

Khuyến nghị

MUA

CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 (HOSE: PC1)
THỦY ĐIỆN DUY TRÌ TÍCH CỰC

Giá hiện tại:	39,200	Ngày viết báo cáo:	23/06/2021	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu:	45,900	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	235.2	Trịnh Văn Tuấn	21.0%
Tiềm năng tăng giá	17.0%	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	9,689	CTCP BEHS	18.2%
		Thanh khoản TB 30 phiên	74,658	CTCP BEH	3.6%
		Sở hữu nước ngoài	4.9%	CTCP BES	2.8%

Chuyên viên phân tích:

Tô Quang Vinh

(Tiện ích)

vinhtq1@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

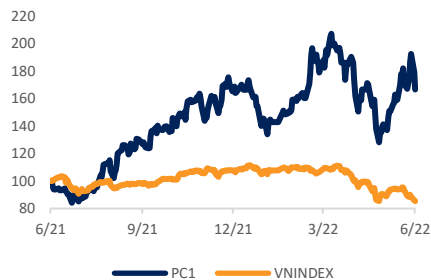
Phạm Thanh Thảo

thaopt1@bsc.com.vn

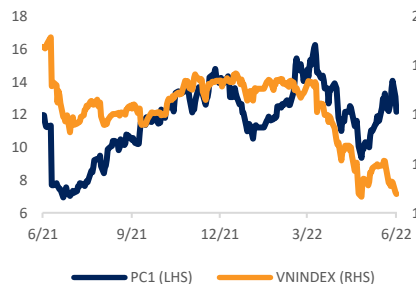
Giá khuyến nghị: 50,000 VNĐ

Giá cắt lỗ: 35,000 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 45,900 VNĐ/CP** cho năm 2022 (tương đương với upside 17.0% so với giá ngày 23/06/2022) dựa trên phương pháp định giá từng phần (SOTP).

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo DTT và LNST 2022 lần lượt đạt **10,233 tỷ VNĐ (+4% yoy)** và **919 tỷ VNĐ (+20% yoy)**, EPS FW 2022 = **3,714 VNĐ/CP** với giả định: (1) giá trị hợp đồng EPC ký mới trong năm 2022 +30% yoy, (2) lượng điện sản xuất của mảng thủy điện tăng 14.3% nhờ tình hình thủy văn vẫn khả quan, và (3) lượng điện sản xuất của mảng điện gió tăng mạnh +242.9% nhờ được vận hành xuyên suốt trong 2022.

Quan điểm đầu tư

- Mảng Thủy điện tiếp tục được hưởng lợi từ điều kiện thủy văn khả quan.
- Mảng Điện gió tích cực nhờ công suất tăng thêm khi vận hành toàn thời gian trong 2022.

Catalyst

- Dự án BĐS PC1 Gia Lâm cùng PC1 Định Công khả năng hoàn thành thời điểm quý IV/2022. Dự án khai thác Đồng-Nickel dự kiến vận hành từ quý IV/2022.

Rủi ro đầu tư

- Mảng xây lắp giảm mạnh hơn ước tính khi các dự án tái tạo thiếu động lực phát triển mạnh như 2021.
- Lượng điện sản xuất của điện gió thấp hơn ước tính.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong Q1.2022, PC1 ghi nhận **DTT = 1,478 tỷ VNĐ (-5% yoy)** và **LNST = 179 tỷ VNĐ (+125% yoy)**, nhờ: (1) DTT mảng điện tăng mạnh (+299% yoy), (2) DTT mảng sản xuất công nghiệp tăng mạnh (+932%), dù (3) DTT và LNG hoạt động xây lắp giảm mạnh (-57% yoy và -69% yoy), và (4) chi phí tài chính tăng mạnh (+102% yoy).

