

Báo cáo cập nhật doanh nghiệp

PC1- Công ty cổ phần xây lắp điện 1

28/02/2019

BSC

Khuyến nghị:

Giá mục tiêu	28,910
Giá đóng cửa	23,050
Upside	25.0%

Giá mục tiêu
Giá cut loss

Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (nghìn CP)	132,770
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,060
Giá cao nhất 52 tuần	30,500
KLGD TB 10 ngày (CP)	163,313
Sở hữu NĐTNN	37.70%

Cổ đông lớn

Trịnh Văn Tuấn	17.66%
Vietnam Enterprise Investi	11.01%
Vietnam Holding LTD	3.60%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Trải qua 55 năm xây dựng và phát triển, PCC1 hiện nay đã chứng tỏ năng lực của mình không chỉ trong lĩnh vực xây lắp điện mà còn mở rộng sang lĩnh vực SXCN đầu tư năng lượng, đầu tư bất động sản, tư vấn và dịch vụ

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu PC1 với giá mục tiêu 28,910 đồng/cổ phiếu tương ứng với upside 25% so với giá đóng cửa ngày 25/02 theo phương pháp định giá FCFE.

Kế hoạch kinh doanh 2019

Năm 2019, PC1 dự kiến sẽ không ghi nhận doanh thu BĐS như năm 2018 do chậm tiến độ ở dự án PC1- Thanh Xuân, do đó KQKD sẽ chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. Doanh thu kế hoạch đề ra ở mức 6,229 tỷ đồng (+55% yoy). Lợi nhuận hoạt động cốt lõi ở mức 436 tỷ đồng tăng 42% yoy (đã loại bỏ mảng BĐS).

Chúng tôi đánh giá PC1 có thể hoàn thành kế hoạch một cách tương đối dễ dàng nhờ động lực tăng trưởng chính đến từ mảng xây lắp. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, backlog mảng xây lắp chuyển từ năm 2018 ở mức 2,800 tỷ đồng (chủ yếu là các dự án điện mặt trời), đảm bảo cho doanh thu mảng xây lắp năm 2019 khoảng 3,600 tỷ đồng (+87% yoy).

Catalyst

(1) Nguồn hợp đồng tiềm năng lớn đến từ các nhà máy điện tái tạo khi chính sách ưu tiên nguồn năng lượng sạch tiếp tục được triển khai.

(2) Mảng thủy điện mang lại dòng tiền ổn định với mức biên lợi nhuận cao nhờ được hưởng lợi về giá bán đầu ra.

Rủi ro đầu tư:

Chậm tiến độ triển khai các dự án BĐS làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp

Cập nhật KQKD

(1) Doanh thu năm 2018 của PC1 đạt mức 5,085 tỷ đồng (+61% yoy) Lợi nhuận sau thuế đạt mức 486 tỷ đồng (+90% yoy) tương đương với mức EPS 3,478 đồng/cổ phiếu. KQKD của PC1 trong năm 2018 tăng trưởng mạnh nhờ doanh nghiệp có ghi nhận 954 tỷ đồng doanh thu và khoản 180 tỷ lợi nhuận từ hoạt động BĐS từ dự án Mỹ Đình Plaza.

(2) Về các mảng kinh doanh cốt lõi khác:

- Mảng xây lắp: doanh thu 2018 dự kiến đạt 1800 tỷ/2200 tỷ đồng kế hoạch, biên lợi nhuận ròng tiếp tục ở mức thấp 4-4.5%. Tổng doanh thu kế mới năm 2018 đạt 3,329 tỷ đồng, backlog chuyển từ năm 2018 sang 2019 vào khoảng 2,800 tỷ đồng.

- Mảng sản xuất công nghiệp: doanh thu 2018 ở mức trên 400 tỷ đồng, biên lợi nhuận ròng ở mức 4%.

