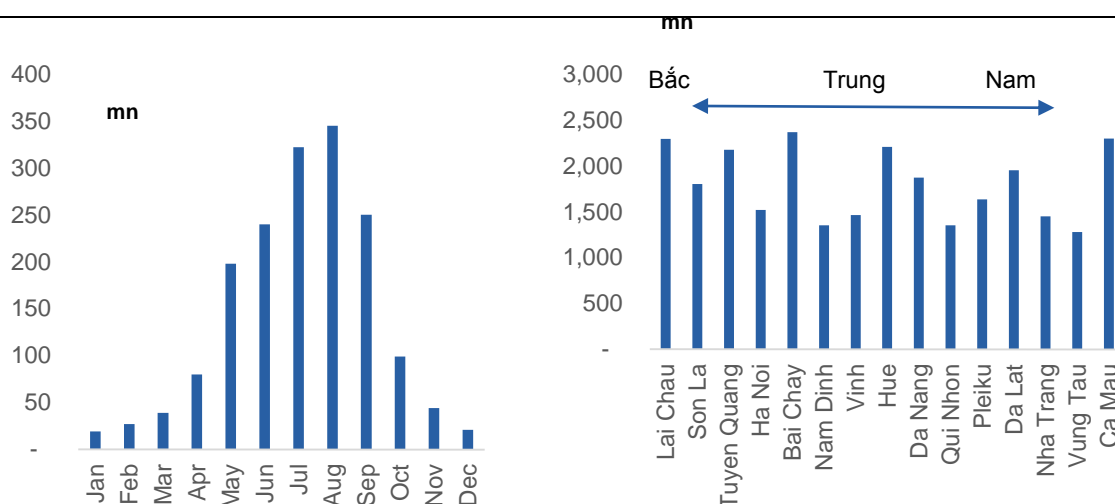
Đối với nhà máy Bảo Lâm 3, nhà máy này có thể tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh, mặc dù giá thị trường điện biến động nhưng sẽ có cơ hội tốt vì chi phí sản xuất của các nhà máy thủy điện là rất cạnh tranh so với chi phí sản xuất của các nhà máy nhiệt điện.

Hình 42: Chi phí tránh được

VND/kWh	2013	2014	2015	2016
Mùa khô (quý 1,2 & 4)				
Bắc	624	624	634	609
Trung	611	611	624	607
Nam	657	657	662	638
Mùa mưa (quý 3)				
Bắc	585	585	613	615
Trung	566	566	602	612
Nam	602	602	636	644
Giá công suất	1,805	1,805	2,158	2,242
Giá bán trung bình			1,060	1,069

Nguồn: VCSC & Bộ Công thương

Hình 43: Mùa mưa tại Việt Nam theo mùa (2015) Hình 44: Mùa mưa tại Việt Nam theo khu vực (2015)



Nguồn: TCTK

Nguồn vốn tài trợ từ Ngân hàng thế giới (WB) với lãi suất thấp nhất

Dự án Phát triển Năng lượng có thể Tái tạo ở Việt Nam được WB triển khai vào năm 2009 và để mở rộng cơ hội sử dụng các lao động địa phương và gia tăng nguồn cung điện ổn định, đặc biệt ở các khu vực nông thôn. Nhìn chung, chương trình nhắm đến mức gia tăng nguồn cung điện trong lưới điện quốc gia từ nguồn năng lượng tái tạo một cách kinh tế, thân thiện với môi trường và ổn định xã hội.

PC1 là một trong số ít công ty nhận được gói trợ vốn này. Khoản vay được thực hiện thông qua các ngân hàng trong nước như BIDV, Vietinbank và giải ngân bằng đồng VND, giúp PC1 tránh được rủi ro chuyển đổi tỷ giá. Mức lãi suất được ước tính ở mức khoảng 6,5%.

Lãi suất liên ngân hàng theo quý + Biên lợi nhuận của các ngân hàng thương mại (2,6%) – 1,5% hỗ trợ từ Chính phủ

Thời gian thanh toán nhanh đối với dự án có vòng đời 25 năm

Mô hình định giá của chúng tôi cho thấy các dự án thủy điện có tỷ suất sinh lời nội bộ (IRR) cao trong khoảng 12,7-13,7% và thời gian hoàn vốn ngắn khoảng 8 năm. Những dự án này sẽ mang lại dòng tiền ổn định khoảng 20 triệu USD hàng năm đối với PC1 từ năm 2018 trở đi.

Hình 45: Tỷ lệ sinh lời của các dự án thủy điện của PC1

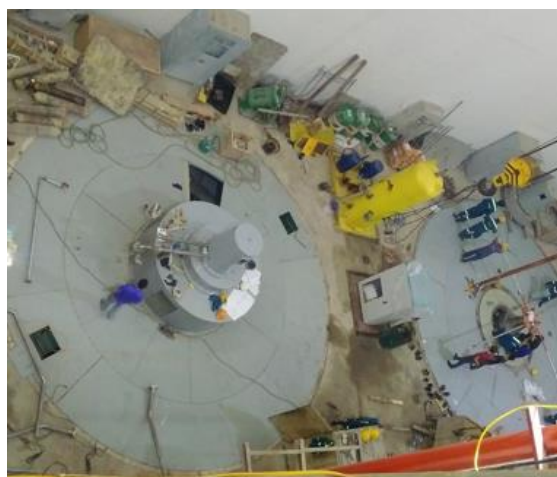
Khả năng sinh lời	IRR	WACC	NPV (tỷ đồng)	Thời gian hoàn vốn (năm)
Trung Thu	13.5%	8.9%	246	8
Bảo Lâm 1	13.2%	8.9%	237	8
Bảo Lâm 3	13.7%	10.8%	212	8
Bảo Lâm 3A	12.7%	10.8%	31	9

Nguồn: VCSC & PC1

Nhà máy Trung Thu và Bảo Lâm sẽ đi vào hoạt động trong năm nay

Ở thời điểm hiện tại, nhà máy Trung Thu đã hoàn tất quá trình xây dựng và lắp đặt turbine. Dự án này đang tích nước và sẽ bắt đầu phát điện trong tháng 11. Trong khi đó, đối với nhà máy Bảo Lâm 1, PC1 đã hoàn tất thi công đập chứa, hiện tại đang lắp đặt turbine và có kế hoạch phát điện trong tháng 12/2016.

