

Khuyến nghị

MUA

CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 (HOSE: PC1)
NĂNG LƯỢNG BỨC PHÁ

Giá hiện tại:	26,800
Giá mục tiêu:	32,800
Tỷ suất cổ tức	0%
Tiềm năng tăng giá	22.4%

Ngày viết báo cáo:	06/06/2021	Cơ cấu cổ đông	
Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	191.2	Trịnh Văn Tuấn	18.1%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	5,124	CTCP BEHS	17.8%
Thanh khoản TB 30 phiên	506,690	Nguyễn Nhật Tân	3.2%
Sở hữu nước ngoài	10.95%	Lê Thị Thoi	1.9%

Chuyên viên phân tích:

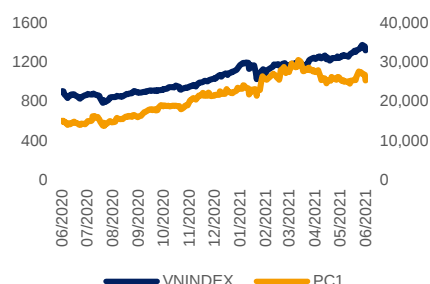
Phạm Nguyên Long
(Tiện ích, Hàng không)
longpn@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

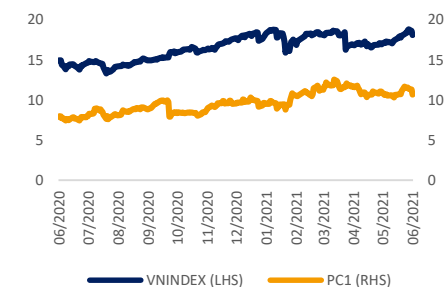
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 35,500 VNĐ
Giá cắt lỗ: 22,250 VNĐ

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PC1 với **giá mục tiêu 32,800 VNĐ/CP** cho năm 2021 (tương đương với upside 22.4% so với giá ngày 07/06/2021) dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP).

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo DTT và LNST 2021 lần lượt đạt **7,928 tỷ VNĐ (+19% yoy)** và **590 tỷ VNĐ (+9% yoy)**, EPS FW 2021 = **2,934 VNĐ/CP** với giả định: (1) Giá trị hợp đồng EPC điện gió ký mới trong năm 2021 +40% yoy; (2) Mạng thủy điện tiếp tục hưởng lợi từ tình hình thủy văn thuận lợi và (3) Các dự án điện gió bắt đầu hoạt động từ T11/2021, đem lại cho PC1 doanh thu = 142 tỷ VNĐ.

Quan điểm đầu tư

- Mảng Xây lắp điện được hưởng lợi từ làn sóng đầu tư điện gió và nhu cầu đầu tư hệ thống truyền tải điện.
- Mảng Thủy điện tăng trưởng mạnh trong năm 2021 nhờ tình hình thủy văn thuận lợi và công suất tăng thêm từ các nhà máy mới.

Catalyst

- 3 nhà máy điện gió của PC1 (144 MW) dự kiến đi vào hoạt động trong Q3/2021.

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng mạng thủy điện và quá trình thi công các dự án điện gió.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong Q1/2021, PC1 ghi nhận **DTT đạt 1,548 tỷ VNĐ (+13% yoy)** và **LNST đạt 80 tỷ VNĐ (-10% yoy)**. Doanh thu tăng do (1) ghi nhận các dự án EPC điện gió và (2) DT mảng thương mại +157% yoy nhờ đến từ hoạt động bán phối thép.
- LNST trong kì sụt giảm 10% so với Q1/2020**, chủ yếu do chi phí tài chính +17% yoy do tăng vốn vay các dự án điện gió và dừng vốn hóa lãi vay cho các dự án thủy điện năm 2020.
- ADB đã ký duyệt cho khoản vay 116 triệu USD để tài trợ cho 3 dự án điện gió của PC1 với lãi **suất cố định trong vòng 15 năm là 5.4%/năm**.

