

Ngành Điện

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2020

Mã giao dịch: PC1

Reuters: PC1.HM

Bloomberg: PC1 VN

Mảng năng lượng phục hồi từ mùa mưa 2020.

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **24.000**

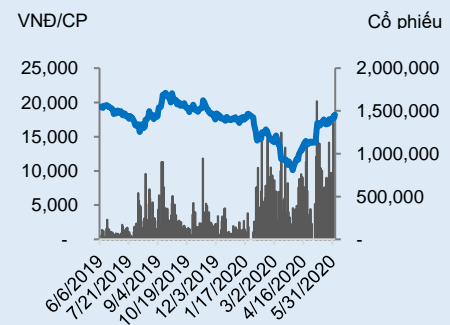
Giá thị trường (04/6/2020) **18.200**

Lợi nhuận kỳ vọng **31,8%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	10.100-21.400
Vốn hóa	2.900 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	159.323.497
KLGD bình quân 10 ngày	721.647
% sở hữu nước ngoài	18,9%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	1,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PC1	2,0%	7,1%	31,4%	0,8%
VNIndex	-8,6%	8,6%	5,5%	-8,5%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 28) 3914.6888 ext. 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Mảng xây lắp: doanh thu tiếp tục duy trì ở mức cao

Doanh thu mảng xây lắp sụt giảm trong Quý 1/2020 và có thể sẽ tiếp tục giảm trong Quý 2 nhưng khả năng sẽ tăng trưởng trở lại vào nửa cuối năm nhờ các dự án năng lượng tái tạo. BVSC dự báo doanh thu mảng xây lắp năm 2020 đạt khoảng 3.000 tỷ đồng là mức tương đương với năm 2019.

Mảng sản xuất công nghiệp: doanh thu tiếp tục ở mức cao nhờ Mạch 3

PC1 dự kiến sẽ hoàn thành sản xuất cho dự án Mạch 3 trong Quý 2/2020 và ghi nhận tổng doanh thu cho dự án Mạch 3 trong năm 2020 vào khoảng 719 tỷ đồng. Cùng với doanh thu ổn định mảng sản xuất của PC1 hàng năm vào khoảng 450 tỷ/năm thì doanh thu ước tính của mảng sản xuất công nghiệp năm 2020 vào khoảng 1.105 tỷ đồng (+12,6% yoy).

Mảng BĐS: tăng trưởng mạnh nhờ dự án PCC1 Thanh Xuân.

PC1 đã bán được khoảng 90% số căn hộ ở dự án PCC1 Thanh Xuân và dự kiến sẽ bán hết các căn hộ còn lại trong Quý 3/2020. Ước tính doanh thu và LNST đóng góp từ dự án Thanh Xuân lần lượt là 869 tỷ đồng và 106 tỷ đồng trong năm 2020.

Mảng năng lượng: bắt đầu phục hồi lại sau 2 quý sụt giảm

Ban lãnh đạo PC1 cho biết tình hình thủy văn đã phục hồi và sản lượng điện đã quay trở lại mức bình quân. Cùng với đó, năm 2020, mảng phát điện của PC1 sẽ có sự đóng góp từ công suất của 3 nhà máy mới và giúp cho mảng kinh doanh này tăng trưởng. Dự kiến năm 2020, mảng sản xuất điện sẽ ghi nhận doanh thu 636 tỷ đồng (+15,6% yoy) với lợi nhuận gộp đạt 374 tỷ đồng (+8,8% yoy).

