

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY LẮP ĐIỆN 1 (HSX: PC1)

Nguyễn Ngọc Đức

Chuyên viên phân tích

Email: ducnn2@fpts.com.vn

Điện thoại: (8424) - 3773 7070

Ext: 4307

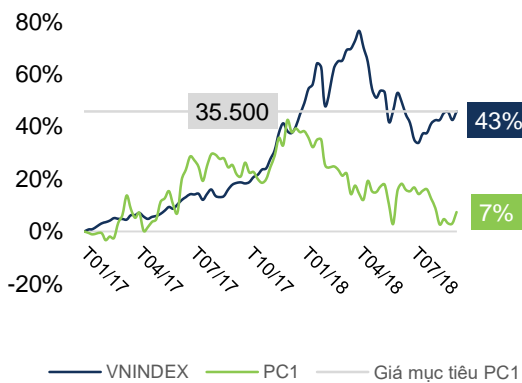
Giá hiện tại: 28.150

 Giá mục tiêu: **35.500**

 Tăng/(giảm): **+26,1%**
Khuyến nghị

MUA

Biến động giá cổ phiếu PC1 và VNINDEX từ T01/2017



LỢI NHUẬN ĐỘT BIẾN TỪ BẤT ĐỘNG SẢN, TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH TỪ THỦY ĐIỆN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu Công ty Cổ phần Xây lắp điện 1 (HSX: [PC1](#)). Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của PC1 là **35.500 VNĐ/CP**.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với các luận điểm như sau:

I. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- Lợi nhuận đột biến từ bất động sản:** PC1 sẽ ghi nhận 490 tỷ doanh thu còn lại (~45% dự án) từ Mỹ Đình Plaza 2 trong nửa cuối 2018. PC1 dự kiến hoàn thành dự án PCC1 Thanh Xuân (TMĐT 735 tỷ) vào 2019 và đang lên kế hoạch cho 01 dự án vào 2020 (TMĐT 1000 – 2000 tỷ).
- Tăng trưởng từ thủy điện:** dự phóng doanh thu đạt 515 tỷ trong 2018 (+84% yoy) do 02 nhà máy thủy điện hoàn thành cuối năm 2017 (~245 tỷ doanh thu trong nửa cuối 2018). Đến 2020, PC1 có kế hoạch hoàn thành thêm 03 dự án thủy điện, nâng tổng công suất từ 114 MW lên 168 MW.
- Triển vọng xây lắp điện khả quan trong ngắn hạn:** Dự án Mạch 3 500kV có thể mang lại cho PC1 khoảng 1.750 tỷ doanh thu trong 2019 và 2020. Ngoài ra, các cơ chế hỗ trợ điện mặt trời và điện gió sẽ hấp dẫn làn sóng đầu tư vào năng lượng tái tạo, mang lại các hợp đồng EPC giá trị lớn đến năm 2021.

II. RỦI RO ĐẦU TƯ

- Rủi ro phụ thuộc khách hàng lớn:** thị trường xây lắp điện cao áp chịu hạn chế bởi khách hàng lớn Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN). Khi EVN gặp khó khăn giải ngân vốn đầu tư, các doanh nghiệp xây lắp điện đều chịu ảnh hưởng tiêu cực.
- Rủi ro biến động lãi suất:** các khoản vay đầu tư thủy điện của PC1 đều là VNĐ với lãi suất thả nổi, dựa theo lãi suất liên ngân hàng hoặc lãi suất huy động 12 tháng. Đến nửa đầu 2018, PC1 đang vay 1.500 tỷ dài hạn cho đầu tư thủy điện (~24% tổng tài sản), và dự tính cần vay thêm từ 1.100 – 2.600 tỷ nữa đến 2022.
- Rủi ro bất động sản:** Các dự án bất động sản thường mất trên 02 năm để hoàn thành. Trong thời gian này, doanh nghiệp phải chịu rủi ro chu kỳ của ngành bất động sản và ảnh hưởng bởi các chính sách của Chính phủ, đặc biệt là chính sách tín dụng.

Thông tin giao dịch

01/10/2018

Giá hiện tại	28.150
Giá cao nhất 52 tuần	40.650
Giá thấp nhất 52 tuần	24.700
Số lượng CP niêm yết (triệu)	132,77
Số lượng CP lưu hành (triệu)	132,77
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	208.182
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	36,98%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3.737
EPS trailing 12 tháng	3.088
P/E trailing 12 tháng	9,1x

Thông tin chung

Tên	Công ty Cổ phần Xây lắp điện 1
Địa chỉ	Số 583 Nguyễn Trãi, phường Văn Quán, quận Thanh Xuân, Hà Nội
Doanh thu chính	- Thi công xây lắp điện - Đầu tư thủy điện - Đầu tư và kinh doanh BĐS
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, lao động, lãi vay.

Cơ cấu cổ đông

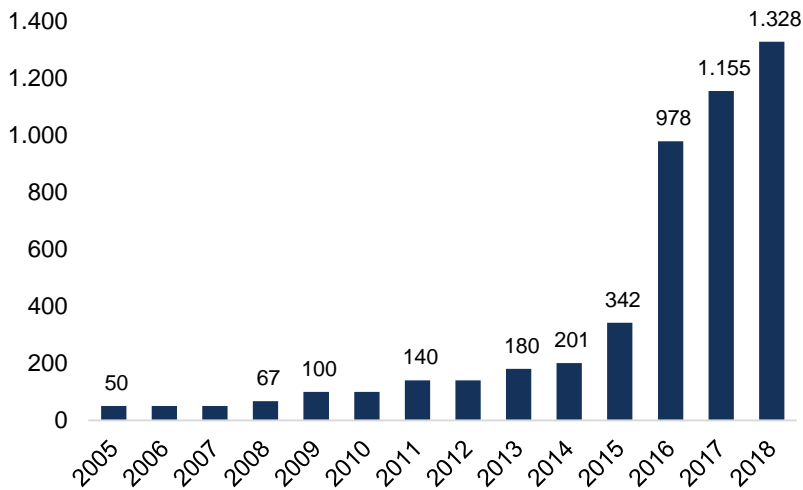
(%)

Ông Trịnh Văn Tuấn (Chủ tịch HĐQT, Tổng giám đốc) và vợ	19,58%
Vietnam Enterprise Investments Limited	11,10%
Vietnam Holding Limited	4,14%
Khác	65,18%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Các thông tin chung

Hình 1 – Vốn điều lệ PC1 (2005 – 2018)



Nguồn: PC1

Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty cổ phần Xây lắp điện 1 được thành lập ngày 02/03/1963 với tên gọi ban đầu là Công ty Xây lắp đường dây và trạm, trực thuộc Bộ Điện và Than. Năm 2005, công ty cổ phần hóa từ doanh nghiệp nhà nước, trở thành Công ty Cổ phần Xây lắp điện 1. Ngày 16/11/2016, Công ty Cổ phần Xây lắp điện 1 được giao dịch trên Sàn giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX), mã PC1, giá tham chiếu 36.000đ/CP.

Từ 2005 đến nửa đầu 2018, vốn điều lệ của PC1 tăng hơn 26 lần, do: phát hành cho cổ đông hiện hữu (2008, 2009, 2011 và 2015), phát hành riêng lẻ (2016, 2017) và phát hành cổ phiếu thưởng.

Ban lãnh đạo và cơ cấu cổ đông

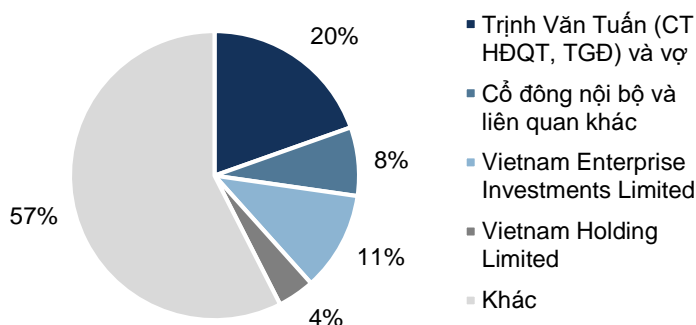
Hội đồng quản trị của PC1 đều là thành viên nội bộ, không có thành viên độc lập nào. Ban lãnh đạo của PC1 ở độ tuổi từ 40 – 60 và đều có khoảng 20 năm kinh nghiệm làm việc trong ngành.

Hình 2 – Ban lãnh đạo PC1 – 26/09/2018

Tên	Vị trí	Trình độ học vấn	Bổ nhiệm	Kinh nghiệm	Tỷ lệ sở hữu
Trịnh Văn Tuấn	Chủ tịch HĐQT + TGD	Kỹ sư điện	2010	19 năm	19,6%
Vũ Văn Tứ	Thành viên HĐQT + Phó TGD	Kỹ sư điện	2015	25 năm	0,3%
Võ Hồng Quang	Thành viên HĐQT + Phó TGD	Kỹ sư điện	2008	17 năm	2,0%
Nguyễn Minh Đệ	Thành viên HĐQT + Phó TGD	Kỹ sư điện	2015	19 năm	1,3%
Nguyễn Thị Hương	Thành viên HĐQT + Trưởng phòng Kinh tế kế hoạch	Cao đẳng Quản trị kinh doanh	2015 2008	22 năm	1,1%
Nguyễn Nhật Tân	Phó TGD	Kỹ sư điện - Thạc sĩ Quản trị kinh doanh	2011	23 năm	3,2%
Đặng Văn Nghĩa	Phó TGD	Kỹ sư điện	2008	26 năm	0,2%
Trần Thị Minh Việt	Kế toán trưởng	Cử nhân Kinh tế	2014	18 năm	0,1%

Nguồn: PC1

Hình 3 – Cơ cấu cổ đông PC1 – 26/09/2018



Nguồn: PC1

Các cổ đông nội bộ chiếm 28% PC1, trong đó ông Trịnh Văn Tuấn – Chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Tổng Giám đốc – và vợ (bà Lê Thị Thoi) là cổ đông lớn nhất, nắm 26 triệu cổ phiếu.

