

**PC1 - MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 01/03/2020)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	28.400
KLGD TB 10 ngày	1.048.210
Vốn hoá (tỷ đồng)	5.429
Số lượng CPLH (triệu CP)	191,188
Giá mục tiêu	33.700
Upside	+18,9%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Trịnh Văn Hà  
[tvha@vcbs.com.vn](mailto:tvha@vcbs.com.vn)  
+84-2838200796 ext 643

**PC1 – GIÓ ĐÔNG ĐÃ NỔI**

**ĐÁNH GIÁ**

Nửa cuối 2020 chúng tôi đã ra BC cập nhật đối với PC1 với sự hồi phục ấn tượng của mảng năng lượng với sự đồng hành của La Nina cùng với việc hạch toán dự án BDS PCC1 Thanh Xuân. Năm 2021 đối với PC1 lại có một câu chuyện khác mang tên “Điện gió”. Q4.2020, PC1 ký được hơn 2.800 tỷ đồng giá trị hợp đồng giúp tăng khối lượng backlog lên tới hơn 4.750 tỷ đồng (+57% yoy) và có thể hạch toán hết vào năm 2021. Các dự án điện gió sở hữu của PC1 có khả năng lớn đi vào hoạt động đúng thời hạn để hưởng giá 8,35 cent/kWh giúp mảng phát điện trở thành mảng đem lại lợi nhuận lớn nhất từ năm 2021 trở đi.

VCBS khuyến nghị **MUA** với PC1 với giá mục tiêu **33.700 đồng/cp (18,9% so với thị giá ngày 01/03/2021)** dựa trên tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp trong năm 2021 nhờ việc ký hợp đồng EPC điện gió lớn mang lại lợi thế cho PC1 và sẽ giúp đem lại doanh thu và lợi nhuận mảng xây lắp.

**DỰ BÁO KQKD**

VCBS dự báo doanh thu 2021 của PC1 đạt 7.560 tỷ đồng (+29,9% yoy – đã loại trừ doanh thu BDS năm 2020) và LNST đạt 490 tỷ đồng (+38% yoy – chưa tính đến LNST mảng BDS năm 2020), tương đương EPS đạt 2.564 đồng/cp, P/E forward đạt 10,8 lần.

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

- (1) Ký mới các hợp đồng EPC điện gió/mạng lưới truyền tải, TBA các dự án điện gió hơn 2.800 tỷ đồng trong Q4.2020 và dự kiến hoàn thành 2021 giúp mảng xây lắp tăng trưởng.
- (2) Hưởng lợi từ quy hoạch điện VIII với việc tập trung vào phát triển năng lượng tái tạo và giải tỏa công suất.
- (3) Mức đóng góp mảng năng lượng trong tổng lợi nhuận tiếp tục tăng khi các dự án điện gió vận hành thương mại với tỷ trọng hơn 50%.
- (4) La Nina duy trì là động lực lớn cho mảng thủy điện.
- (5) Chuẩn bị công tác bán hàng dự án PCC1 Vĩnh Hưng trong năm 2021 và dự kiến bàn giao năm 2022.

Chỉ tiêu tài chính	2019	2020	2021F	2022F
DTT (tỷ đồng)	5.845	5.822 <sup>1</sup>	7.560	8.181
+/- yoy (%)	15,0%	13,9%	29,9%	8,2%
LNST (tỷ đồng)	358	355 <sup>1</sup>	490	547
+/- yoy (%)		-1%	38%	11%
VCSH (tỷ đồng)	3.695	4.763	5.282	5.916
Nợ/TTS (%)	37%	35%	52%	50%
TS LN gộp (%)	14,0%	17,3%	14,9%	20,1%
ROA (%)	5%	5%	4%	4%
ROE (%)	10%	12%	10%	10%
Tỷ suất cổ tức	0%	0%	0%	0%
EPS (đồng)	2.246	2.642	2.564	2.859
P/E	7,0	9,0	10,88	9,76
BVPS (đồng)	23.190	24.911	27.625	30.945
P/B	0,9	0,9	1,01	0,90

<sup>1</sup> Đã điều chỉnh doanh thu, LN hoạt động BDS

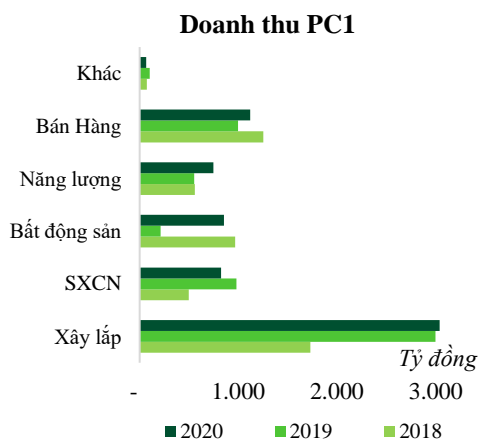
## PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH

