

KHẢ QUAN

Báo cáo lần đầu (31/07/2018)

Giá mục tiêu	VND37.300
Tăng (%)	15%
Thị giá (31/07/2018)	32.400
Vốn hóa (tỷ VND)	3.742
Biến động 52 tuần (VND)	31.900 – 40.700
KLGDDBQ (cổ phiếu)	129.635
Sở hữu NĐTNN (%)	37,96

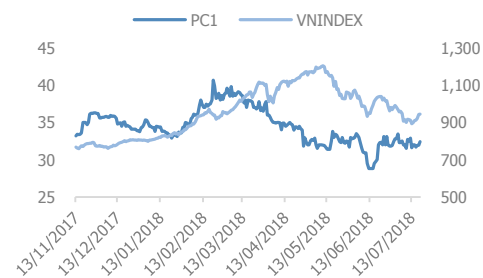
Nguồn: Bloomberg

Kết quả kinh doanh

Năm tài chính	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu (tỷ VND)	3.161	4.910	3.966	4.851
EBIT (tỷ VND)	399	749	432	575
Lợi nhuận (tỷ VND)	237	497	233	304
Lợi nhuận (cơ bản)	237	497	233	304
EPS (VND)	2.481	3.825	1.577	2.109
Tăng trưởng EPS (%)	-55%	54%	-59%	34%
P/E (x)	13	8	21	15
P/E mục tiêu (x)	14	9	23	17
EV/EBITDA (x)	14	7	12	9
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	4%	6%
P/B (x)	1,3	1,3	1,3	1,3
P/B mục tiêu (x)	1,5	1,4	1,4	1,4
ROE (%)	10%	16%	7%	9%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	101%	83%	114%	97%

Nguồn: PC1, MBS Research

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1T	3T	12T
PVD (%)	8%	-5%	-2%
VN Index (%)	9%	-17%	23%

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

Trịnh Văn Tuấn	18%
Vietnam Enterprise Investment Limited	11%
Vietnam Holding Limited	5%

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

Utility (power) Analyst

ngoc.nguyenhoangbich@mbs.com.vn

CTCP Xây Lắp Điện I (HSX: PC1)

Cơ cấu lợi nhuận thay đổi từ 2020

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu PC1 theo giá mục tiêu 37.300 đồng (upside 15%). PC1 là một cơ hội đầu tư có thể cân nhắc dựa trên (i) vị trí dẫn đầu trong ngành xây lắp điện và sản xuất cột điện, (ii) kế hoạch đầu tư các nhà máy thủy điện và (iii) lợi nhuận từ các dự án bất động sản (BDS). 2018, kỳ vọng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng đột biến đến từ tất cả các mảng của công ty. Tuy nhiên, khả năng sinh lời dài hạn của PC1 bị giới hạn bởi những khó khăn riêng của ngành xây lắp điện, xu hướng chững lại của mảng BDS, mặc dù có sự đóng góp lớn hơn từ nhóm thủy điện.

Tiêu điểm đầu tư

Vị thế dẫn đầu trong ngành xây lắp điện (37% thị phần) và sản xuất cột điện (40% thị phần) là nền tảng vững chắc giúp PC1 vượt qua giai đoạn khó khăn chung của ngành. Chúng tôi không nhận thấy có sự cải thiện trong tiến độ phê duyệt các dự án điện, mặc dù việc chia tách Tổng cục năng lượng đã thực hiện xong trong 2017. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận của ngành dự kiến giảm dưới ảnh hưởng của Quyết định 4970/QĐ-BCT (hiệu lực từ 21/12/2016). PC1 đã bắt đầu đa dạng hóa đối tác khách hàng ngoài EVN, trước mắt tập trung đầu tư EPC các dự án điện mặt trời.

So với các đối thủ, PC1 duy trì được biên lợi nhuận gộp khá ổn định ở mức cao 14% trong 3 năm gần đây. Tuy nhiên, với sự thay đổi định mức chi phí của ngành, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ giảm về mức bình quân ngành 11% từ 2020.

Triển vọng khả quan của nhóm thủy điện. Hoạt động này sẽ đóng vai trò ngày càng trọng yếu trong cơ cấu lợi nhuận của PC1 với sự vận hành của các nhà máy Bảo Lâm 3 & 3A (46 MW & 8 MW) từ tháng 11/2017, Mông Ân (30 MW) từ tháng 7/2019, Bảo Lạc B (18 MW) và Sông Nhiệm 4 (6 MW) từ tháng 9/2020.

Đóng góp từ mảng BDS. Dự án Mỹ Đình Plaza 2 dự kiến hoàn tất chuyển nhượng toàn bộ và ghi nhận 1.100 tỷ đồng doanh thu trong 2018. Dự án Thanh Xuân đang được triển khai và ước đem lại 800 tỷ đồng doanh thu vào năm 2020. Chúng tôi không phản ánh các dự án khác trong mô hình định giá do một số lo ngại về sự chững lại của thị trường chung.

