



Công Ty Xây Lắp Điện 1

Công Ty Dẫn Đầu Ngành Xây Lắp Công Trình Điện

Pre-Listing Roadshow Notes | 23 Tháng 11, 2016

KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

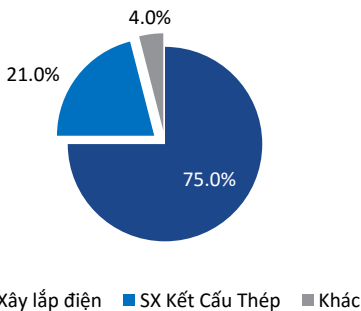
Công ty Xây Lắp Điện Hoạt Động Đa Lĩnh Vực

Chúng tôi đã tham dự buổi roadshow được tổ chức bởi Ban quản trị công ty PCC1 và nhà tư vấn phát hành, công ty Chứng khoán Bản Việt. PCC1 được niêm yết trên HOSE vào thứ Tư ngày 15/11 dưới mã PC1. Những điểm nổi bật của buổi tọa đàm và nhận định của chúng tôi được tóm tắt sau đây:

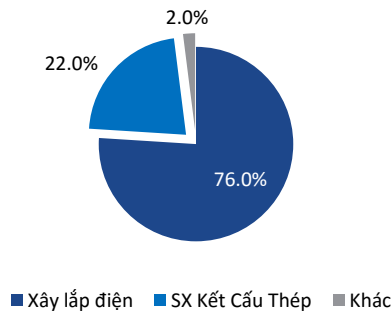
- PC1 hoạt động trong 4 lĩnh vực: xây lắp công trình điện (đường dây truyền tải điện và trạm biến áp), chế tạo kết cấu thép chuyên dụng, xây dựng và vận hành nhà máy thủy điện và phát triển bất động sản
- PC1 sẽ được hưởng lợi từ kế hoạch nâng tổng công suất phát điện lên gấp 3 lần vào năm 2030 của chính phủ Việt Nam
- Công ty hiện nắm giữ thị phần lớn nhất trong ngành xây lắp công trình điện và cũng là công ty có kỹ thuật công nghệ tiên tiến nhất
- Việc hợp tác với công ty Nhật Bản Ajikawa được kỳ vọng sẽ giúp PC1 tăng sản lượng xuất khẩu các sản phẩm kết cấu thép chuyên dụng
- Công ty cũng đang nắm giữ danh mục đầu tư thủy điện lớn thứ hai trên cả nước
- Bất động sản là một mảng phụ nhưng đem lại lợi nhuận tốt cho PC1

Cơ Cấu Doanh Thu và Lợi nhuận gộp Năm 2015

Cơ Cấu Doanh Thu năm 2015



Cơ Cấu Lợi Nhuận Gộp năm 2015



Nguồn: PC1; Bộ phận Ngân hàng đầu tư VCSC

PC1 là doanh nghiệp số một trong lĩnh vực xây lắp điện, một ngành sẽ được hưởng lợi từ chính sách vĩ mô của chính phủ. Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên coi PC1 là một tập đoàn hoạt động trong 4 lĩnh vực có đặc thù kinh tế khác nhau. Đánh giá ban đầu của chúng tôi chỉ ra rằng:

- (1) Mảng kinh doanh cốt lõi xây dựng mạng lưới điện của PC1 có doanh thu ổn định với biên lợi nhuận cao nhưng không tăng trưởng nhanh
- (2) Mảng sản xuất thép chuyên dụng là một thị trường ngách mà chúng tôi tin Công ty có thể khai thác tốt nhưng chúng tôi giữ quan điểm thận trọng về triển vọng tăng sản lượng xuất khẩu cho mảng này
- (3) Thủy điện sẽ là động lực phát triển giá trị cho doanh nghiệp nhưng sẽ tăng dần bão hòa hoạt động và đem đến rủi ro pha loãng cổ phiếu
- (4) Việc tiếp tục tham gia vào thị trường bất động sản có thể khiến ban quản trị bị phân tâm