### KQKD 2020

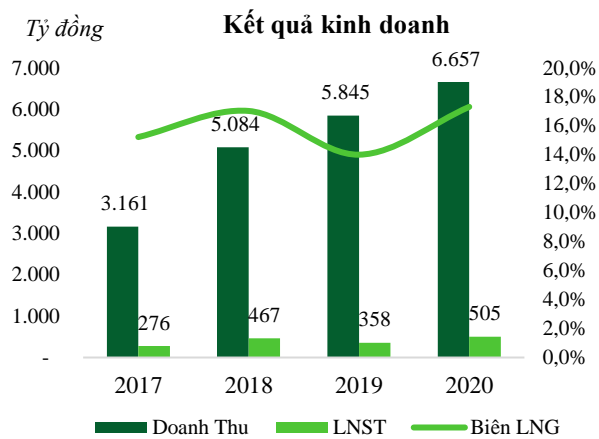
**Doanh thu đạt 6.657 tỷ đồng (+13,9% yoy, đạt 95% KH năm) với điểm nhấn là doanh thu từ BĐS và mảng năng lượng tăng trưởng tốt, các mảng hoạt động khác tương đương hoặc sụt giảm nhẹ so với năm 2019.**

**Cụ thể, doanh thu BĐS đạt 856 tỷ đồng (+302,1% yoy)** do dự án PCC1 Thanh Xuân bàn giao, đi vào sử dụng và hạch toán doanh thu với doanh thu hơn 830 tỷ đồng. Dự án còn hơn 20 căn chưa bán hết do diện tích lớn, giá trị cao, với doanh thu khoảng hơn 100 tỷ đồng, dự kiến sẽ hạch toán trong năm 2021. Theo cập nhật tới thời điểm hiện tại, những căn hộ này đã hầu như được bán hết và đã bắt đầu bàn giao sổ hồng cho người dân trong Q4.2020.

**Doanh thu mảng năng lượng đạt 748 tỷ đồng (+35,5% yoy)** do: (1) 03 dự án thủy điện đi vào hoạt động ổn định trong năm 2020 như: Mông Ân (Q1.2020), Bảo Lạc B, Sông Nhiệm 4 (tháng 7/2020) và (2) Sự quay trở lại của La Nina từ giữa Q2.2020 sau một năm hoạt động thấp của các nhà máy do ảnh hưởng của El Nino đã giúp sản lượng tăng trưởng trở lại với hơn 20%.



Nguồn: PCI, VCBS



Nguồn: PCI, VCBS

Biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 17,3% so với 14% năm 2019 chủ yếu là do mảng BĐS có biên lợi nhuận cao (31,5%) có tỷ lệ đóng góp vào LNG cao hơn năm 2019 (23% so với 9%). Mảng xây lắp, SXCN, bán hàng đều cải thiện BLNG lần lượt tăng 2,3%, 0,9% và 1,1%. Mảng năng lượng sụt giảm BLNG (60,3% so với 62,7% năm 2019) do sản lượng mùa mưa cao hơn và sản lượng mùa khô thấp hơn 2019 (giá bán mùa khô cao hơn so với mùa mưa).

CPBH và CPQLDN tăng khá mạnh. Cụ thể, CPBH tăng 336% yoy và CPQLDN tăng 30% yoy chủ yếu do năm 2019 được hoàn nhập chi phí bảo hành và năm 2020 tăng trích lập chi phí bảo hành công trình mới bàn giao theo hợp đồng, đồng thời tăng thêm khấu hao.

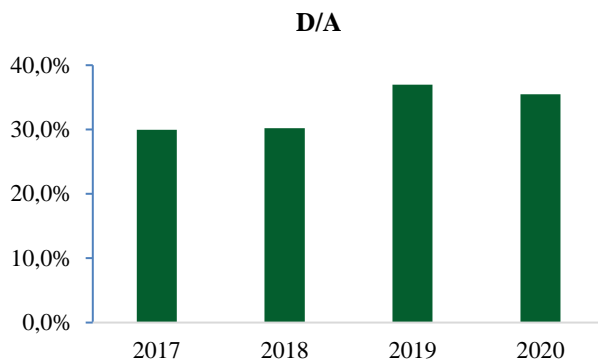
Chi phí tài chính tăng mạnh đạt 246 tỷ đồng (+42% yoy) chủ yếu là lãi vay do công ty không còn được vốn hóa lãi vay của các dự án Mông Ân, Sông Nhiệm 4 và Bảo Lạc B do đã đưa vào vận hành, đồng thời, công ty gia tăng vay nợ để tài trợ cho các dự án điện gió đang triển khai.

Trong kỳ không phát sinh lỗ từ công ty liên doanh, liên kết như cùng kỳ năm trước. Các chi phí các thay đổi không đáng kể.

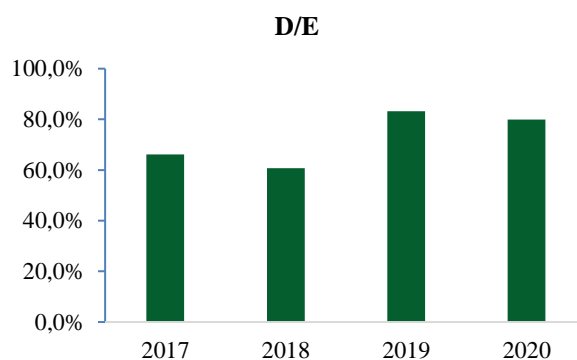
Kết quả LNST hợp nhất 2020 đạt 537 tỷ đồng (+41% yoy, đạt 108% KH năm).