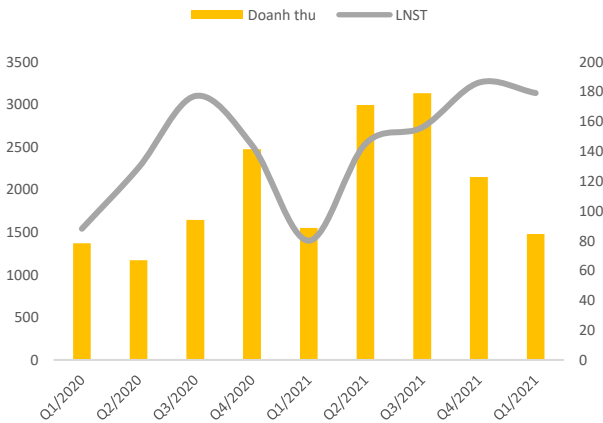
	2021	2022F	VN-Index
PE (x)	13.8	10.3	12.5
PB (x)	1.5	1.5	2.0
PS (x)	0.9	0.9	3.5
ROE (%)	13.8%	14.6%	18.3%
ROA (%)	5.2%	4.7%	6.9%
EV/ EBITDA (x)	10.1	7.7	

	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu	5,845	6,679	9,828	10,233
Lợi nhuận gộp	819	1,162	1,156	1,727
Lợi nhuận sau thuế	376	544	764	919
EPS	2,246	2,682	2,858	3,714
Tăng trưởng EPS	-36%	19%	7%	30%
Nợ/VCSH	82%	79%	144%	136%

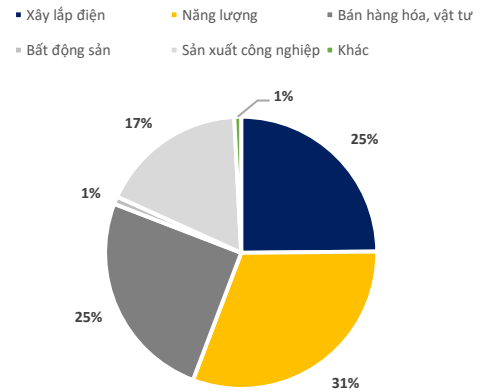
CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1.2022

Trong Q1.2022, PC1 ghi nhận **DTT đạt 1,478 tỷ VNĐ (-5% yoy)** và **LNST = 179 tỷ VNĐ (+125% yoy)**, nhờ: (1) DTT mảng điện tăng mạnh (+299% yoy) nhờ thủy văn tương đối thuận lợi trong các tháng đầu 2022, và ba nhà máy điện gió bắt đầu hoạt động trong tháng 11/2021, và (2) DTT mảng sản xuất công nghiệp tăng mạnh (+932%), dù (3) DTT và LNG hoạt động xây lắp giảm mạnh (-57% yoy và -69% yoy) khi nhu cầu xây dựng dự án điện gió của các bên giảm sau thời điểm được hưởng mức giá FIT, và (4) chi phí tài chính tăng mạnh (+102% yoy), bởi chi phí lãi vay tăng mạnh (+91% yoy) từ các dự án điện gió và dự án khu công nghiệp.

Hình 1: Doanh thu thuần và LNST của PC1



Hình 2: Năng lượng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu của PC1 tại Q1.2022



Nguồn: PC1, BSC Research

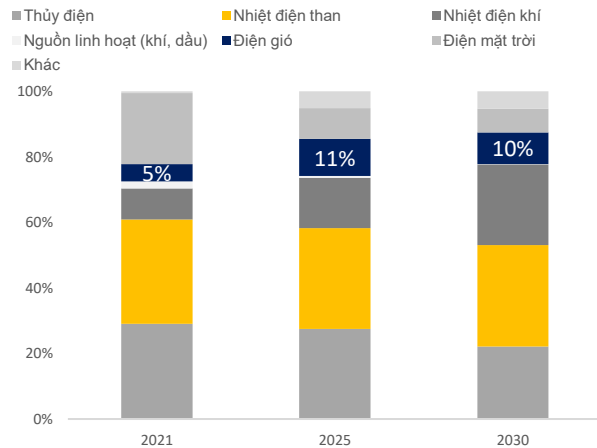
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng Xây lắp điện – tích cực nhờ nhu cầu xây dựng nguồn điện, lưới điện trong trung-dài hạn