	2020	2021F	VN-Index
PE (x)	9.9	9.2	18.6
PB (x)	1.2	1.1	2.7
PS (x)	0.7	0.7	2.3
ROE (%)	12.1%	11.7%	14.9%
ROA (%)	5.4%	4.5%	2.4%
EV/ EBITDA (x)	6.5	9.3	17.5

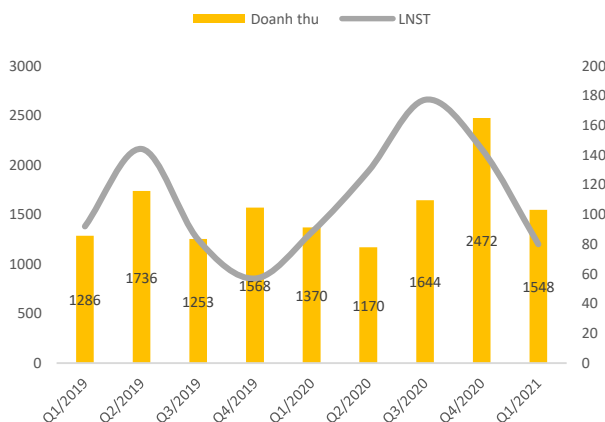
	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu	5,084	5,845	6,679	7,928
Lợi nhuận gộp	866	819	1,162	1,406
Lợi nhuận sau thuế	491	376	544	590
EPS	3,514	2,246	2,682	2,934
Tăng trưởng EPS	50%	-36%	19%	9%
Nợ/VCSH	60%	82%	79%	143%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2021

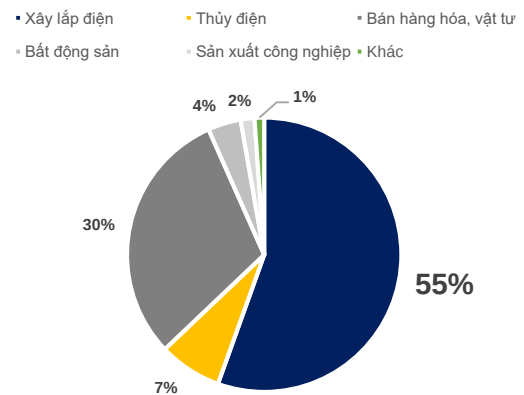
Trong Q1/2021, PC1 ghi nhận **DTT đạt 1,548 tỷ VNĐ (+13% yoy)** và **LNST đạt 80 tỷ VNĐ (-10% yoy)**. Doanh thu tăng trưởng đến từ (1) DT mảng xây lắp điện +139% yoy nhờ ghi nhận các dự án EPC điện gió và (2) DT mảng thương mại +157% yoy, chủ yếu đến từ hoạt động bán phôi thép.

LNST trong kì sụt giảm 10% so với Q1/2020, chủ yếu đến từ chi phí tài chính +17% yoy do tăng vốn vay các dự án điện gió và dừng vốn hóa lãi vay cho các dự án thủy điện năm 2020.

Hình 1: Doanh thu thuần và LNST của PC1



Hình 2: Xây lắp điện chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của PC1



Nguồn: PC1, BSC Research

Các dự án điện gió đang được thực hiện đúng tiến độ. Đối với 3 dự án điện gió ở Quảng Trị (tổng công suất 144 MW), PC1 đã hoàn thành thi công hạ tầng xây dựng, bao gồm phần thi công cọc móng trong tháng 4 và đang tiến hành lắp đặt turbines. Trong tháng 5, toàn bộ thiết bị nhập khẩu sẽ về đến cảng. Dự kiến, PC1 sẽ **hoàn thành các dự án trong tháng 8-9 năm nay** để kịp thời vận hành trước thời hạn giá FIT kết thúc (1/11/2021). Ngoài ra, **ADB đã ký duyệt cho khoản vay 116 triệu USD để tài trợ cho 3 dự án điện gió của PC1 với lãi suất cố định trong vòng 15 năm là 5.4%/năm.**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng Xây lắp điện được hưởng lợi từ làn sóng đầu tư điện gió và nhu cầu đầu tư hệ thống truyền tải điện trong tương lai

PC1 nhận được nhiều dự án EPC điện gió nhờ hồ sơ năng lực tốt và kinh nghiệm thi công các dự án điện gió của chính Doanh nghiệp. Trong vòng 2 quý gần đây, PC1 đã giành được nhiều hợp đồng EPC điện gió có giá trị lớn (như dự án Ia Bang 1, Ia Pết Đak Đoa số 1, v.v.) với tổng giá trị các dự án hơn 3,000 tỷ VNĐ. Điều này xuất phát từ kinh nghiệm thi công các dự án truyền tải điện quy mô lớn, đồng thời PC1 cũng là 1 trong số ít các DN tự thực hiện các dự án điện gió của mình.