Quan điểm đầu tư. PC1 là công ty đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp điện nên dường như thị trường đang nhìn vào mảng xây lắp điện để đánh giá PC1. Tuy nhiên, trong những năm gần đây công ty đã liên tục đưa vào vận hành những nhà máy thủy điện mới có hiệu quả hoạt động cao. Năm 2020, lợi nhuận gộp của sản xuất điện chiếm 40% tổng giá trị lợi nhuận gộp. Đến năm 2021, mảng sản xuất điện đóng góp lên tới 62% tổng lợi nhuận gộp của PC1. Mức đóng góp của mảng năng lượng trong tổng lợi nhuận tiếp tục tăng lên từ năm 2022 khi các dự án điện gió vận hành thương mại tròn năm. Tính riêng mảng sản xuất điện, giá trị định giá của mảng này cao hơn 8,8% so với mức giá đang giao dịch của PC1. PC1 hiện tại có thể xem là công ty sản xuất điện đang được định giá rẻ và sở hữu thêm mảng xây lắp điện có vị thế đầu ngành cũng như sở hữu mảng phát triển bất động sản hiệu quả, vì vậy chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PC1 với mức giá mục tiêu là 24.000 VNĐ/CP (tiềm năng tăng giá 31,8% so với mức giá đóng cửa ngày 04/6/2020 là 18.200 VNĐ/CP).

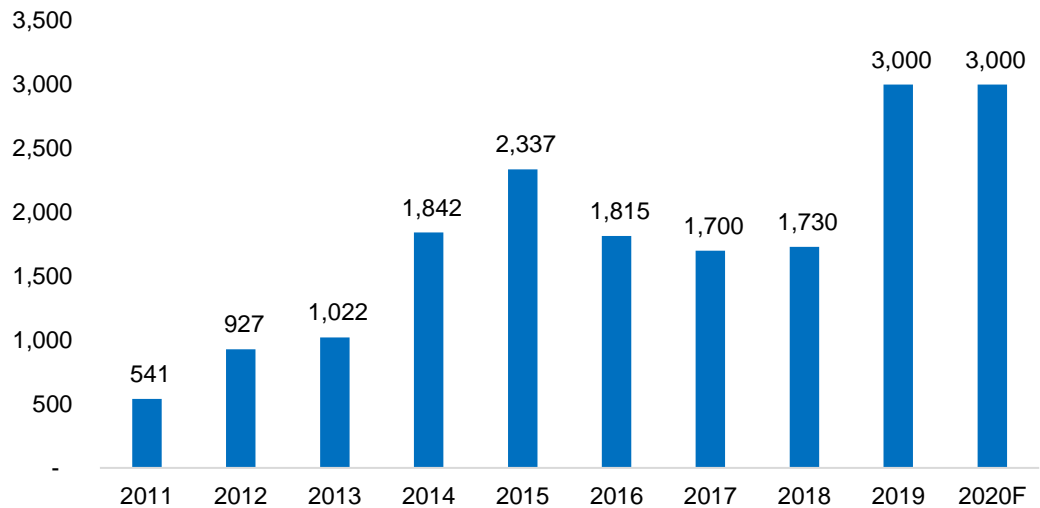
Mảng xây lắp: doanh thu tiếp tục duy trì ở mức cao

Quý 1/2020, mảng xây lắp ghi nhận 359 tỷ đồng doanh thu (-49,7% yoy) và lợi nhuận gộp đạt 44 tỷ đồng (-33% yoy). Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng xây lắp sụt giảm là do công ty không thực hiện các dự án năng lượng tái tạo lớn như cùng kỳ năm 2019 và chịu ảnh hưởng nhẹ từ dịch Covid19.

Nửa đầu năm 2020, Công ty không có các dự án năng lượng tái tạo lớn như cùng kỳ năm 2019. Tuy nhiên, công ty đã ký được một số hợp đồng năng lượng tái tạo khá lớn như Điện gió Đại Phong (110 tỷ đồng), Điện mặt trời Phước Thái (144 tỷ đồng), Điện gió Trà Vinh (12,5 triệu USD), Điện mặt trời Phú Mỹ (10 triệu USD)... Ban lãnh đạo kỳ vọng có thể sẽ ký thêm được các hợp đồng năng lượng tái tạo trong thời gian tới trong đó có thể có các hợp đồng EPC cho toàn bộ dự án điện gió (hiện tại PC1 mới chỉ tham gia phần EPC truyền tải điện). Nếu PC1 thành công trong việc ký kết các hợp đồng EPC trọn gói dự án năng lượng tái tạo thì doanh thu mảng xây lắp sẽ tăng mạnh do giá trị của các dự án là tương đối lớn.