Đối trọng với nhóm cổ đông nội bộ là các cổ đông tổ chức tài chính nước ngoài, gồm quỹ Vietnam Enterprise Investments Limited – VEIL (nắm 11%) và Vietnam Holding Limited – VHL (4%). Đây là hai quỹ tài chính có trên 10 năm kinh nghiệm đầu tư tại Việt Nam với chiến lược đầu tư trung – dài hạn, chú trọng vào các doanh nghiệp có triển vọng tăng trưởng và hệ thống quản trị doanh nghiệp mạnh.

2. Tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh

2.1. Lĩnh vực kinh doanh: Xây lắp điện, kinh doanh bất động sản và đầu tư thủy điện

PC1 hoạt động trong 03 lĩnh vực chính: xây lắp điện, kinh doanh bất động sản và đầu tư thủy điện.

- (1) **Xây lắp điện:** Xây lắp đường dây và trạm biến áp là lĩnh vực truyền thống của PC1 với trên 55 năm kinh nghiệm hoạt động. Đến nay, PC1 là tổng thầu EPC hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực này với thị phần lên đến 35%, gấp đôi các đối thủ cạnh tranh chính.
- (2) **Kinh doanh bất động sản:** Tập trung phân khúc chung cư trung cấp tại Hà Nội. Từ 2008 – 2010, PC1 thực hiện dự án bất động sản đầu tiên với quy mô doanh thu 300 tỷ (Nàng Hương – quận Thanh Xuân). Các dự án tiếp theo được hoàn thành vào năm 2014 (Mỹ Đình Plaza – Cầu Giấy) và 2016 (PCC1 Complex – Hà Đông). Quy mô và tần suất dự án bất động sản của PC1 có xu hướng tăng dần:

Hình 4 – Các dự án bất động sản PC1

Dự án bất động sản	Tiến độ	TMĐT (Tỷ VND)	Địa chỉ	Thông tin dự án
Đã hoàn thành				
Nàng Hương	2008 – 2010	N/A	Thanh Xuân	02 tòa 21 tầng, biệt thự, nhà liền kề
Mỹ Đình Plaza 1	2011 – 2014	619	Cầu Giấy	25 tầng nổi, 02 tầng hầm; 350 căn hộ
PCC1 Complex Hà Đông	2014 – 2016	450	Hà Đông	04 tháp 15 tầng, 03 tầng TTTM; 540 căn hộ
Đang phát triển				
Mỹ Đình Plaza 2	2016 – 2018: đang bàn giao nhà	868	Nam Từ Liêm	Tòa nhà 28 tầng, 03 tầng hầm; 472 căn hộ
PCC1 Thanh Xuân	2017 – 2019: sẽ mở bán cuối 2018	735	Thanh Xuân	02 tòa 27 tầng, 03 tầng hầm, khối phụ trợ 03 tầng; 480 căn hộ
Đang lên kế hoạch				
Dự án chuyển nhượng	2018 – 2020: Đang lên kế hoạch	1000 – 2000	Vành đai 3 Hà Nội trở vào	N/A

Nguồn: PC1

- (3) **Đầu tư thủy điện:** Các nhà máy thủy điện nhỏ ở Cao Bằng và Điện Biên. PC1 bắt đầu phát triển lĩnh vực này từ năm 2014 với dự án Thủy điện Trung Thu (công suất 30MW), hoàn thành vào cuối năm 2016. Đến nay, PC1 đang vận hành 04 nhà máy thủy điện với tổng công suất 114 MW. Các dự án đang phát triển và lên kế hoạch của PC1 có tổng công suất 124MW, TMĐT ước tính lên tới 3.500 tỷ:

Hình 5 – Các dự án thủy điện PC1

Dự án thủy điện	Tiến độ	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (Tỷ VNĐ)	Suất đầu tư (Tỷ VNĐ/MW)
Đã hoàn thành		114	2.737	24,01
Trung Thu	2014 – 2016	30	827	27,77
Bảo Lâm 1	2014 – 2017	30	747	25,29
Bảo Lâm 3	2015 – 2017	46	874	18,99
Bảo Lâm 3A	2016 – 2017	8	272	34,01
Đang phát triển		54	1.704	31,55
Mông Ân (Bảo Lâm 4)	2017 – 2019	30	916	30,53
Bảo Lạc B (Bảo Lâm 2)	2017 – 2019	18	592	32,89
Sông Nhiệm 4	2018 – 2020	6	196	32,72
Đang lên kế hoạch		70	2.209	31,55
3 nhà máy thủy điện tại Điện Biên	2019 – N/A	70	(ước tính) 2.209	(giả định) 31,55
Tổng		238	6.650	27,95

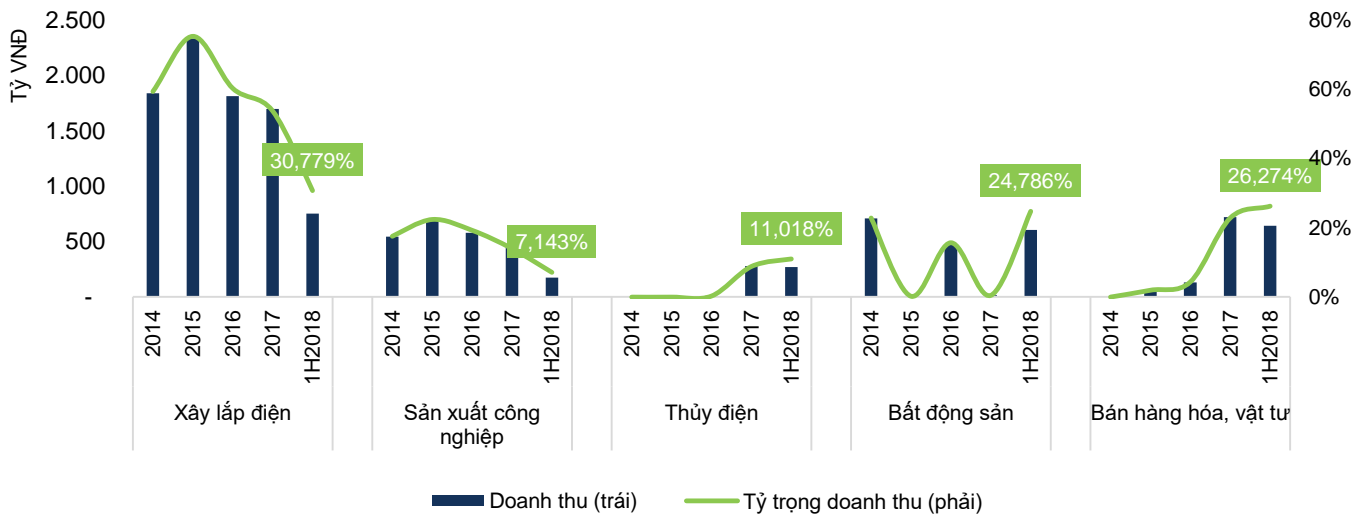
Nguồn: PC1

2.2. Giai đoạn 2014 – 2017: chuyển dịch cơ cấu sang thủy điện và bất động sản

Trong 2014 – 2017, doanh thu thuần của PC1 ổn định ở mức khoảng 3.100 tỷ. Tuy nhiên, đây là hệ quả của 02 xu hướng trái chiều:

- Doanh thu xây lắp điện và sản xuất công nghiệp sụt giảm do [khó khăn chung của lĩnh vực này](#).
- Doanh thu tăng lên của bất động sản từ dự án PCC1 Hà Đông (2016); thủy điện từ nhà máy Trung Thu và Bảo Lâm 1 và bán hàng hóa (2017)

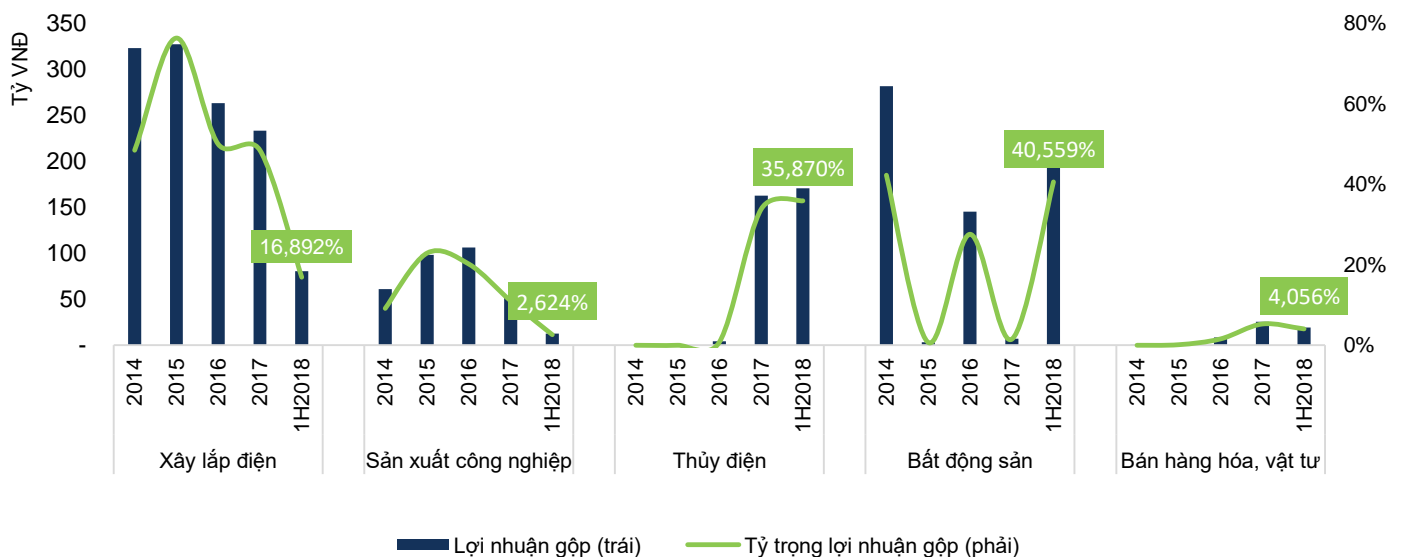
Hình 6 – Doanh thu và tỷ trọng các lĩnh vực kinh doanh PC1



Nguồn: PC1

Xu hướng chuyển dịch cơ cấu rõ ràng hơn ở lợi nhuận gộp do kinh doanh bất động sản và thủy điện có khả năng sinh lời cao so với xây lắp và sản xuất công nghiệp. Trong cùng kỳ, dù doanh thu thuần ổn định, lợi nhuận gộp PC1 có xu hướng tăng dần, đặc biệt đột biến vào các năm ghi nhận bất động sản:

Hình 7 – Lợi nhuận gộp và tỷ trọng các lĩnh vực kinh doanh PC1



Nguồn: PC1

Từ xu hướng trên, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của PC1 gồm 03 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi: **xây lắp điện, đầu tư thủy điện và kinh doanh bất động sản** với tổng tỷ trọng lợi nhuận gộp lên đến trên 90%.