Bảng 1: Thông tin các dự án EPC điện gió của PC1

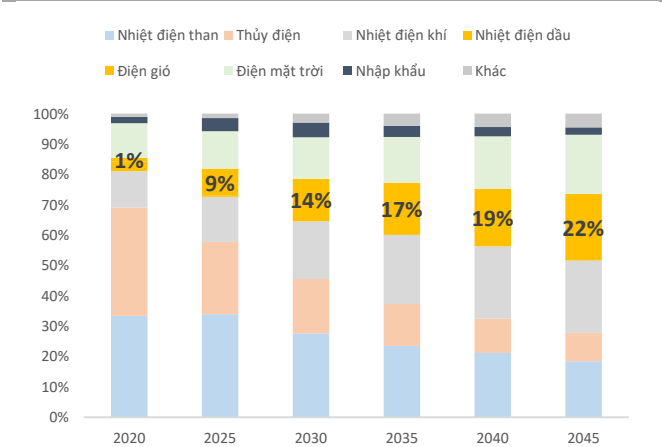
Dự án	Ia Bang 1	Ia Pết Đak Đoa số 1	Tân Phú Đông 2
Tổng vốn đầu tư (tỷ VNĐ)	2,200	3,910	2,242
Công suất (MW)	50	100	50
Công việc	EPC nhà máy	EPC đường dây, trạm biến áp	EPC nhà máy
Giá trị gói thầu (tỷ VNĐ)	829	743	1676

Dự án	Ia Bang 1	Ia Pết Đak Đoa số 1	Tân Phú Đông 2
Khởi công	T12/2020	T1/2021	T3-4/2021
Hoàn thành (dự kiến)	T10/2021	T10/2021	T12/2021

Nguồn: PC1, BSC Research

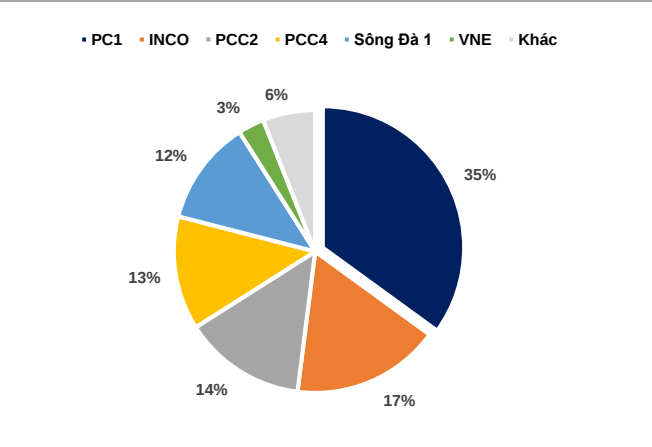
Dự thảo Quy hoạch Điện 8 (QHĐ 8) hướng tới nguồn điện năng lượng tái tạo. Theo dự thảo QHĐ 8, tổng công suất điện gió năm 2025 dự kiến là 9.2 GW (9% công suất nguồn) và sẽ tăng lên 60 GW vào năm 2045, tương đương 22% toàn hệ thống. Trong khi đó, mới có khoảng 1 GW điện gió đưa vào khai thác vào cuối năm 2020. Như vậy, nhu cầu thực hiện EPC dự án điện gió và mạng lưới truyền tải phục vụ cho các dự án còn khá lớn và là **cơ hội cho các DN dẫn đầu như PC1 chiếm lĩnh thị trường trong tương lai**.

Hình 3: Điện gió có nhiều dư địa tăng trưởng về công suất trong tương lai



Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, BSC Research

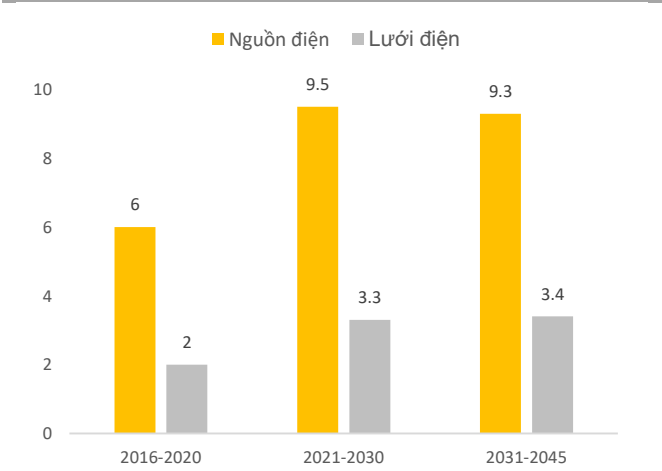
Hình 4: Vị thế dẫn đầu ngành giúp PC1 có nhiều cơ hội giành được các hợp đồng lớn trong tương lai



