

CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 (PC1 – HSX)

Tích lũy để bút phá

Công ty cổ phần Xây lắp điện 1 (PC1 – HSX) là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trong nước về xây lắp điện và sản xuất cốt thép. Ngoài ra, PC1 cũng chủ động mở rộng hoạt động kinh doanh của mình sang lĩnh vực thủy điện và bất động sản nhằm tận dụng nguồn lực sẵn có, đa dạng hóa hoạt động kinh doanh và bổ sung thêm động lực tăng trưởng trong những năm tới. Trong ngắn và trung hạn, tăng trưởng của công ty sẽ được thúc đẩy bởi nguồn vốn đầu tư lớn vào cơ sở hạ tầng điện và sự đóng góp từ các dự án ở mảng thủy điện và bất động sản.

Trong dài hạn, mảng thủy điện được kỳ vọng sẽ đóng vai trò lớn hơn trong kết quả kinh doanh của PC1 với dòng tiền ổn định và hiệu quả hoạt động ngày càng được cải thiện. Trong khi đó, tiềm năng tăng trưởng của PC1 còn có thể đến từ việc mở rộng thêm mảng kinh doanh mới trong chuỗi giá trị xây lắp điện khi công ty huy động thêm vốn. Với những đánh giá trên, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu PC1 trong **TRUNG HẠN** với giá mục tiêu là 48.100 đồng/cp (tăng 14% so với thị giá tại ngày 25/05/2017).

Luận điểm đầu tư

- PC1 là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành xây lắp lưới điện đang tăng trưởng
- Năm 2018 sẽ chứng kiến sự tăng trưởng bùng nổ của PC1 với những động lực tăng trưởng có thể thấy trước từ năm 2017
- Các nhà máy thủy điện mới đi vào hoạt động sẽ mang lại dòng tiền ổn định, nguồn LNST tăng đều qua các năm và nhờ đó cải thiện định giá của PC1

Rủi ro

- Rủi ro từ việc trì hoãn triển khai các dự án của EVN
- Rủi ro về khả năng tiến độ bán hàng các dự án bất động sản có thể bị chậm lại
- Rủi ro pha loãng EPS

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Doanh thu thuần	3.101,0	3.006,0	3.417,0	4.993,6
% tăng trưởng	0	-3,1	13,7	46,1
Lợi nhuận sau thuế	245,0	306,0	322,3	568,0
% tăng trưởng	-42,1	24,9	5,3	76,2
Tỷ suất LNST (%)	9,6	13,2	13,9	16,7
ROA (%)	9,5	8,2	7,4	10,4
ROE (%)	22,0	17,7	15,2	22,3
EPS (VND)	6.884	3.747	2.965	4.354
Giá trị sổ sách (VND)	38.056	26.033	23.210	24.038
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	0	0	0
P/E (x)	n/a	8,9	11,0	6,2
P/BV (x)	n/a	1,4	1,8	2,0

Nguồn: PC1, RongViet Research

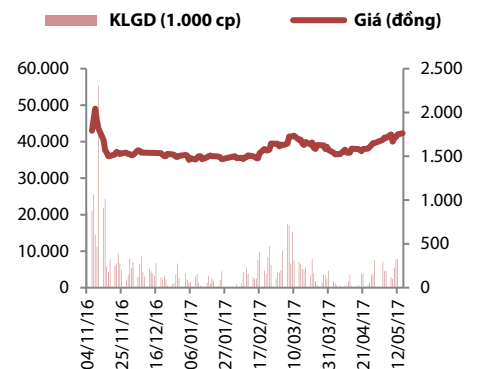
LỊCH LŨY

Giá thị trường (VND)	42.300
Giá mục tiêu (VND)	48.100

Thời gian đầu tư: Trung hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Xây dựng và vật liệu
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.709
SLCPLH	75
Beta	0,5
Free Float (%)	61,26
Giá cao nhất 52 tuần	49.050
Giá thấp nhất 52 tuần	35.000
KLGD bình quân 20 phiên	152



Nguồn: Bloomberg

Tỷ suất sinh lời (%)

	1M	3M	1Y
PC1	9,2	14,5	n/a
Xây dựng và vật liệu	-4,5	-1,4	88,5
VN30 Index	7,6	7,7	16,8
VN Index	0,0	3,3	22,4

Cổ đông lớn

Trịnh Văn Tuấn	20,8
VEIL	15,3
Giới hạn sở hữu NĐTNN	33,7%

Phan Nguyễn Thanh Sơn

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1519

son.pnt@vdsc.com.vn



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

PC1 là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành xây lắp lưới điện đang tăng trưởng

Hạ tầng lưới điện truyền tải của Việt Nam đang nhận được nguồn vốn đầu tư ngày càng lớn. Theo quy hoạch điện 7, tổng vốn đầu tư bình quân mỗi năm cho lưới điện sẽ tăng 66% từ mức 26 ngàn tỷ đồng trong giai đoạn 2011 – 2015 lên mức 43 ngàn tỷ đồng trong giai đoạn 2016 – 2020. Bên cạnh đó, nhờ việc đẩy nhanh tiến độ dự án đường dây 500kV mạch 3 và xu hướng ngầm hóa cáp điện tại các thành phố lớn hiện nay, triển vọng của ngành xây lắp lưới điện trong giai đoạn 2017 – 2020 là rất tích cực.

Đồng thời, PC1 cũng đang nắm giữ vị trí dẫn đầu với 30 – 40% thị phần trong mảng xây lắp đường dây và trạm biến áp, 40% thị phần trong mảng sản xuất kết cấu thép mạ kẽm (chuyên dụng cho lưới điện cao áp và siêu cao áp). Nhờ lợi thế cạnh tranh đến việc đầu tư thiết bị hiện đại đồng bộ, đội ngũ nhân sự có năng lực và uy tín về năng lực xây lắp, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh này của PC1 sẽ nắm bắt được cơ hội từ thị trường và đạt mức tăng trưởng 20% trong năm 2017.

Năm 2018 sẽ chứng kiến sự tăng trưởng bùng nổ của PC1 với những động lực tăng trưởng có thể thấy trước từ năm 2017

Trong năm 2018, với việc ghi nhận doanh thu từ dự án Mỹ Đình Plaza 2, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu và LNST của PC1 sẽ đạt lần lượt 46% và 76%, tương ứng với EPS đạt 4.354 đồng (chưa tính ảnh hưởng từ đợt phát hành riêng lẻ). Đồng thời, chúng tôi cũng cho rằng những động lực cho mức tăng trưởng mạnh mẽ này đều có thể thấy trước từ năm 2017:

- (1) Đóng góp đáng kể từ mảng thủy điện nhờ vào các nhà máy mới đi vào vận hành. Với việc hoàn thành thêm hai nhà máy mới vào Q4 2017, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng này sẽ tăng trưởng từ 317 tỷ đồng trong năm 2017 lên hơn 500 tỷ đồng trong năm 2018 (+58% YoY).
- (2) Việc mở bán dự án Mỹ Đình Plaza 2 khá thuận lợi khi tới cuối Q1 2017 đã có 20% số căn hộ được bán xong. Nhờ vào uy tín về khả năng đảm bảo tiến độ thi công, căn hộ mở bán ở phân khúc trung cấp với mức giá cạnh tranh, các dự án của PC1 trước đây đều được bán rất nhanh. Đối với dự án Mỹ Đình Plaza 2, công ty đã bán được 20% số căn hộ của dự án ngay trong quý đầu năm nay. Mặc dù phải tới năm 2018 thì dự án mới bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu, chúng tôi tin tưởng rằng tiến độ bán hàng tích cực sẽ giúp giải tỏa những nghi ngại của nhà đầu tư về khả năng bán hàng của dự án này và tạo hiệu ứng tích cực lên giá cổ phiếu.
- (3) Về mảng xây lắp điện, nhà đầu tư có thể quan sát động năng tăng trưởng thông qua giá trị các hợp đồng ký trước trong năm 2017. Đồng thời, hợp đồng xuất khẩu sản phẩm cột thép đã ký với AG Ajikawa trị giá hơn 1.000 tỷ đồng dự kiến giao hàng và ghi nhận doanh thu trong năm 2018 cũng sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy doanh thu của mảng này trong năm 2018.

Các nhà máy thủy điện mới đi vào hoạt động sẽ mang lại dòng tiền ổn định, nguồn LNST tăng đều qua các năm và nhờ đó cải thiện định giá của PC1

PC1 đã hoàn thành hai nhà máy thủy điện đầu tiên với tổng công suất là 60 MW trong năm 2016 và dự kiến sẽ đưa vào vận hành thêm hai nhà máy nữa với tổng công suất 54 MW vào quý 4 năm nay. Nhờ hưởng nhiều chính sách ưu đãi từ chính phủ và ngân hàng thế giới (WB), các dự án này có tỷ suất sinh lời nội tại (IRR) trong khoảng từ 11 – 13%.

Về các nhà máy thủy điện mới của PC1, chúng tôi cho rằng mức đóng góp vào LNST vẫn sẽ tương đối nhỏ trong năm 2017 – 2018 do chi phí lãi vay trong những năm đầu còn cao. Tuy nhiên, nhờ việc dư nợ gốc được trả đều qua các năm, chi phí lãi vay ước tính sẽ giảm tương ứng khoảng 10 tỷ đồng mỗi năm. Với mức thuế TNDN trong 4 năm đầu của các nhà máy là 0%, phần chi phí lãi vay giảm xuống này sẽ trực tiếp đi vào LNST của PC1. Ngoài ra, việc có thêm 4 nhà máy thủy điện đi vào vận hành sẽ mang lại cho PC1 dòng tiền tự do khoảng 290 tỷ đồng mỗi năm với đặc điểm tương đối ổn định và dễ dự đoán hơn so với các mảng kinh doanh khác như xây lắp hay phát triển bất động sản.