Cơ cấu lợi nhuận thay đổi trong 2018 – 2025. Nhóm thủy điện kỳ vọng sẽ trở thành mảng đóng góp lợi nhuận lớn nhất từ 2020. Bên cạnh đó, 2018 và 2020, kết quả kinh doanh sẽ có sự tăng trưởng đột biến từ việc ghi nhận lợi nhuận các dự án BDS. 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 4.910 tỷ đồng (+55% cùng kỳ) và lợi nhuận ròng đạt 497 tỷ đồng (gấp đôi 2017) nhờ (i) sự cải thiện của mảng xây lắp điện và sản xuất cột điện từ mức thấp trong 2017, (ii) việc vận hành 2 nhà máy thủy điện mới và (iii) lợi nhuận từ Mỹ Đình Plaza 2.

Định giá

Chúng tôi định giá PC1 dựa trên phương pháp FCFF và bổ sung thêm giá trị sổ sách của khoản đầu tư vào các công ty liên kết. PC1 có kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu 15% vào Q3/2018. Theo đó, giá mục tiêu sẽ điều chỉnh về mức 32.400 đồng sau đợt phát hành.

Rủi ro chính

Điều kiện thời tiết. Điều kiện thời tiết không thuận lợi có thể ảnh hưởng lớn đến hoạt động xây lắp điện và hoạt động của các nhà máy thủy điện.

Giới hạn ngân sách đầu tư và thời gian phê duyệt dự án kéo dài. Nguồn lực tài chính giới hạn của EVN cũng như ngân sách đầu tư công tác đến giá trị thầu xây lắp của PC1. Mặc dù các dự án truyền tải điện trọng yếu thường được hỗ trợ từ các tổ chức quốc tế như World Bank và ADB nhưng thời gian thẩm định thường kéo dài.

Xu hướng giá thép. Đây là một trong những nhân tố chính tác động đến biên lợi nhuận của mảng sản xuất cột điện.

Rủi ro ngành BDS. Bên cạnh một số rủi ro cơ bản, chúng tôi lo ngại về xu hướng đi xuống của ngành. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phân khúc trung cấp vẫn tìm thấy động lực phát triển từ nhu cầu thực của thị trường, và điều này sẽ hỗ trợ cho các dự án hiện tại của PC1.

Mục lục

Luận điểm đầu tư	3
Điểm nhấn.....	3
Khó khăn trong việc phát triển mảng xây lắp điện và sản xuất cột điện.....	3
Nhóm thủy điện – Doanh thu & lợi nhuận tăng trưởng từ 2018	5
Đóng góp tích cực từ các dự án bất động sản.....	6
Rủi ro chính.....	7
Khuyến nghị và định giá.....	8
KHẢ QUAN với giá mục tiêu 37.300 đồng/cổ phiếu.....	8
Cơ cấu lợi nhuận thay đổi trong giai đoạn 2018 – 2025	8
Phụ lục	10
Tóm tắt báo cáo tài chính.....	10