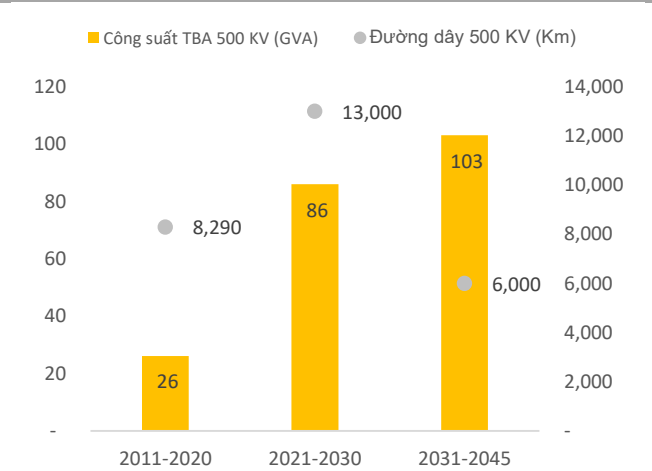
Nguồn: PC1, BSC Research

Ngoài ra, **hệ thống truyền tải điện sẽ được đầu tư trong tương lai nhằm tăng khả năng truyền tải của hệ thống**, nhất là khi nguồn năng lượng tái tạo sẽ chiếm tỷ trọng công suất lớn hơn trong tương lai. Theo dự thảo QHĐ 8, ngành Điện cần đầu tư trung bình khoảng 9.5 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2021-2045, 1.5x so với GD 2016-2020. Trong đó, **hoạt động xây lắp sẽ chiếm 20%, tương đương khoảng 1.9 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2021-2045**. BSC cho rằng, điều này sẽ giúp PC1 duy trì tăng trưởng mảng Xây lắp điện trong dài hạn, ước tính từ 15-20%/năm cho giai đoạn 2021-2025 sắp tới.

Hình 5: Điện gió có nhiều dư địa tăng trưởng về công suất trong tương lai



Hình 6: Tổng công suất TBA và đường dây điện sẽ được triển khai xây dựng GD 2021-2045