Với những lý do trên, chúng tôi đánh giá cao vai trò của mảng thủy điện trong tổng thể hoạt động kinh doanh của PC1. Vì vậy, chúng tôi ước tính đóng góp từ mảng này vào giá trị vốn chủ sở hữu (VCSH) của PC1 đạt khoảng 1.112 tỷ đồng (14.770 đồng/cp), tương ứng với 31% tổng giá trị VCSH của PC1.

RỦI RO

Rủi ro từ việc trì hoãn triển khai các dự án của EVN. Với việc các hợp đồng từ EVN chiếm tới 80% tổng doanh thu xây lắp, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh này của PC1 rất dễ bị tổn thương trước những khó khăn của EVN trong việc thu xếp vốn đầu tư. Trong đó sự sụt giảm doanh thu xây lắp trong năm 2016 là một ví dụ điển hình. Mặc dù đầu tư cơ sở hạ tầng vẫn luôn là ưu tiên hàng đầu của chính phủ, áp lực nợ công tăng cao và việc thiếu tín hiệu rõ ràng về khả năng EVN được tăng giá bán lẻ điện trong năm nay cũng sẽ khiến rủi ro về việc EVN tiếp tục phải trì hoãn các sự án tăng lên.

Rủi ro về khả năng tiến độ bán hàng các dự án bất động sản có thể bị chậm lại. Trong mảng phát triển dự án bất động sản, việc công ty triển khai dự án PCC1 Thanh Xuân trong khi dự án Mỹ Đình Plaza 2 còn đang thi công cho thấy PC1 đang mở rộng mạnh mẽ mảng kinh doanh này khi mà tốc độ bán hàng vẫn còn tương đối tốt.

Theo số liệu từ Savills, thị trường Hà Nội trong Q1 2017 có khoảng 6.520 căn hộ đã được bán (+16% YoY). Diễn biến mới này củng cố cho quan điểm của chúng tôi về việc thị trường sẽ tiếp tục sôi động trong năm 2017 và tiến độ bán hàng của dự án Mỹ Đình Plaza 2 không phải là mối quan ngại lớn.

Tuy nhiên, số liệu cũng cho thấy tổng nguồn cung sơ cấp về căn hộ ở Hà Nội trong Q1 2017 lên tới 24.160 căn, tăng 12% QoQ và 49% YoY. Trong khi đó, tỷ lệ hấp thụ lại giảm 8% YoY xuống còn 27% (do nguồn cung tăng mạnh). Savills ước tính có khoảng 40.800 căn hộ sẽ gia nhập thị trường Hà Nội trong năm nay, phần lớn là căn hộ hạng B từ các quận Hà Đông, Hoàng Mai, Từ Liêm và Thanh Xuân. Như vậy số lượng căn hộ ở cùng phân khúc và vị trí địa lý tương tự dự án PCC1 Thanh Xuân sẽ tương đối lớn. Điều này có thể khiến việc mở bán của dự án trong năm 2018 phải chịu nhiều áp lực cạnh tranh, từ đó dẫn tới rủi ro về khả năng tiến độ bán hàng ở PCC1 Thanh Xuân bị chậm lại.

Rủi ro pha loãng EPS. Với hoạt động kinh doanh và danh mục dự án hiện tại, chúng tôi ước tính doanh thu của PC1 có thể đạt khoảng 5.000 tỷ đồng (~217 triệu USD) vào năm 2020. Tuy nhiên, con số này vẫn còn thấp hơn rất nhiều so với mục tiêu doanh thu 400 triệu USD vào năm 2020 của PC1. Vì vậy, chúng tôi tin rằng nhiều khả năng PC1 sẽ phải tiếp tục tăng vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư mới và sáp nhập thêm công ty khác. Việc tăng vốn trong khi hiệu quả từ các khoản đầu tư chưa phản ánh ngay vào KQKD trong năm có thể sẽ khiến EPS bị giảm trong giai đoạn này. Chúng tôi dự phóng EPS năm 2017 (có tính tới ảnh hưởng từ đợt phát riêng lẻ trong năm) sẽ đạt 2.837 đồng.

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá cao PC1 với thế mạnh trong hoạt động kinh doanh cốt lõi về xây lắp điện và sản xuất cốt thép cùng danh mục dự án đầu tư nhiều tiềm năng trong mảng thủy điện và bất động sản. Với thế mạnh sẵn có, điều kiện thị trường trong nước giai đoạn 2017 – 2020 tiếp tục tăng trưởng và triển vọng tích cực từ hoạt động xuất khẩu, chúng tôi tin tưởng mảng xây lắp điện và sản xuất cốt thép sẽ tăng trưởng từ 15 – 20% trong năm 2017 – 2018. Đồng thời, các dự án thủy điện và bất động sản khi hoàn thành sẽ bổ sung thêm các động lực quan trọng giúp KQKD trong năm 2018 của PC1 có sự tăng trưởng bùng nổ.

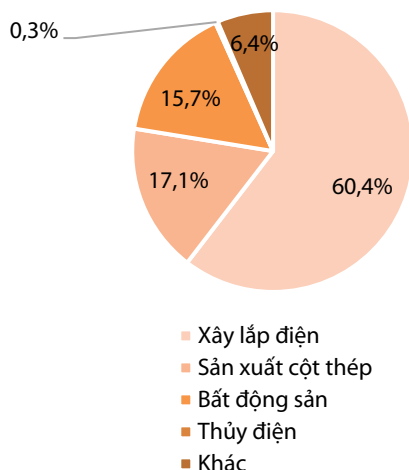
Trong dài hạn, mảng thủy điện được kỳ vọng sẽ đóng vai trò lớn hơn trong kết quả kinh doanh của PC1 với dòng tiền ổn định và hiệu quả hoạt động ngày càng được cải thiện. Trong khi đó, tiềm năng tăng trưởng của PC1 còn có thể đến từ việc mở rộng thêm mảng kinh doanh mới trong cuối giá trị xây lắp điện khi công ty huy động thêm vốn. Với những đánh giá trên, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu PC1 trong **TRUNG HẠN** với giá mục tiêu là 48.100 đồng/cp (tăng 14% so với thị giá tại ngày 25/05/2017).

TỔNG QUAN CÔNG TY

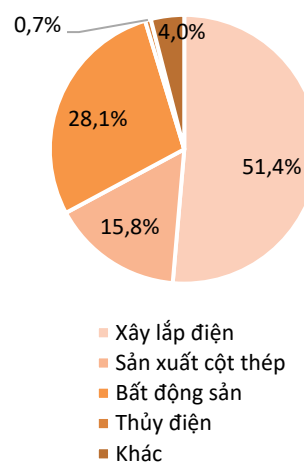
Doanh nghiệp lâu đời trong lĩnh vực xây lắp điện

Công ty cổ phần Xây lắp điện 1 (PC1 – HSX) được thành lập từ năm 1963 với tên gọi ban đầu là Công ty Xây lắp đường dây và trạm trực thuộc Cục Điện lực. Trải qua trên 50 năm xây dựng và phát triển, công ty đã vươn lên vị trí dẫn đầu trong ngành xây lắp điện và sản xuất cột thép, mở rộng hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực thủy điện và bất động sản.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của PC1 năm 2016



Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận gộp của PC1 năm 2016



Nguồn: PC1

Cơ cấu cổ đông của PC1 khá phân mảnh chỉ với hai cổ đông lớn là: Ông Trịnh Văn Tuấn (Tổng giám đốc kiêm Chủ tịch HĐQT) nắm 20,8% cổ phần và quỹ Vietnam Enterprise Investment Limited (VEIL) nắm 15,3% cổ phần.

Tính tới ngày 31/03/2017, PC1 có tổng cộng 15 công ty con và 2 công ty liên doanh liên kết như sau:

Bảng 1: Danh sách công ty con và công ty liên doanh liên kết của PC1			
Công ty con		Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Hà Nội	5	100
2	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Đại Mỗ	5	100
3	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Miền Nam	15	100
4	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Mỹ Đình	5	100
5	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Hoàng Mai	5	100
6	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Nàng Hương	0,7	100
7	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Miền Bắc	5	100
8	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Từ Liêm	5	100
9	Công ty TNHH Một thành viên Xây lắp điện 1 – Hà Đông	5,9	100
10	Công ty TNHH chế tạo cột thép Đồng Anh	51,3	100
11	Công ty cổ phần Lắp máy Công nghiệp Việt Nam	5	51
12	Công ty cổ phần Thủy điện Trung Thu	252	60
13	Công ty cổ phần Thủy điện Bảo Lâm	2,7	100
14	Công ty cổ phần Địa ốc Mỹ Đình	163,5	99
15	Công ty cổ phần Cơ khí Ô tô Hòa Bình	26,8	98
Công ty liên doanh liên kết		Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	Công ty cổ phần Gang thép Cao Bằng	430,1	25
2	Công ty cổ phần Khoáng sản Tấn Phát	80	29

Nguồn: PC1

Chiến lược phát triển giai đoạn 2016 – 2020 và tầm nhìn 2030

Định hướng phát triển và tầm nhìn của PC1 thể hiện rõ ràng quan điểm của công ty trong việc tiếp tục các mảng kinh doanh hiện tại bao gồm xây lắp điện, sản xuất cốt thép, thủy điện và bất động sản. Trong đó, xây lắp điện và sản xuất cốt thép vẫn sẽ là ưu tiên chính để duy trì vị thế dẫn đầu với mục tiêu vươn lên nhóm 5 công ty xây lắp công trình điện hàng đầu Đông Nam Á. Công ty cũng đặt mục tiêu dài hạn đến năm 2020 đạt doanh thu 400 triệu USD (tăng trưởng bình quân 22%/năm giai đoạn 2016 – 2020) và đến năm 2025 đạt doanh thu 1 tỷ USD (tăng trưởng bình quân 25%/năm giai đoạn 2021 – 2025).