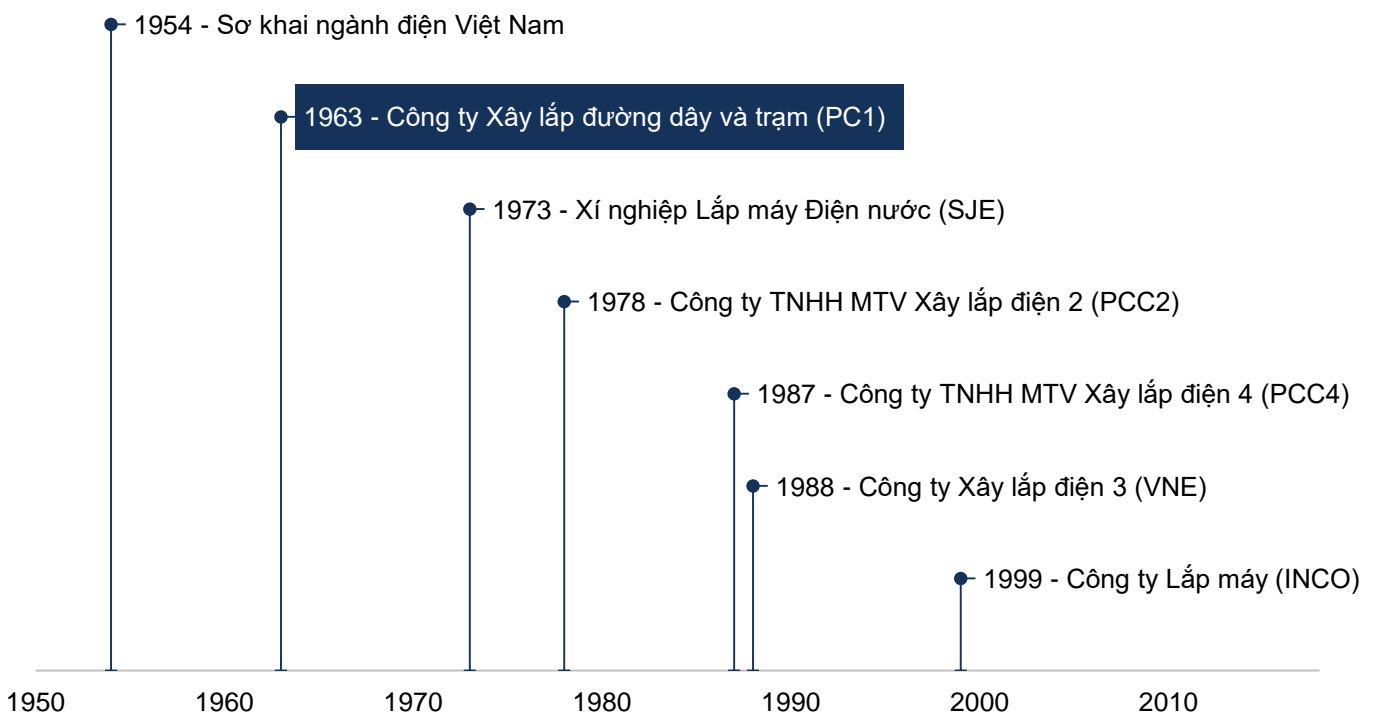
II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CÁC LĨNH VỰC CHÍNH

1. Lĩnh vực xây lắp điện - Tổng thầu hàng đầu Việt Nam với triển vọng ngắn hạn khả quan

1.1. Tổng quan ngành xây lắp điện

- **Rào cản gia nhập cao:** Hệ thống lưới điện truyền tải cao áp ảnh hưởng đến an ninh năng lượng quốc gia và yêu cầu kỹ thuật chuyên môn đặc thù, điều kiện thi công khó khăn. Do vậy, những dự án này thường được thực hiện bởi các doanh nghiệp có nguồn gốc nhà nước với nhiều năm kinh nghiệm hoạt động trong ngành.
- **Số lượng đối thủ cạnh tranh hạn chế:** Ngoài PC1, các nhà thầu có khả năng thi công dự án truyền tải điện lên đến 500kV gồm Tổng công ty Xây dựng điện Việt Nam (HSX: [VNE](#)), Công ty Cổ phần Sông Đà 11 (HNX: [SJE](#)), Công ty TNHH MTV Xây lắp điện 2 (PCC2), Công ty TNHH MTV Xây lắp điện 4 (PCC4) và Công ty Cổ phần Lắp máy (INCO).

Hình 8 - Lịch sử hình thành một số doanh nghiệp xây lắp điện cao áp



Nguồn: FPTS Research

- **Phụ thuộc vào EVN**

Khách hàng chính của lĩnh vực xây lắp điện là EVN; và các chủ đầu tư khu công nghệ và nhà máy sản xuất điện. Vì vậy, các chính sách đầu tư của Chính phủ có ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp xây lắp điện.

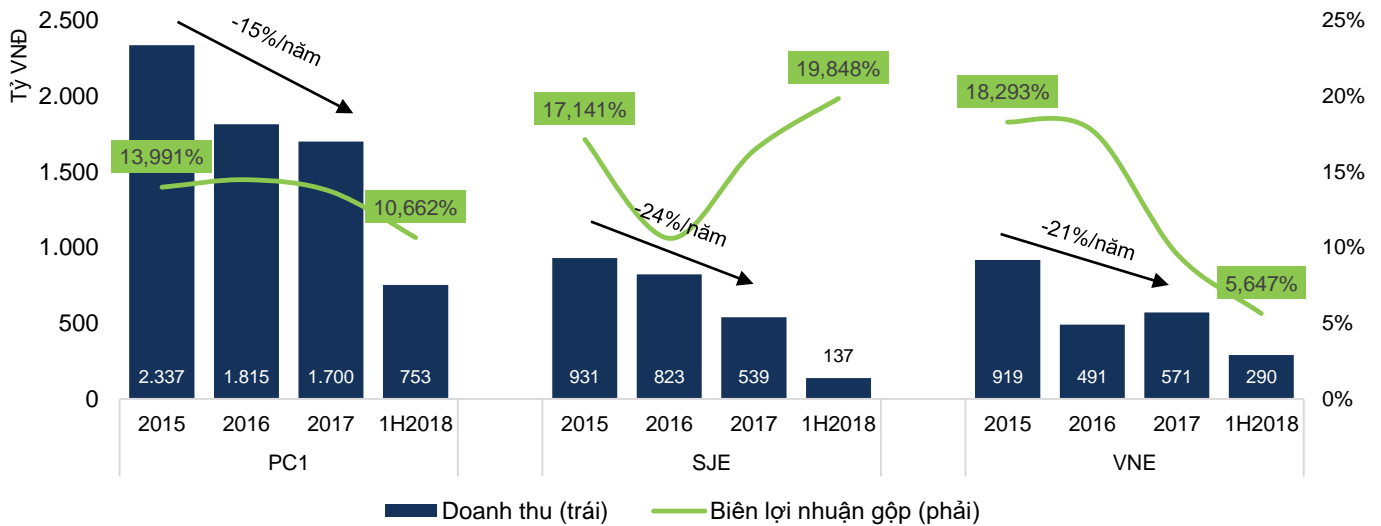
Trong 2016 và 2017, Bộ Công thương đưa ra 02 quyết định ảnh hưởng tiêu cực đến lĩnh vực xây lắp điện:

- **Quyết định 4970/QĐ-BCT ngày 21/12/2016:** giảm định mức thi công nền móng của đường dây truyền tải điện và máy biến áp về tương đương với các công trình dân dụng: (1) giảm lợi nhuận xây lắp điện do các dự án điện thường có địa hình hiểm trở, chi phí nền móng cao hơn dự án dân dụng, (2) chậm tiến độ dự án do thực hiện theo định mức cũ nhưng chưa được duyệt cần phải lập lại hoặc trình duyệt riêng.
- **Chia tách Tổng cục Năng lượng tháng 8/2017:** Đơn vị đầu mối xây dựng và thẩm định quy hoạch, chiến lược phát triển điện năng. Tác động: gây ảnh hưởng tới tiến độ dự án và doanh thu của các công ty xây lắp do công tác phê duyệt các dự án đầu tư điện năng bị chậm trễ.

Trong 02 quyết định trên Bộ Công thương, việc giải thể Tổng cục Năng lượng chỉ mang tính hành chính và ảnh hưởng giới hạn trong ngắn hạn. Ngược lại, quyết định 4970 có ảnh hưởng lâu dài, làm ảnh hưởng tới tiến độ thực hiện dự án và giảm lợi nhuận cho các nhà thầu xây lắp điện.