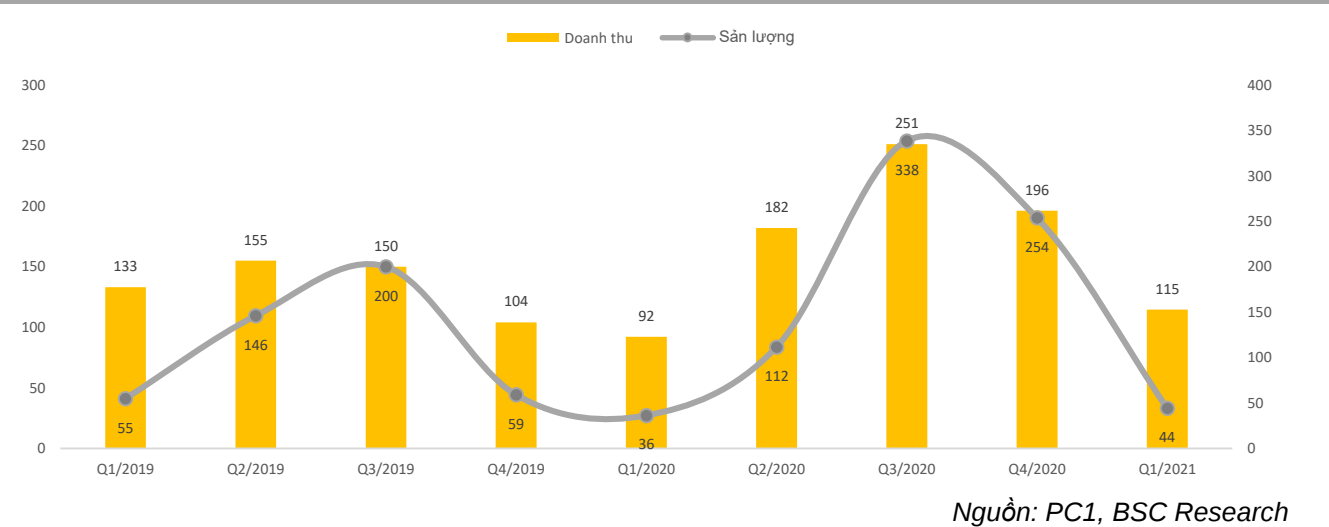


Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, BSC Research

Mảng Thủy điện tăng trưởng mạnh trong năm 2021 nhờ tình hình thủy văn thuận lợi và công suất tăng thêm từ các nhà máy mới

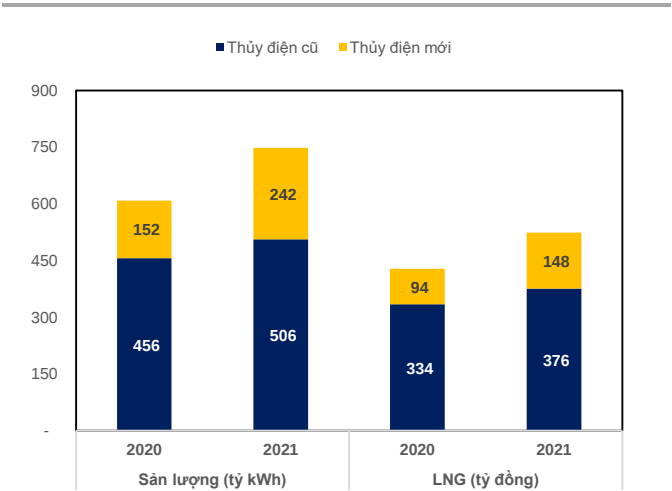
Sản lượng mảng thủy điện của PC1 được hưởng lợi từ tình hình thuận lợi của hiện tượng La Nina. Theo dự báo của Đại học Columbia, La Nina nhiều khả năng sẽ tiếp tục kéo dài đến hết năm 2021. Do vậy, lượng nước về lớn sẽ giúp cho mảng thủy điện, trong đó có các nhà máy của PC1, tiếp tục được EVN ưu tiên huy động so với các nguồn điện khác.

Hình 7: Cơ cấu doanh thu & sản lượng mảng thủy điện của PC1



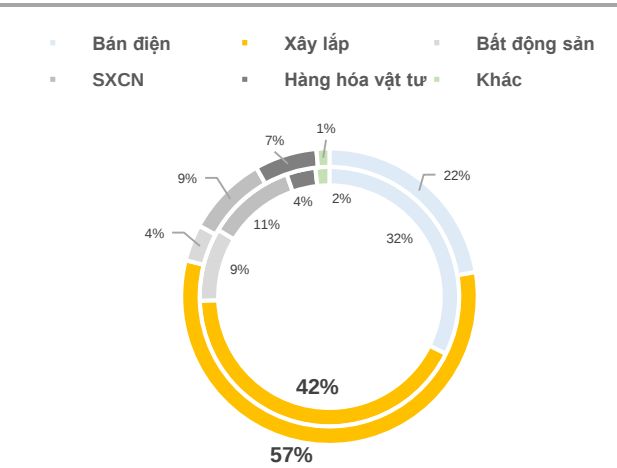
Công suất tăng thêm từ các nhà máy thủy điện mới giúp mảng Điện trở thành mảng đóng góp LNG gộp chính trong năm 2021. Trong năm 2020, PC1 đưa vào vận hành 03 NM với tổng công suất 54 MW, nâng công suất lắp đặt lên mức 168 MW, trong đó NM Bảo Lạc B (18 MW) và Sông Nhiệm 4 (6 MW) hoạt động kể từ T7/2020. Các nhà máy thủy điện này được hưởng lợi về chi phí, giúp cho biên LNG của mảng Điện trên mức 60%. Theo BSC ước tính, các nhà máy điện mới giúp sản lượng thủy điện năm 2021 tăng thêm khoảng 240 tỷ kWh, tương ứng với 148 tỷ VNĐ tăng thêm đối với LNG của PC1 trong năm sau.