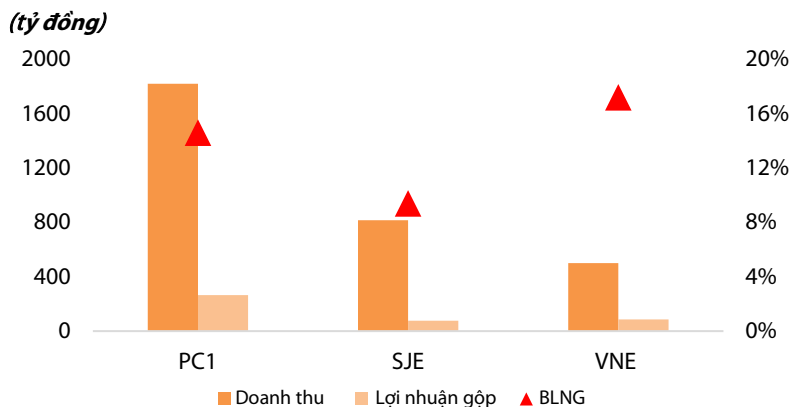
Về chiến lược đầu tư vào lĩnh vực năng lượng với khởi đầu từ thủy điện, PC1 đặt mục tiêu mở rộng danh mục dự án hiện tại của mình lên mức tổng công suất 300 MW. Song song với đó là việc phân tích kỹ lưỡng các cơ hội đầu tư để lựa chọn những dự án có hiệu quả cao nhất nhằm tạo ra giá trị bền vững cho cổ đông. Vì vậy, chúng tôi đánh giá mảng thủy điện là một thành tố quan trọng và giàu tiềm năng trong tổng thể giá trị của PC1. Đối với mảng bất động sản, PC1 xem việc phát triển các dự án là cách để tận dụng các nguồn lực và thế mạnh sẵn có, giúp công ty gia tăng nguồn lực tài chính phục vụ cho việc phát triển trong dài hạn.

Hoạt động kinh doanh xây lắp điện của PC1

Công việc của PC1 trong mảng này xoay quanh hoạt động xây lắp đường dây truyền tải, trạm biến áp và cáp ngầm. Trong đó tập đoàn điện lực Việt Nam EVN cùng các công ty con là nhóm khách hàng chủ yếu đóng góp khoảng 80% tổng doanh thu xây lắp của PC1. Với uy tín về năng lực thi công nhanh chóng cùng chất lượng công trình được đảm bảo, công ty đã xây dựng được mối quan hệ tốt với nhóm khách hàng quan trọng này. Đồng thời PC1 cũng không ngừng đa dạng hóa mạng lưới khách hàng của mình qua việc hợp tác với các đơn vị phát triển hạ tầng khu công nghiệp và các dự án bất động sản. Bên cạnh thị trường trong nước, hiện nay công ty đang chuẩn bị cho kế hoạch mở rộng mảng xây lắp điện sang thị trường các nước trong khu vực Đông Nam Á nhằm theo đuổi mục tiêu lọt vào nhóm 5 công ty xây lắp công trình điện hàng đầu khu vực.

Xét về vị thế trong ngành xây lắp điện, PC1 là doanh nghiệp đầu ngành sở hữu 30 – 40% thị phần trong nước với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân hàng năm đạt 23,6% trong giai đoạn 2013 – 2016. Biên lợi nhuận gộp của PC1 trong mảng này dao động từ 14 – 19%. Đây cũng là mức tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành như SJE (chỉ khoảng 9%) hay VNE (khoảng 17%).

Hình 3: Kết quả HĐKD xây lắp của 3 doanh nghiệp đầu ngành năm 2016



Nguồn: RongViet Research

PC1 cũng là đơn vị hàng đầu có đủ năng lực thi công các dự án truyền tải điện với vai trò tổng thầu EPC. Điều này thể hiện qua việc có khoảng 20% doanh thu xây lắp điện đến từ các hợp đồng EPC. Những

hợp đồng này thường có BLNG thấp hơn 3 – 4% so với các hợp đồng về thiết kế - xây dựng (EC) thông thường do chi phí mua sắm vật tư cho dự án (với BLNG thấp) thường chiếm tỷ trọng khá lớn trong tổng giá trị dự án. Tuy nhiên, lợi nhuận tuyệt đối từ hợp đồng EPC mang lại vẫn lớn hơn so với hợp đồng EC do đơn vị tổng thầu được hưởng toàn bộ chuỗi giá trị của hoạt động xây lắp từ thiết kế, mua sắm vật tư đến triển khai thi công lắp đặt công trình.

Xét về cơ cấu doanh thu theo mảng công việc, hoạt động xây lắp trạm biến áp chiếm từ 40 – 60% tổng doanh thu xây lắp mỗi năm. Phần còn lại đến từ việc xây lắp đường dây truyền tải và cáp ngầm.

Lợi thế cạnh tranh tổng hợp của PC1 trong mảng xây lắp điện

Phát triển nguồn nhân lực từ lâu đã là trụ cột chính trong chiến lược phát triển doanh nghiệp của PC1. Hiện nay công ty đang sở hữu đội ngũ kỹ sư giàu kinh nghiệm trong hoạt động xây lắp điện với khả năng nghiên cứu và ứng dụng công nghệ mới vào công việc, qua đó đề xuất phương án thi công giúp tối ưu thời gian và chi phí. Có những dự án điển hình đã được đội ngũ kỹ sư của PC1 hoàn thành chỉ với một nửa thời gian so với tiến độ cam kết trong hợp đồng. Ngoài ra, trong hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D), các kỹ sư của PC1 đã nghiên cứu chế tạo thành công thiết bị bay điều khiển từ xa Navi-Fly có khả năng kéo dây cáp, quay phim và khảo sát những địa hình phức tạp. Có thể nói nguồn nhân lực chất lượng cùng hệ thống thiết bị hiện đại đồng bộ là hai lợi thế có tính tương hỗ lẫn nhau, giúp PC1 kiểm soát chi phí, giảm giá thành trong khi vẫn duy trì mức biên lợi nhuận cao.

Đồng thời, với thế mạnh từ nguồn nhân lực và trang thiết bị, PC1 đã xây lắp được hàng chục ngàn kilomet đường dây truyền tải điện cao áp và siêu cao áp ở Việt Nam. Do bề dày kinh nghiệm thi công cũng là tiêu chí đánh giá năng lực thi công của nhà thầu, PC1 có thể tham gia vào những dự án lớn có độ phức tạp cao mà những công ty quy mô nhỏ không thể tham gia. Vì vậy uy tín về năng lực xây lắp cũng là một thành tố quan trọng trong lợi thế cạnh tranh của PC1.

Hình 4: Khinh khí cầu



Nguồn: PC1

Hình 5: Máy cẩu chân nhện



Hình 6: Trạm biến áp siêu cao áp



Mảng sản xuất cột thép: Hưởng lợi từ hoạt động xây lắp, thúc đẩy tăng trưởng qua hoạt động xuất khẩu

PC1 là công ty thiết kế và chế tạo sản phẩm kết cấu thép mạ kẽm có quy mô lớn nhất Việt Nam hiện nay với dây chuyền thiết bị hiện đại có tổng công suất đạt 50 ngàn tấn mỗi năm. Hiện nay công ty nắm 100% tỷ lệ sở hữu ở hai đơn vị thành viên là Công ty TNHH Chế tạo cột thép Đông Anh (công suất 35 ngàn tấn/năm) và nhà máy sản xuất cột thép Yên Thường (công suất 15 ngàn tấn/năm).

Nhờ lợi thế là doanh nghiệp dẫn đầu trong hoạt động xây lắp, có khoảng 20% doanh thu của mảng sản xuất cột thép đến từ các dự án xây lắp mà PC1 làm tổng thầu. Sự phối hợp giữa hai mảng kinh doanh này giúp công ty đồng thời kiểm soát chất lượng công trình xây lắp và bổ sung thêm nguồn doanh thu cho mảng sản xuất cột thép.

Mặc dù chiếm tới 40% thị phần cột thép trong nước, PC1 chỉ mới sử dụng khoảng 75% công suất sản xuất của mình trong năm 2016 và dự kiến nâng lên mức 80 – 90% công suất trong năm 2017. Ngoài ra, nhờ khả năng linh hoạt trong việc lập kế hoạch sản xuất, chúng tôi cho rằng công ty có thể đảm bảo tăng trưởng sản lượng ở mức cao trong năm 2017 – 2018 mà chưa cần đầu tư nhiều để mở rộng công suất.

Bên cạnh thị trường nội địa, PC1 còn xuất khẩu sản phẩm của mình tới hơn 10 nước như Nhật Bản, Hàn Quốc, Chi-lê,... Công ty cũng đang hợp tác với đối tác AG Ajikawa đến từ Nhật Bản để đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu của mình. AG Ajikawa là công ty lâu đời trong lĩnh vực thiết kế, chế tạo và kinh doanh các sản phẩm kết cấu thép phục vụ các dự án xây dựng đường dây truyền tải điện. Với phạm vi cung cấp rộng lớn tới khách hàng ở nhiều quốc gia tại Bắc Mỹ, Trung Mỹ, Nam Mỹ, Đông Nam Á, Trung Đông, Châu Đại Dương và Châu Phi, AG Ajikawa đã có kinh nghiệm cung cấp hàng trăm ngàn tấn sản phẩm cho các dự án của mình.

Mối quan hệ hợp tác giữa AG Ajikawa và Công ty Sản xuất cột thép Hyundai Đông Anh được xây dựng từ năm 1998 trước khi PC1 mua lại công ty này từ Tập đoàn Công nghiệp nặng Hyundai (Hàn Quốc) năm 2009. Vì vậy, chúng tôi tin tưởng rằng đối tác Nhật Bản lựa chọn nhà máy Đông Anh vì chất lượng sản phẩm đã được kiểm chứng qua nhiều năm. Trong quý 3 năm nay, họ sẽ tiếp tục đặt hàng nhà máy Đông Anh 40.000 tấn sản phẩm theo hợp đồng trị giá 1.000 tỷ đồng để xuất khẩu sang Indonesia.