Hình 46: Hai tổ máy phát của nhà máy Trung Thu



Hình 47: Quạt turbine của nhà máy thủy điện Bảo Lâm 1



Nguồn: VCSC & PC1

Nhà máy Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A sẽ đi vào hoạt động năm 2017

PC1 cũng đã động thổ nhà máy thủy điện Bảo Lâm 3 trong quý 2/2015, hiện tại, công ty đã hoàn thành 65% công việc xây dựng và 55% gói lắp đặt thiết bị. Đầu năm nay, PC1 cũng đã khởi công nhà máy Bảo Lâm 3A. Ở thời điểm hiện tại, công ty đã hoàn thành 40% tiến độ xây dựng và 30% gói lắp đặt thiết bị.

Hình 48: Nhà máy Thủy điện Bảo Lâm 3



Hình 49: Nhà máy Thủy điện Bảo Lâm 3

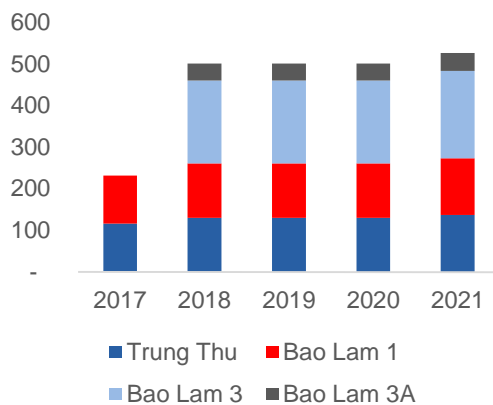


Nguồn: VCSC & PC1

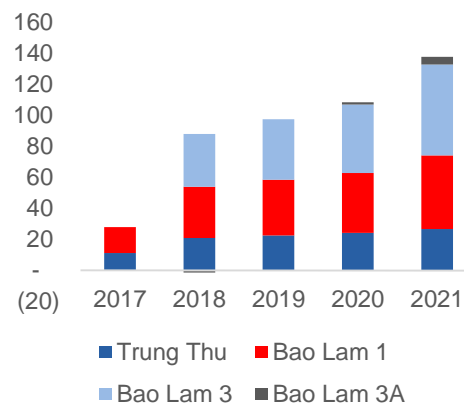
Doanh thu và lợi nhuận sẽ gia tăng từ năm 2018 trở đi

Chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ bắt đầu có doanh thu từ mảng kinh doanh thủy điện từ năm 2017, nhưng lợi nhuận sẽ chỉ đạt khiêm tốn do phải ghi nhận nhiều loại chi phí trong năm đầu tiên hoạt động cũng như hoạt động chưa ổn định. Tuy nhiên, doanh thu năm 2018 sẽ gấp đôi năm 2017 và lợi nhuận ước tính sẽ gia tăng 2,6 lần với nhà máy Bảo Lâm 3A đi vào hoạt động.

Hình 50: Doanh thu thủy điện



Hình 51: LN ròng thủy điện



Nguồn: VCSC & PC1

Mảng Bất động sản (BDS)

Một chủ đầu tư BĐS quy mô nhỏ nhưng thành công

Trong vòng 3 năm qua, PC1 đã hoàn tất 3 dự án BĐS, mang lại doanh thu khoảng 67 triệu USD cho công ty. Những dự án này chủ yếu tọa lạc tại khu vực trung tâm mới (CBD) của thủ đô Hà Nội và thuộc phân khúc trung cấp. Các dự án này tính đến đến hiện tại đã nhận được chào đón nồng nhiệt của khách hàng và PC1 được biết đến như một nhà phát triển bất động sản uy tín.

PC1 luôn thận trọng khi bắt đầu đầu tư một dự án nào đó, từ khâu xin giấy phép/giải tỏa mặt bằng đến thu xếp vốn/xây dựng và quản lý sau bán hàng. Công ty thường ghi nhận lợi nhuận sau khi bàn giao tất cả căn hộ cho người mua nhà.

Hình 52: Các dự án BĐS của PC1

Dự án	Địa điểm	Diện tích (m2)	Động thổ	Năm bàn giao	Mô tả	Doanh thu (tỷ đồng)
Hoàn thành						
Nàng Hương Apartment	583 Nguyễn Trãi, Quận Thanh Xuân	9,314	2008	2010	21 tầng, căn hộ, villa	300
Mỹ Đình Plaza	140 Trần Bình, Cầu Giấy, Hà Nội	6,617	2011	2013	25 tầng, 350 căn hộ	709
PCC1 Complex	Phủ Lương, Hà Đông	8,814	2014	2016	15 tầng, 540 căn hộ	470
Đang phát triển						
Mỹ Đình Plaza 2	Trần Bình, phường Mỹ Đình 02, Nam Từ Liêm, Hà Nội	5,000	2016	2018	28 tầng, 472 căn hộ	1,220
Dự án Triều Khúc	44 Triều Khúc, Nam Thanh Xuân, Thanh Xuân	6.098	N/A	N/A	484 căn hộ (Diện tích sàn 34,409m2), TT thương mại (Diện tích sàn 4,070m2)	N/A

Nguồn: VCSC & PC1

Hình 53: Mỹ Đình Plaza 2



Hình 54: PCC1 Complex



Nguồn: VCSC & PC1

Ngoài ra, PC1 có một vài quỹ đất tiềm năng với diện tích gần 20.000m2 có thể chuyển đổi thành dự án BĐS trong tương lai.