Hình 8: CS tăng thêm giúp mảng Điện tăng trưởng về LNG



Nguồn: PC1, BSC Research

Hình 9: Mảng Điện trở thành mảng đóng góp lớn nhất về LNG (vòng ngoài: 2019, vòng trong: 2021)



Nguồn: PC1, BSC Research

Điện gió – Tập trung nguồn lực xây dựng để hưởng giá ưu đãi

Bảng 2: Thông tin đầu tư các dự án điện gió của PC1 tại Quảng Trị

Nhà máy	Liên Lập	Phong Huy	Phong Nguyên
Công suất (MW)	48	48	48
Sản lượng (triệu kWh)	140	133	133
Giá bán điện (VNĐ/kWh)	1,928	1,928	1,928
Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	2,034	1,715	1,714
VCSH (tỷ VNĐ)	407	343	343
Vốn vay (tỷ VNĐ)	1,627	1,372	1,372
Tỷ lệ sở hữu	55.5%	53.5%	53.6%
Thời gian hoàn thành	9/2021	9/2021	9/2021
Vị trí	Huyện Hướng Hóa, tỉnh Quảng Trị		

Nguồn: PC1, BSC Research

Giá bán điện ưu đãi là động lực thúc đẩy PC1 dồn lực vào mảng điện gió. Theo QĐ 39/2018/QĐ-TTG của Chính phủ, các dự án điện gió trên đất liền vận hành trước tháng 11/2021 sẽ được hưởng mức giá ưu đãi là 8.5 UScents/kWh (tương đương với 1,928 VNĐ/kWh) trong 20 năm vòng đời. Theo ghi nhận của BSC, hiện tại PC1 đang thực hiện giai đoạn lắp đặt turbines cho 03 nhà máy và sẽ hoàn thành cả 03 dự án trong Q3/2021 để hưởng giá FIT ưu đãi kể trên.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2021 – Tăng trưởng nhanh từ hoạt động Xây lắp điện với các dự án EPC điện gió

Năm 2021, BSC dự báo PC1 đạt **DTT = 7,928 tỷ VNĐ (+19% yoy)** và **LNST = 590 tỷ VNĐ (+9% yoy)**, tương đương với **EPS = 2,934 VNĐ/CP** dựa trên các giả định sau:

- **Doanh thu mảng Xây lắp điện dự kiến đạt 4,914 tỷ VNĐ (+47% yoy)** nhờ tăng trưởng từ các dự án EPC điện gió ký mới trong năm 2021.
- **Doanh thu mảng thủy điện dự kiến đạt mức 933 tỷ VNĐ (+30% yoy)** do sản lượng thủy điện tăng thêm khoảng 164 triệu kWh, tương đương với +21% yoy nhờ tình hình thủy văn thuận lợi.
- 03 nhà máy điện gió (144 MW) đi vào hoạt động từ tháng 10/2021, nâng tổng công suất nguồn lên 313MW. BSC dự báo mảng điện gió đóng góp thêm 74 triệu kWh vào tổng sản lượng điện của PC1, tương ứng với mức đóng góp **142 tỷ VNĐ** vào doanh thu mảng Điện.

ĐỊNH GIÁ

Dựa trên phương pháp định giá từng phần, BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PC1 với giá trị hợp lý năm 2021 là 32,800 VNĐ/CP, tương đương với **upside 22.4% (theo giá đóng cửa ngày 07/06/2021 là 26,800 VNĐ/CP)**. Cụ thể, BSC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để đánh giá NPV của 3 dự án điện gió, phương pháp EV/EBITDA đối với mảng thủy điện, phương pháp P/E cho mảng xây lắp & SXCN và phương pháp NAV cho mảng Bất động sản.

Bảng 3: Kết quả định giá từng phần cổ phiếu PC1

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị	SLCP (triệu)	Giá trị hợp lý/CP
Xây lắp & SXCN	P/E	2,598,302	191.2	13,590
BDS	NAV	643,480	191.2	3,366
Điện gió	FCFF	1,424,249	191.2	7,449
Thủy điện	EV/EBITDA	1,591,951	191.2	8,372
Giá cổ phiếu				32,777