Nguyễn Khắc Việt Bách, Chuyên viên

bachnkv@tvs.vn

Giá mục tiêu 12 tháng

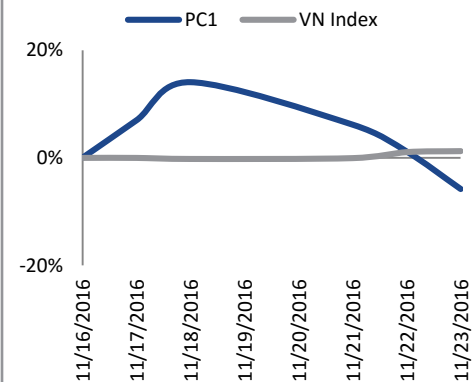
NA

Dữ Liệu Thị Trường

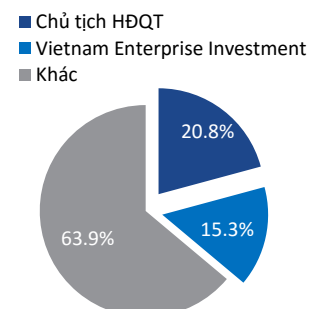
Ngành	Điện
Niêm yết từ	2016
Giá vào ngày 23/11/2016	40.5
Cao nhất 52 Tuần	49.2
Thấp nhất 52 Tuần	40.5
Vốn hóa (Tỷ VND)	3,048
Cổ phiếu lưu hành (triệu)	75.3
Cổ phiếu giao dịch (triệu)	40.6
Khối lượng trung bình 15 ngày ('000)	NA
T12M P/BV (x)	9.5
T12M P/E (x)	12.4
EV / EBITDA (x)	NA
Tỷ suất cổ tức (%)	NA
Nợ ròng / Vốn chủ (x)	0.4x

Nguồn: Thomson Reuters, TVS

Diễn Biến Giá Từ Khi IPO



Cơ Cấu Sở Hữu



Nguồn: Bản Cáo Bạch PC1

Please visit [TVS Research](https://www.tvsresearch.com) on Bloomberg at <TVSJ> GO

PC1 đã liên tục nắm giữ thị phần chi phối trong lĩnh vực xây lắp công trình điện

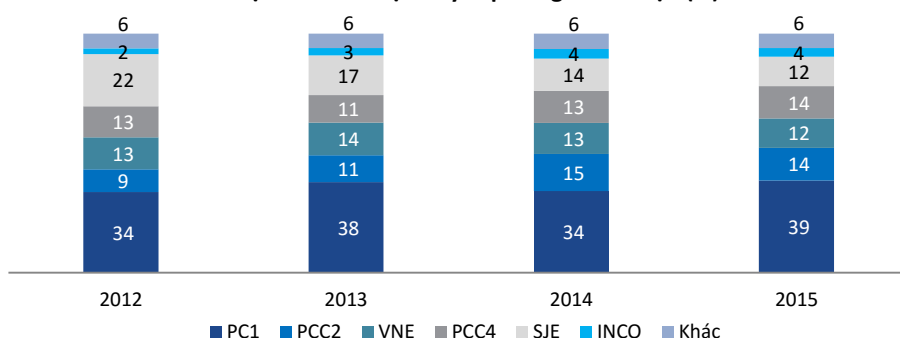
Doanh Nghiệp Lớn Nhất Trong Thị Trường Nhiều Rào Cản Cạnh Tranh

Chúng tôi tin rằng lợi thế cạnh tranh của Công ty bắt nguồn từ hai yếu tố: (1) công nghệ sáng tạo giúp trúng thầu các hợp đồng EPC quy mô lớn và (2) đội ngũ quản lý tâm huyết đem lại hiệu quả hoạt động cao.