Hình 55: Quỹ đất của PC1

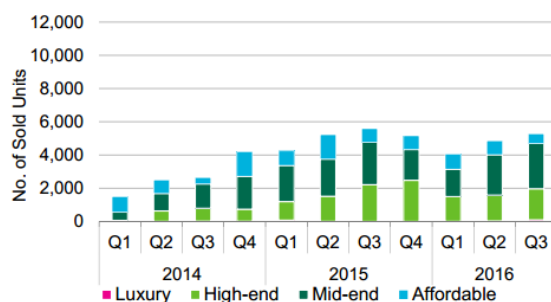
Quỹ đất	Diện tích (m2)	Tình trạng	Ghi chú
Đại Mỗ, Bắc Từ Liêm, Hà Nội	3,193	Thuê 50 năm từ 2016	Văn phòng của PCC1 Đại Mỗ, PCC1 Miền Bắc
Xuân Phương, Bắc Từ Liêm	6,475	Thuê 50 năm từ 2016	Văn phòng của công ty con
Yên Thương, Gia Lâm, Hà Nội	9,629	Thuê 50 năm từ 2016	Văn phòng của công ty con

Nguồn: PC1

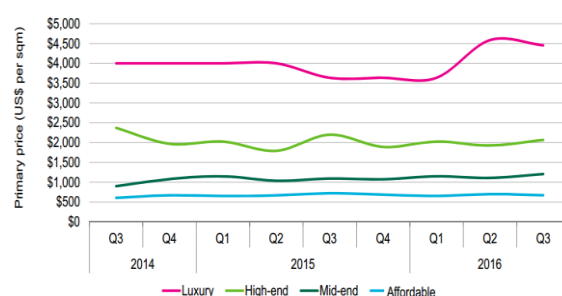
Tiến độ bán hàng vẫn tích cực tại Hà Nội

Doanh số căn hộ trong quý 3 đã tăng mạnh lên mức cao nhất kể từ đầu năm 2016 với 5.270 căn hộ bán ra (+9% so với quý trước). Phân khúc căn hộ trung cấp vẫn chiếm phần lớn (52%). Trong khi đó, giá bán trung bình trong phân khúc trung cấp đã tăng 6% so với quý trước. Do đó, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về doanh số của dự án Mỹ Đình 02 Plaza.

Hình 56: Doanh số bán căn hộ tại HN



Hình 57: Giá bán trên thị trường sơ cấp



Nguồn: CBRE

PC1 sẽ mở bán dự án Mỹ Đình 02 trong tháng 12.

Hiện tại, PC1 đang tiến hành xây dựng móng của dự án này và sẽ mở bán dự án trong tháng 12.

Hình 58: Mỹ Đình Plaza 2



Hình 59: Xây dựng móng Mỹ Đình Plaza 2

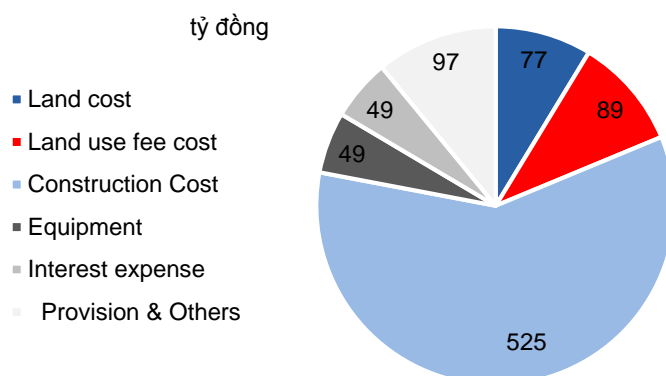


Nguồn: VCSC & PC1

Dự án Mỹ Đình 02 Plaza có tổng vốn đầu tư 867 tỷ đồng, trong đó, 77 tỷ đồng được sử dụng để mua đất (công ty BĐS Mỹ Đình trả cho Tân Mai Group JSC trong năm 2015) và 89 tỷ đồng sử dụng cho

phí quyền sử dụng đất. PC1 có 98% cổ phần của công ty BĐS Mỹ Đình. Giá đất trung bình một m2 của dự án ước tính khoảng 30 triệu đồng.

Hình 60: Cơ cấu vốn đầu tư



Nguồn: Kế hoạch của PC1

Công ty dự kiến dự án này sẽ mang lại 1.220 tỷ đồng/54,2 triệu USD doanh thu và trên 250 tỷ đồng/9,5 triệu USD lợi nhuận trong năm 2018. Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 1,151 tỷ đồng và 207 tỷ đồng.

Hình 61: Doanh thu và lợi nhuận của dự án Mỹ Đình Plaza 02

Loại	Số lượng	Loại	Số Lượng
Diện tích sàn xây dựng (m2)	42,653	Giá bán căn hộ (tr đồng/m2)	30
Căn hộ	37,115	Doanh thu ước tính (tỷ đồng)	1,151
TTTM & Văn phòng	5,538	LN ròng ước tính (tỷ đồng)	207

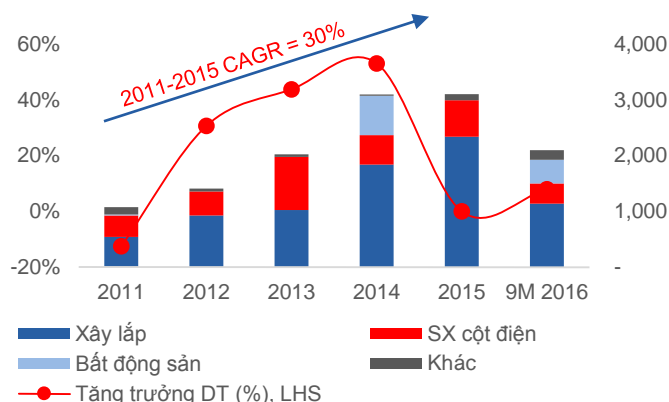
Nguồn: PC1

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ và thu nhập mạnh mẽ trong vòng 5 năm qua

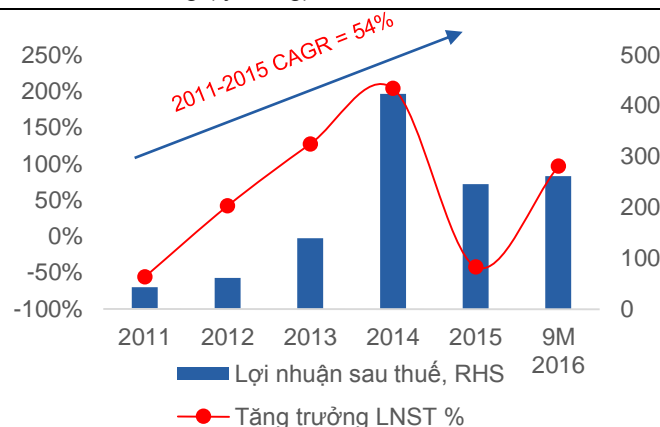
Trong vòng 5 năm qua, PC1 đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu ấn tượng là 30% và lợi nhuận là 54%.