Mảng thủy điện: Mở rộng nhanh chóng với những dự án có tính hiệu quả cao

Hiện nay PC1 đang sở hữu danh mục các dự án thủy điện với tổng công suất 174 MW đặt kế hoạch nâng tổng công suất lên 300 MW trong dài hạn. Trong năm 2016, công ty đã công bố mục tiêu đạt doanh thu 400 triệu USD vào năm 2020 và 1 tỷ USD vào năm 2025, tương ứng với mức tăng trưởng kép hàng năm đạt 25% trong giai đoạn 2017 – 2025. Trong số những căn cứ để PC1 đặt mục tiêu này có việc xây dựng thêm các nhà máy thủy điện mới giúp nâng tổng công suất lên 300 MW trong dài hạn. Tới thời điểm hiện tại, công ty đã công bố 6 dự án được cấp giấy phép đầu tư với tổng công suất 174 MW. Trong đó hai nhà máy đầu tiên đã đi vào hoạt động từ cuối năm 2016, hai nhà máy tiếp theo sẽ hoàn thành trong năm nay và dự kiến hoàn thành thêm hai nhà máy nữa vào năm 2020.

Bảng 2: Danh mục dự án thủy điện của PC1

Dự án	Địa điểm	Công suất (MW)	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tỷ lệ nợ vay	Ngân hàng tài trợ	Thời gian triển khai	Giá bán điện	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)
Trung Thu	Điện Biên	30	827,9	70%	World Bank - BIDV	08/2014 – 11/2016	Dựa trên Biểu giá chi phí tránh được của Bộ Công thương	124
Bảo Lâm 1	Cao Bằng	30	745,5	75%	World Bank - VietinBank	11/2014 – 01/2017		124
Bảo Lâm 3	Cao Bằng	46	1,393,0	70%	Viecombank	06/2015 – 09/2017		184
Bảo Lâm 3A	Cao Bằng	8	253,0	75%	World Bank - VietinBank	03/2016 – 11/2017		32
Bảo Lạc B	Cao Bằng	18	568,4	70%	World Bank	Q4 2017 – Q4 2019		72
Bảo Lâm 4	Cao Bằng	30	922,0	30%	World Bank	2018 – 2020		120

Nguồn: PC1, RongViet Research

Những dự án của PC1 cũng được hưởng nhiều ưu đãi từ chính phủ và Ngân hàng Thế giới (World Bank). Do các dự án của PC1 đều là nhà máy thủy điện loại nhỏ (có công suất không quá 30 MW) và thủy điện bậc thang (có công suất không quá 60 MW) nên được hưởng nhiều ưu đãi từ chính sách khuyến khích thủy điện vừa và nhỏ của chính phủ. Đồng thời nhiều nhà máy còn nhận được hỗ trợ về vốn vay từ World Bank theo chương trình phát triển năng lượng tái tạo. Cụ thể, những nhà máy này được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp trong 15 năm đầu (0% trong 4 năm đầu tiên, 5% trong 9 năm

tiếp theo và 10% trong 2 năm cuối), được áp dụng Biểu giá chi phí tránh được (với giá bán bình quân từ 1.050 - 1.100 đồng/kWh). Ngoài ra những dự án do World Bank hỗ trợ còn được tiếp cận nguồn vốn vay ưu đãi bằng VNĐ thông qua các ngân hàng thương mại trong nước với lãi suất thấp (chỉ 6,3 – 6,5%/năm). Nhờ những ưu đãi kể trên, PC1 ước tính các dự án thủy điện này đều có IRR trong khoảng 11 – 13%.

Ngoài ra, những cập nhật mới nhất về việc triển khai các dự án đều tích cực với việc tổng vốn đầu tư nhà máy Trung Thu và Bảo Lâm 1 thấp hơn so với dự toán ban đầu tương ứng là 8% và 18%. Như vậy chi phí đầu tư có thể giảm tới 240 tỷ đồng so với dự toán ban đầu. Ước tính suất đầu tư bình quân cho mỗi MW công suất của nhà máy Trung Thu và Bảo Lâm 1 tương ứng là 27,6 tỷ đồng và 24,9 tỷ đồng. Đây là suất đầu tư hợp lý nếu so với suất đầu tư của các nhà máy thủy điện nhỏ khác như Sông Chảy 5 (24,9 tỷ đồng), Đa Siat (25,1 tỷ đồng), hay Đắk Lô (35,6 tỷ đồng). Về tiến độ thi công, PC1 dự kiến nhà máy Bảo Lâm 3 có thể đi vào hoạt động trong tháng 9 năm nay (sớm hơn 2 tháng so với kế hoạch ban đầu là tháng 11/2017).

Mảng bất động sản: PC1 là nhà phát triển có quy mô nhỏ nhưng vẫn hiệu quả

Có tiền thân là doanh nghiệp nhà nước, PC1 sở hữu quỹ đất tiềm năng với tổng diện tích khoảng 20 ngàn mét vuông dưới hình thức hợp đồng thuê đất dài hạn. Đây là nguồn lực quan trọng để công ty phát triển những dự án đầu tiên của mình. Trong số 3 dự án đã hoàn thành, PC1 đều nhắm vào phân khúc trung cấp với mức giá cạnh tranh và chỉ phát triển mỗi lần một dự án nhằm tập trung nguồn lực tài chính, đảm bảo tiến độ thi công cũng như chất lượng công trình. Vì vậy, các dự án này đều bán tốt và mang lại hiệu quả tài chính cho công ty.

Hiện nay, PC1 đang phát triển dự án Mỹ Đình Plaza 2 với thời điểm bàn giao nhà và ghi nhận doanh thu dự kiến là Q2 2018. Tuy nhiên với hầu hết các đợt mở bán diễn ra trong năm nay, kết quả bán hàng từ dự án này đã có thể nhìn thấy từ năm 2017. Tới hết Q1 2017 công ty đã bán được khoảng 100 căn hộ theo đúng dự kiến ban đầu.

Trong lúc dự án Mỹ Đình Plaza 2 đang được tiến khai, PC1 đã lên kế hoạch khởi công thêm dự án PCC1 Thanh Xuân ngay trong Q3 2017 và dự kiến ghi nhận doanh thu trong năm 2019. Dự án này không nằm trong quỹ đất sẵn có của PC1 mà được công ty sở hữu thông qua hoạt động M&A với Công ty CP Cơ khí Ô tô Hòa Bình, đơn vị sở hữu giấy phép đầu tư dự án.

Bảng 3: Các dự án bất động sản hiện nay của PC1		
Dự án	Mỹ Đình Plaza 2	PCC1 Thanh Xuân
Địa điểm	Đường Nguyễn Hoàng, phường Mỹ Đình 2, Quận Nam Từ Liêm, Hà Nội	44 Triều Khúc, phường Nam Thanh Xuân, quận Thanh Xuân, Hà Nội
Quỹ đất (m ²)	6.028	5.700
GFA for condos (m ²)	41.562	35.206
Giá bán căn hộ có VAT (triệu đồng/m ²)	28-30	28
Thời điểm khởi công	Q2 2016	Q2 2017
Thời điểm giao nhà	Q2 2018	Q1 2019
Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	1.168	988
LNST dự kiến (tỷ đồng)	270	140

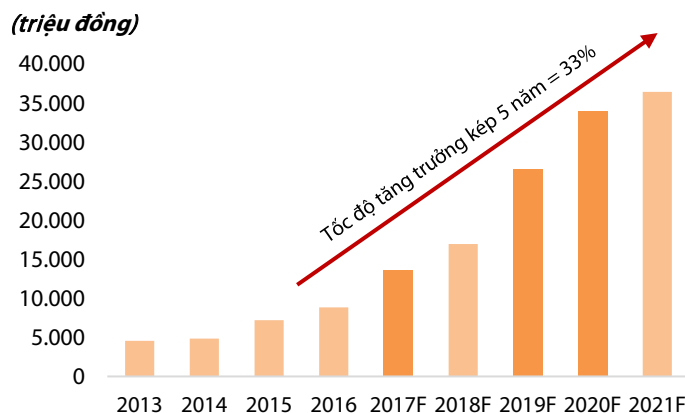
Nguồn: PC1, RongViet Research

Ngoài hai dự án đang phát triển, PC1 hiện còn một phần nhỏ của khu biệt thự thuộc dự án Mỹ Đình Plaza 1 dự kiến sẽ bán trong năm nay. Công ty dự kiến doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt là 50 tỷ đồng và 15 tỷ đồng.

Mảng bất động sản cho thuê: Tận dụng nguồn lực để mang về doanh thu ổn định

Bên cạnh hoạt động phát triển dự án, PC1 còn giữ lại một vài tầng ở mỗi dự án đã hoàn thành để cho thuê mặt bằng trung tâm thương mại hoặc văn phòng. Mặc dù đóng góp từ mảng này trong cơ cấu doanh thu của công ty còn nhỏ nhưng biên lợi nhuận gộp lại tương đối cao (42 – 52%). Doanh thu từ bất động sản cho thuê cũng thường tăng mạnh mỗi khi PC1 hoàn thành dự án và tăng thêm diện tích sàn cho thuê. Với 3 dự án đầu tiên được hoàn thành, PC1 đang sở hữu khoảng 12.500 m² sàn thương mại và văn phòng. Dự kiến khi Mỹ Đình Plaza 2 và PCC1 Thanh Xuân đi vào hoạt động sẽ bổ sung lần lượt 9.200 m² và 4.000 m² sàn vào danh mục hiện tại.