Ảnh hưởng tiêu cực của 02 quyết định này có thể thấy được ở kết quả kinh doanh được công bố của 03 doanh nghiệp xây lắp điện là PC1, SJE và VNE:

Hình 9 – Xu hướng doanh thu và biên lợi nhuận gộp PC1, SJE và VNE



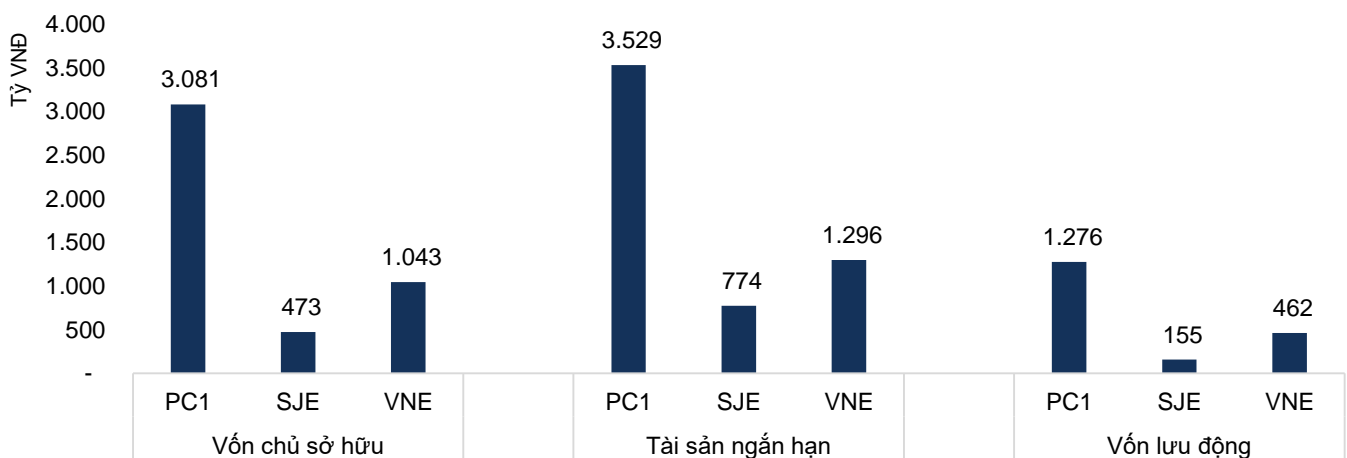
Nguồn: PC1, SJE và VNE

Giai đoạn khó khăn chung cũng là cơ hội cho doanh nghiệp có lợi thế kinh doanh mạnh để chiếm lĩnh thị phần của đối thủ dù giá trị doanh thu tuyệt đối giảm. Trong 03 doanh nghiệp trên, PC1 chịu sụt giảm ít nhất từ năm 2015, thể hiện doanh nghiệp sở hữu lợi thế cạnh tranh đáng kể so với SJE và VNE.

1.2. Lợi thế cạnh tranh PC1 - quy mô tài chính, kinh nghiệm quản lý và công nghệ thi công

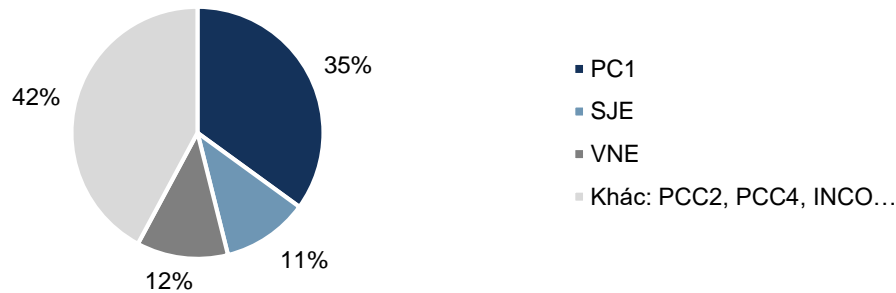
- Khả năng tài chính mạnh:** Do đặc thù chung bị chiếm dụng vốn nhiều, quy mô tài chính – thể hiện khả năng đảm nhiệm các dự án – là một trong những tiêu chí đầu tiên trong lựa chọn tổng thầu xây lắp. Quy mô tài chính của nhà thầu xây lắp có thể được đánh giá qua 03 tiêu chí: vốn chủ sở hữu, tài sản ngắn hạn (chủ yếu hàng tồn kho và khoản phải thu khách hàng) và vốn lưu động. Ở cả 03 tiêu chí này, quy mô của PC1 đều vượt trội:

Hình 10 – Vốn chủ sở hữu, tài sản ngắn hạn và vốn lưu động PC1, SJE và VNE nửa đầu 2018



Nguồn: PC1, SJE và VNE

- Kinh nghiệm quản lý, giám sát thi công:** PC1 có trên 55 năm kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực xây lắp điện, so với từ 20 – 40 năm kinh nghiệm của các đối thủ trong lĩnh vực xây lắp điện cao áp. Bề dày kinh nghiệm của các doanh nghiệp trong ngành là rào cản gia nhập lớn với các đối thủ muốn xâm nhập thị trường này.
- Công nghệ thi công tiên tiến:** Một số công nghệ thi công tiên tiến được PC1 đi đầu áp dụng trong xây lắp điện gồm: kinh khí cầu điều khiển từ xa, thiết bị bay Navi-Fly kéo dây cao áp và siêu cao áp, và máy thổi khô không khí để lắp máy biến áp 500kV...

Hình 11 – Thị phần xây lắp điện 2017

Nguồn: PC1

PC1 hiện đang là tổng thầu EPC hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực xây lắp điện, với 33 – 35% thị phần xây lắp điện cả nước. Mức thị phần này gấp đôi các đối thủ còn lại (mỗi đối thủ khoảng 10 – 17% thị phần).

1.3. Triển vọng khả quan trong ngắn hạn, ổn định trong dài hạn

Ngắn hạn - Hưởng lợi từ dự án Mạch 3 500kV và làn sóng đầu tư năng lượng tái tạo

Năm 2018: dự phóng doanh thu xây lắp 2018 đạt 1.950 tỷ (+15% YoY, đạt 88% kế hoạch), tương đương với 1.200 tỷ trong nửa cuối 2018. Cơ sở của dự phóng là giá trị hợp đồng đã ký nhưng chưa thực hiện (backlog) và thời gian thực hiện dự án:

Ước tính giá trị backlog xây lắp đạt 2.050 tỷ trong nửa đầu 2018 (trong đó: hợp đồng ký mới trong 2018 đạt 1.500 tỷ, phần chuyển từ 2017 sang 1.300 tỷ, đã thực hiện trong nửa đầu 2018 là 750 tỷ).

Dựa trên thời gian thực hiện dự án của PC1 từ 7-10 tháng, chúng tôi dự phóng PC1 sẽ ghi nhận khoảng 60% giá trị backlog trong nửa cuối năm, tương đương 1.200 tỷ.

Triển vọng 2019 – 2020:

Backlog chuyển sang 2019 ước tính khoảng 1.950 tỷ, (+50% yoy), dựa trên kỳ vọng của PC1 ký thêm 1.100 tỷ giá trị hợp đồng trong nửa cuối 2018 (trong đó, PC1 đã ký 800 tỷ trong Q3).

Dự án Mạch 3 500kV Vũng Áng – Pleiku 2: có thể mang lại cho PC1 1.750 tỷ doanh thu

Đây là một trong những dự án lưới điện quy mô lớn nhất giai đoạn 2016 – 2020, sẽ được thực hiện trong 2019 và 2020. Thông tin chi tiết của dự án như sau:

Hình 12 – Thông tin dự án Mạch 3 500kV

Đoạn	Chiều dài (km)	TMĐT (tỷ VNĐ)
Vũng Áng - Quảng Trạch	32	1.595
Quảng Trạch - Dốc Sỏi	500	6.758
Dốc Sỏi - Pleiku 2	209	3.606
Tổng	741	11.959

Nguồn: FPTS Research

Dự án Mạch 3 đã hoàn thành thủ tục phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2017¹, dự kiến sẽ đấu thầu trong quý 3 năm 2018 và hoàn thành trong đầu 2020. Dự án này được dời quy hoạch lên sớm 5 năm và thực hiện cấp bách do năng lực truyền tải của hệ thống hiện tại sẽ không đáp ứng đủ nhu cầu truyền tải điện vào miền Nam trong 2019 (dự báo nhu cầu 21 tỷ kWh/năm so với năng lực hiện tại 18,5 tỷ kWh/năm – theo EVN). Vì vậy, Mạch 3 có năng lực truyền tải 5 tỷ kWh/năm trở thành giải pháp cấp thiết cho bài toán điện miền Nam, đáp ứng nhu cầu sản xuất và sinh hoạt.

¹ Theo [Quyết định số 2025/QĐ-TTg](#) của Thủ tướng Chính phủ về việc Phê duyệt chủ trương đầu tư và một số cơ chế đặc thù đẩy nhanh tiến độ thực hiện Dự án Đường dây 500kV Quảng Trạch – Dốc Sỏi và Dự án đường dây 500 kV Dốc Sỏi – Pleiku 2

Theo ước tính của PC1, giá trị xây lắp điện và sản xuất công nghiệp tại dự án Mạch 3 đạt khoảng 5.000 tỷ (loại trừ chi phí giải phóng mặt bằng, tư vấn, thiết bị nhập ngoại... từ tổng mức đầu tư). Dưới giả định thị phần PC1 ở 35%, chúng tôi dự kiến PC1 có thể đạt 1.750 tỷ doanh thu xây lắp điện và sản xuất công nghiệp từ dự án Mạch 3, ghi nhận khoảng 80% trong 2019 và 20% trong 2020 theo tiến độ dự án.

Phát triển năng lượng tái tạo: cơ hội ngắn hạn từ cơ chế hỗ trợ điện gió và điện mặt trời

Trong bối cảnh các hợp đồng EVN đang bị chậm trễ, khả năng PC1 tăng trưởng 15% doanh thu xây lắp trong năm 2018 đến từ các hợp đồng cấp ngầm và đấu nối nhà máy năng lượng tái tạo. Theo PC1, trong 2.300 tỷ hợp đồng ký mới trong 9T2018 có khoảng 70% (~1.600 tỷ) đến từ các nhà máy điện mặt trời và điện gió.