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021F
Doanh thu thuần	5,084	5,845	6,679	7,928
Giá vốn hàng bán	(4,219)	(5,026)	(5,517)	(6,522)
Lợi nhuận gộp	866	819	1,162	1,406
Chi phí bán hàng	28	38	37	34
Chi phí QLDN	(150)	(172)	(244)	(290)
Lãi/lỗ HĐKD	(148)	(171)	(242)	(290)
Doanh thu tài chính	-	-	-	-
Chi phí tài chính	(208)	(224)	(338)	(432)
Chi phí lãi vay	540	427	635	718
Lợi nhuận từ CTLD/LK	39	6	17	-
Lãi/lỗ khác	579	433	652	718
Lợi nhuận trước thuế	(88)	(56)	(108)	(128)
Thuế thu nhập DN	491	376	544	590
LN sau thuế	25	19	31	30
CĐTS	467	358	513	561
LNST - CĐTS	881	779	1,070	1,353
EBITDA	3,514	2,246	2,682	2,934
EPS	5,084	5,845	6,679	7,928

CĐKT (Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021F
Tiền & TĐT	701	568	1,476	245
Đầu tư ngắn hạn	90	180	63	63
Phải thu ngắn hạn	1,552	1,851	3,390	3,767
Tồn kho	759	1,434	730	736
TS ngắn hạn khác	47	120	57	68
TS ngắn hạn	3,150	4,153	5,715	4,879
TS hữu hình	8	8	87	104
Khấu hao	2,529	2,412	3,802	9,006
TS dở dang dài hạn	2	2	2	2
ĐT dài hạn	442	1,179	379	656
TS dài hạn khác	97	64	81	81
TS dài hạn	198	330	434	448
Tổng Tài sản	3,447	4,162	5,006	10,507
Nợ phải trả	6,597	8,315	10,722	15,386
Vay ngắn hạn	1,325	1,546	2,157	2,382
Nợ ngắn hạn khác	416	951	1,586	1,982
Tổng Nợ ngắn hạn	1,741	2,497	3,744	4,364
Vay dài hạn	1,554	2,096	2,171	5,652
Nợ dài hạn khác	23	27	37	41
Tổng Nợ dài hạn	1,577	2,123	2,208	5,693
Tổng Nợ	3,318	4,620	5,952	10,057
Vốn góp	1,328	1,593	1,912	1,912
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711
LN chưa phân phối	925	933	1,109	1,628
Vốn chủ khác	23	23	23	23
Cổ đông thiểu số	160	257	782	782
Tổng Vốn chủ sở hữu	3,279	3,695	4,770	5,330
Tổng nguồn vốn	6,597	8,315	10,722	15,386
SLCP lưu hành	133	159	191	191

LCTT (Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021F
(Lỗ)/LNST	491	376	544	590
Khấu hao và phân bổ	143	141	190	345
Thay đổi vốn lưu động	(276)	(1,093)	(497)	(196)
Điều chỉnh khác	(92)	(10)	(45)	(3)
LCTT từ HĐ KD	513	(334)	633	739
Tiền chi mua TSCĐ	(531)	(703)	(933)	(5,550)
Đầu tư khác	(4)	(253)	76	(277)
LCTT từ HĐ Đầu tư	(535)	(956)	(856)	(5,827)
Tiền chi trả cổ tức	(10)	(12)	(15)	-
Tiền từ vay ròng	165	1,168	1,148	3,876
LCTT từ HĐ Tài chính	156	1,156	1,133	3,876
Dòng tiền đầu kỳ	567	701	568	1,476
Tiền trong kì	134	(134)	909	(1,212)
Dòng tiền cuối kỳ	701	568	1,476	245

Chỉ số (%)	2018	2019	2020	2021F
Khả năng thanh toán				
Hỗ TT ngắn hạn	1.8	1.7	1.5	1.1
Hỗ TT nhanh	1.4	1.1	1.3	0.9
Cơ cấu vốn				
Hỗ Nợ/TTS	30%	37%	35%	50%
Hỗ Nợ/VCSH	60%	82%	79%	143%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	80	80	72	41
Số ngày phải thu	102	106	143	165
Số ngày phải trả	124	104	123	127
CCC	58	82	92	79
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	17%	14%	17%	18%
Lợi nhuận LNST	10%	6%	8%	7%
ROE	16%	11%	12%	12%
ROA	8%	5%	5%	5%
Định Giá				
PE	6.5	7.2	9.9	9.2
PB	1.0	0.8	1.2	1.0
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	61%	15%	14%	19%
Tăng trưởng EBIT	82%	-17%	48%	13%
Tăng trưởng LNTT	91%	-25%	51%	10%
Tăng trưởng EPS	50%	-36%	19%	9%

Nguồn: BSC Research.

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 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: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