Trong Q1.2022, DTT và LNST Mảng Xây lắp điện lần lượt đạt 367 tỷ VNĐ (-57.1% yoy) chủ yếu do quý đầu năm là quý thấp điểm của mảng xây lắp (ký mới và chuyển tiếp 6,000-7000 tỷ tại Q1.2022 và DTT dự kiến 6,000 tỷ VNĐ theo BLĐ).

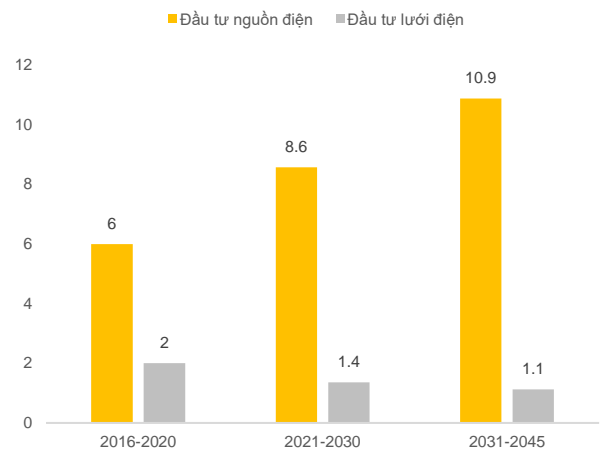
Tuy vậy, mảng xây lắp điện dự kiến vẫn ổn định với kỳ vọng giá trị ký mới hợp đồng duy trì tại mức cao, khi cầu xây lắp điện tái tạo vẫn còn khá lớn tại dài hạn, với định hướng phát triển nguồn điện năng lượng tái tạo. Theo cập nhật gần nhất của QHĐ8, tổng công suất điện gió năm 2030 dự kiến là 19-23 GW (~10-16% công suất nguồn), và sẽ tăng lên ~66-120 GW vào năm 2045, tương đương 31-43% toàn hệ thống. Trong khi đó, mới có khoảng 4 GW điện gió đưa vào khai thác vào cuối năm 2021. 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 doanh nghiệp dẫn đầu như PC1 chiếm lĩnh thị trường trong tương lai.**

Hình 3: Điện gió có nhiều dự địa tăng trưởng về công suất trong tương lai (kịch bản cơ sở)



Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, BSC Research

Hình 4: Nhu cầu xây lắp nguồn điện nhiều khả năng tiếp tục tăng mạnh (kịch bản cơ sở)



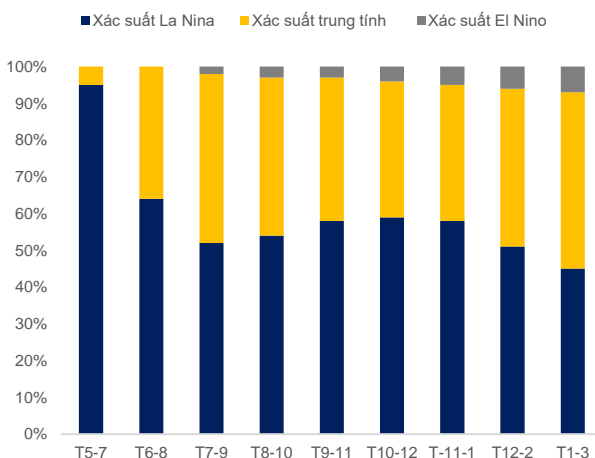
Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, BSC Research

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 cập nhật gần nhất, ngành điện cần đầu tư trung bình khoảng ~10.7-14.7 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2021-2030, ~15.0-23.11 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2031-2045. **Hoạt động xây lắp sẽ chiếm 20%, tương đương khoảng 2.2 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2021-2030, khoảng 2.7 tỷ USD/năm trong giai đoạn 2031-2045.** BSC cho rằng, điều này sẽ giúp PC1 duy trì tăng trưởng mảng xây lắp điện trong dài hạn, ước tính từ 20-25%/năm cho giai đoạn 2021-2025.