Doanh thu mảng xây lắp sụt giảm trong Quý 1/2020 và có thể sẽ tiếp tục giảm trong Quý 2 nhưng khả năng sẽ tăng trưởng lại vào cuối năm nhờ các dự án năng lượng tái tạo. BVSC dự báo doanh thu mảng xây lắp năm 2020 đạt khoảng 3.000 tỷ đồng là mức tương đương với năm 2019. Biên lợi nhuận gộp dự kiến vào khoảng 8,8%, là mức xấp xỉ với biên lợi nhuận gộp 2019.

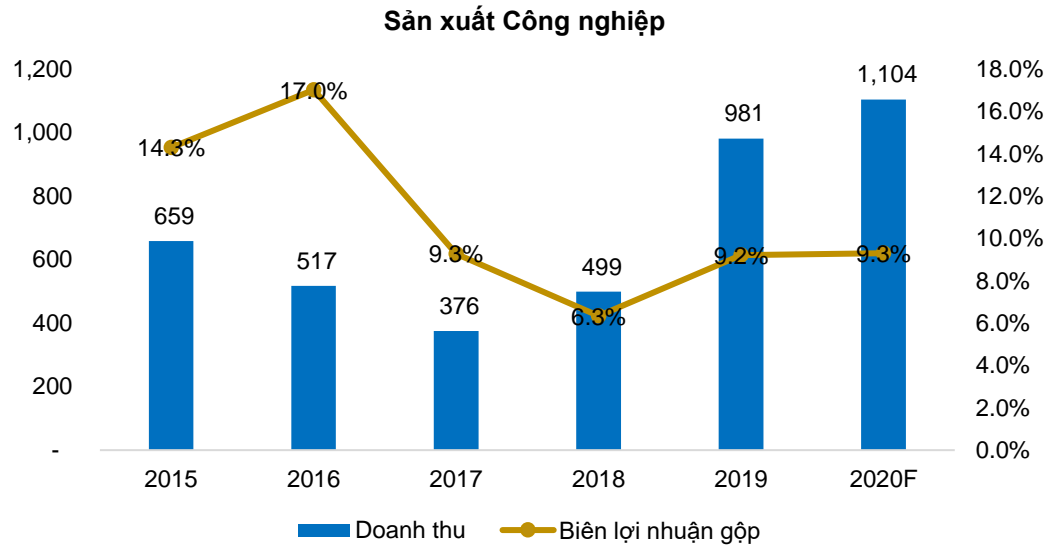
Doanh thu xây lắp (tỷ đồng)



Nguồn: PC1, BVSC

Mảng sản xuất công nghiệp: doanh thu tiếp tục ở mức cao nhờ Mạch 3

Quý 1/2020, mảng sản xuất công nghiệp không chịu ảnh hưởng của dịch Covid mà còn phát triển vượt tới mức cao mới với doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 463 tỷ đồng (+635% yoy) và 35,8 tỷ đồng (+277% yoy). Kết quả tích cực này nhờ PC1 tiếp tục sản xuất và bàn giao cột thép cho dự án Mạch 3.



Nguồn: PC1, BVSC

Giá trị hợp đồng Mạch 3 chuyển tiếp sang Quý 2 là 256 tỷ đồng và giá trị hợp đồng ký mới trong Quý 1 là 160 tỷ đồng thì tổng giá trị hợp đồng chuyển tiếp sang Quý 2/2020 là 416 tỷ đồng. PC1 dự kiến sẽ hoàn thành sản xuất cho dự án Mạch 3 trong Quý 2 và ghi nhận tổng doanh thu cho dự án Mạch 3 trong năm 2020 vào khoảng 719 tỷ đồng. Cùng với đó, doanh thu ổn định hàng năm của mảng sản xuất vào khoảng 450 tỷ/năm thì doanh thu ước tính của mảng sản xuất công nghiệp năm 2020 vào khoảng 1.105 tỷ đồng (+12,6% yoy). Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ xấp xỉ năm 2019 là 9,3%.