Hình 7: Doanh thu từ mảng bất động sản cho thuê (tỷ đồng)



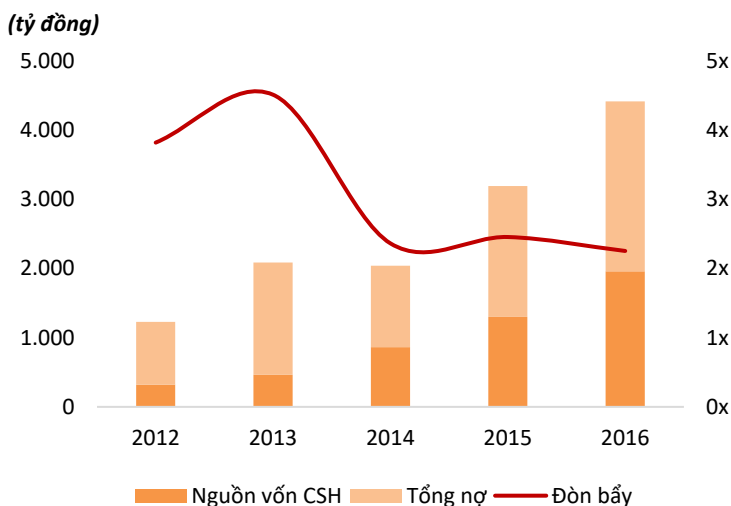
Nguồn: PC1, RongViet Research

Ngoài ra, với việc có thêm dự án hoàn thành trong năm 2016, 2018 và 2019, chúng tôi dự phóng doanh thu những năm liền sau đó sẽ tăng trưởng đáng kể do chủ đầu tư thường cần khoảng một năm để tìm kiếm đủ khách hàng thuê tại dự án mới của mình.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Việc mở rộng quy mô đi kèm với giảm tỷ lệ đòn bẩy được thể hiện rõ qua bảng cân đối kế toán. Trong 5 năm qua, PC1 có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của tổng tài sản đạt 38% và chủ yếu được tài trợ bởi tốc độ tăng trưởng kép 61% mỗi năm của nguồn vốn. Kết quả là tỷ lệ đòn bẩy tài chính giảm nhanh từ 3,8x xuống còn 2,3x trong giai đoạn 2012 – 2016.

Hình 8: Cơ cấu nguồn vốn của PC1 qua các năm 2012 - 2016



Nguồn: PC1, RongViet Research

Tỷ lệ đòn bẩy của PC1 cũng thấp hơn tương đối so với các doanh nghiệp trong ngành xây dựng. Với phần lớn nợ vay được sử dụng để tài trợ cho các dự án thủy điện, tỷ lệ đòn bẩy của PC1 khi loại bỏ mảng này sẽ chỉ còn khoảng 2,1x và thuộc nhóm sử dụng ít đòn bẩy nhất trong ngành.

Bảng 4: Tỷ lệ đòn bẩy của các công ty cùng ngành	
Công ty so sánh	Tỷ lệ đòn bẩy
CTD	2,1x
HBC	7,0x
SJE	4,1x
VGC	3,6x
Bình quân	4,5x
PC1	2,4x
PC1 sau khi loại bỏ thủy điện	2,1x

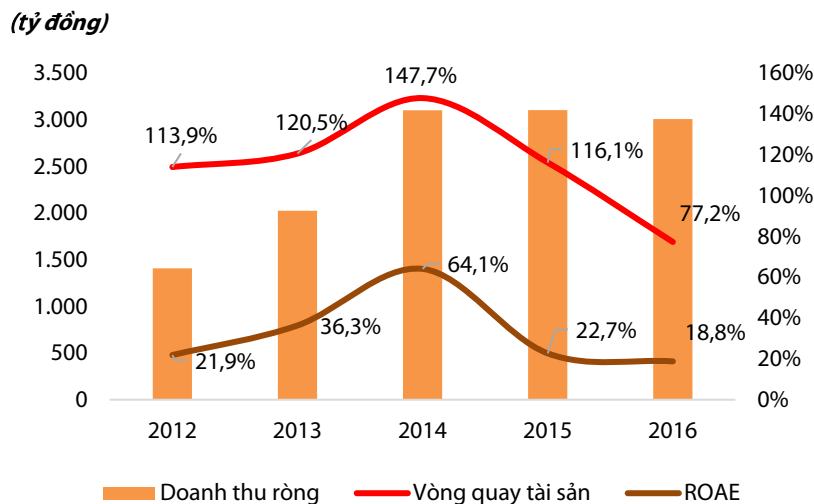
Nguồn: RongViet Research, số liệu tại ngày 31/03/2017.

Tuy nhiên, **việc tăng vốn quá nhanh cũng khiến cho EPS bị pha loãng** từ 17.554 đồng năm 2014 xuống còn 3.747 đồng năm 2016. Với 40 triệu cổ phiếu tăng thêm sau đợt trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành riêng lẻ trong năm nay, chúng tôi ước tính xu hướng pha loãng EPS sẽ còn tiếp diễn trong năm 2017 (EPS: 2.837 đồng) và EPS sẽ chỉ tăng lại vào năm 2018 (EPS: 3.690 đồng).

Trong khi đó, ROAE cũng giảm theo do các dự án mở rộng chưa thể mang lại doanh thu ngay

Mặc dù có sự tăng trưởng nhanh về cả tài sản lẫn vốn chủ sở hữu, doanh thu của PC1 vẫn hầu như đi ngang trong suốt 3 năm qua. Việc tăng trưởng doanh thu bị chững lại cũng đã khiến cho vòng quay tài sản giảm mạnh. Điều này cùng với việc tỷ lệ đòn bẩy giảm nhanh là nguyên nhân chính khiến cho ROAE liên tục giảm trong suốt 3 năm qua.

Hình 9: Doanh thu, vòng quay tài sản và tỷ lệ ROAE của PC1 giai đoạn 2012 – 2016



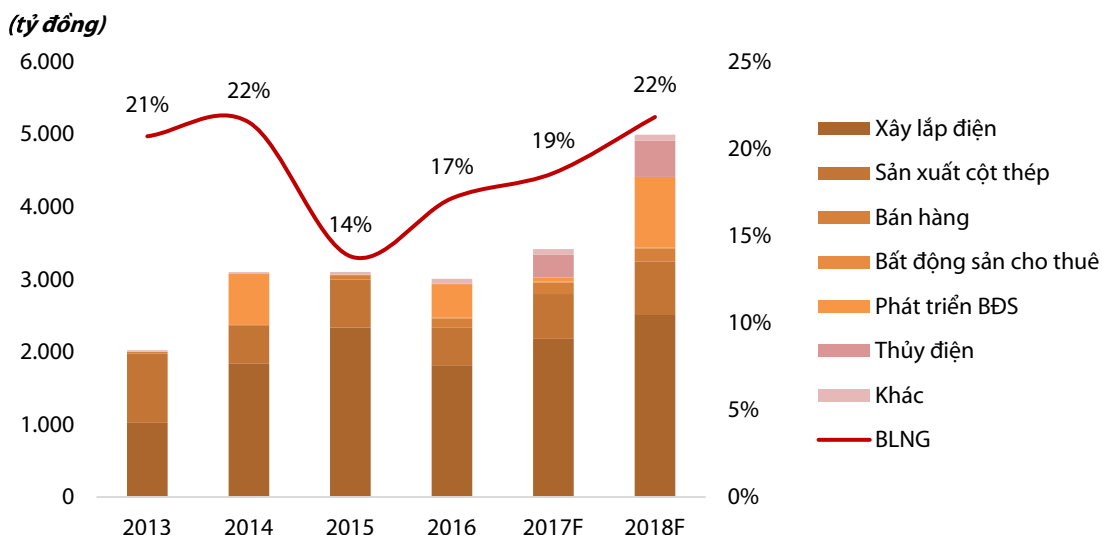
Nguồn: PC1, RongViet Research

Tuy nhiên, khi phân tích danh mục các dự án mà PC1 đang đầu tư, chúng tôi nhận thấy phần lớn tài sản tăng thêm đến từ bốn nhà máy thủy điện của PC1 (giá trị hơn 2.000 tỷ đồng). Trong khi đó, những dự án này thường mất hơn hai năm để hoàn thành và có đóng góp vào doanh thu. Vì vậy, chúng tôi tin tưởng rằng khi cả bốn nhà máy này đi vào vận hành trong năm 2018, hệ số vòng quay tài sản sẽ cải thiện rất nhiều so với năm 2016 – 2017. Chúng tôi cũng kỳ vọng hệ số ROAE sẽ hồi phục trở lại trong các năm 2018 – 2019 khi các dự án bất động sản ghi nhận doanh thu lớn với mức BLN ròng cao (khoảng từ 16 – 19%).

Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng biến động qua các năm nhưng tăng mạnh vào những năm có ghi nhận nhiều doanh thu từ bất động sản

Do trước đây PC1 chỉ triển khai mỗi lần một dự án và mất từ 18 – 24 tháng để hoàn thành mỗi dự án, công ty thường ghi nhận một lượng lớn doanh thu từ bất động sản hai năm một lần. Trong những năm như vậy, mảng bất động sản chiếm từ 16 – 23% tổng doanh thu với BLNG tương đối cao (trên 30%). Vì vậy biên lợi nhuận của toàn công ty cũng được cải thiện theo.

Hình 10: Cơ cấu doanh thu và biên lợi nhuận của PC1 giai đoạn 2013 – 2018



Nguồn: PC1, RongViet Research

Phân tích biên lợi nhuận gộp

Trong năm 2015 – 2016, BLNG của mảng sản xuất thép có xu hướng tăng mạnh nhờ vào việc giá phôi thép được duy trì ở mức thấp và việc đầu tư vào công nghệ sản xuất giúp tiết kiệm chi phí. Trong khi đó, BLNG trong mảng xây lắp điện lại biến động khá nhiều do thay đổi trong tỷ trọng đóng góp của các hợp đồng có BLNG thấp (như hợp đồng EPC, hợp đồng xây dựng trạm biến áp) trong doanh thu xây lắp. Khi tỷ trọng của hợp đồng EPC và hợp đồng xây dựng trạm biến áp tăng lên (giảm xuống) sẽ dẫn tới BLNG của mảng xây lắp giảm xuống (tăng lên) tương ứng.

Bên cạnh đó, mảng thủy điện và bất động sản cho thuê với BLNG cao hơn và đóng góp nhiều hơn qua các năm cũng là yếu tố hỗ trợ để BLNG của PC1 tăng trong những năm gần đây. Vì vậy chúng tôi kỳ vọng rằng với việc có thêm nhiều dự án thủy điện và bất động sản mới đi vào hoạt động trong năm 2017 – 2018, hai mảng này sẽ đóng vai trò ngày càng lớn trong cơ cấu doanh thu của PC1 và qua đó dẫn dắt xu hướng tăng lên của BLNG của toàn công ty.