Đây là mảng kinh doanh khá mới với PC1, do làn sóng đầu tư năng lượng tái tạo (điện mặt trời) trong 2017 và 2018. Đến ngày 26/04/2018, đã có 70 dự án điện mặt trời với tổng công suất trên 3.000MW được phê duyệt quy hoạch đầu tư trên cả nước. Làn sóng đầu tư này chủ yếu đến từ cơ chế bao tiêu đầu ra của Chính phủ:

Hình 13 – Cơ chế hỗ trợ điện mặt trời và điện gió Việt Nam

	Quyết định	Ngày ban hành	Áp dụng cho vận hành trước	Thời hạn		Giá mua điện (UScent/kWh)	Giá mua điện (đồng/kWh)
Điện mặt trời	11/2017/QĐ-TTg	11-04-17	30-06-2019	20 năm		9,35	2.086
Điện gió	39/2018/QĐ-TTg	10-09-18	01-11-2021	20 năm	Trên đất liền:	8,5	1.928
					Trên biển:	9,8	2.223

Nguồn: FPTS Research

Mức giá mà Bộ Công thương đưa ra rất hấp dẫn với các nhà đầu tư do cao hơn nhiều so với phí quy dẫn (Levelized Cost of Energy – bao gồm chi phí vốn đầu tư và hoạt động, bảo trì) của 02 loại năng lượng trên².

Quyết định 39/2018/QĐ-TTg về cơ chế hỗ trợ điện gió còn quá mới để đánh giá tính hấp dẫn của quyết định này với các nhà đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi có **quan điểm tích cực** về hiệu quả của cơ chế hỗ trợ này, dựa trên (1) chi phí quy dẫn và giá mua điện khá tương đương giữa điện gió và điện mặt trời và (2) hiệu lực quyết định trên 3 năm, nhiều thời gian cho các nhà đầu tư tận dụng hơn so với cơ chế hỗ trợ điện mặt trời.

Các cơ chế hỗ trợ trên tạo cho PC1 thị trường mới với triển vọng ngắn hạn tích cực. Dù áp lực cạnh tranh ở mảng này cao hơn so với xây lắp truyền tải điện cao thế, đây là cơ hội tốt cho PC1 giảm phụ thuộc vào EVN.

Dài hạn: triển vọng ổn định từ đầu tư lưới điện quốc gia

- Triển vọng ổn định do sự thiết yếu của điện đối với phát triển kinh tế**

Đầu tư lưới điện liên quan đến an ninh năng lượng quốc gia và được quy hoạch cụ thể bởi Chính phủ. Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011 – 2020, có xét đến 2030 (Quy hoạch điện VII điều chỉnh) đặt ra tổng mức đầu tư nguồn và lưới điện đạt 3.206.652 tỷ đồng trong giai đoạn 2016 – 2030 (dưới giả định kinh tế tăng trưởng trung bình 7%/năm). Trong đó, tổng mức đầu tư lưới điện chiếm 24-25%, chi tiết như sau:

Hình 14 – Quy hoạch đầu tư lưới điện Việt Nam đến 2030 theo Quy hoạch Điện VII điều chỉnh

Hạng mục	Đơn vị	2016 - 2020	Trung bình/năm	2021 - 2030	Trung bình/năm
Trạm biến áp 500 kV	MVA	26.700	5.340	49.950	4.995
Trạm biến áp 220 kV	MVA	34.966	6.993	66.638	6.664
Đường dây 500 kV	km	2.746	549	7.306	731
Đường dây 220 kV	km	7.488	1.498	7.511	751
Tổng mức đầu tư	Tỷ VNĐ	214.665	42.933	610.477	61.048

Nguồn: FPTS Research

Dựa trên quy hoạch này, ước tính đầu tư lưới điện Việt Nam sẽ tăng trưởng 3.3% trong 2019 – 2020 và 4,2% trong 2021 – 2030.

² Theo báo cáo Phân tích Chi phí quy dẫn năm 2017 của Lazard (Lazard's Levelized Cost of Energy Analysis), LCOE điện mặt trời chỉ ở mức 4,3 – 5,3 UScents/kWh, điện gió 3 – 6 UScent/kWh.

- **Cơ hội tăng trưởng từ năng lượng tái tạo**

Việt Nam có vị trí địa lý thuận lợi cho phát triển điện mặt trời và điện gió do nằm trong khu vực nhiệt đới gió mùa, cường độ bức xạ mặt trời cao và đường bờ biển dài. Thêm nữa, sự thân thiện với môi trường và chi phí giảm nhanh do công nghệ phát triển khiến cho năng lượng tái tạo ngày hấp dẫn hơn khi so sánh với nhiệt điện than – do nhiệt điện than (1) gây tác hại tiêu cực đến môi trường, ảnh hưởng tới sinh sống và sức khỏe của cư dân lân cận và (2) cần nguồn nhiên liệu nhập khẩu do than trong nước sắp hết.

Vì vậy, Chính phủ đã đưa ra nhiều cơ chế hỗ trợ trong các năm gần đây để thu hút đầu tư vào điện mặt trời và điện gió. Dù các cơ chế hỗ trợ trong quyết định 11/2017/QĐ-TTg và 39/2018/QĐ-TTg chỉ có hiệu lực cho các nhà máy năng lượng tái tạo hoạt động trước 30/06/2019 và 01/11/2021, chúng tôi có **quan điểm tích cực với triển vọng phát triển của lĩnh vực này trong dài hạn**, đồng nghĩa với doanh nghiệp xây lắp điện như PC1 sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này.

2. Lĩnh vực đầu tư thủy điện - dự án hiệu quả tốt

2.1. Dự án thủy điện nhỏ

PC1 tập trung phát triển các dự án thủy điện nhỏ do lĩnh vực này vận hành đơn giản, hoạt động ổn định và được nhiều ưu đãi từ các cơ chế hỗ trợ của chính phủ.

Hình 15 – Các dự án thủy điện của PC1

Dự án thủy điện	Khởi công	Hoàn thành	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (Tỷ VNĐ)	Tỉnh
Đã hoàn thành			114	2.737	
Trung Thu	Q3/2014	Q4/2016	30	827	Điện Biên
Bảo Lâm 1	Q4/2014	Q1/2017	30	747	Cao Bằng
Bảo Lâm 3	Q3/2015	Q4/2017	46	874	Cao Bằng
Bảo Lâm 3A	Q1/2016	Q4/2017	8	272	Cao Bằng
Đang phát triển			54	1.704	
Mông Ân (Bảo Lâm 4)	Q3/2017	Q3/2019	30	916	Cao Bằng
Bảo Lạc B (Bảo Lâm 2)	Q3/2018	Q4/2019	18	592	Cao Bằng
Sông Nhiệm 4	Q4/2018	Q4/2020	6	196	Hà Giang
Đang lên kế hoạch			70	2.209	
3 nhà máy thủy điện tại Điện Biên	2019	N/A	70	(Ước tính) 2.209	Điện Biên
Tổng			238	6.651	

Nguồn: PC1

2.2. Các cơ chế hỗ trợ: giá bán điện, ưu đãi thuế và ưu đãi nguồn vốn

Các dự án thủy điện nhỏ nhận được nhiều cơ chế ưu đãi do đây là nguồn năng lượng tái tạo, ảnh hưởng môi trường khá hạn chế khi so sánh với các loại hình điện năng như thủy điện lớn và nhiệt điện. Các cơ chế hỗ trợ mà PC1 đang được nhận như sau:

- **Giá bán điện:** các nhà máy thủy điện của PC1 đều được áp dụng biểu giá tránh được cho thủy điện nhỏ với giá bán điện trung bình ở mức 1.100đ/kWh. Mức giá này cao hơn giá mua hợp đồng (PPA – Power Purchase Agreement) của thủy điện khoảng 20-30%.
- **Ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp:** Các dự án thủy điện nhỏ được áp dụng thuế suất 10% trong 15 năm đầu, miễn thuế 4 năm đầu kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo (tương đương thuế suất 5%). Do đó, chúng tôi dự phóng mức thuế thu nhập doanh nghiệp trung bình của PC1 ở mảng thủy điện sẽ ở mức 0% đến 2019, tăng dần đến 5% trong năm 2024 và tiến dần đến 10% sau đó.
- **Nguồn vốn vay lãi suất thấp:** 02 dự án thủy điện Trung Thu và Bảo Lâm 1 được vay 1.300 tỷ VND từ chương trình Phát triển năng lượng tái tạo (REDP) của Ngân hàng thế giới. Nguồn vốn này có lãi suất thấp hơn khoảng 3% so với nguồn vốn thương mại, cải thiện đáng kể hiệu quả của 02 dự án này. Tuy nhiên, do chương trình REDP đã kết thúc vào 30/06/2018, các dự án đang phát triển của PC1 sẽ phải huy động nguồn vốn thương mại, dự kiến khoảng 1.100 tỷ cho 03 dự án.

2.3. Triển vọng

Ngắn hạn

- **Năm 2018:** Dự phóng doanh thu thủy điện đạt 515 tỷ (+84% yoy), tương đương với 245 tỷ trong nửa cuối 2018, dựa trên cơ sở công suất phát điện tăng trưởng 90% yoy trong 2018 (do dự án Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A đi vào hoạt động cuối năm 2017, tổng công suất 54MW).
- **Đến 2020:** Tổng công suất thủy điện của PC1 đạt 162 MW, doanh thu 725 tỷ, tương đương tăng trưởng 19%/năm từ 2018, dựa trên tiến độ của 03 dự án thủy điện Mông Ân, Bảo Lạc B và Sông Nhiệm 4.

Dài hạn

- **Tăng trưởng giá bán điện:** Biểu giá chi phí tránh được áp dụng cho thủy điện nhỏ được tính dựa trên chi phí tránh được khi huy động nhà máy thủy điện nhỏ thay cho nhà máy có giá thành cao nhất trong hệ thống. Trong điều kiện các nguồn điện rẻ (thủy điện lớn) đã được tận dụng gần hết, Việt Nam sẽ phải hướng tới các nguồn điện có chi phí cao dần để đáp ứng nhu cầu điện năng. Vì vậy, chúng tôi dự phóng biểu giá chi phí tránh được tăng ổn định 2%/năm trong dài hạn. Từ khi được ban hành (2009) đến nay, biểu giá chi phí tránh được đã tăng trung bình 3,6%/năm (năm 2018 tăng 2,9% yoy).
- **Tăng trưởng công suất:** Mục tiêu của PC1 tại lĩnh vực thủy điện là một thách thức lớn: đến 2020 đạt công suất 300 MW (TMĐT 8.000 tỷ) và đến 2025 đạt 450MW (TMĐT 12.000 tỷ), tương ứng tăng trưởng trung bình 19%/năm. Mức đầu tư này lớn hơn quy mô hiện tại của PC1 (tổng tài sản 6.200 tỷ). Vì vậy, nhu cầu huy động vốn của PC1 sẽ ở mức cao trong các năm tiếp theo, với ước tính khoảng trên 1.000 tỷ mỗi năm để đạt mục tiêu 2025.