Trở ngại lớn nhất của các doanh nghiệp quốc doanh cổ phần hóa thường đến từ sự chênh lệch lợi ích của đội ngũ quản trị và văn hóa doanh nghiệp không đề cao năng suất. Hai vấn đề này dường như không tồn tại ở PC1:

- (1) Tại thời điểm tháng 11, Ban quản trị PC1 sở hữu 28,7% cổ phần Công ty - một số lượng đáng kể đối với một doanh nghiệp tiền thân quốc doanh
- (2) PC1 nắm thị phần vượt trội, ngay cả khi phải cạnh tranh với các doanh nghiệp tiền thân nhà nước khác như PCC2 và PCC4. Trong trường hợp này quan hệ kinh doanh được hỗ trợ bởi năng lực cạnh tranh bền vững

Thị Phần Lĩnh Vực Xây Lắp Công Trình Điện (%)

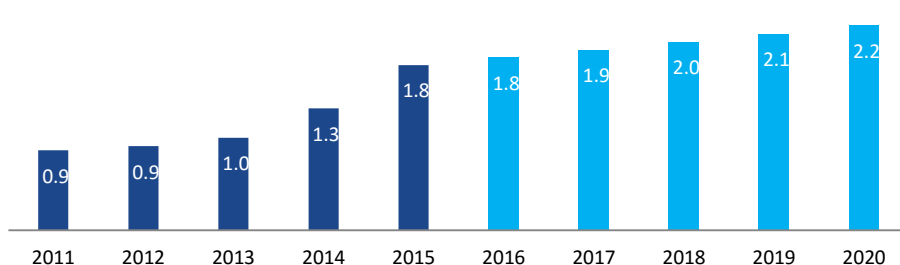


Nguồn: PC1; Bộ phận ngân hàng đầu tư VCSC

Trong giai đoạn từ 2016 – 2020, EVN dự kiến chi 30 tỷ USD vào cơ sở hạ tầng điện, trong đó 10 tỷ USD sẽ được đầu tư nâng cấp đường dây truyền tải điện

Mảng kinh doanh xây lắp điện cốt lõi của PC1 cũng sẽ có được cú hích từ kế hoạch nâng cấp đường truyền tải điện Bắc – Nam của Tập đoàn Điện Lực EVN.

Chi Phí Đầu Tư Đường Dây Truyền Tải Điện (Tỷ USD)



Nguồn: EVN; PC1; Công Ty Chứng Khoán VCSC

Năm Hoàn Thành	Loại Dự Án	Số Dự Án Ký Kết	Giá Trị Dự Án (Tỷ VND)
2016	Đường dây truyền tải và trạm biến áp 220 – 500KV	7	1,399
2017	Đường dây truyền tải 220KV	4	792
2018	Đường dây điện ngầm và trạm biến áp 110 – 220KV	4	741

Nguồn: PC1

Điểm hạn chế trong mô hình kinh doanh cốt lõi của PC1 là sự phụ thuộc vào một khách hàng chủ chốt – Tổng công ty Truyền tải Điện Quốc gia ("NPT"). Mặc dù PC1 cho biết họ nhận ra rủi ro này và sẽ xem xét xây dựng quan hệ đối tác mới với các khách hàng ngoài EVN như các cấp chính quyền địa phương và các Tập Đoàn quốc doanh khác (Petro Việt Nam, Tổng công ty Khoáng sản & Than Việt Nam), chúng tôi tin rằng rủi ro này vẫn khá lớn, với phần lớn hợp đồng phụ thuộc vào lộ trình đầu tư của NPT.

PC1 là nhà sản xuất ống thép chuyên dùng ngành điện lớn nhất tại Việt Nam với 2 nhà máy và tổng công suất 45,000 tấn/năm

Chi phí nguyên vật liệu biến động và sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường xuất khẩu sẽ làm giảm khả năng sinh lời của phân khúc này

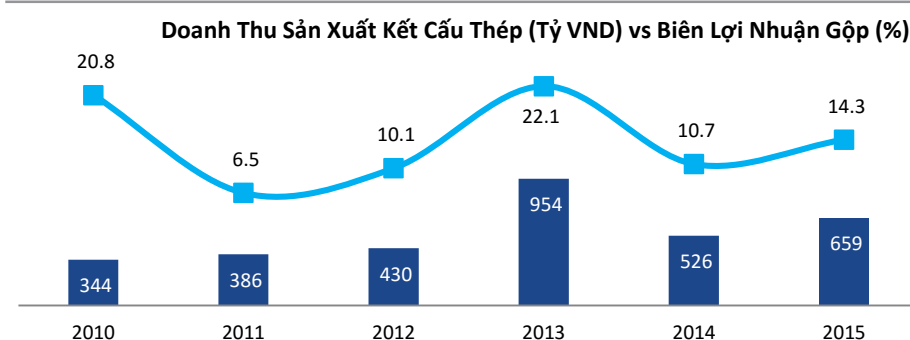
Công ty được cấp phép xây dựng và vận hành 6 nhà máy thủy điện