Hình 62: Doanh thu thuần (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính

Hình 63: LN ròng (tỷ đồng)



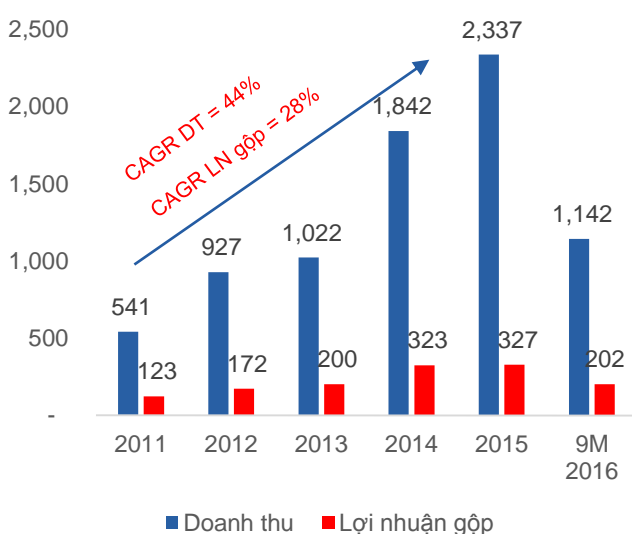
Nguồn: Báo cáo tài chính

Xây dựng và sản xuất cột điện ghi nhận tăng trưởng ấn tượng

Với nỗ lực tái cơ cấu sau khi cổ phần hóa, PC1 đã trở thành một nhà thầu xây dựng uy tín và ngày càng thắng thầu thêm nhiều dự án, gia tăng doanh thu lên mức kỷ lục hơn 100 triệu USD trong năm 2015. Ngoài ra, lợi nhuận gộp cũng tăng mạnh và đạt tỷ lệ CAGR 28%.

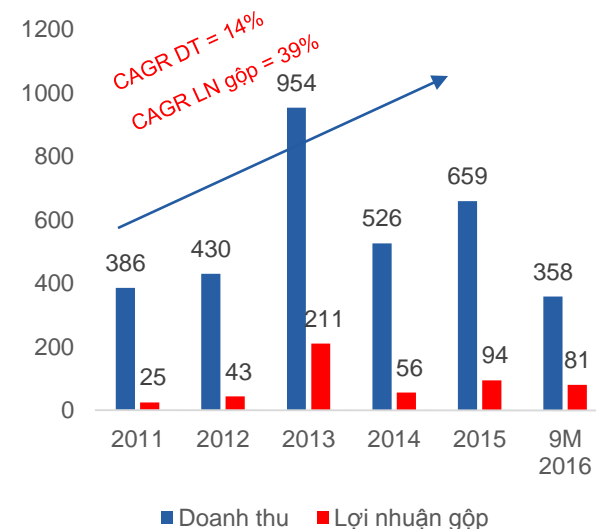
Ngoài ra, mảng kinh doanh sản xuất cột điện cũng tăng trưởng ổn định với những cải thiện tính hiệu quả, ghi nhận tỷ lệ CAGR lợi nhuận gộp đáng kể 59%.

Hình 64: Mảng xây dựng (tỷ đồng)



Nguồn: Báo cáo tài chính

Hình 65: Sản xuất cột điện (tỷ đồng)

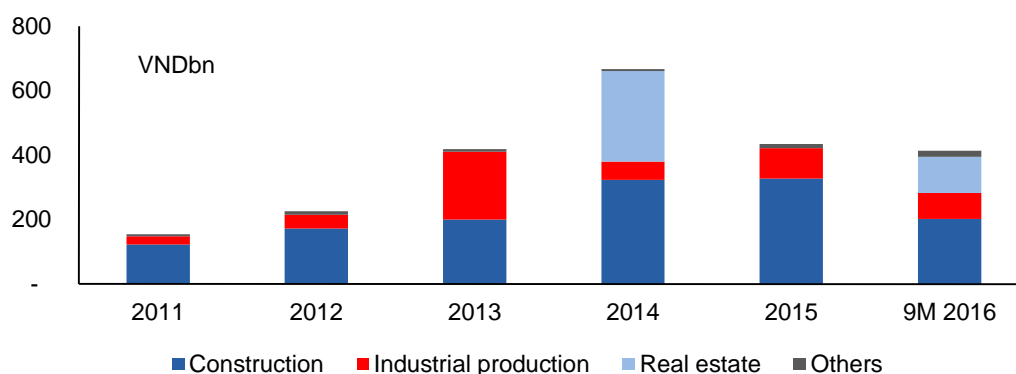


Nguồn: Báo cáo tài chính (*) Năm 2013 tăng mạnh do sự đóng góp của một số hợp đồng lớn và giá bán cao trong năm đó trong khi giá thép ở mức thấp

Mảng BĐS cũng đóng vai trò quan trọng

Ngoài ra, tham gia vào ngành kinh doanh BĐS mang lại thêm thành công cho PC1. Trong năm 2014, Mỹ Đình Plaza đã giúp biên LN gộp tăng khoảng 14 triệu USD và chiếm một nửa LN gộp của PC1. Trong 9 tháng 2016, khu Phức hợp PCC1 đã đóng góp 1/3 tổng LN gộp của công ty.