Mảng Thủy điện – thủy văn nhiều khả năng tiếp tục tích cực trong 2H2022

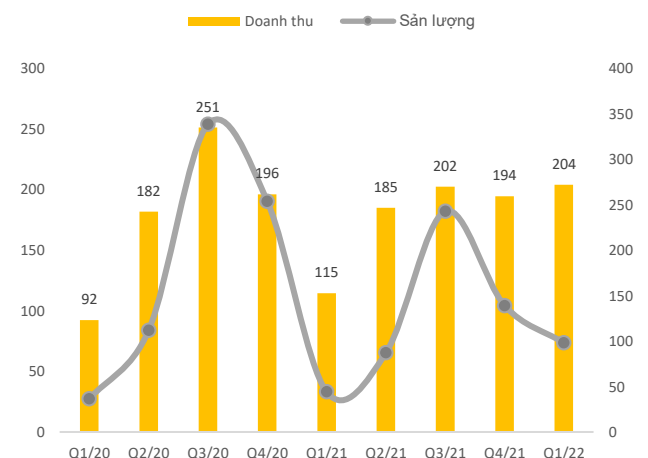
Điều kiện thủy văn thuận lợi trong các tháng đầu khiến kết quả kinh doanh mảng thủy điện trong Q1.2022 tăng mạnh. **Trong Q1.2022, tổng doanh thu mảng thủy điện của PC1 đạt 204 tỷ VNĐ (+78.2% yoy).** Sản lượng điện trong Q1.2022 đạt 98 triệu kWh (+121.7% yoy) do tình hình thủy văn chỉ thuận lợi khi La Nina tiếp diễn trong các tháng đầu 2022.

Hình 5: La Nina được dự báo sẽ kéo dài đến hết 2022



Nguồn: IRI, BSC Research

Hình 6: Cơ cấu doanh thu & sản lượng mảng thủy điện của PC1



Nguồn: PC1, BSC Research

Theo VMHA, La Nina nhiều khả năng sẽ tiếp tục kéo dài đến hết năm 2022, với xác suất ~60%. 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 trong giai đoạn này. Tổng lượng mưa cao hơn trung bình từ 5-25% tại Bắc Bộ trong tháng 7-10. Tựu chung, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của PC1 trong năm 2022 sẽ đạt mức 589 triệu kWh (+14.3% yoy), và doanh thu đạt mức 811 tỷ VNĐ (+16.6% yoy).

Mảng Điện gió – Đóng góp lớn vào lợi nhuận trong năm 2022

Bảng 1: 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	10/2021	10/2021	10/2021
Vị trí	Huyện Hướng Hóa, tỉnh Quảng Trị		

Nguồn: PC1, BSC Research

Lượng điện sản xuất lớn hơn của các nhà máy điện gió tại năm 2022, với mức giá FIT 8.5 US cent đối với các nhà máy Liên Lập, Phong Huy, Phong Nguyên (tổng công suất 144MW), giúp mảng điện trở thành mảng đóng góp LNG gộp chính trong năm 2022. Với việc đưa vào vận hành các nhà máy điện gió, PC1 nâng công suất lắp đặt thêm 144 MW, lên mức 312 MW. Các nhà máy điện gió này được hưởng lợi về giá và chi phí, giúp cho biên LNG của mảng điện trên mức 54%. Theo BSC ước tính, các nhà máy điện gió mới giúp sản lượng mảng điện năm 2022 tăng thêm khoảng 378 triệu kWh, tương ứng với 432 tỷ VNĐ tăng thêm đối với LNG của PC1 trong 2022.