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Đòn bẩy tài chính:** Do đầu tư dự án nguồn điện với giá trị lớn (03 dự án thủy điện với tổng vốn đầu tư hơn 1.600 tỷ đồng, 03 dự án điện gió với tổng vốn lên tới trên 5.000 tỷ đồng sẽ khiến cho nhu cầu vốn của PC1 tăng cao từ năm 2020 và đặc biệt là trong năm 2021. Tuy nhiên, các chỉ số vẫn khá an toàn với D/A đạt 35,5% cuối năm 2020 so với 37% thời điểm cuối năm 2019 do dòng tiền hoạt động kinh doanh khá tốt nhất là dòng tiền từ bán dự án PCC1 Thanh Xuân.



Nguồn: PCI, VCBS



Nguồn: PCI, VCBS

**Đột biến trong BCTC Q4.2020:**

Điểm chú ý trong BCTC Q4.2020, một số khách hàng mới trong Q4.2020 trên khoản mục người mua trả tiền trước như:

	31/12/2020 VND	01/01/2020 VND
<b>Người mua trả tiền trước chi tiết theo đối tượng</b>		
- Ban quản lý dự án lưới điện Miền Trung	-	
- Ban quản lý dự án các công trình điện Miền Bắc	19.341.594.399	
- Công ty cổ phần điện gió BIM	31.454.256.601	
- Công ty cổ phần điện gió IA Bang	108.446.126.693	
- Công ty Cổ phần Long Việt	23.915.548.316	
- Công ty cổ phần Phong điện IA Pét Đak Đoa số một	222.982.195.326	

Nguồn: PCI, VCBS

Theo chúng tôi tìm hiểu, đây là các hợp đồng EPC điện gió với tổng giá trị hợp đồng lên tới hơn 2.800 tỷ đồng (Theo ước tính của chúng tôi, khoản tiền trả trước của dự án điện gió Ia Bang và Ia Pét Đak Đoa, ngoài ra còn các dự án điện gió của BIM chưa tính vào trong tổng giá trị hợp đồng này).

**Xây lắp ký được nhiều hợp đồng giá trị lớn.** Các dự án mới ký trong Q4.2020 như sau:

Dự án	Ia Bang 1	Ia Pét Đăk Đoa số 1
Tổng vốn đầu tư	2.200	3.910
Công suất (MW)	50	100
Suất đầu tư	44,0	44,6
Công việc	EPC toàn dự án	EPC đường dây, trạm biến áp
Giá trị gói thầu (ước tính)	2.200	600
Khởi công	12/2020	01-02/2021
Hoàn thành (dự kiến)	10/2021	10/2021

*Nguồn: PC1, UBND tỉnh Gia Lai, VCBS tổng hợp*

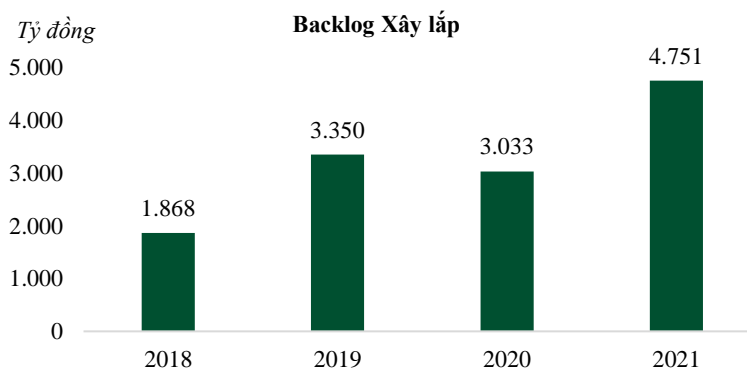
Ngoài các dự án EPC điện gió Liên Lập, Phong Huy, Phong Nguyên đang tự làm, trong Q4.2020 PC1 đã ký được hợp đồng EPC cả dự án điện gió đầu tiên của khách hàng ngoài là dự án Ia Bang 1 của Công ty cổ phần Điện Gia Lai (HSX: GEG) và đã khởi công làm móng trụ vào cuối năm 2020.

Dự án Ia Pét Đăk Đoa số 1 với công suất 100 MW, tổng vốn đầu tư đăng ký lên tới 3.900 tỷ. PC1 sẽ làm phần công việc xây lắp đường dây, trạm biến áp với giá trị hợp đồng lên tới hơn 600 tỷ.

Hai dự án trên dự kiến sẽ hoàn thành và hạch toán doanh thu trong năm 2021.

Ngoài ra, danh mục dự án với tổng công suất lên tới hơn 320 MW của BIM Group sẽ là một nguồn đáng kể cho mảng EPC điện gió hoặc mạng lưới truyền tải khi công ty có liên quan của BIM Group là BEHS đang là cổ đông tổ chức lớn nhất của PC1 với gần 18% cổ phần.

Chỉ riêng 02 dự án trên đã gần bằng giá trị doanh thu năm 2020. EPC điện gió theo tìm hiểu của chúng tôi có biên LNG khoảng 8% – 10% gần tương đương như các công trình lưới điện, truyền tải điện hiện tại PC1 đang thi công. Như vậy, với giá trị hợp đồng lớn trong năm nay và trong tương lai, mảng xây sẽ tăng trưởng vượt bậc trong năm 2021 và các năm tiếp theo khi danh tiếng của PC1 ngày càng được nâng cao.