Hình 66: Cơ cấu LN gộp của PC1



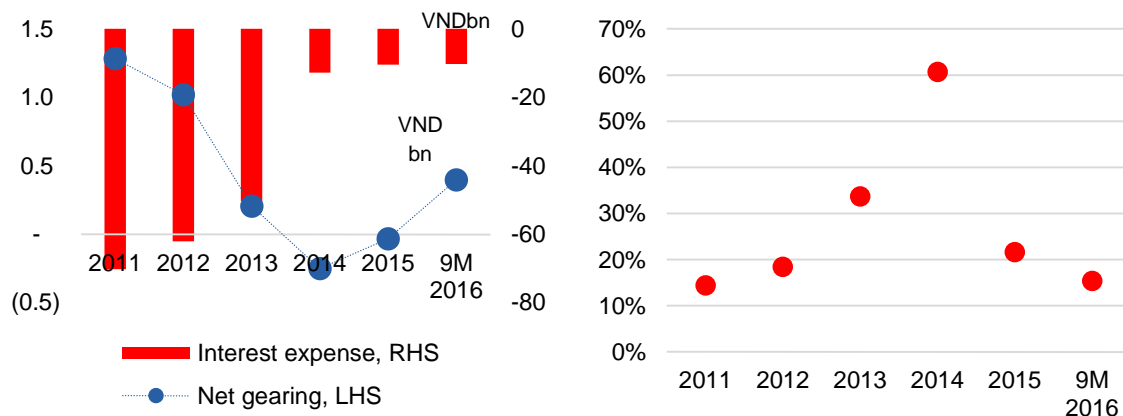
Nguồn: VCSC & PC1

Gia tăng năng lực tài chính

Trong vòng 5 năm qua, PC1 đã phân đầu gia tăng lợi nhuận và tích lũy lại để cải thiện năng lực tài chính. Ngoài tăng trưởng mạnh mẽ của các ngành nghề kinh doanh cốt lõi, doanh số bán căn hộ cũng mang lại dòng tiền dồi dào cho PC1. Tỷ lệ đòn bẩy 1,3 lần trong năm 2011 đã giảm dần còn 0 vào cuối năm 2015. Trong năm 2016, tỷ lệ đòn bẩy gia tăng dần do khoản vay tài trợ cho dự án thủy điện.

PC1 cũng ghi nhận tỷ suất sinh lời hấp dẫn trên vốn chủ sở hữu, đạt 60% trong năm 2014. Đợt sụt giảm gần đây của ROE chủ yếu do đợt phát hành vốn lớn để tài trợ cho dự án mới, tuy nhiên, mức 20% vẫn là mức ấn tượng.

Hình 67: Tỷ lệ đòn bẩy và chi phí lãi vay của PC1 Hình 68: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn



Nguồn: VCSC & PC1

DỰ BÁO 2016 – 2017

Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của PC1 sẽ tăng trưởng lần lượt 13,0% và 49,5% YoY trong năm 2016. Trong vòng 9 tháng đầu năm 2016, doanh thu đã tăng 8% YoY và LNST tăng vọt 96,2% YoY. Mức tăng trưởng ấn tượng này chủ yếu này đến từ mảng BĐS khi ghi nhận doanh thu và LN của PCC1 Complex tại Hà Đông. Liên quan đến mảng xây dựng, do sự chững lại của đầu tư công cũng như tiến độ quyết toán giấy tờ nghiệm thu chậm, doanh thu đã giảm 17,7% YoY, tuy nhiên, LN gộp gần như đi ngang so với cùng kỳ năm ngoái với biên lợi nhuận tăng 3,2 điểm phần trăm, đạt 17,6% nhờ ghi nhận các hợp đồng có biên LN cao. Liên quan đến mảng kinh doanh sản xuất trụ điện, lợi nhuận giảm 22,7% nhưng LN gộp tăng 9,1% khi PC1 tích cực lựa chọn các hợp đồng có biên LN cao do chủ động cạnh tranh về chất lượng, chứ không phải giá cả trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt.

Trong năm 2017, do không đóng góp của mảng BĐS, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ đi ngang so với năm 2016, trong khi LNST sẽ giảm 12,2% YoY. Ở mặt tích cực, doanh thu mảng xây dựng dự kiến sẽ phục hồi trong bối cảnh Chính phủ tái tập trung vào xây dựng cơ sở hạ tầng cũng như sự hỗ trợ từ Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB). Gần đây, ngày 13/10, ADB và Chính phủ Việt Nam đã ký kết thỏa thuận cho Việt Nam vay 231 triệu USD để cải thiện công suất truyền tải điện tại miền Nam trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng nhanh chóng. Khoản vay này là đợt thứ ba của Chương trình Đầu tư Truyền tải Điện kéo dài 10 năm. Đợt cuối cùng, đợt 4 dự kiến sẽ được phê duyệt năm 2017.

2017 cũng đánh dấu năm bước ngoặt cho PC1 với sự hoạt động của nhà máy thủy điện Trung Thu và Bảo Lâm. Cả hai dự án này ước tính sẽ mang lại 231 tỷ đồng doanh thu và 129 tỷ đồng biên LN gộp cho PC1. Tuy nhiên, đóng góp vào lợi nhuận sau thuế vẫn còn hạn chế do hoạt động chưa ổn định trong năm đầu tiên cũng như lãi vay còn cao. Tuy nhiên, mảng kinh doanh mới này sẽ đóng vai trò quan trọng từ năm 2018 trở đi, từ đóng góp lợi nhuận đến dòng tiền.