Cập nhật khác

Dự án PC1 Gia Lâm và PC1 Định Công dự kiến khởi công trong Q2-Q3/2022 và hoàn thành trong Q4/2022. Với việc bàn giao các dự án tại 2022, PC1 khả năng ghi nhận khoảng 976 tỷ VNĐ theo kế hoạch. BSC ước tính, mảng bất động sản đóng góp thêm 293 tỷ VNĐ thêm vào LNG của PC1 tại năm 2022.

Dự án khai thác mỏ Đồng-Nickel tại tỉnh Cao Bằng, đưa vào vận hành khai thác tại Q4/2022 theo BLĐ. Tổng mức đầu tư là 1,502 tỷ VNĐ, với trữ lượng ước đạt khoảng 9,000 tấn đồng cùng 21,000 tấn nickel. Cảng thẳng địa chính trị trong ngắn hạn, góp phần tích cực vào triển vọng mảng kinh doanh này trong tương lai. PC1 sẽ ghi nhận doanh thu từ 2023, với IRR = 25-30%, và LNST/DTT = 30-40% theo BLĐ.

Dự án bất động sản công nghiệp Yên Phong II-A, thông qua khoản đầu tư tại Western Pacific, cũng đã hoàn tất thủ tục pháp lý theo BLĐ.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2022 – Tích cực nhờ thủy điện cùng điện gió

Năm 2022, BSC dự báo PC1 đạt **DTT = 10,233 tỷ VNĐ (+4% yoy)** và **LNST = 919 tỷ VNĐ (+20% yoy)**, tương đương với **EPS = 3,714 VNĐ/CP** dựa trên các giả định sau:

- **Doanh thu mảng Xây lắp điện dự kiến đạt 5,585 tỷ VNĐ (-17% yoy)**. Triển vọng vẫn tích cực trong thời gian tới với giá trị ký mới hợp đồng duy trì tại mức cao, khi cầu xây lắp điện tái tạo vẫn còn khá lớn tại dài hạn.
- **Doanh thu mảng thủy điện dự kiến đạt mức 811 tỷ VNĐ (+17% yoy)** do sản lượng thủy điện tăng thêm khoảng 589 triệu kWh, tương đương với +15% yoy nhờ tình hình thủy văn khả năng vẫn thuận lợi trong H2/2022.
- 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 378 triệu kWh vào tổng sản lượng điện của PC1, tương ứng với **mức đóng góp 747 tỷ VNĐ vào doanh thu mảng Điện**.
- Đóng góp một phần từ dự án khai thác Đồng - Niken, **khả năng bắt đầu vận hành quý IV/2022**.

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 2022 là 45,900 VNĐ/CP, tương đương với **upside 17.0% (theo giá đóng cửa ngày 23/06/2022 là 39,200 VNĐ/CP)**. Cụ thể, BSC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để đánh giá NPV của 3 dự án điện gió và dự án khai thác đồng-nickel, 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 2: 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	3,854,821	235.2	16,392
BDS	NAV	1,158,020	235.2	4,924
Điện gió	FCFF	2,642,275	235.2	11,236
Thủy điện	EV/EBITDA	2,475,845	235.2	10,573
Khai khoáng	FCFF	656,084	235.2	2,790
Giá cổ phiếu				45,871