Bảng 5: Biên lợi nhuận gộp chia theo từng mảng kinh doanh của PC1				
(%)	2014	2015	2016	2017F
Xây lắp điện	17,5	14,0	14,6	14,6
Sản xuất cột thép	10,7	14,3	15,8	15,8
Bán hàng	4,5	0,9	6,3	3,3
Bất động sản cho thuê	26,6	42,2	52,1	52,1
Phát triển bất động sản	39,8	n/a	30,3	26,6
Thủy điện	n/a	n/a	39,8	54,1

Nguồn: PC1, RongViet Research

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh của PC1 được dự phóng trên cơ sở dự phóng 4 mảng kinh doanh chính bao gồm: (1) xây lắp điện, (2) sản xuất kết cấu thép, (3) thủy điện và (4) bất động sản.

Bảng 6: Một số giả định trong dự phóng				
Doanh thu (tỷ đồng)	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Xây lắp điện	2.337	1.817	2.180	2.507
Sản xuất cột thép	659	514	617	741
Bán hàng	61	131	157	173
Bất động sản cho thuê	7	9	14	17
Phát triển bất động sản	0	464	56	973
Thủy điện	0	9	317	500
Khác	37	62	75	82
Tăng trưởng doanh thu (%)	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Xây lắp điện	27	-22	20	15
Sản xuất cột thép	25	-22	20	20
Bán hàng	n/a	113	20	10
Bất động sản cho thuê	49	23	55	24
Phát triển bất động sản	n/a	n/a	-88	1.628
Thủy điện	n/a	n/a	3.436	58
Khác	94	69	20	10
Biên lợi nhuận gộp (%)	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Xây lắp điện	14	15	15	15
Sản xuất cột thép	14	16	16	16
Bán hàng	1	6	3	3
Bất động sản cho thuê	42	52	52	52
Phát triển bất động sản	n/a	30	27	32
Thủy điện	n/a	40	54	52
Khác	27	29	28	28

Nguồn: RongViet Research dự phóng

Mảng xây lắp điện – Giá trị các hợp đồng đã ký ở mức cao và việc đẩy nhanh dự án đường dây 500kV mạch 3 giúp triển vọng 2017 - 2018 thêm tích cực

Trong năm 2016, doanh thu từ mảng này giảm đáng kể so với năm 2015 do EVN gặp khó khăn trong thu xếp vốn đầu tư và phải trì hoãn một số dự án. Tuy nhiên, mảng xây lắp điện vẫn là trụ cột chính đóng góp tới 60% tổng doanh thu của PC1.

Bước sang năm 2017, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng này sẽ tăng trưởng 20% nhờ vào giá trị hợp đồng đã ký đang ở mức cao. Trong 4 tháng đầu năm 2017, công ty đã thắng nhiều hợp đồng với tổng giá trị lên tới 1.100 tỷ đồng, nâng tổng giá trị hợp đồng đã ký tính tới thời điểm cuối tháng 04/2017 lên 2.100 tỷ đồng (tương ứng với 96% dự phóng cho doanh thu xây lắp năm 2017 của chúng tôi).

Bảng 7: Một số hợp đồng điển hình trong năm 2017 của PC1

#	Tên dự án	Giá trị (tỷ đồng)	Công việc
1	Cáp ngầm 110 kV nối trạm biến áp 220kV Long Biên và đường dây 110 kV Đông Anh - Gia Lâm - Sài Đồng	108,6	Tổng thầu EPC
2	Đường dây 110 kV nối trạm biến áp 500/220kV Quốc Oai với đường dây 110 kV Chèm – Phúc Thọ	64,5	Xây lắp đường dây
3	Đường dây 220 kV Đồng Hà – Huế	84,0	Xây lắp đường dây
4	Cáp ngầm 110 kV Xa Lộ - Đa Kao	38,2	Xây lắp cáp ngầm
5	Que Vo 4 - 110kV transmission lines and substation	36,4	Tổng thầu EPC

Nguồn: PC1

Bên cạnh đó, với việc đẩy nhanh dự án đường dây 500 kV mạch 3, đây sẽ là cơ hội để PC1 phát huy thế mạnh về năng lực xây lắp và đấu thầu các hạng mục của dự án. Chúng tôi kỳ vọng các hợp đồng từ dự án này sẽ có đóng góp đáng kể vào triển vọng tăng trưởng trong năm 2018 của PC1.

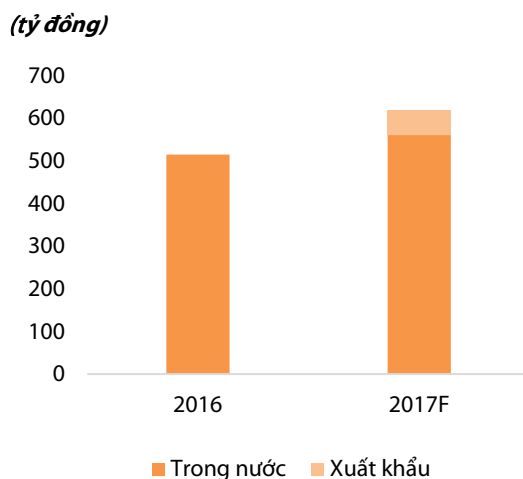
Mảng sản xuất cột thép – Triển vọng tăng trưởng mạnh trong năm 2017 – 2018 nhờ các hợp đồng xuất khẩu

Trong năm 2016, mặc dù đã có thỏa thuận hợp tác với AG Ajikawa để cung cấp cột thép cho các dự án của công ty này ở nước ngoài nhưng PC1 vẫn chưa thực sự nhận được đơn đặt hàng và cũng không ghi nhận doanh thu từ hoạt động xuất khẩu. Bước sang năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này tăng 20% nhờ các hợp đồng xuất khẩu mới ký đi Bangladesh và Indonesia:

- (1) Ở thị trường Bangladesh, PC1 đã ký được hợp đồng trị giá 2,5 triệu USD (~57 tỷ đồng) xuất khẩu 5.000 tấn sản phẩm cột thép. Công ty dự kiến sẽ giao hàng và ghi nhận doanh thu trong năm 2017.
- (2) Ở thị trường Indonesia, công ty đã ký hợp đồng với AG Ajikawa để cung cấp 40.000 tấn sản phẩm cột thép cho dự án của AG Ajikawa ở đây. Hợp đồng có tổng giá trị lên tới hơn 1.000 tỷ đồng và PC1 dự kiến sẽ bắt đầu sản xuất cho hợp đồng này từ Q3 2017.

Do lượng cột thép sẽ giao trong năm 2017 còn phụ thuộc vào tiến độ của dự án ở Indonesia, PC1 chỉ đặt mục tiêu cho doanh thu xuất khẩu chiếm 10 – 15% kế hoạch doanh thu từ mảng sản xuất cột thép trong năm 2017 (tương ứng khoảng 60 tỷ đồng). Chúng tôi cho rằng mục tiêu xuất khẩu này là khả thi và do đó PC1 hoàn toàn có thể đạt được kế hoạch doanh thu từ mảng sản xuất cột thép cho năm 2017.

Hình 11: Doanh thu từ mảng sản xuất cột thép của PC1



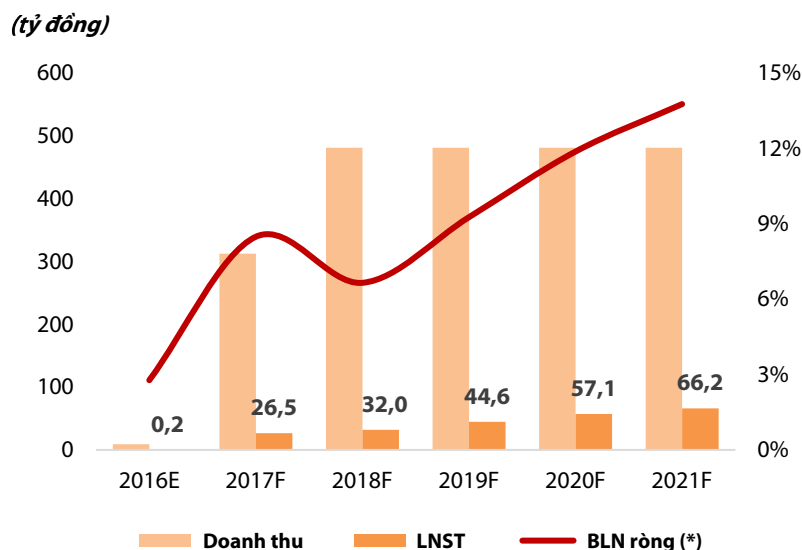
Nguồn: PC1, RongViet Research

Mảng thủy điện – Các nhà máy mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2017 – 2018

PC1 đã hoàn thành và đưa vào vận hành 2 nhà máy thủy điện đầu tiên vào cuối năm 2016. Hai nhà máy tiếp theo dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2017. Với tiến độ thi công hiện nay, chúng tôi kỳ vọng dự án Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A sẽ lần lượt đi vào vận hành trong tháng 9 và tháng 10 năm nay, qua đó đóng góp khoảng 56 tỷ đồng doanh thu trong năm 2017.

Mặc dù có đóng góp lớn trong tổng cơ cấu doanh thu năm 2017 (khoảng 9%), chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng từ mảng này sẽ chỉ ở mức thấp trong vài năm đầu do chi phí khấu hao nhà máy và chi phí lãi vay còn cao. Trong những năm tiếp theo, chúng tôi vẫn đánh giá cao khả năng sinh lời của những nhà máy mà PC1 đang triển khai và kỳ vọng mảng thủy điện sẽ mang lại dòng tiền ổn định cùng mức lợi nhuận ròng tăng đều qua các năm.

Hình 12: Dự phóng doanh thu và LNST của mảng thủy điện giai đoạn 2016 - 2021



(*) Lợi nhuận ròng có bao gồm lợi ích cổ đông thiểu số ở nhà máy Trung Thu.