Luận điểm đầu tư

Điểm nhấn

Khó khăn trong việc phát triển mảng xây lắp điện và sản xuất cột điện

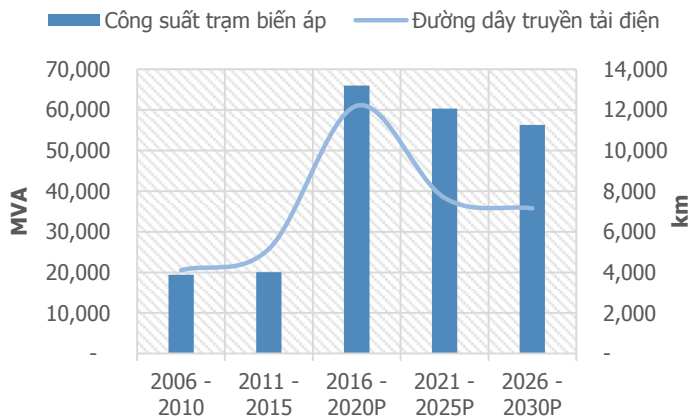
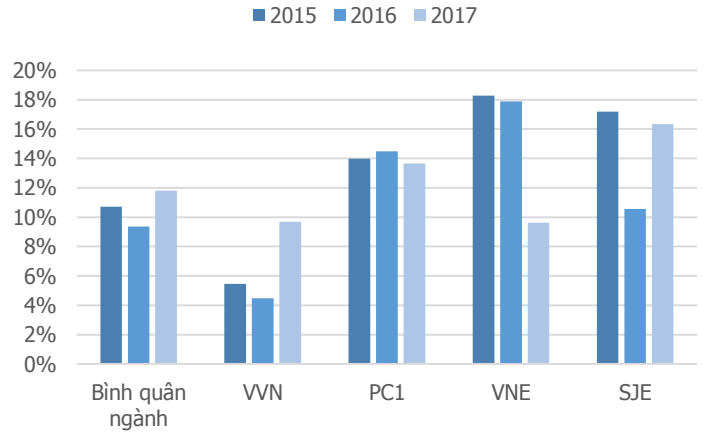
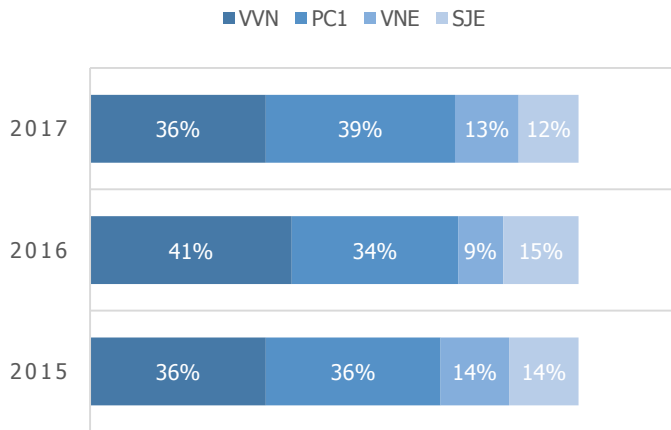
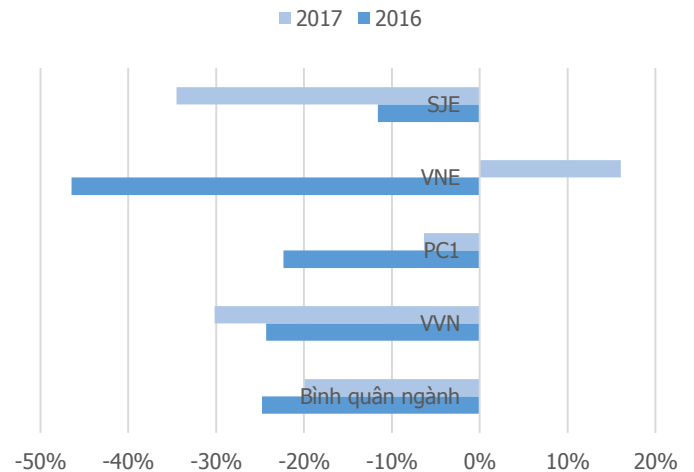
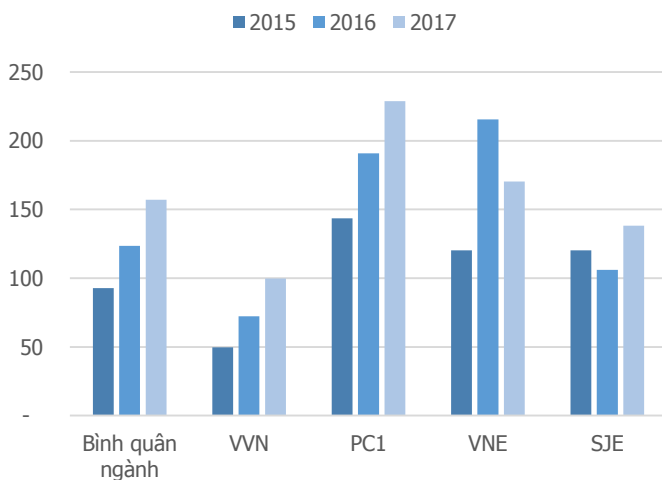
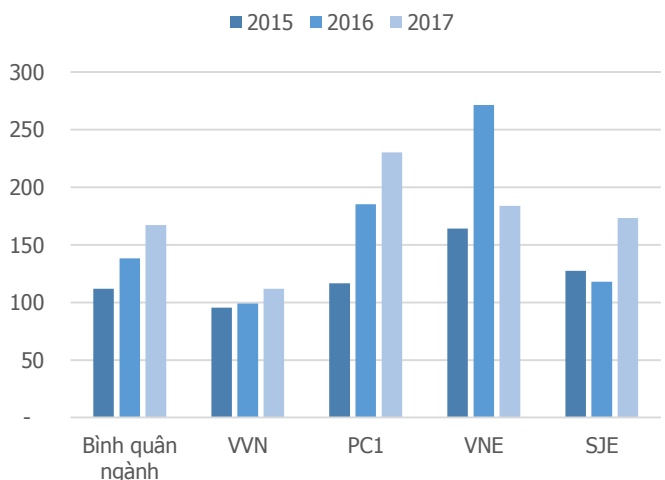
Chúng tôi nhận định PC1 vẫn giữ vị thế dẫn đầu trong ngành xây lắp điện với thị phần 34% - 39% về doanh thu giữa các đối thủ lớn (PCC2, PCC4 – 2 công ty con của VVN, VNE, SJE). Tổng công suất lắp đặt điện dự kiến tăng gấp ba lần vào năm 2030, kéo theo nhu cầu cơ sở hạ tầng cho hệ thống truyền tải và phân phối điện. Giai đoạn 2016 – 2020, EVN đặt mục tiêu mở rộng thêm 12.200 km đường dây truyền tải điện và 66.000 MVA công suất trạm biến áp, lần lượt gấp 2 lần và 3 lần mức độ mở rộng trong giai đoạn 2010 – 2015. Chúng tôi cho rằng sẽ không có sự thay đổi lớn về vị trí và thị phần giữa các doanh nghiệp chủ chốt khi mỗi đối thủ đều có lợi thế riêng trong việc đấu thầu các dự án từ EVN.