3. Lĩnh vực bất động sản: quy mô nhỏ nhưng chất lượng và uy tín cao

3.1. Dự án hiệu quả tốt, quy mô dự án tăng dần

Các dự án đã hoàn thành:

Trong giai đoạn đầu, PC1 chỉ đầu tư với quy mô nhỏ và thực hiện lần lượt từng dự án. Đây là chiến lược hợp lý khi PC1 chưa có kinh nghiệm phát triển bất động sản và lĩnh vực này mang rủi ro lớn hơn hoạt động xây lắp. Cùng với rủi ro cao, các dự án bất động sản thành công cũng mang lại nguồn lợi lớn cho PC1, đóng góp 42% và 28% lợi nhuận gộp PC1 trong năm 2014 và 2016

Hình 16 – Các dự án bất động sản hoàn thành PC1

Tên dự án	Hoàn thành	Doanh thu (Tỷ)	Lợi nhuận gộp (Tỷ)	Địa chỉ	Thông tin dự án
Nàng Hương	Q1/2011	300	N/A	583 Nguyễn Trãi, quận Thanh Xuân, Hà Nội	2 tháp cao 21 tầng; biệt thự và nhà liền kề
Mỹ Đình Plaza 1	Q1/2014	709	282	140 Đường Trần Bình, quận Cầu Giấy, Hà Nội	Tháp căn hộ cao cấp 25 tầng nổi, 2 tầng hầm; 350 căn hộ
PCC1 Complex Hà Đông	Q1/2016	464	140	Phường Phú Lương, quận Hà Đông, Hà Nội	4 tháp cao 15 tầng, 3 tầng cho thuê; 540 căn hộ

Nguồn: PC1

Các dự án đang phát triển và lên kế hoạch:

Hình 17 – Các dự án bất động sản đang phát triển và lên kế hoạch PC1

Tên dự án	Tiến độ	Khởi công	Mở bán	Hoàn thành	TMĐT (Tỷ)	Địa chỉ	Số căn
Mỹ Đình Plaza 2	Đã hoàn thành, đang bàn giao nhà	Q2/2016	Q4/2016	Q3/2018	868	Số 2 Nguyễn Hoàng, Nam Từ Liêm, Hà Nội	472 căn
PCC1 Thanh Xuân	Đang thi công móng	Q3/2017	Q4/2018	Q3/2019	735	Số 44 Triều Khúc, Thanh Xuân, Hà Nội	480 căn
Dự án chuyên nhượng	Chuẩn bị chốt dự án	Q4/2018	N/A	Q4/2020	1.000 đến 2.000	Khu vực Hà Nội, quanh vành đai 3 trở vào	N/A

Nguồn: PC1

Với quy mô tài chính tăng trưởng nhanh và kinh nghiệm tích lũy, đến nay PC1 đang tăng tốc lĩnh vực bất động sản với quy mô dự án tăng dần và đặt mục tiêu mỗi năm hoàn thành một dự án thay vì 2 – 3 năm như trước.

3.2. Lợi thế cạnh tranh: vị trí địa lý thuận lợi và trực tiếp quản lý hậu mãi

Vị trí địa lý thuận lợi: Các dự án của PC1 đều được xây dựng sát ngoài vành đai 3 Hà Nội. Cơ sở hạ tầng và tiện ích của các khu vực này đều khá đầy đủ. Dự án PC1 đang phát triển hiện nay là PCC1 Thanh Xuân – địa chỉ 44 Triều Khúc, Thanh Xuân, Hà Nội:



Nguồn: FPTs Research

Tòa nhà nằm cách mặt đường Nguyễn Trãi khoảng 200m, đây là một trong những trục đường chính từ Hà Đông đi vào nội thành Hà Nội, thuận tiện cho di chuyển. Khu vực này có cơ sở hạ tầng phát triển, trong bán kính 2km quanh tòa nhà có đầy đủ các cấp trường học, bệnh viện, ngân hàng...

Quản lý hậu mãi: Ngoài các hoạt động như tặng quà, hỗ trợ vay vốn, các dự án của PC1 đều được chủ đầu tư trực tiếp quản lý (gồm cho thuê thương mại, các dịch vụ tiện ích và bảo trì dự án). Đây là điểm thuận lợi cho xây dựng quan hệ khách hàng và uy tín doanh nghiệp trong lĩnh vực bất động sản do hoạt động quản lý ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng sống của cư dân trong dự án.

3.3. Triển vọng

Năm 2018 – Dự án Mỹ Đình Plaza 2: Dự phóng doanh thu bất động sản đạt 1090 tỷ, tương đương 490 tỷ trong nửa cuối 2018. Tới hết tháng 8, PC1 đã gần như hoàn thành công tác bán hàng (chỉ còn lại khoảng 20/472 căn). Do vậy, chúng tôi đánh giá PC1 sẽ hoàn thành bàn giao và ghi nhận dự án trong năm nay.

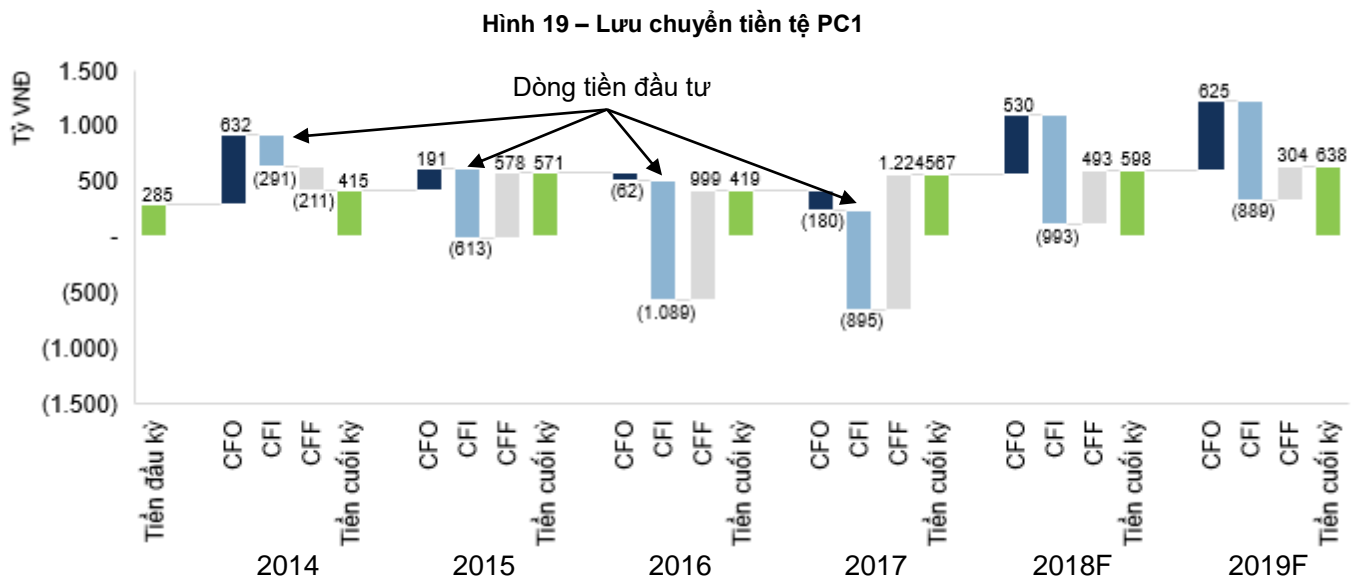
Năm 2019 và 2020 – Dự án PCC1 Thanh Xuân: Dự kiến sẽ mở bán dự án vào cuối năm 2018, hoàn thành cuối năm 2019. Dự án có 33.000m² sàn căn hộ (ước tính) và 3.600m² sàn thương mại. Dưới giả định tốc độ bán hàng ổn định và giá bán 26 triệu/m², dự kiến dự án này sẽ đóng góp 875 tỷ doanh thu cho PC1, ghi nhận 60% trong 2019 (~525 tỷ) và còn lại trong 2020 (~350 tỷ).

III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Qua phân tích các hoạt động kinh doanh chính của PC1, chúng tôi nhận thấy rằng khả năng huy động nguồn vốn đầu tư đóng vai trò quan trọng với triển vọng của PC1. Do cơ cấu tài sản và khả năng trả nợ của PC1 đều ở mức an toàn, chúng tôi đánh giá **PC1 đủ khả năng tài chính để tiếp tục vay vốn đầu tư các dự án thủy điện đang phát triển của mình.**

1. Nhu cầu nguồn vốn đầu tư

Dòng tiền của PC1 trong giai đoạn 2014-2017 và dự phóng 2018, 2019 như sau:



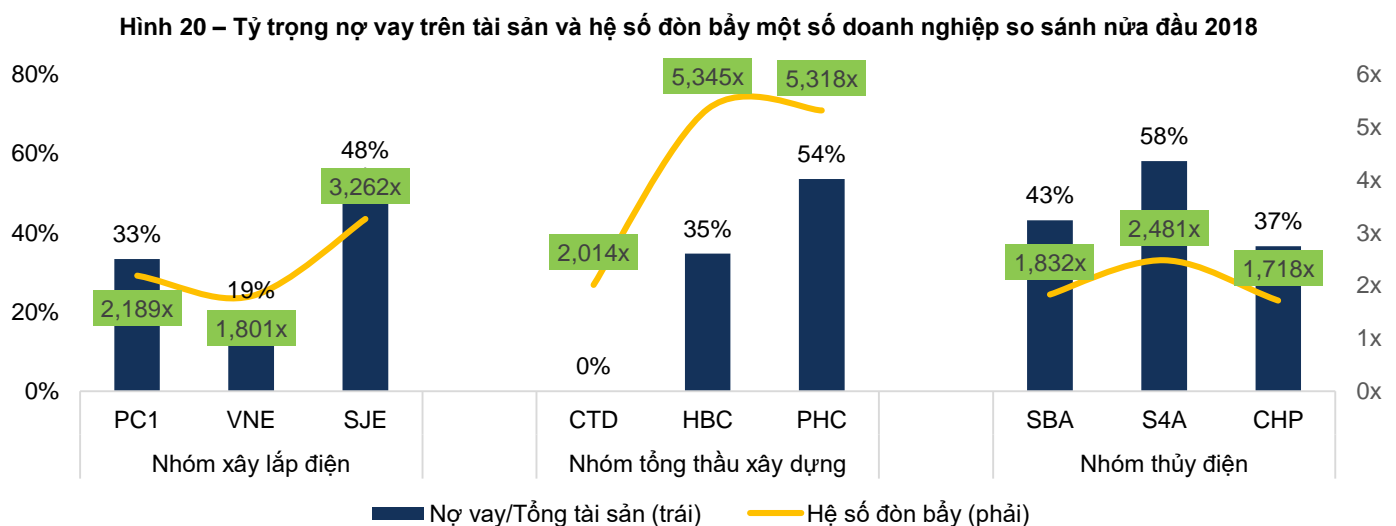
Nguồn: PC1, FPTs Research

Từ 2014 đến 2017, lũy kế dòng tiền đầu tư của PC1 đạt 2.900 tỷ, trong đó 95% dành cho mua sắm tài sản cố định (đầu tư thủy điện). Tới nay, tổng giá trị các khoản đầu tư thủy điện của PC1 đạt khoảng 3.000 tỷ.

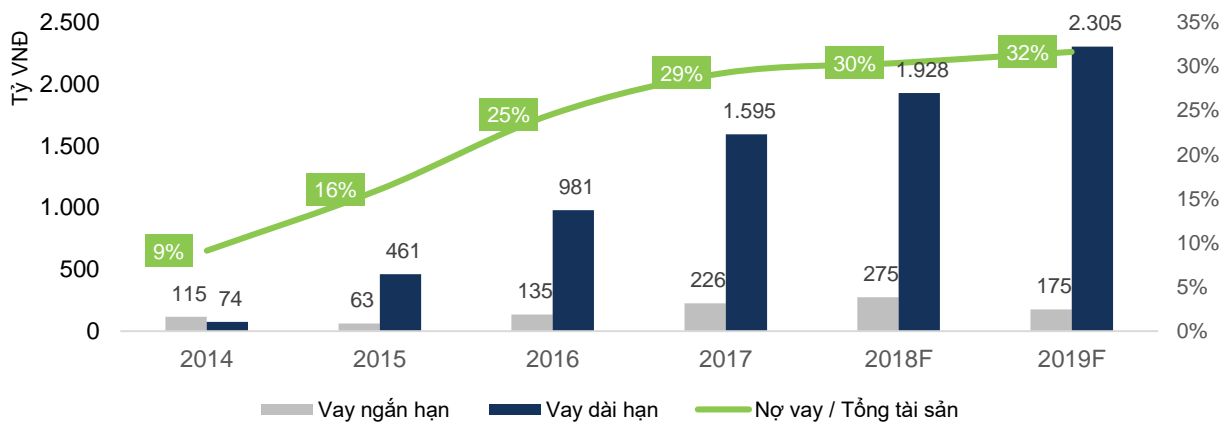
Với 03 dự án thủy điện đang phát triển, nhu cầu vốn đầu tư của PC1 sẽ tiếp tục trong 2019 và 2020. Ước tính trong giai đoạn này, **PC1 sẽ cần vay 1.100 tỷ cho 03 dự án thủy điện đang phát triển** (và ước tính 1.500 tỷ nếu 03 dự án đang lên kế hoạch được thực hiện).

2. Cơ cấu nguồn vốn

PC1 ở mức trung bình trong nhóm so sánh về cả tỷ trọng nợ vay và hệ số đòn bẩy (tổng tài sản/VCSH).



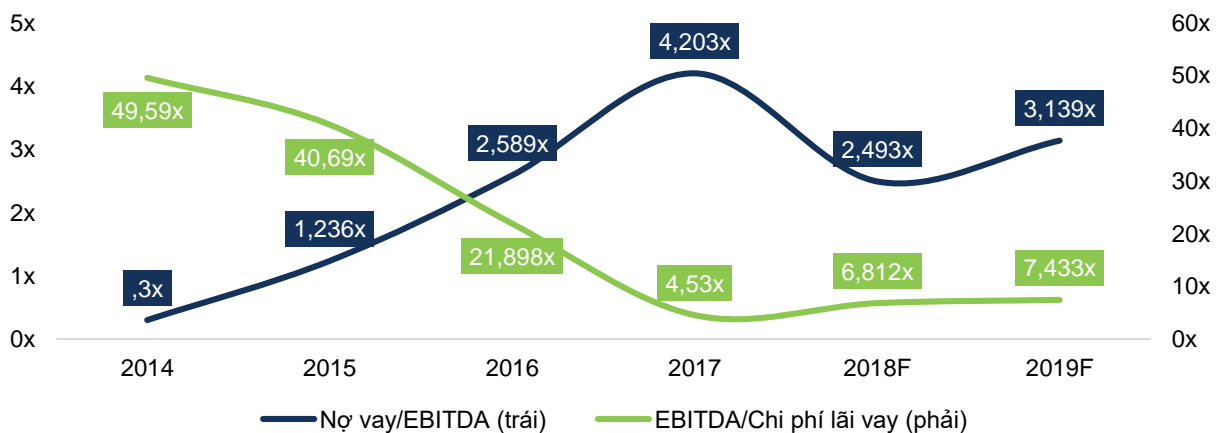
Nguồn: FPTs Research

Hình 21 – Xu hướng cơ cấu nguồn vốn và nợ vay PC1


Nguồn: PC1, FPTs Research

Từ nhu cầu đầu tư thủy điện, chúng tôi dự phóng tỷ trọng nợ vay PC1 sẽ tăng từ 29% năm 2017 lên 32% năm 2019, tương ứng với mức tăng trưởng nợ vay trung bình 16%/năm. Mức thay đổi này không có ảnh hưởng đáng kể đến cơ cấu nguồn vốn của PC1. Vì vậy, chúng tôi đánh giá **cơ cấu nguồn vốn hiện tại và dự phóng của PC1 đều ở mức an toàn.**

3. Khả năng thanh toán nợ

Hình 22 – Khả năng thanh toán gốc và lãi vay PC1


Nguồn: PC1, FPTs Research

Để đánh giá khả năng trả gốc và lãi của PC1, chúng tôi sử dụng EBITDA – lợi nhuận trước lãi suất, thuế, khấu hao và dự phòng để so sánh với chi phí lãi vay và dư nợ của PC1. Trong đó, chỉ số Nợ vay/EBITDA thể hiện khả năng trả gốc các khoản vay và chỉ số EBITDA/Chi phí lãi vay là tỷ số khả năng trả lãi. Trong giai đoạn 2014 – 2017, cả hai chỉ số này của PC1 đều có xu hướng giảm đi – hệ quả của việc vay dài hạn để đầu tư thủy điện.

Chúng tôi đánh giá hai chỉ số này của PC1 **đều ở mức an toàn:**

- Hệ số Nợ vay/EBITDA đạt đỉnh vào năm 2017 ở mức 4,2 lần. Các khoản vay của PC1 chủ yếu là dài hạn với thời hạn 15 năm, nên PC1 có thể trả nợ sớm nếu có thể tận dụng nguồn tiền từ hoạt động kinh doanh.
- Hệ số khả năng trả lãi ổn định ở trên 4 lần, nghĩa là của PC1 đủ khả năng chi trả lãi vay trong 4 năm nếu hoạt động kinh doanh bị đình trệ. Trong dài hạn, tỷ số này sẽ được cải thiện do các dự án thủy điện trả dần nợ gốc, giảm chi phí lãi vay.

Thêm nữa, các dự án thủy điện có dòng tiền khá ổn định. Do vậy, dù cho kết quả kinh doanh của lĩnh vực xây lắp điện và bất động sản có thể khó khăn do chu kỳ kinh tế, các dự án thủy điện của PC1 có đủ khả năng tự cân đối dòng tiền và chi trả các khoản lãi và gốc của dự án.

Với khả năng thanh toán và hệ số đòn bẩy ở mức an toàn, PC1 có đủ khả năng tiếp tục vay vốn để phục vụ cho các dự án thủy điện đang phát triển của mình.