Mảng BĐS: tăng trưởng mạnh nhờ dự án PCC1 Thanh Xuân.

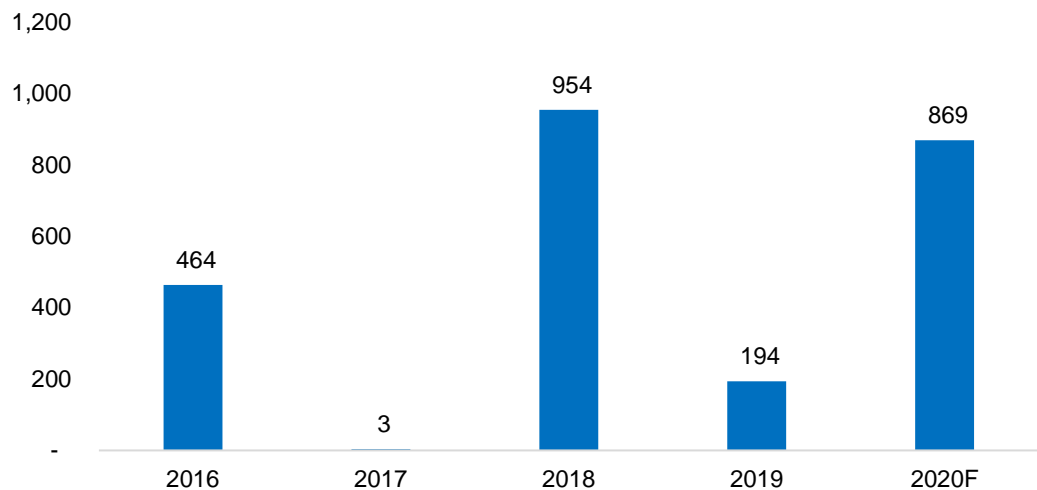
Quý 1/2020, PC1 ghi nhận 257 tỷ đồng doanh thu (+729% yoy) và 59,3 tỷ đồng lợi nhuận gộp (+582% yoy). Doanh thu và lợi nhuận của mảng kinh doanh BĐS tăng mạnh là nhờ PC1 bắt đầu ghi nhận dự án PCC1 Thanh Xuân. Tính đến nay, PC1 đã bán hết được khoảng 90% số căn hộ ở dự án PCC1 Thanh Xuân và dự kiến sẽ bán hết số lượng căn hộ còn lại trong Quý 3/2020. Ước tính doanh thu và LNST đóng góp từ dự án Thanh Xuân lần lượt là 869 tỷ đồng và 106 tỷ đồng trong năm 2020.

Dự án Thanh Xuân		Dự án Vĩnh Hưng	
Số lượng căn hộ	480	Số lượng căn hộ	288
Giá bán (triệu/m ²)	27,5	Giá bán (triệu/m ²)	27,5
Doanh thu 2020 (tỷ đồng)	869	Doanh thu 2022 (tỷ đồng)	553
LNST 2020 (tỷ đồng)	106	LNST 2022 (tỷ đồng)	65

Nguồn: BVSC, PC1

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, PC1 đang thực hiện ép cọc cho dự án PCC1 Vĩnh Hưng và dự kiến sẽ bàn giao căn hộ vào giữa năm 2022. BVSC ước tính dự án này sẽ mang lại 553 tỷ doanh thu và 65 tỷ LNST vào năm 2022.