Biên lợi nhuận của ngành xây lắp điện có khả năng sụt giảm trong thời gian tới dưới tác động của Quyết định 4970/QĐ-BCT ban hành ngày 21/12/2016. Quy định mới này sẽ giới hạn giá trị xây dựng móng các công trình truyền tải điện & biến áp, và theo đó, kéo giá đấu thầu và doanh thu của các nhà thầu các công trình công sụt giảm. Đối với các công trình đường dây tải điện cao áp, phần móng chiếm tỷ trọng 30% - 40% giá trị xây lắp. Nhìn chung, tỷ suất lợi nhuận của các công ty trong ngành đứng trước áp lực thu hẹp và quy định trên sẽ bắt đầu thể hiện tác động trọn vẹn từ 2018. Các công ty trong ngành đang kiến nghị điều chỉnh QĐ 4970. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng vấn đề này được xem xét trong 2018 khá thấp và kỳ vọng sẽ có sự thay đổi từ cuối 2019. Bên cạnh đó, xu hướng phân chia các gói thầu thành nhiều lô nhỏ cũng gia tăng áp lực cạnh tranh trong tình hình tiến độ triển khai các dự án của EVN khá chậm. Hiện tại, PC1 bắt đầu đa dạng hóa đối tượng khách hàng ngoài EVN, trước mắt tập trung vào các gói thầu EPC thuộc các dự án điện mặt trời.

Giãn tiến độ dự án Đường dây 500 kV mạch 3. PC1 đặt mục tiêu thắng gói thầu trị giá 600 – 700 tỷ đồng trong dự án “Đường dây truyền tải điện 500 kV Quảng Trạch – Dốc Sỏi – Pleiku 2” (đường dây 500 kV mạch 3 với tổng vốn dự kiến 10.400 tỷ đồng). Quá trình thẩm định các dự án của EVN bị chậm tiến độ trong 2017 một phần do sự thay đổi cơ cấu trong Bộ Công Thương. Công ty kỳ vọng quy trình phê duyệt sẽ được cải thiện trong 2018, tuy nhiên đến thời điểm hiện tại, tác động tích cực từ sự thay đổi trên chưa rõ ràng. Đối với dự án đường dây 500 kV mạch 3, chúng tôi dự kiến thời điểm bắt đầu xây dựng có thể trì hoãn đến Q3/2019.

Chúng tôi dự phóng doanh thu hoạt động xây lắp điện của PC1 2018 đạt 2.100 tỷ đồng, tăng trưởng 24% so với cùng kỳ từ mức thấp trong 2017 và tương đương 80% kế hoạch của công ty. 2019 – 2020, doanh thu kỳ vọng đạt 2.200 tỷ đồng/năm với sự đóng góp từ dự án đường dây 500 kV mạch 3. Giai đoạn 2021 - 2025, trường hợp không có sự thay đổi về cơ chế pháp lý và QĐ 4970, doanh thu dự báo quay về mức bình quân quá khứ 1.900 tỷ đồng/năm. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của PC1 sẽ giảm về mức bình quân ngành 11% từ 2020 và kỳ vọng mảng xây lắp điện đóng góp khoảng 51% doanh thu và 34% lợi nhuận gộp. (không tính đến tỷ trọng của hoạt động chuyển nhượng bất động sản).

Chúng tôi dự báo xu hướng tăng trưởng doanh thu của mảng sản xuất cột điện tương tự như hoạt động xây lắp điện với các yếu tố tác động giống nhau. Hoạt động này ước chiếm 11% doanh thu và 6% lợi nhuận gộp của PC1 (không tính đến tỷ trọng của hoạt động chuyển nhượng bất động sản). Về xu hướng phát triển dài hạn, công ty kỳ vọng việc hợp tác với AG Ajikawa – đối tác sở hữu 10% trong Công ty TNHH Chế tạo Cột thép Đông Anh – sẽ giúp PC1 mở rộng sang thị trường quốc tế và phát triển các sản phẩm mới.

Biểu 1: Kế Hoạch Mở Rộng Hệ Thống Truyền Tải Điện Việt Nam**Biểu 2: Biên Lợi Nhuận Gộp Ngành Xây Lắp Điện****Biểu 3: Thị Phần Theo Doanh Thu Ngành Xây lắp Điện****Biểu 4: Tốc Độ Tăng Trưởng Doanh Thu****Biểu 5: Số Ngày Phải Thu Ngắn Hạn Bình Quân****Biểu 6: Số Ngày Phải Trả Ngắn Hạn Bình Quân**