- Mảng thủy điện: Dự án Sông Nhiệm 2 (công suất 6 MW) dự kiến sẽ khởi công vào cuối năm 2018, PC1 cũng đang tìm kiếm cơ hội đầu tư vào điện gió sau khi tiềm năng phát triển thủy điện bị thu hẹp. Biên lợi nhuận gộp mảng thủy điện tương đối cao, đạt mức 62% do tất cả các nhà máy của PC1 đều được bán điện theo biểu giá chi phí tránh được.

Các báo cáo khác

Link

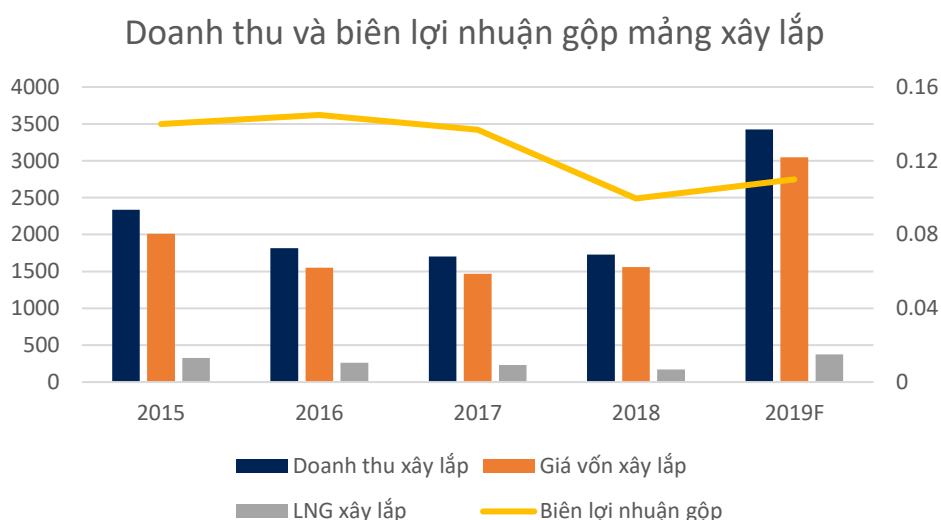
Duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từ mảng xây lắp và thủy điện:

(1) Mảng xây lắp - kì vọng doanh thu và biên lợi nhuận cải thiện nhờ các hợp đồng điện

mặt trời: Doanh thu mảng xây lắp và biên lợi nhuận của PC1 trong giai đoạn 2016-2018 liên tục sụt giảm do ảnh hưởng bởi thông tư 4970 điều chỉnh đơn giá thiếu sát thực và chậm trễ trong phê duyệt và đầu tư các dự án công. Tuy nhiên, khi các chính sách ưu đãi cho năng lượng tái tạo được thông qua, PC1 với vị thế là nhà thầu xây lắp điện số 1 cả nước đã ghi nhận tăng trưởng mạnh về mặt giá trị hợp đồng kí mới trong năm 2018, đạt mức 3,329 tỷ đồng, backlog chuyển sang năm 2019 ở mức 2,829 tỷ đồng chủ yếu là các hợp đồng điện mặt trời. Về dài hạn, chúng tôi kì vọng PC1 nhờ chất lượng và uy tín trong ngành sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ làn sóng đầu tư năng lượng sạch (mặt trời, gió).

Đối với các công trình truyền tải điện của nhà nước với việc luật đầu tư công dự kiến sẽ được thông qua trong năm 2019, qua đó PC1 cũng sẽ được hưởng lợi việc triển khai các dự án truyền tải sẽ được đẩy mạnh trong thời gian sắp tới.

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng xây lắp năm 2019 của PC1 sẽ ở đạt 3,498 tỷ đồng, về biên lợi nhuận gộp cũng được kì vọng sẽ được cải thiện dần, dự kiến năm 2019 sẽ đạt mức 11% (năm 2018 chỉ đạt 9.96%).