Nguồn: PC1, RongViet Research

Mảng phát triển dự án bất động sản

Trong năm 2017, công ty sẽ chưa ghi nhận doanh thu từ các dự án mới như Mỹ Đình Plaza 2 hay PCC1 Thanh Xuân. Do đó, doanh thu từ mảng này sẽ chỉ chiếm một phần nhỏ (khoảng 2%) trong tổng doanh thu. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng về việc mở bán dự án Mỹ Đình Plaza 2 sẽ có nhiều thuận lợi và qua đó mang lại triển vọng tích cực cho công ty.

Bảng 11: Dự phóng tiến độ bán hàng và ghi nhận doanh thu của các dự án				
Dự án	FY2017F	FY2018F	FY2019F	FY2020F
Doanh số bán hàng	861	932	182	
Mỹ Đình Plaza 2	861	220		
PCC1 Thanh Xuân		712	182	
Doanh thu		973	912	89
Mỹ Đình Plaza 2		973	108	
PCC1 Thanh Xuân			804	89
Thu tiền	603	911	406	54
Mỹ Đình Plaza 2	603	413	65	
PCC1 Thanh Xuân		498	341	54

Nguồn: RongViet Research dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST cho cổ đông công ty mẹ của PC1 đạt lần lượt 3.417 tỷ đồng (+14% YoY0 và 322 tỷ đồng (+5% YoY) trong năm 2017. Đồng thời, dựa trên kỳ vọng về tiến độ bán hàng nhanh chóng của dự án Mỹ Đình Plaza 2 và triển vọng tăng trưởng tích cực ở mảng xây lắp điện và sản xuất cột thép, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của PC1 sẽ tăng trưởng bùng nổ trong năm 2018 ở mức lần lượt là 46% và 76%.



Bảng 12: Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh				
<i>(tỷ đồng)</i>	FY2015	FY2016	FY2017F	FY2018F
Doanh thu thuần	3.101	3.008	3.417	4.994
Giá vốn	-2.672	-2.482	-2.781	-3.904
Lãi gộp	429	527	636	1.090
Chi phí bán hàng	-6	0	-29	-32
Chi phí quản lý	-126	-129	-133	-224
Thu nhập từ HĐTC	9	14	23	40
Chi phí tài chính	-12	-22	-97	-166
Lợi nhuận khác	38	72	2	2
Lợi nhuận trước thuế	319	401	401	709
Thuế TNDN	-74	-96	-68	-129
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	-11	-12
Lợi nhuận sau thuế	245	305	322	568
EBIT	296	397	474	833
EBITDA	320	433	728	1.090

Nguồn: RongViet Research ước tính

ĐỊNH GIÁ

Do PC1 hoạt động trong các lĩnh vực có đặc thù khác nhau, chúng tôi lựa chọn định giá công ty theo tổng thành phần, trong đó từng ngành kinh doanh sẽ được xác định giá trị theo phương pháp và các hệ số gắn với đặc thù ngành đó.

Mảng xây lắp điện và sản xuất cột thép

Đối với mảng này, chúng tôi lựa chọn định giá theo phương pháp so sánh hệ số P/E với các công ty cùng ngành xây dựng. Do những khó khăn trong việc thu xếp nguồn vốn đầu tư của EVN vẫn chưa thực sự được giải quyết, chúng tôi chiết khấu hệ số P/E 12% để phản ánh rủi ro từ việc trì hoãn các dự án của PC1 có thể dẫn tới ảnh hưởng tiêu cực lên KQKD của PC1.

Bảng 10: P/E của các công ty so sánh		
Công ty	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Trailing P/E
CTD	15.834	11,1
HBC	4.858	8,5
SJE	329	11,4
VGC	4.482	9,2
Trung bình		10,3
Chiết khấu		12%
P/E sử dụng		9,0

Nguồn: Bloomberg, giá lấy tại ngày 15/03/2017

Mảng thủy điện

Để định giá mảng này, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFE với lãi suất chiết khấu là 12,5% cho toàn bộ vòng đời dự án là 30 năm. Mức định giá hiện nay của PC1 chỉ tính đến 4 nhà máy mà công ty đang triển khai gồm nhà máy Trung Thu, Bảo Lâm 1, Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A.

Mảng bất động sản

For real estate project development, we derive value of each project by discounting their expected **Đối với hoạt động phát triển dự án**, chúng tôi định giá các dự án thông qua việc tính toán hiện giá của các dòng tiền theo dự phóng. Mức chiết khấu được sử dụng là 14%.

Đối với mảng bất động sản cho thuê, chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFE với mức lãi suất chiết khấu là 13% và giả định tăng trưởng FCFE trong dài hạn là 3%. Định giá của mảng này cũng đã tính đến phần diện tích sàn ở các dự án Mỹ Đình Plaza 2 và dự án PCC1 Thanh Xuân.

Bảng 11: Định giá cổ phiếu PC1					
Mảng kinh doanh		Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)	Đóng góp vào giá (đồng/CP)	Ghi chú
Xây lắp điện và sản xuất cột thép		P/E	1.893	25.154	Mức P/E mục tiêu là 9,0x
Thủy điện		FCFE	1.112	14.770	Chiết khấu dòng tiền của 4 dự án: Trung Thu, Bảo Lâm 1, Bảo Lâm 3, Bảo Lâm 3A
Bất động sản	Dự án Mỹ Đình Plaza 2	NAV	158	2.096	
	Dự án PCC1 Thanh Xuân	NAV	87	1.155	
	Bất động sản cho thuê	FCFE	295	3.918	
Khai khoáng		Giá trị sổ sách	81	1.071	
Giá mục tiêu				48.100	

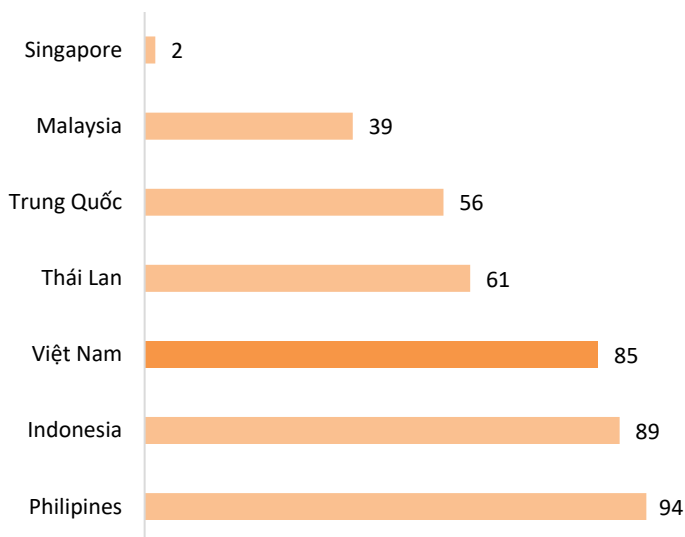
TRIỂN VỌNG NGÀNH XÂY LẮP ĐIỆN

Cơ sở hạ tầng điện còn yếu kém và nền kinh tế tăng trưởng nhanh đang đặt hệ thống điện quốc gia trước áp lực lớn

Theo Báo cáo Năng lực cạnh tranh toàn cầu năm 2016 -2017 của Diễn đàn kinh tế thế giới (WEF), mặc dù đã có sự cải thiện đáng kể trong xếp hạng toàn cầu (từ thứ 98 lên thứ 85) trong giai đoạn 2011 – 2016, hạ tầng cung ứng điện của Việt Nam vẫn được đánh giá thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực.

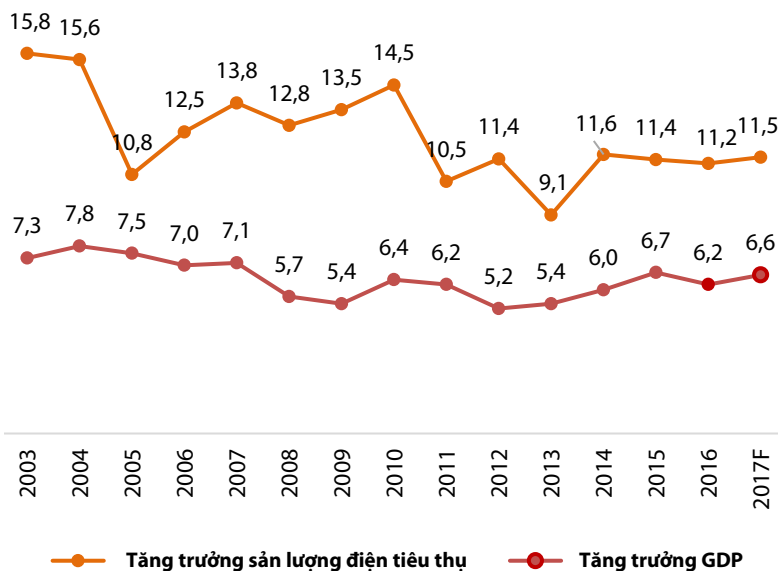
Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng kinh tế cao đi kèm với nhu cầu tiêu thụ điện tăng nhanh lại đang đặt ra áp lực lớn đối với hệ thống điện quốc gia. Tình trạng này xuất phát từ việc Việt Nam đang trải qua quá trình công nghiệp hóa dẫn tới nhu cầu tiêu thụ điện cho lĩnh vực sản xuất công nghiệp ngày càng cao. Bên cạnh đó, mức thu nhập bình quân của người dân tăng lên cũng thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện ở lĩnh vực quản lý và tiêu dùng tăng cao qua từng năm, đặc biệt là vào mùa khô.