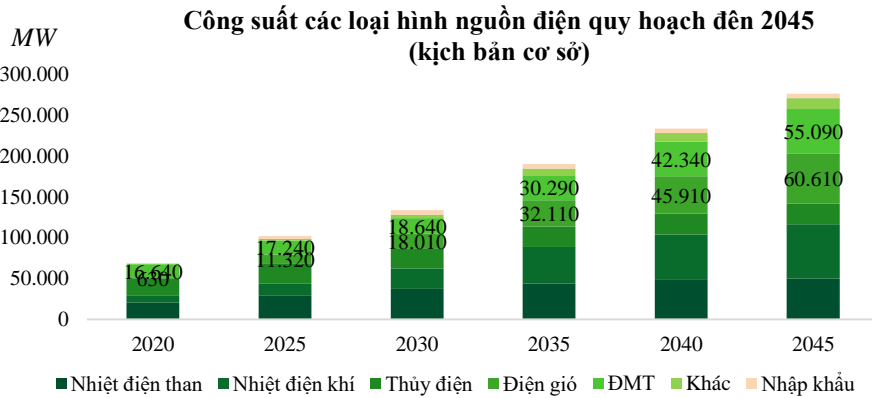
*Nguồn: PC1, VCBS ước tính*

Ngoài ra, hạn cuối để hưởng giá FIT cho điện gió kết thúc trước ngày 01/11/2021 sẽ khiến cho các chủ đầu tư chạy đua xây dựng dự án hoàn thành trước thời điểm này, như vậy nhu cầu về mạng lưới truyền tải tương tự như thời điểm kết thúc giá FIT cho điện mặt trời vào thời điểm 30/06/2019. Dự kiến trong năm 2021 sẽ ký thêm được hợp đồng trong mảng xây lắp điện.

**Quy hoạch điện 7 điều chỉnh đã có 13 GW công suất điện gió đã được phê duyệt và bổ sung vào quy hoạch.** Thời gian thực hiện dự án dài hơn điện mặt trời do phải có thêm thời gian đo gió và thời gian xây dựng lâu hơn.

Các dự án này chủ yếu tập trung tại miền Nam Trung Bộ và Tây Nam Bộ - vị trí cách xa phụ tải lớn như Đông Nam Bộ hay Miền Bắc nên sẽ cần mạng lưới truyền tải lớn để giải tỏa công suất. Ước tính trong năm 2020 sẽ chỉ có khoảng 3GW sẽ đưa vào hoạt động. Như vậy, ngoài năm 2020 sẽ là cao điểm cho hoạt động EPC dự án/mạng lưới truyền tải cho điện gió, nhu cầu về EPC dự án hay mạng lưới truyền tải còn khá lớn.

Theo dự thảo QHĐ VIII, tổng công suất điện gió năm 2025 là 11,3 GW, chiếm 15% tổng công suất nguồn điện, và tăng lên 60 GW năm 2045 (27% tổng công suất). Đối với ĐMT, năm 2045 có công suất lên tới 55 GW, chiếm 24% tổng công suất nguồn điện. Như vậy, chính phủ ưu tiên phát triển nguồn NLTT như điện gió, điện mặt trời với 51% tổng công suất nguồn điện trong năm 2045. Đây sẽ là những dự án nhỏ và phân tán, cần tới nhiều nhu cầu về mạng lưới truyền tải điện và là tiềm năng rất lớn trong mảng hoạt động của PC1.



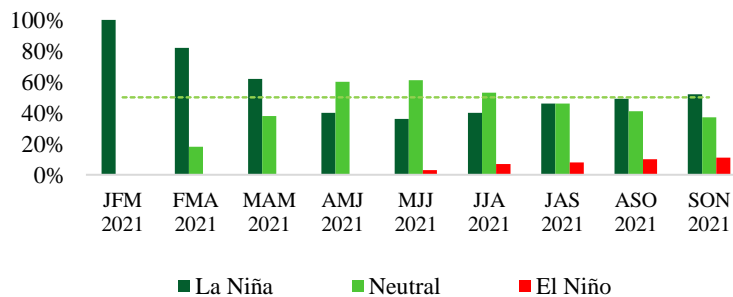
Nguồn: dự thảo Quy hoạch điện 8

**Khả năng cao hoàn thành 03 dự án điện gió (Liên Lập, Phong Huy, Phong Nguyên) với tổng công suất 144 MW trước ngày 01/11/2021 để hưởng ưu đãi giá FIT.** Theo cập nhật từ công ty, các dự án này đã hoàn thành các móng trụ và lắp ráp cuộn chiếu, dự kiến trong tháng 6/2021 sẽ giao đầy đủ thiết bị để tiến hành lắp đặt. Tiến độ có thể hoàn thành sớm hơn ngày 01/11/2021 nếu không có gì bất thường xảy ra. Các dự án này đi vào phát điện thương mại sẽ đem lại hơn 450 – 470 triệu kWh/năm, bắt đầu đóng góp doanh thu từ Q4.2021 và giúp cho doanh thu mảng năng lượng của PC1 tăng gấp 2 lần trong năm 2022. Đây chính là các dự án PC1 trực tiếp làm EPC nên có thể chủ động thúc tiến độ hoàn thành kịp thời, đồng thời nâng cao kinh nghiệm trong lĩnh vực EPC các dự án điện gió. Điều này đã mang lại các hợp đồng EPC điện gió đã ký như nói trên.