Nguồn: EVN, Báo cáo tài chính các công ty, MBS Research

Nhóm thủy điện – Doanh thu & lợi nhuận tăng trưởng từ 2018

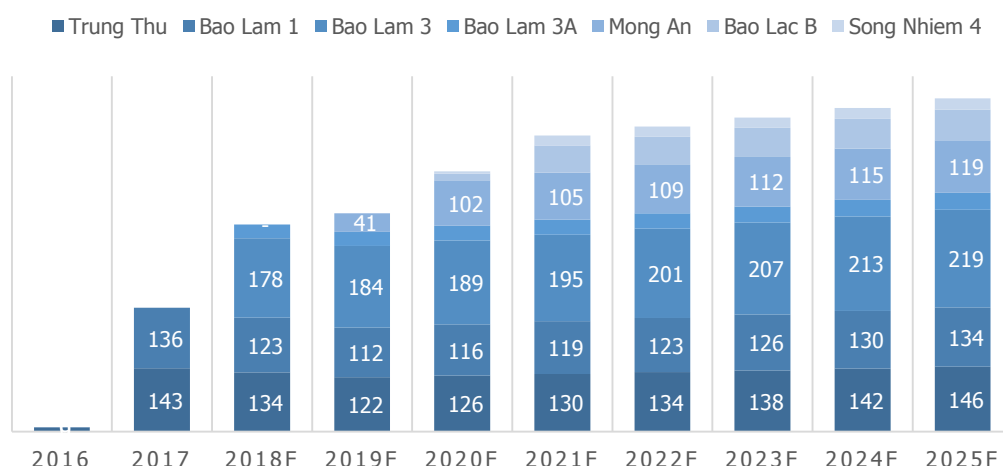
Nhà máy Bảo Lâm 3 (46 MW) và Bảo Lâm 3A (8 MW) hoạt động từ giữa tháng 11/2017 và kỳ vọng sẽ góp phần tăng doanh thu mảng thủy điện 67% và tăng lợi nhuận gộp 47% trong 2018 so với cùng kỳ. Q1/2018, PC1 ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp của hoạt động sản xuất điện đạt lần lượt 135% và 154% so với cùng kỳ, tương ứng đạt 24% và 30% dự phóng cả năm của chúng tôi.

PC1 tiếp tục phát triển 3 nhà máy thủy điện mới tại Cao Bằng và Hà Giang (54 MW) nhằm thúc đẩy tăng trưởng từ 2020. Dự án Mông Ân (30 MW, PC1 sở hữu 90%) sẽ vận hành từ tháng 7/2019 và tiếp sau đó nhà máy Bảo Lạc B (18 MW) và Sông Nhiêm 4 (6 MW) dự kiến hoạt động từ tháng 9/2020. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng 19% trong 2020 và 14% trong 2021 so với cùng kỳ. Nhìn chung, nhóm thủy điện kỳ vọng đóng góp 18% doanh thu và 51% lợi nhuận gộp từ năm 2021. Về kế hoạch tổng thể, công ty đặt mục tiêu tăng tổng công suất các nhà máy thủy điện từ mức hiện tại 114 MW lên 300 MW từ 2020, mở ra triển vọng lợi nhuận bền vững từ mảng này.

Các nhà máy thủy điện có công suất nhỏ hơn 30 MW áp dụng giá bán theo “biểu giá chi phí tránh được”. Riêng nhà máy Bảo Lâm 3 có thể tham gia thị trường phát điện cạnh tranh với cơ chế giá biến động hơn, nhưng chúng tôi cho rằng điều này đem lại cơ hội nhiều hơn thách thức vì giá thành sản xuất các nhà máy thủy điện thường rất cạnh tranh so với nhóm nhiệt điện.

Chúng tôi dự phóng giá bán điện của nhà máy tăng bình quân 2%/năm. EVN có khả năng chủ động tăng giá điện bán lẻ, vì vậy chúng tôi kỳ vọng giá mua điện từ các nhà máy cũng được cải thiện ở một mức nhất định. Biên lợi nhuận gộp nhóm thủy điện ước giảm về 51% trong 2018 khi điều kiện thời tiết không quá thuận lợi như 2017 (58%), và ước duy trì ở mức 48% từ 2019 với giả định điều kiện thời tiết bình thường. So sánh với các công ty nhóm thủy điện nhỏ, biên lợi nhuận gộp các nhà máy của PC1 ở mức trung bình ngành.

Biểu 7: Doanh Thu Nhóm Thủy Điện PC1



Nguồn: PC1, MBS Research

Bảng 1: Các Nhà Máy Thủy Điện Của PC1

Nhà máy	Địa điểm	PC1 sở hữu	Khởi công	Hoạt động	Thời gian xây dựng (tháng)	Công suất (MW)	Sản lượng điện bình quân/năm (triệu kWh)
Trung Thu	Điện Biên	60%	08/2014	11/2016	27	30	125
Bảo Lâm 1	Cao Bằng	100%	11/2014	01/2017	25	30	115
Bảo Lâm 3	Cao Bằng	100%	06/2015	11/2017	28	46	191
Bảo Lâm 3A	Cao Bằng	100%	02/2016	11/2017	20	8	33
Mông Ân	Cao Bằng	90%	Q3/2017	07/2019	24	30	103

Bảo Lạc B	Cao Bằng	100%	Q3/2018	09/2020	24	18	60
Sông Nhiêm 4	Hà Giang	100%	Q4/2018	Q3/2020	24	6	21
Tổng						168	648