Hình 69: Dự phóng tài chính

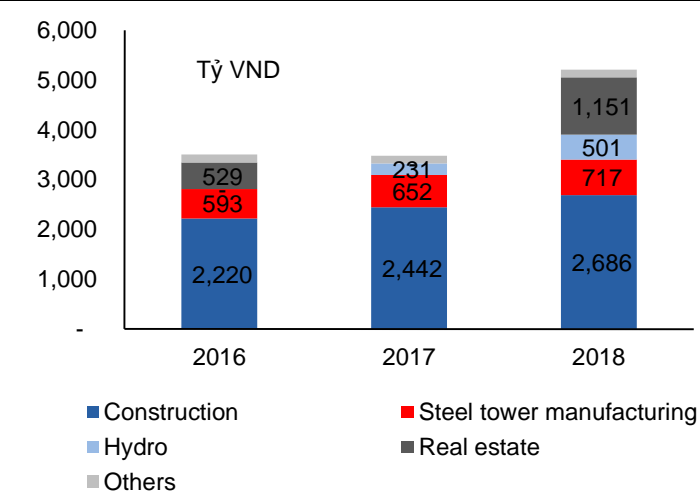
Tỷ đồng	2015A	2016F	% Y-o-Y	2017F	% Y-o-Y	9 tháng 2016	% Y-o-Y
Doanh thu	3.101	3.503	13,0%	3.480	-0,7%	2.100	8,0%
Xây lắp	2.337	2.220	-5,0%	2.442	10,0%	1.142	-17,7%
Sản xuất cột điện	659	593	-10,0%	652	10,0%	358	-22,7%
Thủy điện	-	-		231	n/a	-	0,0%
BĐS	-	529	n/a	-	n/a	427	n/a
Khác	106	162	53,4%	155	-4,4%	173	86,5%
LN gộp	435	582	34,0%	619	6,3%	413	47,0%
Xây lắp	327	332	1,6%	391	17,6%	202	0,8%
Sản xuất cột điện	94	107	13,4%	91	-14,4%	81	9,1%
Thủy điện	-	-	n/a	129	n/a	0	n/a
BĐS	-	136	n/a	-	n/a	113	n/a
Khác	14	8	-42,7%	8	0,0%	18	152,1%
Chi phí SG&A	-132	-150	13,0%	-149	-0,7%	-99	-13,9%
EBIT	296	433	46,1%	470	8,7%	314	89,3%
Thu nhập tài chính	9	9	-0,3%	9	0,0%	9	0,0%
Chi phí tài chính	-12	-9	-27,2%	-92	917,3%	-10	32,1%
Khoản mục ngoài cốt lõi	26	26	-1,9%	18	-30,2%	26	214,6%
LNTT	319	459	43,7%	446	-2,8%	338	96,5%
LNST	245	304	49,5%	322	-12,2%	261	96,2%
EPS	3.860	4.875	26,3%	4.296	-11,9%	4.104	95,5%
Biên LN gộp	13,8%	16,6%		17,8%		19,7%	
Xây dựng	14,0%	15,0%		16,0%		17,6%	
Sản xuất cột điện	14,3%	18,0%		14,0%		22,5%	
Thủy điện				55,8%		0,0%	
BĐS		25,7%		n/a		26,4%	

Khác	0,8%	5,0%	5,0%	10,6%
SG&A trong % doanh thu	4,3%	4,3%	4,3%	4,7%
Biên EBIT %	9,6%	12,4%	13,5%	15,0%
Biên LNST %	7,9%	10,5%	9,3%	12,4%
Thuế suất thực tế %	20%	20,0%	18,8%	20,0%

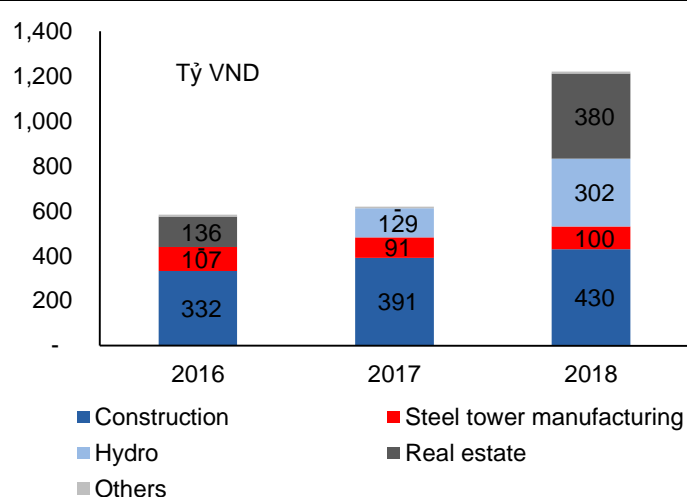
Nguồn: Báo cáo tài chính, VCSC

Mảng kinh doanh xây dựng là mảng quan trọng nhất, tiếp tục chiếm khoảng 60-70% doanh thu và 50-65% LN gộp. Đóng góp từ mảng thủy điện dự kiến sẽ tăng mạnh năm 2018 với nhà máy Bảo Lâm 3 và 3A đi vào hoạt động. Do đó, LN năm 2018 sẽ gia tăng mạnh với ghi nhận LN và doanh thu của cả mảng thủy điện và Mỹ Đình 02 Plaza.

Hình 70: Cơ cấu doanh thu



Hình 71: Cơ cấu LN gộp



Nguồn: ước tính VCSC

RỦI RO

Rủi ro về thời tiết. Hoạt động xây lắp của PC1 thường diễn ra tại các khu vực có địa hình phức tạp và xuyên suốt cả nước. Do đó, thời tiết xấu sẽ ảnh hưởng nặng nề đến tiến độ, sự an toàn và khả năng sinh lời của dự án. Thêm vào đó, hoạt động của các nhà máy thủy điện phụ thuộc hoàn toàn vào lượng mưa.

Rủi ro về công nghệ. Máy móc cùng với thiết bị hiện đại đóng vai trò quan trọng trong năng lực xây lắp của PC1. Công nghệ lạc hậu có thể giảm đi lợi thế cạnh tranh của công ty.