Ước tính 03 dự án điện gió này đi vào hoạt động trong 02 tháng năm 2021 sẽ tạo ra khoảng 75 – 80 triệu kWh tương đương với 148 – 157 tỷ đồng doanh thu và hơn 70 tỷ đồng LNST.

**Khả năng La Lina vẫn duy trì giúp cho thủy điện tiếp tục tăng trưởng trong năm nay.**

Xác suất El Nino, La Nina theo dự phóng của CPC/IRI



Theo dự báo của IRI, xác suất xảy ra La Nina từ tháng 2 tới tháng 6 giảm dần từ 100% còn 36%, và trung tính tăng dần từ 0% lên 61%, hầu như không có khả năng quay lại của El Niño. Sau tháng 6 tới tháng 10, xác suất La Nina

lại tăng dần lên tới 52%. Như vậy, khả năng mùa mưa năm nay sẽ mưa ít dồn dập như mùa mưa năm 2020 nhưng mùa khô dự kiến sẽ có sản lượng cao hơn, đồng thời, mùa khô bán được giá cao hơn.

Ngoài ra, 02 nhà máy (Sông Nghiệm 4, Bảo Lạc B) chạy từ tháng 7/2020 năm nay sẽ chạy cả năm, ước tính tăng thêm khoảng hơn 23 triệu kWh trong mùa khô tương ứng 60 tỷ đồng doanh thu.

**Chuẩn bị công tác bán hàng PCC1 Vĩnh Hưng trong năm 2021.** Dự án đã bắt đầu thi công móng cọc trong tháng 12/2020 và dự kiến năm 2021 sẽ mở bán giai đoạn đầu.

PCC1 Vĩnh Hưng	Giá trị
Tổng diện tích (m <sup>2</sup> )	5.160
Mật độ XD	35%
Diện tích xây dựng (m <sup>2</sup> )	1.806
Mật độ thương mại	73%
Diện tích sàn (m <sup>2</sup> )	1.318
Số tầng	27
Tổng diện tích (m <sup>2</sup> )	35.581
Giá bán trung bình (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	27
Doanh thu (tỷ đồng)	961
LNST (tỷ đồng)	162,4
Book value	1.020

Dự án đang được giao bán với mức giá 28 triệu đồng/m<sup>2</sup>, chúng tôi ước tính giá bán trung bình khoảng 27 triệu đồng/m<sup>2</sup> dự kiến sẽ đem lại khoảng 961 tỷ đồng trong năm 2022 và 2023.

Đây là dự án phân khúc bình dân với trung bình 1,5 – 1,7 tỷ đồng/căn. Phân khúc này dễ dàng cho người mua có nhu cầu ở thực tiếp cận. Ngoài ra, BĐS Hà Nội đã có dấu hiệu khởi sắc trở lại trong năm 2020. Trong năm 2021, dòng tiền đầu tư đang quay trở lại khu vực Hà Nội do thiếu cơ hội đầu tư tại những khu vực khác. Chúng tôi kỳ vọng, dự án này sẽ bán hết trong năm 2021 và dòng tiền sẽ về trong năm 2021 – 2022.

## ĐỊNH GIÁ

**Giá định** Chúng tôi cập nhật lại các chỉ số để tính Re, WACC. Theo đó, Country risk premium đối với Việt Nam chỉ còn 3,49% so với 6,59% tại thời điểm báo cáo cập nhật lần gần nhất của năm 2020. Số liệu được cập nhật theo Damodaran.

Theo đó chúng tôi tính toán lại như sau:

$$Re = 11,0\% \text{ (lần gần nhất: } 12,6\%)$$

$$WACC = 9,14\% \text{ với cơ cấu vốn mục tiêu là } 45\% \text{ Vốn chủ sở hữu và } 55\% \text{ vốn vay.}$$

**Mãng năng lượng** **Mãng năng lượng của PC1 bao gồm thủy điện và điện gió.** Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá măng năng lượng của PC1.

### 1. Mãng thủy điện:

Với kỳ vọng La Lina tiếp tục xảy ra mức độ yếu trong nửa đầu năm và mức độ mạnh vào nửa cuối năm 2021 kết hợp vận hành nhà máy thủy điện Bảo Lạc B và Sông Nghiệm 4 đầy đủ năm 2020 thì doanh thu sẽ tăng trưởng tốt.

Chúng tôi dự phóng sản lượng năm 2021 đạt 712 triệu kWh đem lại doanh thu 837 tỷ đồng (+15% yoy). Giá bán theo biểu giá chi phí tránh được năm 2021 không thay đổi so với năm 2020.

Chúng tôi dự phóng sản lượng các năm tiếp theo dựa trên chỉ số ENSO ở mức trung tính, nhiệt độ bề mặt biển từ phía Tây sang phía Đông Thái Bình Dương xung quanh xích đạo tương đương trung bình nhiều năm. Sản lượng qua đó sẽ ổn định ở mức thấp hơn năm 2020 và 2021.