Doanh thu BĐS chuyển nhượng (tỷ đồng)



Nguồn: BVSC, PC1

Mảng năng lượng: bắt đầu phục hồi lại sau 2 quý sụt giảm

Hiện tượng thời tiết El Nino đã làm cho các nhà máy thủy điện gặp khó khăn từ Q2/2018 tới nay. Tuy nhiên, các nhà máy ở khu vực Tây Bắc vẫn có được lượng nước về hồ khá tốt và mới chỉ bắt đầu bị ảnh hưởng từ Q4/2019. Q4/2019, doanh thu sản xuất điện của PC1 chỉ đạt 106 tỷ đồng (-18,8% yoy). Sang Quý 1/2020, nếu không tính nhà máy mới Mông Ân vừa mới đi vào hoạt động cuối năm 2019 thì sản lượng điện của PC1 chỉ đạt 29 triệu kWh (-48,2% yoy) và doanh thu chỉ đạt 94 tỷ đồng (-29,3% yoy). Tuy nhiên, ban lãnh đạo PC1 cho biết tình hình thủy văn đã phục hồi và sản lượng điện đã quay trở lại mức bình quân. BVSC cũng cho rằng sản lượng điện của các nhà máy thủy điện sẽ bắt đầu cải thiện từ mùa mưa 2020 sau 2 năm chịu tác động nghiêm trọng của hiện tượng thời tiết El Nino.

TT	Nhà máy	Sản lượng (triệu kWh)			Doanh thu (tỷ đồng)		
		Q1/2019	Q1/2020	%tăng/giảm	Q1/2019	Q1/2020	%tăng/giảm
1	Bảo Lâm 1	14	8	-42,9%	33	21	-36,4%
2	Trung Thu	23	12	-47,8%	55	31	-43,6%
3	Bảo Lâm 3	6	3	-50,0%	11	7	-36,4%
4	Bảo Lâm 3A	13	6	-53,8%	33	18	-45,5%
5	Mông ân		7			16	
Tổng cộng		56	36	-35,7%	132	93	-29,5%

Nguồn: PC1

Cuối năm 2019, PC1 đã đưa vào vận hành thương mại nhà máy Mông Ân có công suất đặt 30MW với sản lượng thương phẩm dự kiến vào khoảng 115 triệu kWh/năm. PC1 cũng đang gấp rút triển khai 2 nhà máy là Bảo Lạc B (công suất đặt 18MW và sản lượng thương phẩm dự kiến là 70 triệu kWh/năm) và Sông Nhiệm (công suất đặt 6MW và sản lượng thương phẩm dự kiến là 25 triệu kWh/năm). Như vậy năm 2020 mảng phát điện của PC1 sẽ có sự đóng góp từ công suất của 3 nhà máy mới và giúp cho mảng kinh doanh này tăng trưởng. Dự kiến năm 2020, mảng sản xuất điện sẽ ghi nhận doanh thu 636 tỷ đồng (+15,6% yoy) với lợi nhuận gộp đạt 374 tỷ đồng (+8,8% yoy).

Tháng 5/2020, PC1 đã đồng loạt khởi công cả 3 nhà máy điện gió là Liên Lập, Phong Nguyên và Phong Huy. Dự kiến cả ba nhà máy này sẽ đồng loạt phát điện thương mại vào cuối quý 3/2021 và giúp cho sản lượng điện thương mại của PC1 tăng mạnh. Như vậy tính đến cuối năm 2021, tổng công suất lắp đặt của PC1 lên tới 313 MW với sản lượng điện bình quân hàng năm lên tới 1.125 triệu kWh và trở thành một trong những nhà sản xuất năng lượng tái tạo lớn ở Việt Nam.

Nhà máy	Liên Lập	Phong Huy	Phong Nguyên
Công suất đặt (MW)	48	48	48
Sản lượng điện (triệu kWh/năm)	144	176	172
Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	1.747	1.747	1.747
Vốn vay (tỷ đồng)	1.223	1.223	1.223
IRR	14,0%	15,2%	14,6%
Khởi công	05/2020	05/2020	05/2020
Kế hoạch phát điện	08/2021	08/2021	08/2021
Vị trí	Huyện Hướng Hóa, tỉnh Quảng Trị		

Nguồn: PC1

Dự báo kết quả kinh doanh và định giá

BVSC dự báo năm 2020 PC1 sẽ ghi nhận 6.751 tỷ đồng doanh thu (+15,6% yoy) và 401 tỷ đồng LNST (+12,5% yoy) tương đương với EPS là 2.273 VND/CP. BVSC giảm kỳ vọng lợi nhuận sau thuế từ 438 tỷ đồng xuống còn 401 tỷ đồng chủ yếu do mảng thủy điện phục hồi chậm hơn kỳ vọng.