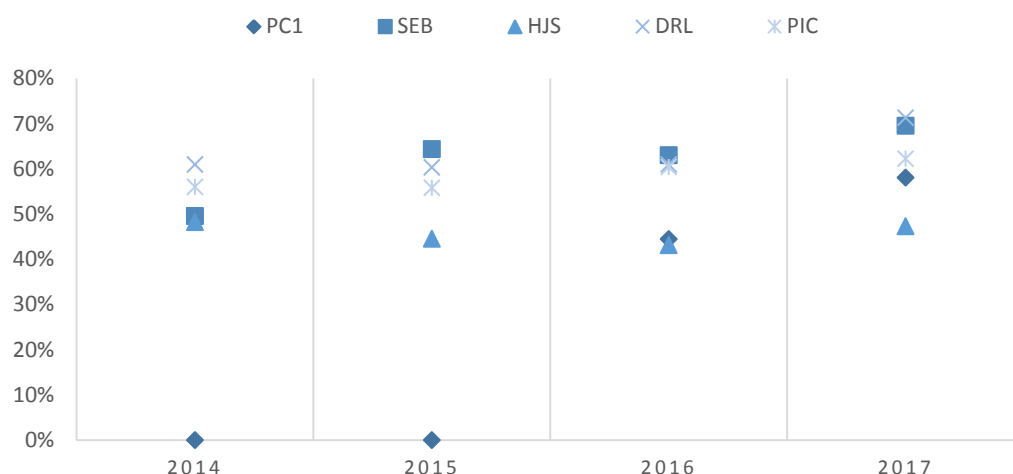
Nguồn: PC1, MBS Research

Bảng 2: Biểu Giá Chi Phí Tránh Được

VND/kWh	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Mùa khô (T11 - T6)						
Bắc	624	624	634	609	610	620
Trung	611	611	624	607	608	618
Nam	657	657	662	638	639	644
Mùa mưa (T7 - T10)						
Bắc	585	585	613	615	615	625
Trung	566	566	602	612	612	622
Nam	602	602	636	644	644	648
Giá công suất (áp dụng thêm cho sản lượng điện phát trong giờ cao điểm (9h30 - 11h30, 17h - 20h) vào mùa khô)	1.805	1.805	2.158	2.242	2.242	2.306

Nguồn: MOIT, MBS Research

Biểu 8: Biên Lợi Nhuận Gộp Nhóm Công Ty Thủy Điện Nhỏ



Nguồn: PC1, BCTC các công ty niêm yết, MBS Research

Đóng góp tích cực từ các dự án bất động sản

Ghi nhận kết quả tốt từ dự án bất động sản trong các quý tiếp theo. Doanh thu chuyển nhượng bất động sản 2018 ước ghi nhận 1.100 tỷ đồng (so với không có đóng góp trong 2017) từ dự án Mỹ Đình Plaza 2. PC1 đã tiến hành bàn giao căn hộ trong tháng 5/2018, trong đó tỷ lệ bán đạt 80%. Bên cạnh đó, dự án Thanh Xuân đang được triển khai và dự kiến sẽ mở bán trong đầu Q3/2018. Chúng tôi dự phóng dự án này có thể đem lại 800 tỷ đồng doanh thu vào năm 2020. Công ty đang tìm kiếm những dự án đất động sản khác với vốn đầu tư giao động trong khoảng 1.000 – 2.000 tỷ đồng, doanh thu kỳ vọng 1.150 – 2.300 tỷ đồng và thời gian triển khai Q4/2018 – Q4/2020. Tính đến thời điểm hiện tại, PC1 tập trung phát triển trong phân khúc trung cấp với mức giá bán 24 – 30 triệu đồng/m².

Chúng tôi nhận định nhu cầu thực của phân khúc trung cấp sẽ tạo tác động tốt đến khả năng bán hàng của dự án Mỹ Đình Plaza 2 và Thanh Xuân. Về thị trường căn hộ Hà Nội, tâm lý tích cực trong 2017 tiếp tục thể hiện qua kết quả Q1/2018. Theo CBRE, có 8.800 căn hộ mở bán từ 39 dự án trong Q1/2018, trong đó phân khúc trung cấp chiếm đến ¾ tổng nguồn cung mới. 6.600 căn hộ bán được trong Q1/2018, tăng 5% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá bán bình quân trên thị trường sơ cấp có dấu hiệu chững lại với mức giảm nhẹ 0.4% so với quý trước. Nhìn chung, CBRE dự báo thị trường vẫn có

khả năng hấp thụ 28.000 căn hộ trong 2018, tăng 9% so với cùng kỳ, trong đó tập trung chủ yếu ở phân khúc trung cấp.

Bảng 3: Các Dự Án Bất Động Sản Đang Triển Khai Của PC1

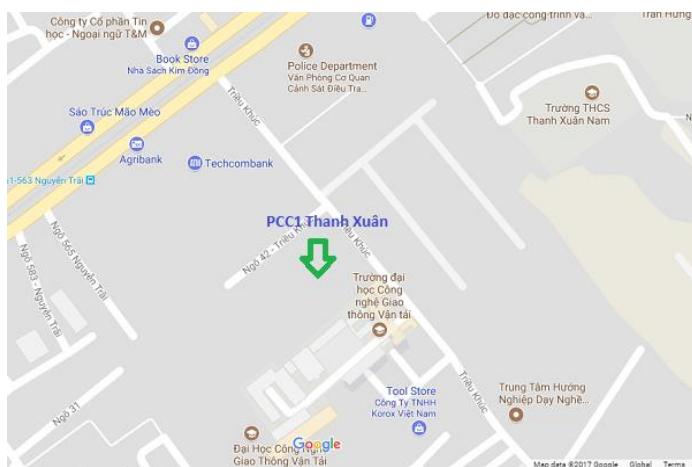
	Địa điểm	Cấu trúc	Khởi công	Giao nhà	Diện tích khu đất (m ²)	Mật độ xây dựng	Diện tích sàn hiệu dụng (m ²)
Mỹ Đình Plaza 2	Nguyễn Hoàng, Nam Từ Liêm, Hà Nội	2 tòa nhà cao 28 tầng, 3 tầng hầm, khối đế 4 tầng cho thuê văn phòng & trung tâm thương mại	2016	5/20/2018	5.000	48%	42.653
Thanh Xuân	Triều Khúc, Thanh Xuân, Hà Nội	2 tòa nhà cao 27 tầng, 3 tầng hầm, khối đế 4 tầng cho thuê văn phòng & trung tâm thương mại	Q3/2017	12/1/2019	6.098	45%	38.479