Chúng tôi điều chỉnh sản lượng năm 2021 như sau

Đvt: triệu kWh	Công Suất (MW)	2021 (cũ)	2021 (mới)	Thay đổi
Trung Thu	30	132	153	16%
Bảo Lâm 1	30	125	148	18%
Bảo Lâm 3	46	191	227	19%
Bảo Lâm 3A	8	37	42	14%
Mông Ân	30	122	152	25%
Bảo Lạc B	18	69	88	28%
Sông Nhiệm 4	6	21	28	32%
<b>Tổng</b>	<b>168</b>	<b>697</b>	<b>837</b>	<b>20%</b>

Nguồn: PC1, VCBS ước tính

Đối với mảng năng lượng, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền để định giá với các giả định như sau:

- Re = 11,0%, Rd trung bình 8,5%, WACC = 9,6% – 11% theo cơ cấu nợ từng năm.

Chi tiết định giá như sau:

Đvt: tỷ đồng	FY 2021E	FY 2022E	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
Doanh thu	837	704	711	737	744
EBIT	534	413	419	442	449
-Thuế	14	12	13	15	16
+ Khấu hao	228	228	228	228	228
- Vốn lưu động	0	0	0	0	0
- Capex	0	0	0	0	0
FCFF	748	628	634	655	661
PV FCFF	689,2	527,3	482,8	452,5	412,7
PV FCFF sau 2025					2.701
Tổng PV FCFF					5.266
Điều chỉnh					2.034
Giá trị cho vốn CSH					3.232

## 2. Điện gió:

Hiện các dự án điện gió này đã hoàn thành xong móng trụ và dự kiến tháng 6 sẽ được giao những lô hàng thiết bị cuối cùng phục vụ cho lắp đặt, dự án diễn ra theo hình thức cuốn chiếu nên chúng tôi đánh giá cao khả năng có thể hoàn thành trước ngày 01/11/2021 và hưởng mức giá 8,5 cents/kWh trong vòng 20 năm.

Giữ các giả định:

- Thời gian hoạt động của dự án là 20 năm, thời gian vay vốn là 15 năm, lãi vay trung bình 8,5% – 8,8%.
- Chi phí quản lý, bảo trì là 40 USD/kWh.
- Tốc độ gió trung bình cho dự án Liên Lập khoảng 7 m/s, hai dự án còn lại là 6,5 m/s.



- Giá định dự án đưa vào hoạt động từ tháng 9/2021.
- Với việc PC1 làm tổng thầu EPC của các dự án này, chúng tôi xác định chi phí hợp nhất có thể giảm thêm 7% – 10% đối với chi phí QLDA, chi phí Xây dựng tương đương khoảng 100 – 130 tỷ cho các dự án này.
- Công suất đạt 95% công suất của nhà thiết kế:

**Định giá cụ thể như sau:**

Năm dự án	0	1	2	3	4	5
Doanh thu	-	155	932	932	932	932
EBIT	-	88	525	525	525	525
+ Khấu hao	-	46	273	273	273	273
- Vốn lưu động	-	-	-	-	-	-
- CAPEX	(600)	(4.598)	-	-	-	-
- Thuế	-	-	-	-	-	13
FCFF	(600)	(4.464)	798	798	798	798
NPV của FCFF						(1.869)
NPV của FCFF sau 2025						3.661
Tổng NPV của FCFF						1.791
Điều chỉnh						(806)
Giá trị dành cho cổ đông						985

**Như vậy, giá trị của mảng năng lượng như sau:**

Mảng hoạt động	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị/cp (đồng)	Giá trị/cp (cũ)	Thay đổi
Thủy điện	3.232	16.905	17.117	-1%
Điện gió	985	5.153	2.389	116%
<b>Tổng</b>	<b>4.217</b>	<b>22.059</b>	<b>19.506</b>	<b>13%</b>

**Mảng Xây lắp, SXCN**

Chúng tôi vẫn giữ nguyên P/E dành cho hoạt động Xây lắp và SXCN đối với PC1 tuy nhiên có một số thay đổi như sau:

Chúng tôi giả định 90% giá trị hợp đồng từ 2020 chuyển sang 2021 sẽ hoàn thành và hạch toán. Chúng tôi ước tính với nhu cầu cao của lĩnh vực điện gió trong năm nay, giá trị hợp đồng xây lắp ký mới dự kiến ký được trong năm nay đạt khoảng 4.000 tỷ đồng (-16% yoy). Năm 2022 giá trị hợp đồng ký mới giảm còn 3.500 tỷ đồng và tăng 5% các năm tiếp theo.

- Giá trị hợp đồng ký mới mảng SXCN đạt khoảng 18% - 20% hợp đồng ký mới xây lắp.
- Doanh thu hạch toán dựa trên back log đầu năm là 90%.
- BLNG hoạt động xây lắp trung bình khoảng 9%, hoạt động SXCN đạt trung bình 10% (tăng 2% so với dự phóng ban đầu do tỷ trọng sản phẩm chất lượng cao nhiều hơn)
- Thuế TNDN 20%.