Mảng Sản Xuất Kết Cấu Thép Chuyên Dụng Hỗ Trợ Tốt Cho Lĩnh Vực Kinh Doanh Cốt Lõi Của PC1

Sản xuất thép vốn là mảng kinh doanh hàng hóa có biên lợi nhuận thấp và chịu sự cạnh tranh gay gắt từ thép Trung Quốc nhập khẩu. Tuy nhiên theo quan điểm của chúng tôi, do nhu cầu vốn đầu tư ban đầu lớn cho nhà máy, rào cản thâm nhập thị trường nội địa cho ngành thép là tương đối cao. Rào cản này càng rõ nét hơn ở thị trường ngành sản xuất cột ống thép 220KV và kết cấu thép dạng ống và tháp của PC1.

Một đối thủ cạnh tranh tiềm năng cần (1) vốn đầu tư ban đầu lớn (2) có chuyên môn kỹ thuật cao để xây dựng các kết cấu phức tạp đáp ứng yêu cầu an toàn nghiêm ngặt và (3) một kênh tiêu thụ bền vững cho sản phẩm.

PC1 đã thực hiện xong các khoản đầu tư cần thiết. Họ đã chứng minh rằng công nghệ của mình tạo ra được sản phẩm chất lượng cao, có thể xuất khẩu sang các thị trường đòi hỏi khắt khe như Hàn Quốc và Nhật Bản, đồng thời các dự án xây lắp điện của Công ty sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với kết cấu thép.



Nguồn: PC1

Ở một góc nhìn thận trọng hơn, chúng tôi tin rằng có hai mối quan ngại chính với mảng kinh doanh này:

- (1) Biên lợi nhuận có tính chu kỳ cao: biến động giá thép nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn đến chi phí đầu vào (chiếm hơn 60% chi phí sản xuất của PC1)
- (2) Khó khăn khi thâm nhập thị trường nước ngoài: câu chuyện tăng trưởng xuất khẩu cần phải được đánh giá một cách cẩn thận. Mặc dù chúng tôi tin tưởng PC1 có thể giữ vững 40% thị phần nội địa, họ có khá ít lợi thế cạnh tranh ở thị trường xuất khẩu. Việc hợp tác với Ajikawa sẽ mở ra cánh cửa cho PC1, tuy nhiên Công ty cũng phải đối đầu với các đối thủ nội địa ưu thế hơn, đặc biệt ở các thị trường phát triển như Nhật Bản và Hàn Quốc

Thủy Điện Là Động Lực Chính Thúc Đẩy Doanh Thu Giai Đoạn 2016 – 2020

PC1 đang trên đường trở thành doanh nghiệp thủy điện lớn thứ hai Việt Nam

Nhà Máy	Công Suất (MW)	Chi Phí Đầu Tư (Tỷ VND)	Bắt Đầu Vận Hành
Trung Thu	30	899	Q4 2016
Bảo Lâm 1	30	915	Q4 2016
Bảo Lâm 3	46	1394	Q4 2017
Bảo Lâm 3A	8	312	Q4 2017
Bảo Lâm 2A	30	-	2020
Bảo Lâm 4	30	922	Q2 2019
Tổng	174	4,442	

Nguồn: PC1

Chưa có kế hoạch kinh phí cụ thể cho việc phát triển các nhà máy thủy điện mới, dẫn đến rủi ro pha loãng cao

Vào thời điểm hiện tại, chúng tôi dự kiến chỉ có doanh thu và lợi nhuận từ các dự án Trung Thu và Bảo Lâm 1 được bắt đầu tích lũy cho PC1.