Sử dụng phương pháp định giá tổng hợp từ các nhóm ngành thì BVSC định giá mức giá mục tiêu của PC1 là 24.000 VND/CP. Trong đó, đối với mảng Năng lượng, chúng tôi đang sử dụng giá trị sổ sách đối với các dự án điện gió. BVSC cũng thực hiện chiết khấu 7% từ mức giá mục tiêu tổng hợp do yếu tố đa ngành.

Bảng định giá cổ phiếu PC1 năm 2020

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị (triệu)	Số lượng cổ phiếu (triệu)	Đóng góp vào giá cổ phiếu (VNĐ)
Xây lắp và công nghiệp	P/E	722.109	159.3	4.532
Thủy điện	FCFE	3.158.152	159.3	19.822
Bất động sản	NAV	183.516	159.3	1.152
Công ty liên kết và đầu tư	BV	64.241	159.3	403
Giá cổ phiếu				25.910

Nguồn: BVSC

Quan điểm đầu tư

PC1 là công ty đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp điện nên dường như thị trường đang nhìn vào mảng xây lắp điện để đánh giá PC1. Tuy nhiên, trong những năm gần đây công ty đã liên tục đưa vào vận hành những nhà máy thủy điện mới có hiệu quả hoạt động cao. Năm 2020, lợi nhuận gộp của sản xuất điện chiếm 40% tổng giá trị lợi nhuận gộp. Đến năm 2021, mảng sản xuất điện đóng góp lên tới 62% tổng lợi nhuận gộp của PC1. Mức đóng góp của mảng năng lượng trên tổng lợi nhuận tiếp tục tăng lên từ năm 2022 khi các dự án điện gió vận hành thương mại. Tính riêng mảng sản xuất điện, giá trị định giá của mảng này cao hơn 8,8% so với mức giá đang giao dịch của PC1. PC1 hiện tại có thể xem là công ty sản xuất điện đang được định giá rẻ và sở hữu thêm mảng xây lắp điện có vị thế đầu ngành cũng như sở hữu mảng phát triển bất động sản hiệu quả, vì vậy chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PC1 với mức giá mục tiêu là 24.000 VND/CP (tiềm năng tăng giá 31,8% so với mức giá đóng cửa ngày 04/6/2020 là 18.200 VND/CP).

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần	3.161	5.084	5.842	6.751
Giá vốn	2.679	4.219	5.026	5.811
Lợi nhuận gộp	481	866	816	940
Doanh thu tài chính	11	28	39	39
Chi phí tài chính	(103)	(150)	(171)	(186)
Lợi nhuận sau thuế	237	467	356	401

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020F
Tiền & khoản tương đương tiền	667	791	748	1.116
Các khoản phải thu ngắn hạn	872	1.029	1.204	1.387
Hàng tồn kho	1.085	759	1.429	1.660
Tài sản cố định hữu hình	2.754	2.529	2.412	2.601
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	86	94	59	45
Tổng tài sản	6.214	6.597	8.314	9.379
Nợ ngắn hạn	294	416	1.046	1.410
Nợ dài hạn	1.527	1.554	2.000	1.798
Vốn chủ sở hữu	2.684	3.119	3.438	4.172
Tổng nguồn vốn	6.214	6.597	8.314	9.379

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	5,06%	60,87%	14,91%	15,55%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-22,33%	97,14%	-23,64%	12,52%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	15,23%	17,03%	13,97%	13,92%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,49%	9,18%	6,10%	5,94%
ROA (%)	4,41%	7,28%	4,78%	4,53%
ROE (%)	10,20%	16,08%	10,87%	10,54%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	29,31%	29,86%	36,65%	34,21%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	67,85%	63,15%	88,63%	76,90%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.854	3.376	2.014	2.273
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	23.249	23.494	21.577	26.187

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí, Bảo hiểm

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthuthunga@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888