Chi tiết dự phóng như sau:

Dvt: tỷ đồng	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	5.378	5.222	4.221	4.432	4.654
GVHB	4.863	4.722	3.816	4.007	4.208
LNG	514	500	405	425	446
CPQL & CPBH	215	209	169	177	186
EBIT	299	291	236	247	260
Lãi vay	50	59	63	57	60
EBT	249	232	173	190	200
Thuế	50	46	35	38	40
EAT	199	186	138	152	160
<b>EPS</b>	<b>1.043</b>	<b>972</b>	<b>724</b>	<b>796</b>	<b>838</b>

Định giá hoạt động xây lắp, SXCN trong năm 2021 như sau:

**Giá hợp lý = 7,7 x 1,043 = 8.032 đồng/cổ phiếu**

### Mảng BĐS

Đối với mảng BĐS, chúng tôi sử dụng phương pháp NAV cho các dự án. Hiện tại dự án PCC1 Thanh Xuân đang trong quá trình bàn giao gần xong nên chúng tôi không đưa vào trong định giá. Ngoài ra, do không có đủ thông tin về dự án Bắc Từ Liêm nên hiện tại cũng chưa đưa vào định giá.

Chúng tôi chỉ tiến hành định giá đối với dự án PCC1 Vĩnh Hưng như sau:

PCC1 Vĩnh Hưng	Giá trị
Tổng diện tích (m <sup>2</sup> )	5.160
Mật độ XD	35%
Diện tích xây dựng (m <sup>2</sup> )	1.806
Mật độ thương mại	73%
Diện tích sàn (m <sup>2</sup> )	1.318
Số tầng	27
Tổng diện tích (m <sup>2</sup> )	35.581
Giá bán trung bình (triệu đồng/m <sup>2</sup> )	27
Doanh thu (tỷ đồng)	961
LNST	164,9
Book value	1.020

Chúng tôi giả định PCC1 Vĩnh Hưng sẽ bắt đầu bán hàng từ năm 2021, thu được 20% tiền, 60% tiền năm 2022 và hoàn thành bàn giao, ghi nhận nốt 20% tiền còn lại vào năm 2023. Dự án sẽ đem về lợi nhuận sau thuế 165 tỷ đồng, giúp tăng giá trị sổ sách cổ phiếu thêm 1.020 đồng.

Ngoài ra, giá trị BĐS đầu tư của PC1 cũng tăng dần do diện tích sàn thương mại khối để gia tăng khi mỗi dự án đưa vào vận hành. Trong năm 2020, dự án PCC1 Thanh Xuân đưa vào hoạt động khiến nguyên giá BĐS đầu tư tăng lên 271 tỷ đồng (+35% yoy). Chúng tôi dự phóng có những giả định như sau:

Doanh thu BĐS đầu tư năm 2021 đạt 28 tỷ đồng (+20% yoy).

Giả định giá cho thuê trung bình 5%/năm, số năm cho thuê đạt 50 năm – theo tuổi đời của dự án.

Giá trị hợp lý cho BĐS đầu tư đạt: 462 tỷ đồng.

Theo đó, định giá BĐS theo phương pháp NAV như sau:

Loại hình	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị/cp (đồng)
BĐS	RNAV	164,92	863
BĐS đầu tư	RNAV	462	2416
<b>Tổng</b>		<b>626,92</b>	<b>3.279</b>

## Đầu tư dài hạn

Chúng tôi bổ sung giá trị khoản đầu tư dài hạn vào công ty Khoáng Sản Tấn Phát và công ty Gang Thép Cao Bằng bằng với giá trị sổ sách cuối năm 2020 như sau:

Loại tài sản	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị/cp (đồng)
Đầu tư dài hạn	Book value	78,00	408

## Tổng hợp định giá

Mảng hoạt động	Phương pháp định giá	Giá trị (tỷ đồng)	Giá/cp (đồng)
Thủy điện	FCFF	3.232	16.905
Điện gió	FCFF	985	5.153
Xây lắp, SXCN	P/E	1.536	8.032
BĐS	NAV	627	3.279
Khác	Book value	78	408
<b>Tổng</b>		<b>6.458</b>	<b>33.777</b>
<b>Upside</b>			<b>18,9%</b>

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với PC1 với giá mục tiêu trong năm 2020 đạt **33.700 đồng/cp**, +18,9% so với giá đóng cửa ngày 01/03/2020.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro thời tiết.** Diễn biến thời tiết khó lường dẫn tới sản lượng thủy điện và điện gió không ổn định. Đối với thủy điện, nếu xảy ra El Nino hay khô hạn sẽ khiến lượng nước về hồ thấp gây ra sản lượng thấp và ngược lại đối với La Lina. Còn điện gió phụ thuộc rất lớn vào tốc độ gió, thời gian có gió khiến cho doanh nghiệp khó có thể chủ động dự đoán sản lượng.

**Rủi ro về giải phóng mặt bằng ảnh hưởng tới tiến độ dự án.** Giải phóng mặt bằng đối với các dự án là một giai đoạn rất quan trọng đối với thời gian của dự án. Nếu tiến độ giải phóng mặt bằng chậm sẽ ảnh hưởng rất lớn tới tiến độ bàn giao dự án, hạch toán doanh thu..

**Rủi ro không kịp tiến độ để hưởng ưu đãi giá điện gió.** Giá FIT dành cho điện gió là 8,5 cents/kWh chỉ có hiệu lực tới trước ngày 1/11/2021. Nếu các nhà máy điện gió không đưa vào vận hành thương mại trước thời gian này sẽ chịu thiệt lớn khi đây là mức giá rất ưu đãi rồi. Như vậy sẽ ảnh hưởng đến tính hiệu quả của dự án. Các dự án này phải chạy đua hoàn thành vận hành thương mại trước 1/11/2021. Đây cũng chính là lý do PC1 tạm hoãn các dự án thủy điện, điện mặt trời để tập trung vào đầu tư điện gió.