Nguồn: PC1, MBS Research

Biểu 9: Vị Trí Dự Án Mỹ Đình Plaza 2



Biểu 10: Vị Trí Dự Án Thanh Xuân



Nguồn: PC1, MBS Research

Rủi ro chính

Điều kiện thời tiết. Hoạt động xây lắp điện của PC1 thường diễn ra tại các vị trí địa lý có địa hình phức tạp trên cả nước. Vì vậy, điều kiện thời tiết không thuận lợi có thể ảnh hưởng đến tiến độ, mức độ an toàn và khả năng sinh lời của các dự án này. Ngoài ra, sự vận hành các nhà máy thủy điện phụ thuộc phần lớn vào lượng mưa hàng năm.

Giới hạn ngân sách đầu tư và thời gian phê duyệt dự án kéo dài. Nguồn lực tài chính giới hạn của EVN cũng như ngân sách đầu tư công sẽ ảnh hưởng đến giá trị thầu xây lắp của PC1. Mặc dù các dự án truyền tải điện trọng yếu thường nhận được hỗ trợ từ các tổ chức quốc tế như World Bank và ADB (VD dự án Tăng cường Lưới điện truyền tải 500 kV miền Bắc tới miền Trung với tổng vốn đầu tư dự kiến 200 triệu USD đã được đề xuất lên ADB từ tháng 9/2017 và đang trong quá trình thẩm định) nhưng thời gian đánh giá và phê duyệt dự án thường kéo dài.

Xu hướng giá thép. Giá thép là một trong những nhân tố chính tác động đến biên lợi nhuận của mảng sản xuất cột điện.

Rủi ro ngành bất động sản. Bên cạnh một số rủi ro cơ bản của ngành như rủi ro pháp lý, rủi ro giải phóng mặt bằng, rủi ro chi phí xây dựng..., chúng tôi lo ngại về xu hướng đi xuống của ngành trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phân khúc trung cấp vẫn tìm thấy động lực phát triển từ nhu cầu thực của thị trường, và điều này sẽ hỗ trợ cho các dự án hiện tại của PC1.

Khuyến nghị và định giá

KHẢ QUAN với giá mục tiêu 37.300 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với cổ phiếu PC1, giá mục tiêu 37.300 đồng/cổ phiếu, cao hơn 15% so với thị giá hiện tại. Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF với các nhận định chính về (i) khả năng duy trì thị phần trong mảng xây lắp điện và sản xuất cột điện, (ii) tốc độ tăng trưởng doanh thu tốt của nhóm thủy điện và (iii) sự đóng góp từ các dự án bất động sản trong phân khúc trung cấp; và sau đó tính toán thêm giá trị sổ sách của các khoản đầu tư liên kết trong mảng khai khoáng của công ty. PC1 có kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu 15% trong Q3/2018. Theo đó, giá mục tiêu của chúng tôi sẽ điều chỉnh về mức 32.400 đồng/cổ phiếu sau đợt phát hành trên.

Bảng 4: Giá Mục Tiêu PC1

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)
FCFF	36.574	31.803
Giá trị sổ sách công ty liên kết/1 cổ phiếu PC1	742	645
Giá mục tiêu	37.300	32.400

Nguồn: MBS Research

(Tỷ đồng)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	Giá trị kết thúc (Terminal)
Dòng tiền từ HĐKD	743	46	1.177	378	390	404	342	379	
Chi phí lãi vay sau thuế	123	166	187	179	161	144	128	112	
Capex	(696)	(775)	(394)	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)	
FCFF	181	(551)	980	546	540	538	459	480	8.847

		WACC & g	
Hiện giá dòng tiền 2018 - 2025	2.271	rf	5%
Hiện giá dòng tiền cuối kỳ dự phóng	5.353	Beta	0.2
		rm	15%
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	7.624	Re	7%
Giá trị hợp lý của vốn chủ sở hữu	4.224	Rd	7%
		E/V	45%
Số lượng CP đang lưu hành (triệu CP)	115,50	D/V	55%
Giá mục tiêu (VND)	36.574	WACC	6%
		g	1%

Cơ cấu lợi nhuận thay đổi trong giai đoạn 2018 – 2025

Bảng 5: Kết Quả Kinh Doanh 2018 – 2025

(Tỷ đồng)	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3.161	4.910	3.966	4.851	3.787	3.808	3.829	3.851	3.874
Giá vốn hàng bán	2.679	4.000	3.361	4.090	3.147	3.158	3.169	3.180	3.191
Lợi nhuận gộp	481	910	605	761	640	650	660	671	682
Doanh thu hoạt động tài chính	11	13	13	13	13	13	13	13	13
Chi phí tài chính	103	127	143	195	216	195	175	156	137
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-17	27	20	22	8	8	8	8	8
Chi phí quản lý doanh nghiệp	143	153	163	175	187	200	214	229	245
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	263	616	292	382	242	260	277	292	306
Lợi nhuận khác	40	8	0	0	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	303	624	292	382	242	260	277	292	306
Lợi nhuận sau thuế	256	512	248	321	203	219	233	245	257
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	237	497	233	304	186	201	214	226	237
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	20	15	15	17	17	18	19	19	20