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F	LCTT (Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	5,845	6,679	9,828	10,233	(LỖ)/LNST	376	544	764	919
Giá vốn hàng bán	(5,026)	(5,517)	(8,673)	(8,506)	Khấu hao và phân bổ	141	190	375	577
Lợi nhuận gộp	819	1,162	1,156	1,727	Thay đổi vốn lưu động	(1,093)	(497)	1,035	1,649
Doanh thu tài chính	38	37	319	52	Điều chỉnh khác	(10)	(45)	(10)	(1)
Chi phí tài chính	(172)	(244)	(359)	(509)	LCTT từ HĐ KD	(334)	633	2,097	3,211
Chi phí lãi vay	(171)	(242)	(315)	(509)	Tiền chi mua TSCĐ	(703)	(933)	(6,665)	(727)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-	Đầu tư khác	(253)	76	(480)	(292)
Chi phí SG&A	(224)	(338)	(297)	(301)	LCTT từ HĐ Đầu tư	(956)	(856)	(7,145)	(1,019)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	427	635	905	1,057	Tiền chi trả cổ tức	(12)	(15)	-	-
Lãi/lỗ khác	6	17	(8)	-	Tiền từ vay ròng	1,168	1,148	5,719	(841)
Lợi nhuận trước thuế	433	652	896	1,057	LCTT từ HĐ Tài chính	1,156	1,133	5,719	(841)
Thuế thu nhập DN	(56)	(108)	(132)	(138)	Dòng tiền đầu kỳ	701	568	1,476	2,292
LN sau thuế	376	544	764	919	Tiền trong kì	(134)	909	671	1,352
CĐTS	19	31	69	46	Dòng tiền cuối kỳ	568	1,476	2,292	3,644
LNST - CĐTS	358	513	695	873					
EBITDA	779	1,070	1,587	1,894					
EPS	2,246	2,682	2,858	3,714					

ĐDKT (Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F	Chỉ số (%)	2019	2020	2021	2022F
Tiền & ĐTT	568	1,476	2,292	3,243	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	180	63	144	144	H số TT ngắn hạn	1.7	1.5	1.1	1.0
Phải thu ngắn hạn	1,851	3,390	3,124	3,252	H số TT nhanh	1.1	1.3	1.0	0.9
Tồn kho	1,434	730	904	941	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn khác	120	57	126	131	H số Nợ/TTS	37%	35%	48%	43%
TS ngắn hạn	4,153	5,715	6,589	7,712	H số Nợ/VCSH	82%	79%	144%	136%
Phải thu dài hạn	8	87	8	9	Năng lực hoạt động				
TS hữu hình	2,412	3,802	9,205	10,242	Số ngày HTK	80	72	34	40
TS vô hình	2	2	955	2	Số ngày phải thu	106	143	121	114
TS dở dang dài hạn	1,179	379	380	672	Số ngày phải trả	104	123	109	159
Đầu tư dài hạn	64	81	639	639	CCC	82	92	47	(5)
TS dài hạn khác	330	434	689	693	Tỉ suất lợi nhuận				
TS dài hạn	4,162	5,006	12,098	12,454	Lợi nhuận gộp	14%	17%	12%	17%
Tổng Tài sản	8,315	10,722	18,687	20,166	Lợi nhuận LNST	6%	8%	8%	9%
Phải trả ngắn hạn	1,546	2,157	2,999	4,400	ROE	10.8%	12.9%	13.8%	14.6%
Vay ngắn hạn	951	1,586	2,800	3,119	ROA	5.0%	5.7%	5.2%	4.7%
Tổng Nợ ngắn hạn	2,497	3,744	5,799	7,519	Định Giá				
Vay dài hạn	2,096	2,171	6,238	5,517	PE	7.2	7.0	13.8	10.3
Nợ dài hạn khác	27	37	370	793	PB	0.8	0.9	1.5	1.5
Tổng Nợ dài hạn	2,123	2,208	6,607	6,310	Tăng trưởng				
Tổng Nợ	4,620	5,952	12,406	13,829	Tăng trưởng DTT	15%	14%	47%	4%
Vốn góp	1,593	1,912	2,352	1,912	Tăng trưởng EBIT	-17%	48%	36%	29%
Thặng dư vốn cổ phần	711	711	711	711	Tăng trưởng LNNT	-25%	51%	38%	18%
LN chưa phân phối	933	1,109	1,305	2,559	Tăng trưởng EPS	-36%	19%	7%	30%
Vốn chủ khác	23	23	23	23					
Cổ đông thiểu số	257	782	1,580	782					
Tổng Vốn chủ sở hữu	3,695	4,770	6,281	6,337					
Tổng nguồn vốn	8,315	10,722	18,687	20,166					
SLCP lưu hành (triệu)	159	191	235	235					

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 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải,
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>