**Rủi ro không thu hồi được nợ.** Đặc điểm của ngành xây lắp nói chung là nợ phải thu thường cao và số ngày trả nợ lâu (vòng quay khoản phải thu khoảng 3 vòng/năm) do hạch toán doanh thu theo tiến độ công trình. Với những công trình làm thầu phụ phải phụ thuộc vào năng lực tài chính của thầu chính nên sẽ có rủi ro không thu hồi được nợ. Còn đối với các công trình làm thầu chính thường phải hoàn thiện các loại giấy tờ nghiệm thu đầy đủ và thường mất thời gian để thu nợ. Lưu ý khoản mục khoản phải thu ngắn hạn của công ty cuối Q2.2020 tăng khoảng hơn 500

tỷ chủ yếu là do PC1 làm thầu chính EPC cho các công ty con làm điện gió nên đã trả trước tiền để mua thiết bị cho VESTAS trị giá hơn 400 tỷ là hoàn toàn bình thường và sẽ được hoàn trả thông qua doanh thu xây lắp.

Dvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	393	393	393	393	393
Các khoản đầu tư ngắn hạn	180	180	180	180	180
Các khoản phải thu	2382	2241	2070	1916	1977
Hàng tồn kho	1864	1905	1656	1703	1757
Tài sản ngắn hạn khác	151	164	151	155	160
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4971</b>	<b>4884</b>	<b>4450</b>	<b>4349</b>	<b>4468</b>
Tài sản cố định	9855	10308	10719	10440	10153
Các khoản đầu tư dài hạn	82	82	82	82	82
Tài sản dài hạn khác	430	430	430	430	430
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>10367</b>	<b>10820</b>	<b>11230</b>	<b>10951</b>	<b>10665</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>15337</b>	<b>15703</b>	<b>15680</b>	<b>15300</b>	<b>15132</b>
Các khoản phải trả	1057	1075	985	1016	1049
Vay nợ ngắn hạn	5709	5534	5055	4047	3161
Nợ ngắn hạn khác	742	613	541	556	572
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>7646</b>	<b>7389</b>	<b>6774</b>	<b>5835</b>	<b>5025</b>
Vay nợ dài hạn	2218	2218	2218	2218	2218
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>2218</b>	<b>2218</b>	<b>2218</b>	<b>2218</b>	<b>2218</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>9864</b>	<b>9607</b>	<b>8992</b>	<b>8053</b>	<b>7243</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	1912	1912	1912	1912	1912
Lợi nhuận chưa phân phối	1449	1924	2332	2702	3132
Cổ phiếu quỹ	711	711	711	711	711
Vốn khác	1121	1269	1454	1643	1855
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>5193</b>	<b>5816</b>	<b>6408</b>	<b>6967</b>	<b>7609</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	800	859	967	1087	1218
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>9864</b>	<b>9607</b>	<b>8992</b>	<b>8053</b>	<b>7243</b>

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>7.560</b>	<b>8.181</b>	<b>7.555</b>	<b>7.772</b>	<b>8.017</b>
GVHB	(6.432)	(6.537)	(5.993)	(6.184)	(6.381)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.127</b>	<b>1.644</b>	<b>1.561</b>	<b>1.588</b>	<b>1.637</b>
Chi phí bán hàng	(30)	(33)	(30)	(31)	(32)
Chi phí QLDN	(267)	(376)	(331)	(339)	(349)
<b>EBIT</b>	<b>830</b>	<b>1.235</b>	<b>1.201</b>	<b>1.218</b>	<b>1.255</b>
Doanh thu tài chính	51	28	28	28	28
Chi phí tài chính	(323)	(549)	(563)	(589)	(536)
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN liên kết liên doanh	(18)	(59)	(108)	(119)	(132)
<b>LNTT</b>	<b>541</b>	<b>654</b>	<b>556</b>	<b>537</b>	<b>616</b>
Chi phí thuế TNDN	(106)	(61)	(47)	(74)	(78)
<b>LNST</b>	<b>434</b>	<b>594</b>	<b>509</b>	<b>463</b>	<b>537</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(18)	(59)	(108)	(119)	(132)
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>452</b>	<b>653</b>	<b>618</b>	<b>582</b>	<b>669</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.271	3.105	2.665	2.421	2.810

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	169	890	1189	1047	927
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(5.373)	(715)	(710)	(39)	(41)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	<b>4123</b>	<b>(175)</b>	<b>(480)</b>	<b>(1008)</b>	<b>(885)</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>(1082)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1476	393	393	393	393
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>393</b>	<b>393</b>	<b>393</b>	<b>393</b>	<b>393</b>
<b>ROE</b>					
<b>ROA</b>	9%	11%	8%	7%	7%
<b>D/A</b>	3%	4%	3%	3%	4%

Nguồn: VCBS ước tính

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-24) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-236) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-28)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Tel: (+84-31) 382 1630

## **THÔNG TIN LIÊN HỆ**

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Trịnh Văn Hà**

Chuyên viên Phân tích

tvha@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>