(2) Mảng năng lượng- doanh thu và lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng ổn định:

Với lợi thế giá bán đầu ra cao do nằm trong biểu giá chi phí tránh được (trung bình khoảng 1,200-1,300 đồng/kWh), biên lợi nhuận gộp của mảng thủy điện của PC1 luôn nằm ở mức rất cao khoảng 60%. Trong năm 2019, mảng thủy điện sẽ tiếp tục tăng trưởng khi PC1 sẽ đưa vào hoạt động dự án Thủy điện Mông Ân (30MW) và Bảo Lạc B (18MW) tiếp tục triển khai dự án Sông Nhiệm (6MW). Doanh thu dự kiến mảng thủy điện của PC1 trong năm 2019 sẽ đạt trên 550 tỷ đồng, lợi nhuận gộp ở mức 55%. Về dài hạn, PC1 đang nghiên cứu đầu tư các dự án điện gió để tận dụng ưu đãi và kinh nghiệm của chính doanh nghiệp trong lĩnh vực xây lắp. Với giá bán cao và kinh nghiệm tích lũy khi thực hiện các hợp đồng xây lắp, chúng tôi tin rằng PC1 sẽ tiếp tục thành công trong lĩnh vực phong điện trong thời gian tới.

(3) Mạng bất động sản - đầu tư có chọn lọc, mang lại nguồn thu tốt. Mặc dù không phải là lĩnh vực kinh doanh chính, tuy nhiên PC1 vẫn thành công với các dự án BĐS của mình (Mỹ Đình Plaza I và Mỹ Đình Plaza II, dự án Nàng Hương,...) nhờ nắm bắt được nhu cầu về phân khúc tầm trung, tiến độ thi công và chất lượng được đảm bảo. Với khoảng 3 dự án đang triển khai, chúng tôi dự kiến mỗi dự án sẽ mang lại cho PC1 khoảng 1,000 tỷ đồng doanh thu và gần 200 tỷ đồng lợi nhuận trong giai đoạn 2020-2022.

Dự phóng KQKD và định giá: Đối với năm 2019, chúng tôi dự báo doanh thu của PC1 sẽ ở mức 6,400 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế dự kiến ở mức 450 tỷ đồng tương đương với mức tăng trưởng lần lượt là 57% và 41% so với năm 2018 sau khi loại trừ lợi nhuận đột biến từ BĐS; EPS năm 2019 ở mức 3,390 đồng/cổ phiếu.

Để định giá cổ phiếu PC1 chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE với giả định $ke=17\%$, giá trị hợp lý của cổ phiếu PC1 ở mức 28,910 đồng/cổ phiếu.

PC1- Công ty cổ phần xây lắp điện 1

Phân tích tài chính

28/02/2019

BSC

	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu thuần	3,100	3,101	3,008	3,161	5,085
LN gộp	667	429	527	482	859
DT tài chính	8	9	14	11	26
CP tài chính	(14)	(12)	(22)	(103)	(143)
Lãi vay	(13)	(10)	(20)	(96)	(143)
CP bán hàng	(18)	(6)	(0)	17	(54)
CP QLDN	(94)	(126)	(129)	(143)	(160)
Lãi/lỗ HĐKD	549	281	329	264	533
TN nhập khác (ròng)	(1)	38	72	40	40
LN trước thuế	549	319	401	304	573
LN sau thuế	425	246	305	257	486
LN CĐ thiếu số	1	0	(0)	20	25
LN Cty mẹ	423	245	305	237	462
EPS					

TS ngắn hạn	1,610	2,121	2,046	3,095	3,229
Tiền và ĐT ngắn hạn	415	571	439	667	791
Phải thu ngắn hạn	538	961	1,046	1,300	1,633
Tồn kho	626	568	532	1,085	759
TS ngắn hạn khác	32	21	29	42	46
TS dài hạn	468	1,143	2,484	3,118	3,428
Phải thu dài hạn	-	79	86	-	0
TSCĐ	238	97	920	2,755	2,522
TS dở dang dài hạn	-	706	1,191	61	447
TS dài hạn khác	17	19	94	108	199
Tổng TS	2,078	3,263	4,530	6,213	6,657
Nợ phải trả	1,178	1,893	2,467	3,398	3,383
Nợ ngắn hạn	1,071	1,287	1,377	1,762	1,805
Vay ngắn hạn	115	63	135	226	416
Nợ dài hạn	107	606	1,090	1,636	1,578
Vay dài hạn	74	461	981	1,595	1,554
Vốn chủ sở hữu	864	1,370	2,063	2,815	3,273
Vốn góp	201	342	753	1,155	1,328
LN chưa phân phối	611	798	765	717	920
Tổng nguồn vốn	2,078	3,263	4,530	6,213	6,657