Trong bối cảnh có những nhà máy thủy điện lớn và hoạt động lâu năm hơn, chúng tôi không kỳ vọng PC1 tạo ra lợi nhuận cao từ khoản đầu tư vào ngành này. Tuy nhiên, Công ty đang sở hữu hai lợi thế lớn:

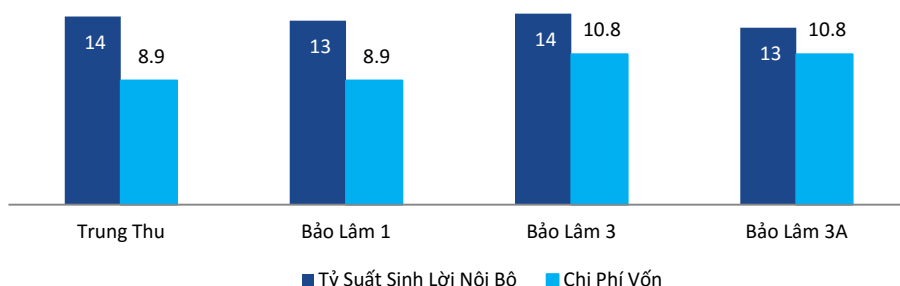
(1) Lãi suất ưu đãi từ Đề Án Phát Triển Năng Lượng Tái Tạo của Ngân hàng Thế giới

(2) Ưu tiên chuyển dịch từ sử dụng điện than sang thủy điện của Chính phủ

Với lãi suất vay thấp (hiện tại ở mức 6.5% theo Ban quản trị) và giá bán điện cao hơn trong giờ cao điểm (hưởng mức thuế suất ưu đãi, giá bán sẽ cao hơn 20% so với giá mua điện trung bình của EVN), PC1 có thể tự tin hoàn thành các dự án của mình và rút ngắn thời gian hoàn vốn.

Tuy nhiên chúng tôi quan ngại về khả năng xác định thời điểm cụ thể dòng tiền thu từ các dự án, tính bền vững của các chính sách hỗ trợ và rủi ro pha loãng.

Dự Phóng Tỷ Suất Sinh Lãi Nội Bộ vs Chi Phí Vốn



Nguồn : PC1; Bộ phận Ngân hàng đầu tư VCSC

PC1 đã không công bố kế hoạch kinh phí chi tiết cho các dự án này, mặc dù Công ty đã gợi ý cơ cấu chuẩn sẽ gồm 30% vốn chủ sở hữu và 70% vốn vay. Chúng tôi ước tính PC1 sẽ cần thêm khoảng 1 nghìn tỷ đồng vốn chủ sở hữu và một khoản nợ 2.5 nghìn tỷ đồng để hoàn thành dự án. Phần vốn chủ sở hữu huy động mới có thể sẽ pha loãng hơn 50% cổ phần của các cổ đông hiện hữu.

Phát Triển Dự Án Bất Động Sản Vẫn Là Một Biến Số Lớn

Công ty đã khá thành công với các khoản đầu tư bất động sản của mình. Trên thực tế, bất động sản đóng góp 1/3 lợi nhuận gộp trong 9 tháng 2016 của PC1.

Chúng tôi coi sự thành công này như một tín hiệu gây bối rối. Một mặt, PC1 đã cho thấy chuyên môn Công ty trong xây dựng và quản lý dự án có thể mang lại lợi ích bên ngoài mảng kinh doanh cốt lõi. Mặt khác, cũng dấy lên lo ngại liệu Ban quản lý có bị phân tâm với mảng kinh doanh bất động sản mà bỏ ngỏ các mảng cốt lõi khác hay không

Kết luận

Chúng tôi tin rằng PC1 là một công ty có lợi thế cạnh tranh bền vững trong lĩnh vực xây lắp điện và chế tạo kết cấu thép. Đội ngũ quản lý chất lượng cao, với quyền lợi gắn kết cùng cổ đông sẽ bảo vệ tốt các lợi thế này.

Tuy nhiên chúng tôi khá lo ngại với mảng kinh doanh thủy điện do chi phí đầu tư ban đầu lớn và mảng kinh doanh phát triển bất động sản đầy biến số. Chúng tôi nhận ra PC1 cần tìm các kênh doanh thu khác với mức tăng trưởng cao nhưng để cân bằng giữa rủi ro và lợi ích từ các kênh này chúng tôi cần phải tiến hành phân tích sâu hơn. Vào thời điểm hiện tại, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên thận trọng, đặc biệt với việc cổ đông lớn có khả năng thoái vốn sau IPO và rủi ro pha loãng đáng kể.