Hình 13: Xếp hạng cơ sở hạ tầng cung ứng điện của một số nước trong khu vực



Nguồn: Báo cáo Năng lực cạnh tranh toàn cầu (WEF)

Hình 14: So sánh tốc độ tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ (%) với tăng trưởng GDP (%)

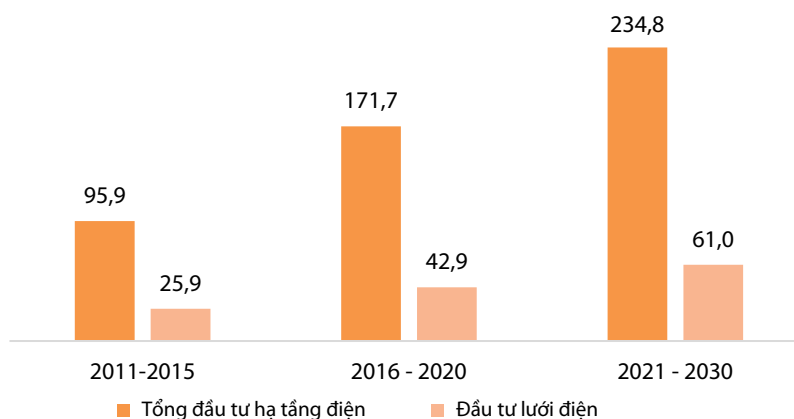


Nguồn: EVN, RongViet Research

Đòi hỏi cấp thiết phải có nguồn vốn đầu tư lớn để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng cao

Trong giai đoạn 2011 – 2015, bình quân mỗi năm Việt Nam đã đầu tư 95,9 ngàn tỷ đồng cho xây dựng hạ tầng điện, trong đó 25,9 ngàn tỷ đồng được đầu tư cho xây dựng lưới điện. Sang giai đoạn 2016 – 2020, theo Quy hoạch điện 7 của chính phủ, đầu tư cho hạ tầng truyền tải điện bình quân mỗi năm sẽ lên đến 42,9 ngàn tỷ đồng, cao hơn 66% so với giai đoạn trước.

Hình 15: Vốn đầu tư bình quân hàng năm cho cơ sở hạ tầng điện (ngàn tỷ đồng)



Nguồn: EVN, RongViet Research

Dự án đường dây 500 kV mạch 3 trở thành ưu tiên hàng đầu của chính phủ

Với mức tăng trưởng phụ tải cao khoảng 11,3% mỗi năm, ngoài các nguồn điện tại chỗ, khu vực miền Nam cần khoảng 15 tỷ kWh năm 2017 và sẽ tăng tới 21 tỷ kWh vào năm 2019 bổ sung từ Miền Bắc và Miền Trung thông qua hệ thống truyền tải điện quốc gia. Tuy nhiên, hiện tại, năng lực truyền tải điện vào miền Nam chỉ đáp ứng được tối đa 18,5 tỷ kWh/năm. Vì vậy, việc đẩy nhanh dự án đường dây truyền tải điện quốc gia mạch 3 được xem như giải pháp cấp thiết hiện nay của chính phủ và EVN nhằm đảm bảo cung ứng đủ điện năng cho miền Nam.

Với tổng chiều dài lên tới 744 km, đoạn Vũng Áng – Dốc Sỏi – Pleiku có tổng vốn đầu tư lên tới 12,4 ngàn tỷ đồng, dự kiến thi công trong 18 tháng (từ 09/2017 đến 03/2018) và tập trung vào xây dựng đường dây truyền tải 500 kV. Dự án được tài trợ từ vốn vay của Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) trong khuôn khổ Chương trình Đầu tư lưới điện truyền tải phân kỳ 3 của ADB tài trợ cho Việt Nam.

Với nhiều kinh nghiệm trong hoạt động xây dựng đường dây truyền tải điện siêu cao áp, khả năng đảm bảo tiến độ và chất lượng thi công đã được chứng minh, dự án này sẽ là cơ hội lớn để PC1 tận dụng ưu thế của mình nhằm duy trì mức tăng trưởng cao trong giai đoạn 2017 – 2019.

Mạng cáp ngầm đang dần trở thành xu hướng tại các đô thị lớn và các dự án bất động sản

Hà Nội và thành phố Hồ Chí Minh là những thành phố tiên phong ở Việt Nam trong phát triển hệ thống hạ tầng kỹ thuật ngầm, trong đó có mạng lưới cáp điện và cáp viễn thông. Trong việc ngầm hóa lưới điện, Ủy ban Nhân dân TP.HCM và Tổng công ty Điện lực TP.HCM (EVN HCMC) đã bắt đầu triển khai kế hoạch từ năm 2009 và dự kiến sẽ hoàn tất ngầm hóa toàn bộ lưới điện vào năm 2025. Theo kế hoạch, thành phố sẽ ngầm hóa hơn 5.000 km đường dây trung và hạ thế với tổng vốn đầu tư hơn 14 ngàn tỷ đồng.

Bảng 12: Underground power cable development plan of EVNHCMC

	Giai đoạn 2011 – 2015	Giai đoạn 2016 – 2020
Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	2.050	4.200
Khối lượng đường dây	262 km đường dây trung thế 428 km đường dây hạ thế	650 km đường dây trung thế 1,150 đường dây hạ thế

Nguồn: EVN



Bên cạnh đó, trong Quy hoạch phát triển điện lực giai đoạn 2016 – 2025, có xét đến năm 2035, Ủy ban Nhân dân TP. Hà Nội đặt mục tiêu ngầm hóa toàn bộ lưới điện từ vành đai 4 trở vào trung tâm Thành phố. Ngoài ra, TP. Đà Nẵng và TP. Cần Thơ cũng đã đặt kế hoạch ngầm hóa toàn bộ lưới điện thành phố tới năm 2030 và 2020.

Ngoài nhóm khách hàng là chính quyền các thành phố và công ty con của EVN tại đây, khách hàng của mạng cáp ngầm còn có các nhà phát triển dự án bất động sản. Đây cũng là nguồn khách hàng quan trọng với nhu cầu xây lắp cáp ngầm tương đối lớn.



Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2015	2016	2017F	2018F
Doanh thu thuần	3.101	3.008	3.417	4.994
Giá vốn	-2.672	-2.482	-2.781	-3.904
Lãi gộp	429	527	636	1.090
Chi phí bán hàng	-6	0	-29	-32
Chi phí quản lý	-126	-129	-133	-224
Thu nhập từ HĐTC	9	14	23	40
Chi phí tài chính	-12	-22	-97	-166
Lợi nhuận khác	38	72	2	2
Lợi nhuận trước thuế	319	401	401	709
Thuế TNDN	-74	-96	-68	-129
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	-11	-12
Lợi nhuận sau thuế	245	305	322	568
EBIT	296	397	474	833
EBITDA	320	433	728	1.090

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015	2016	2017F	2018F
Tăng trưởng				
Doanh thu	0%	-3%	14%	46%
Lợi nhuận HĐKD	-47%	34%	19%	76%
EBITDA	-45%	35%	68%	50%
EBIT	-47%	34%	19%	76%
Lợi nhuận sau thuế	-42%	24%	2%	79%
Tổng tài sản	57%	39%	39%	13%
Vốn chủ sở hữu	59%	51%	16%	24%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14%	18%	19%	22%
LN HĐKD / Doanh thu	10%	13%	14%	17%
EBITDA/ Doanh thu	10%	14%	21%	22%
EBIT/ Doanh thu	10%	13%	14%	17%
LNST/ Doanh thu	8%	10%	9%	11%
ROA	9%	8%	7%	10%
ROIC hay RONA	63%	42%	13%	18%
ROE	22%	18%	15%	22%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	4	3	3	4
Vòng quay hàng tồn kho	4	5	4	4
Vòng quay khoản phải trả	2	2	2	3
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2	1	2	2
Nhanh	1	1	1	2
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	40%	57%	111%	80%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	5%	7%	14%	5%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	35%	50%	96%	75%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2015	2016	2017F	2018F
Tiền	571	419	440	1.258
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	20	20	20
Các khoản phải thu	961	1.046	914	1.336
Tồn kho	568	532	1.088	904
Tài sản ngắn hạn khác	21	29	30	32
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	2.121	2.046	2.492	3.550
Tài sản cố định hữu hình	95	919	3.437	3.204
Tài sản cố định vô hình	1	83	66	50
Xây dựng cơ bản dở dang	706	1.191	11	11
Bất động sản đầu tư	88	107	102	207
Đầu tư tài chính dài hạn	155	85	85	85
Tài sản dài hạn khác	97	99	99	21
Lợi thế thương mại	1.143	2.484	3.800	3.578
TSCĐ và đầu tư dài hạn	3.263	4.530	6.292	7.128
TỔNG TÀI SẢN	1.224	1.242	1.280	1.795
Tiền hàng phải trả và ứng trước	0	0	0	0
Khoản phải trả ngắn hạn khác	63	135	329	151
Vay và nợ ngắn hạn	461	981	2.183	2.112
Vay và nợ dài hạn	144	109	115	120
Khoản phải trả dài hạn khác	1.893	2.467	3.906	4.179
Tổng nợ	1.291	1.944	2.257	2.808
Vốn chủ sở hữu	447	1.122	1.348	1.544
Vốn đầu tư của CSH	798	765	836	1.163
Lợi nhuận giữ lại	45	57	73	101
Các quỹ	10	14	14	14
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1.300	1.958	2.271	2.822
Nguồn vốn chủ sở hữu	70	105	115	127
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.263	4.530	6.292	7.128
LƯU CHUYỂN TIẾNG	2015	2016	2017F	2018F
LNTT	319	401	401	709
Khấu hao	14	23	254	256
Các điều chỉnh	90	7	-10	-20
Thay đổi vốn lưu động	-232	-493	-465	130
Tiền thuần từ HĐKD	191	-62	181	1.075
Thay đổi TSCĐ	-26	-865	-1.570	-34
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	-575	-163	0	0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	-12	-61	10	20
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-613	-1.089	-1.560	-14
Nhận/trả lại vốn góp	141	411	0	0
Vay mới/trả nợ vay	335	591	1396	-107
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	102	-3	5	-136
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	578	999	1401	-243
Tiền thuần trong kỳ	156	-153	22	818
Tiền đầu năm	415	571	419	440
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	-5.19	0	0
Tiền cuối kỳ	571	419	440	1.258

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

95-97-99 Võ Văn Tần – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**