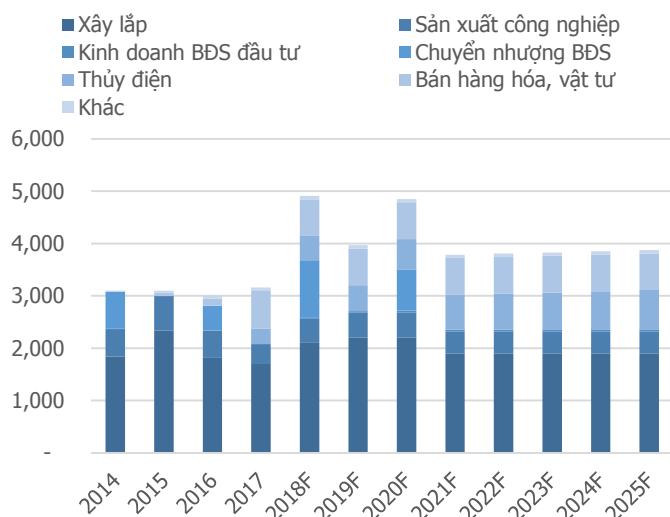
Nguồn: PC1, MBS Research

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2018 – 2025 dựa trên (i) nguồn doanh thu tương đối ổn định của mảng xây lắp điện và sản xuất cột điện, (ii) kế hoạch phát triển các nhà máy thủy điện và (iii) đóng góp tích cực từ các dự án bất động sản. Cụ thể:

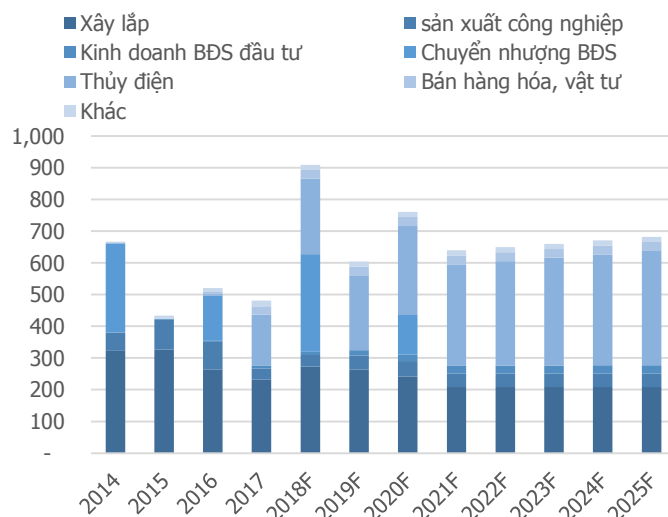
- Doanh thu hoạt động xây lắp điện ước đạt 2.100 tỷ đồng trong 2018, tăng 24% so với mức thấp trong 2017. Trong các năm tiếp theo, doanh thu dự báo xoay quanh mức 1.900 – 2.200 tỷ đồng/năm và biên lợi nhuận gộp thu hẹp từ 14% còn 11% từ 2020 như chúng tôi đã đề cập trong các phần trên. Xu hướng tăng trưởng doanh thu của mảng sản xuất cột điện dự kiến tương tự như mảng xây lắp điện.
- Tốc độ tăng trưởng doanh thu nhóm thủy điện kỳ vọng đạt 67% trong 2018, 19% trong 2020 và 14% trong 2021 so với cùng kỳ, tương ứng với thời gian vận hành các nhà máy Bảo Lâm 3 (46 MW), Bảo Lâm 3A (8 MW) trong tháng 11/2017, Mông Ân (30 MW) từ tháng 7/2019, Bảo Lạc B (18 MW) và Sông Nhiệm 4 (6 MW) từ tháng 9/2020.
- Dự án Mỹ Đình Plaza 2 và Thanh Xuân ước đem lại lần lượt 1.100 tỷ đồng và 800 tỷ đồng doanh thu trong các năm 2018 và 2020.
- Chi phí lãi vay tăng mạnh từ 2018 đến 2021 tương ứng với thời gian vận hành các dự án mới.

Mô hình dự phóng của chúng tôi chưa phản ánh các yếu tố: (i) các dự án thủy điện mới bên cạnh những nhà máy đã đề cập trên đây, nằm trong mục tiêu tổng công suất 300 MW của PC1 đến 2030, (ii) mảng sản xuất thiết bị điện với doanh thu mục tiêu 1.100 tỷ đồng/năm từ 2019 và (iii) sự đóng góp của các công ty liên kết.

Biểu 11: Cơ Cấu Doanh Thu PC1



Biểu 12: Cơ Cấu Lợi Nhuận Gộp PC1



Nguồn: PC1, MBS Research

Tóm tắt báo cáo tài chính

Nguồn: PC1. MBS Research

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Dược phẩm

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Vận tải

Lê Khánh Tùng (Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.