Bất động sản là mảng kinh doanh ngoài ngành giúp sinh lời khá lớn, câu hỏi lớn nhất của chúng tôi là liệu PC1 có thể duy trì thành tích này

LƯU Ý QUAN TRỌNG

XÁC NHẬN

Tôi, **Nguyễn Khắc Việt Bach**, xác nhận rằng những quan điểm trình bày trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của tôi về công ty hoặc chứng khoán. Tôi cũng xác nhận rằng không có lợi ích nào của tôi đã, đang và sẽ trực tiếp hay gián tiếp liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Mua (M), Nắm Giữ (G), Bán (B) – Các chuyên viên phân tích khuyến nghị Mua hoặc Bán chứng khoán dựa trên quan điểm cá nhân của họ. Việc khuyến nghị Mua hoặc Bán một phần được xác định bởi tổng lợi nhuận (TSR) chứng khoán đem lại, là sự chênh lệch giữa giá hiện tại và giá mục tiêu trong vòng 12 tháng đầy cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Chứng khoán không được khuyến nghị Mua hoặc Bán thì xem như Nắm Giữ

Các định nghĩa về Mức khuyến nghị

Khuyến nghị 12 tháng	Định nghĩa
Mua	Tổng lợi nhuận (TSR) dự kiến trên 15%
Nắm Giữ	Tổng lợi nhuận (TSR) dự kiến dao động giữa -15% và 15%
Bán	Tổng lợi nhuận (TSR) dự kiến dưới -15%
Khuyến nghị ngắn hạn	
Mua	Giá chứng khoán kỳ vọng sẽ tăng trong vòng 03 tháng dựa trên các sự kiện riêng biệt.
Bán	Giá chứng khoán kỳ vọng sẽ giảm trong vòng 03 tháng dựa trên các sự kiện riêng biệt.
Không Khuyến nghị	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu sẽ không được đưa ra bởi vì không đầy đủ nghiên cứu cơ bản để xác định.

KHUYẾN CÁO

Bản quyền năm 2016 thuộc về Công ty cổ phần chứng khoán Thiên Việt (TVS). **Tất cả các quyền được bảo lưu.** Bảng báo cáo này được lập ra để phục vụ cho khách hàng của TVS và không được sao chép, in ấn, hoặc xuất bản lại toàn bộ hoặc từng phần báo cáo vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TVS. Các thông tin, dự báo, và khuyến nghị trong báo cáo này (bao gồm cả các nhận định cá nhân) được dựa trên các nguồn thông tin tin cậy; tuy nhiên TVS không đảm bảo chắc chắn sự chính xác hoàn toàn và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TVS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần thông tin hoặc ý kiến trong báo cáo này.

Liên hệ

Văn phòng Hồ Chí Minh
63A Võ Văn Tần, Quận 3
Lầu 9, Tòa nhà Bitexco Nam Long
Điện thoại : +84 8 2992099 | Fax : +84 8 2992088

Văn phòng Hà Nội
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa
Tòa nhà TDL
Điện thoại : +84 4 2203228 | Fax : +84 4 2203227

Bộ phận nghiên cứu

Nguyễn H. Duy, Trưởng phòng
Thị trường cổ phiếu
duynh@tvs.vn

Vũ T.T. Trang, Chuyên viên cao cấp
Vật liệu cơ bản
trangvvt@tvs.vn

Nguyễn T. Sơn, Chuyên viên cao cấp
Bất động sản
sonnt@tvs.vn

Đồng Q. Trung, Chuyên viên
Hàng tiêu dùng
trungdq@tvs.vn

Nguyễn K.V. Bách, Chuyên viên
Năng lượng
bachnkv@tvs.vn

Lương T. Quang, Chuyên viên
Hỗ trợ
quanglt@tvs.vn

Bộ ngân ngân hàng đầu tư
ib.hcm@tvs.vn

Bộ phận Môi giới
brokerage.hcm@tvs.vn
brokerage.hn@tvs.vn