Rủi ro về sự phụ thuộc vào EVN và rủi ro đầu tư công. Hiện tại, EVN là khách hàng chính của PC1. Giới hạn về khả năng tài chính của EVN cũng như giới hạn về nguồn vốn cho đầu tư công ảnh hưởng đến tình hình các đơn hàng của PC1. Ví dụ, trong 9 tháng đầu năm 2016, giải ngân cho đầu tư công chỉ khoảng 138 ngàn tỷ, đạt khoảng 54,3% mục tiêu cả năm của Chính phủ. Tuy nhiên, ngành truyền tải điện thường được sự hỗ trợ của các tổ chức tài chính lớn trên TG như Ngân Hàng Thế Giới, Ngân Hàng Phát Triển Châu Á. Hơn nữa, đầu tư vào mạng lưới truyền tải điện là một trong những ưu tiên hàng đầu của EVN.

Rủi ro về giá thép. Thép là nguyên liệu chính trong mảng sản xuất cột điện của PC1. Do đó, giá thép ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và khả năng sinh lời của mảng này.

Rủi ro của mảng kinh doanh bất động sản. Mảng bất động sản có rất nhiều rủi ro: rủi ro giấy tờ pháp lý, rủi ro giải phóng mặt bằng, rủi ro nguyên vật liệu xây dựng, rủi ro cạnh tranh và giá. Tuy nhiên, đến thời điểm này, PC1 kiểm soát tốt những rủi ro này.

Rủi ro về hoạt động kinh doanh phụ. PC1 có 25% cổ phần trong Công ty Quặng và Thép Cao Bằng. Trong vòng 9 tháng đầu năm 2016, PC1 ghi nhận khoảng lỗ 22 tỷ đồng từ công ty liên kết. PC1 kỳ vọng sẽ có lợi nhuận từ công ty Cao Bằng từ năm 2017. Công ty Quặng và Thép Cao Bằng được thành lập từ năm 2006 bởi các nhà sáng lập (Vinacomin, công ty xây dựng Sông Hồng và Khoáng Sản Cao Bằng). Công ty này sở hữu mỏ quặng sắt Nà Rạ với trữ lượng ước tính 16.7 triệu tấn và một nhà máy thép (công suất 221,600 tấn/năm), vốn đầu tư là 1.911 tỷ đồng. Nhà máy Cao Bằng đã đi vào hoạt động từ Quý 4 năm 2015.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho PC1 là 52,100 với tổng suất sinh lời là 44.7%. Chúng tôi định giá mảng xây dựng và mảng sản xuất cột điện bằng phương pháp P/B và P/E (tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp), mảng thủy điện sẽ được định giá bằng P/B, và sau đó cộng thêm giá trị tài sản ròng của Mỹ Đình 02 plaza và giá trị sổ sách của khoản đầu tư vào mảng khoáng sản.

Các công ty cùng ngành của PC1 bao gồm các công ty xây dựng trong nước và các công ty thủy điện. Công ty xây dựng đang được giao dịch ở mức P/E là 13.2x và P/B là 1.6x. Các công ty xây dựng được giao dịch ở mức P/E là 15.6x (P/E cao chủ yếu do hạn hán làm ảnh hưởng lợi nhuận trong các năm gần đây) và mức P/B là 1.6x.

Hình 72: Giá mục tiêu

Phương pháp	Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Ghi chú
Xây lắp và sản xuất cột điện	P/B và P/E	27.979	Tại P/B mục tiêu là 1.6x và P/E mục tiêu là 10.0x.
Thủy điện	P/B	17.962	Tại P/B mục tiêu là 1.3x, thấp hơn 20% so với các công ty cùng ngành đang hoạt động trong ngành thủy điện.
Mỹ Đình 02 plaza	Giá trị tài sản ròng	4.097	
Khoáng sản	Giá trị sổ sách	2.061	
Giá mục tiêu (VND/cp)		52.100	
Tỷ lệ tăng (%)		44,7%	
Cổ tức (%)		-	
Tổng mức sinh lời (%)		44,7%	

Nguồn: VCSC

Hình 73: Định giá mảng xây lắp và sản xuất cột điện

PP	P/E mục tiêu	EPS/Giá trị sổ sách (VND/CP)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đóng góp trong giá mục tiêu	Ghi chú
P/E	10,0	4.264	42.636	50%	21.318	EPS Trượt
P/B	1,6	8.326	13.321	50%	6.661	Giá trị sổ sách tại ngày 30/09/2016
Tổng					27.979	

Nguồn: VCSC

Hình 74: Giá trị sổ sách theo từng mảng kinh doanh của PC1 tại ngày 30/09/2016

Mảng kinh doanh	Giá trị sổ sách (VND/cp)
Mảng xây dựng và sản xuất cột điện	8.326
Mảng thủy điện	14.033
Đất và mỏ khoáng sản	3.227
Tổng	25.585

Nguồn: VCSC

Các công ty cùng ngành

Hình 75: Các công ty xây dựng cùng ngành trong nước

Mã	GT vốn hóa	DT thuần 12T	Y-o-Y %	LNST 12T	Y-o-Y %	Nợ/CSH%	ROE	Lợi suất cổ tức %	P/E 12T trượt	P/B Quý gần nhất
CTD	520.6	781.9	90.4	30.4	163.6	(73.7)	34.2	2.3	10.5	3.1
VCG	312.5	364.7	(3.6)	17.8	(12.4)	31.1	5.7	4.5	21.5	1.2
HBC	125.2	305.3	53.0	3.8	56.5	102.2	14.9	n/a	16.7	2.3
VNE	22.0	38.2	(29.5)	4.4	(82.4)	17.6	3.7	n/a	12.9	0.5
SJE	14.6	52.6	(12.3)	4.2	(3.6)	61.2	23.2	7.1	4.5	1.0
Trung bình	199.0	308.5	19.6	12.1	24.3	27.7	16.4	4.6	13.2	1.6
PC1(*)	120.4	146.7	67.5	16.8	180.4	39.8	21.9	0.0	7.3	1.4