% yoy DT	#N/A	188%	114%	56%	64%
Biên LN gộp	21.5%	13.8%	17.5%	15.2%	16.9%
Lãi vay/DTT	0.4%	0.3%	0.7%	3.0%	2.8%
CP bán hàng/DTT	0.6%	0.2%	0.0%	-0.5%	1.1%
CP QLDN/DTT	3.0%	4.1%	4.3%	4.5%	3.1%
Biên LN thuần	13.7%	7.9%	10.1%	8.1%	9.6%

Doanh thu thuần của PC1 trong năm 2018 tăng trưởng tương đối mạnh nhờ (1) hạch toán doanh thu BĐS từ dự án Mỹ Đình Plaza II (900 tỷ đồng), (2) doanh thu bán điện tăng mạnh (+100.2 %yoy) nhờ 2 dự án Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A hoạt động ổn định cả năm 2018 sau khi bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2017.

Lợi nhuận từ việc bán BĐS (khoảng 160 tỷ) là động lực tăng trưởng chính cho LNST của PC1 trong năm 2018.

Trong giai đoạn 2017-2018, PC1 triển khai đồng loạt nhiều dự án thủy điện và bất động sản do đó HTK (chi phí sản xuất kinh doanh dở dang), TSCĐ và TS dở dang dài hạn của doanh nghiệp tăng rất mạnh.

Hiện tại, tổng công suất thủy điện của PC1 đã đạt mốc 114 MW với 4 nhà máy và dự kiến doanh nghiệp sẽ hoàn thành dự án Mộng Ân và Bảo Lạc B trong giai đoạn 2019-2020, nâng tổng công suất mức 162 MW (+42%).

Việc đầu tư nhiều dự án thủy điện khiến cho vay nợ của PC1 tăng mạnh trong giai đoạn 2017-2018 khi tỉ lệ nợ vay của các dự án ở mức 70%, tuy nhiên với việc các dự án thủy điện của PC1 đều được hưởng giá điện cao, biên LNG ở mức tốt (50%-60%) do đó chúng tôi cho rằng PC1 không phải đối mặt với nhiều rủi ro thanh khoản trong thời gian tới.

Biên lợi nhuận gộp của PC1 có xu hướng giảm trong giai đoạn 2014-2017 do ảnh hưởng bởi quyết định 4970 ảnh hưởng lên giá đầu thầu mảng xây lắp. Đến năm 2018, BLNG được cải thiện khi tỉ trọng doanh thu mảng thủy điện (có BLNG tốt, ở mức 60%) tăng lên mức 11% trong cơ cấu doanh thu (năm 2017 chiếm 9%).

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Giảm ngắn hạn, tích lũy trung hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Hội tụ âm, trên mức 0
- Chỉ báo RSI: Trung tính

Nhận định:

PC1 sau thời gian hồi phục tương đối tốt đã gặp áp lực điều chỉnh sau khi chạm vùng kháng cự mạnh tại vùng giá 25. Các chỉ báo cho thấy xu hướng điều chỉnh ngắn hạn này chưa thể dừng lại trong ngắn hạn do đó nhiều khả năng sẽ tiếp tục điều chỉnh đến vùng hỗ trợ gần nhất tại vùng giá 22.

Khuyến nghị: Theo dõi PC1 nếu tiếp cận ngưỡng 22 trong thời gian tới. Có thể mở vị thế tại vùng 22 với target gần nhất là 25, cut loss tại giá 21.5



Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