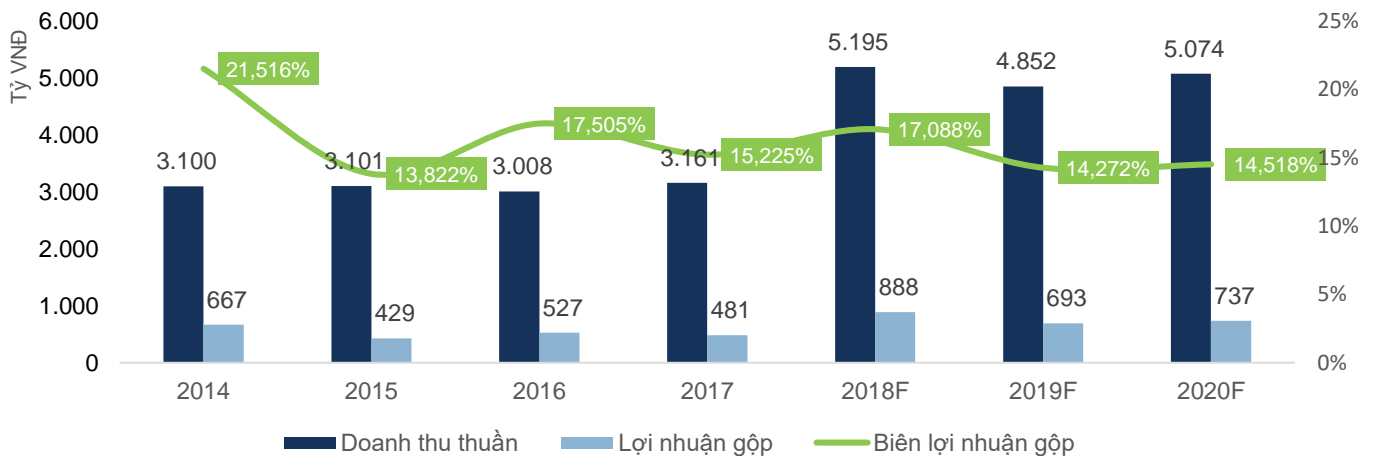
IV. TRIỂN VỌNG CÁC LĨNH VỰC KINH DOANH VÀ MỤC TIÊU DÀI HẠN

1. Triển vọng khả quan trong ngắn hạn, ổn định trong dài hạn

Như đã phân tích ở trên, triển vọng các lĩnh vực kinh doanh chính của PC1 như sau:

- Xây lắp điện: Doanh thu đạt 1.950 tỷ trong 2018 (+15% yoy) và tăng trung bình 3,3%/năm đến 2020.** Chúng tôi dự phóng triển vọng tăng trưởng xây lắp điện dựa trên quy hoạch đầu tư tại Quy hoạch điện VII điều chỉnh và giả định PC1 giữ nguyên thị phần hiện tại. Triển vọng dài hạn xây lắp điện ổn định do đầu tư lưới điện đóng vai trò thiết yếu với phát triển kinh tế. Vì vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu xây lắp điện của PC1 đạt 2.500 tỷ trong 2025, tương ứng tăng trưởng trung bình 5,3%/năm từ 2017.
- Thủy điện: Doanh thu đạt 515 tỷ trong 2018 (+85% yoy), tăng trung bình 20%/năm đến 2020.** Tổng công suất thủy điện PC1 sẽ tăng từ 114MW lên 162MW trong 2019 và 168MW trong 2020. Triển vọng dài hạn của đầu tư thủy điện khả quan do các ưu đãi từ chính sách hỗ trợ phát triển năng lượng tái tạo và tự do hóa ngành điện. Dự phóng doanh thu thủy điện của PC1 đạt 830 tỷ năm 2025, tương ứng tăng trưởng 14,6%/năm từ 2017 (20%/năm nếu bao gồm 03 dự án thủy điện tại Điện Biên đang lên kế hoạch).
- Bất động sản: Ghi nhận 1.090 tỷ doanh thu trong 2018 (490 tỷ trong nửa cuối 2018); 525 tỷ và 350 tỷ doanh thu trong 2019 và 2020, lần lượt từ dự án Mỹ Đình Plaza 2 (2018) và PCC1 Thanh Xuân (2019 – 2020).** Lĩnh vực bất động sản mang tính rủi ro cao trong dài hạn do mang tính chu kỳ và ảnh hưởng lớn bởi chính sách (đặc biệt chính sách tín dụng bất động sản). Vì vậy, chúng tôi chỉ đánh giá riêng từng dự án khi đi vào giai đoạn phát triển với kế hoạch cụ thể.

Hình 23 – Dự phóng doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp PC1



Nguồn: PC1, FPTS Research

2. Mục tiêu dài hạn và chiến lược kinh doanh: cần nguồn vốn để tăng trưởng quy mô

PC1 đưa ra mục tiêu đạt 400 triệu USD doanh thu đến 2020 và 01 tỷ USD đến 2025, tương ứng với tăng trưởng bình quân 28% hàng năm từ 2017 đến 2025. Chiến lược của PC1 như sau:

- Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp:** phát triển thị trường nước ngoài và khách hàng mới trong nước. Trong sản xuất công nghiệp, phát triển xuất khẩu sản phẩm thép mạ kẽm thông qua đối tác Nhật Bản (AG Aikawa Corporation – tập đoàn chuyên cung cấp cột thép với mạng lưới khách hàng trên toàn thế giới).
- Đầu tư năng lượng và bất động sản:** phát triển các dự án hiện có (03 dự án thủy điện và 01 dự án bất động sản với tổng mức đầu tư 5.000 tỷ, dự kiến hoàn thành đến 2021) và tìm kiếm nguồn dự án mới (đầu tư thủy điện tại Cao Bằng và Điện Biên; kinh doanh bất động sản tại Hà Nội).

Với quy mô hiện tại của PC1, mục tiêu tăng trưởng 28%/năm trong 07 năm là thách thức lớn. Trong các lĩnh vực cốt lõi của PC1, thủy điện là lĩnh vực có triển vọng tăng trưởng ngắn hạn cao nhất, đạt 20%/năm. Do vậy, để hoàn thành mục tiêu dài hạn, huy động nguồn vốn để tăng trưởng quy mô đóng vai trò quan trọng với PC1.

V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ PC1

Mô hình định giá của chúng tôi theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) và dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF). Trong mô hình định giá, chúng tôi chỉ đưa vào các dự án đã có kế hoạch cụ thể của PC1, gồm:

- (1) Thủy điện: Mông Ân, Bảo Lạc B, Sông Nhiệm 4
- (2) Bất động sản: Mỹ Đình Plaza 2 và PCC1 Thanh Xuân

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	33.800	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	37.200	50%
	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	35.500	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC	10,78%	Phần bù rủi ro	8,51%
Chi phí sử dụng nợ trước thuế	9,40%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,75
Chi phí sử dụng VCSH	12,16%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	4,84%	Thời gian dự phóng	14 năm

Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	3.605.730
(+) Tiền và đầu tư tài chính	757.992
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	129.860
Giá trị vốn chủ sở hữu	4.493.582
Số lượng cổ phiếu	132,77
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	33.845

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	5.868.334
(+) Tiền và đầu tư tài chính	757.992
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	1.821.127
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	129.860
Giá trị vốn chủ sở hữu	4.935.059
Số lượng cổ phiếu	132,77
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	37.170

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (Đơn vị: Tỷ VNĐ)

HĐKD	2017	2018F	2019F	2020F	ĐDKT	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	3.161	5.195	4.852	5.074	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	2.679	4.307	4.160	4.337	+ Tiền và tương đương tiền	667	698	755	1.251
Lợi nhuận gộp	481	888	693	737	+ Các khoản phải thu	1.300	1.622	1.712	1.807
- Chi phí bán hàng	(17)	37	20	15	+ Hàng tồn kho	1.085	1.030	904	618
- Chi phí quản lí DN	143	156	146	152	+ Tài sản ngắn hạn khác	42	55	58	63
- Lợi nhuận khác	40	31	35	36	Tổng tài sản ngắn hạn	3.095	3.405	3.428	3.739
Lợi nhuận thuần HĐKD	395	726	562	606	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	3.177	3.346	4.930	5.245
- (Lỗ)/lãi HĐTC	3	12	13	14	+ Khấu hao lũy kế	(321)	(502)	(737)	(1.031)
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	398	738	575	619	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	2.856	2.844	4.193	4.213
- Chi phí lãi vay	96	130	110	188	+ Đầu tư tài chính dài hạn	91	91	91	91
Lợi nhuận trước thuế	302	608	465	432	+ Tài sản dài hạn khác	171	933	196	45
- Thuế TNDN	47	84	52	50	Tổng tài sản dài hạn	3.118	3.868	4.479	4.349
LNST	256	524	413	382	Tổng tài sản	6.213	7.273	7.908	8.088
EPS (đ)	2.336	3.810	2.985	2.740	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
					+ Phải trả người bán	1.421	1.567	1.609	1.705
Chỉ số khả năng sinh lợi	2017	2018F	2019F	2020F	+ Vay và nợ ngắn hạn	226	322	175	231
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,2%	17,1%	14,3%	14,5%	+ Nợ ngắn hạn khác	139	183	212	244
Tỷ suất LNST	8,1%	10,1%	8,5%	7,5%	Nợ ngắn hạn	1.786	2.071	1.996	2.180
ROE DuPont	10,5%	17,3%	12,1%	10,4%	+ Vay và nợ dài hạn	1.595	1.928	2.305	2.121
ROA DuPont	4,8%	7,8%	5,4%	4,8%	+ Nợ dài hạn khác	17	22	24	26
Tỷ suất EBIT/doanh thu	12,6%	14,2%	11,8%	12,2%	Nợ dài hạn	1.612	1.951	2.329	2.147
LNST/LNTT	84,6%	86,2%	88,9%	88,4%	Tổng nợ	3.398	4.022	4.325	4.326
LNTT / EBIT	76,0%	82,4%	80,9%	69,7%	+ Thặng dư	711	711	711	711
Vòng quay tổng tài sản	0,59x	0,77x	0,64x	0,63x	+ Vốn điều lệ	1.155	1.328	1.328	1.328
Đòn bẩy tài chính	2,21x	2,24x	2,21x	2,15x	+ LN chưa phân phối	717	938	1.247	1.398
					+ Khác	232	274	297	324
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018F	2019F	2020F	Vốn chủ sở hữu	2.815	3.251	3.583	3.761
CS thanh toán hiện hành	1,73	1,64	1,72	1,72	Tổng cộng nguồn vốn	6.213	7.273	7.908	8.088
CS thanh toán nhanh	1,13	1,15	1,26	1,43					
CS thanh toán tiền mặt	0,37	0,34	0,38	0,57	Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018F	2019F	2020F
Nợ / Tài sản	0,55	0,55	0,55	0,53	Số ngày phải thu	140	103	125	127
Nợ / Vốn CSH	1,21	1,24	1,21	1,15	Số ngày tồn kho	93	74	73	55
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,63	0,64	0,56	0,58	Số ngày phải trả	144	128	144	149
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,57	0,60	0,65	0,57	Thời gian luân chuyển tiền	89	49	54	32
Khả năng TT lãi vay	4,16	5,69	5,23	3,30	COGS / Hàng tồn kho	2,47	4,18	4,60	7,02

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình. FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 50 cổ phiếu PC1 và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu PC1 nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, TP. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 62717171
Fax: (84.24) 37739058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng
Gấm, Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt
Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax:(84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax:(84.236) 3553888