Nguồn: Bloomberg, VCSC (*) Dựa trên giá niêm yết

Hình 76: Các công ty thủy điện cùng ngành trong nước

Mã	GT vốn hóa	DT thuần 12T	Y-o-Y %	LNST 12T	Y-o-Y %	Nợ/CSH%	ROE	Lợi suất cổ tức %	P/E 12T trượt	P/B Quý gần nhất
VSH	142.7	18.8	(34.9)	11.5	(49.1)	30.0	7.9	6.5	14.5	1.2
CHP	115.1	26.3	(21.2)	15.0	(41.4)	73.5	13.7	7.8	13.1	1.8
SHP	85.2	23.2	(12.7)	7.5	(43.9)	111.8	6.3	7.9	26.2	1.7
TMP	81.5	18.8	(39.0)	9.5	(62.4)	(13.9)	10.5	9.6	17.5	1.9
TBC	69.4	12.6	4.0	5.3	12.4	(40.8)	11.8	6.6	11.2	1.8
SJD	60.3	15.3	(10.2)	8.2	(36.3)	15.7	11.4	n/a	11.0	1.2
Trung bình	92.4	19.2	(19.0)	9.5	(36.8)	29.4	10.3	7.7	15.6	1.6
PC1	120.4	146.7	67.5	16.8	180.4	39.8	21.9	0.0	7.3	1.4

Nguồn: Bloomberg & VCSC

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

KQLN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	3,101	3,503	3,480	Tiền và tương đương	571	314	515
Giá vốn hàng bán	-2,672	-2,921	-2,861	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Lợi nhuận gộp	429	582	619	Các khoản phải thu	961	858	852
Chi phí bán hàng	-6	-7	-7	Hàng tồn kho	568	612	1,000
Chi phí quản lý DN	-126	-143	-142	TS ngắn hạn khác	21	21	21
LN thuần HĐKD	296	433	470	Tổng TS ngắn hạn	2,121	1,805	2,388
Doanh thu tài chính	9	9	9	TS dài hạn (gộp)	996	2,262	3,004
Chi phí tài chính	-12	-9	-92	- Khấu hao lũy kế	-193	-308	-509
Trong đó, chi phí lãi vay	-10	-9	-92	TS dài hạn (ròng)	803	1,954	2,496
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-12	-22	-22	Đầu tư TC dài hạn	155	155	155
Lợi nhuận/(chi phí) khác	38	48	40	TS dài hạn khác	185	185	185
LN TT	319	459	406	Tổng TS dài hạn	1,143	2,294	2,836
Thuế TNDN	-74	-92	-76	Tổng Tài sản	3,263	4,099	5,224
LNST trước CĐTS	246	367	330	Phải trả ngắn hạn	441	484	474
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	-7	Nợ ngắn hạn	63	100	100
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	245	367	322	Nợ ngắn hạn khác	784	452	796
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	239	252	314	Tổng nợ ngắn hạn	1,287	1,036	1,371
EBITDA	320	548	671	Nợ dài hạn	461	802	1,270
EPS cơ bản báo cáo, VND	3,860	4,875	4,296	Nợ dài hạn khác	144	144	144
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3,765	3,785	4,174	Tổng nợ	1,893	1,982	2,785
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	3,860	4,875	4,296				

TỶ LỆ	2015A	2016F	2017F	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	342	753	753
Tăng trưởng doanh thu	0.0%	13.0%	-0.7%	Thặng dư vốn CP	106	370	370
Tăng trưởng LN HĐKD	-46.6%	46.1%	8.7%	Lợi nhuận giữ lại	853	924	1,246
Tăng trưởng LN TT	-41.9%	43.7%	-11.5%	Vốn khác	-	-	-
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	13.6%	0.5%	10.3%	Lợi ích CĐTS	70	70	70
Khả năng sinh lời				Vốn chủ sở hữu	1,370	2,116	2,438
Biên LN gộp %	13.8%	16.6%	17.8%	Tổng cộng nguồn vốn	3,263	4,099	5,224
Biên LN từ HĐ %	9.6%	12.4%	13.5%				
Biên EBITDA	10.3%	15.6%	19.3%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)			
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	7.9%	10.5%	9.3%	Tiền đầu năm	415	571	314
ROE %	21.6%	21.0%	14.1%	Lợi nhuận sau thuế	245	367	322
ROA %	9.2%	10.0%	6.9%	Khấu hao	24	115	200
Chỉ số hiệu quả vận hành				Thay đổi vốn lưu động	-491	0	0
Số ngày tồn kho	81.5	73.8	102.9	Điều chỉnh khác	5	-229	-47
Số ngày phải thu	94.7	94.7	89.6	Tiền từ hoạt động KD	198	253	475
Số ngày phải trả	60.5	57.8	61.1	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-567	-1,266	-742
TG luân chuyển tiền	110.4	110.7	131.4	Đầu tư, ròng	-53	0	0
Thanh khoản				Tiền từ HĐ đầu tư	-620	-1,266	-742
CS thanh toán hiện hành	1.6	1.7	1.7	Cổ tức đã trả	0	-296	0
CS thanh toán nhanh	1.2	1.2	1.0	Tăng (giảm) vốn	243	411	0
CS thanh toán tiền mặt	0.4	0.3	0.4	Tăng (giảm) nợ dài hạn	578	642	468
Nợ/Tài sản	0.2	0.2	0.3	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn			
Nợ/Vốn sử dụng	0.3	0.3	0.4	Tiền từ các hoạt động TC khác			
Nợ/Vốn CSH	0.0	0.3	0.4	Tiền từ hoạt động TC	578	756	468
Khả năng thanh toán lãi vay	-28.4	-48.1	-5.1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	156	-257	201
				Tiền cuối năm	571	314	515

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thủy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
- Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

- Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

Vĩ mô

- Nguyễn Hải Hiền, Chuyên viên ext 132
- Hoàng Thủy Lương, Chuyên viên

Hàng tiêu dùng, Ô tô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

BDS và Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên ext 174

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics, Công nghiệp và Nông nghiệp

- Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
- Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thủy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 173
- Chu Lực Ninh, Chuyên viên ext 196

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.