

CTCP XÂY LẮP ĐIỆN 1 (PC1 - HOSE)

Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (đồng/cp)	36,300.0
Giá mục tiêu (đồng/cp)	42,300.0
Tiềm năng tăng/giảm (%)	16.5
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	3,551.6
KLCP lưu hành (triệu cp)	97.8
P/E Trailing (x)	12.1
P/B (x)	1.3
P/E VN-Index (x)	16.8

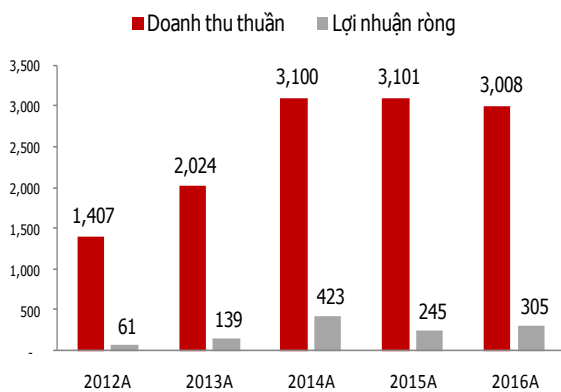
TỔNG QUÁT VỀ DOANH NGHIỆP

CTCP Xây lắp điện (PC1) được thành lập vào năm 1963, trải qua hơn 50 năm xây dựng và phát triển, Công ty đã tạo dấu ấn đậm nét trên toàn bộ hệ thống mạng lưới vận hành và truyền tải điện Quốc gia bằng những dự án, công trình đường dây và trạm với quy mô lớn, chất lượng cao. Là công ty đầu ngành trong lĩnh vực xây lắp điện ở Việt Nam với thị phần chiếm xây lắp 35% (nguồn PC1, năm 2016), PCC1 đã thực hiện thành công nhiều hợp đồng tổng thầu EPC, PC và hoàn thành hàng chục nghìn km đường dây 500kV, 220kV, 110kV, 35kV, các trạm biến áp 500kV với tổng công suất hàng chục nghìn MVA, các hệ thống thông tin viễn thông, đường dây cáp quang. PC1 có các mảng hoạt động kinh doanh như sau:

- Xây lắp điện,
- Sản xuất công nghiệp, sản phẩm chính là cột điện cao thế
- Thủy điện
- Bất động sản

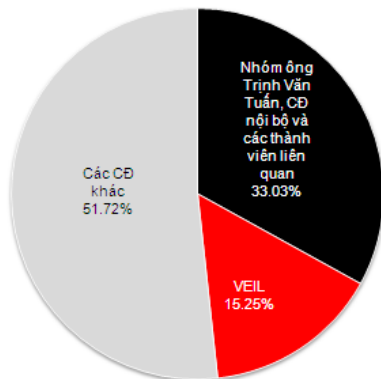
Trong đó, mảng xây lắp điện là mảng có vai trò chủ chốt với tỷ lệ đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp trên 50%. Mảng thủy điện chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong doanh thu và lợi nhuận gộp do nhà máy 2 thủy điện đầu tiên mới đi vào hoạt động vào cuối năm 2016. PC1 đặt kế hoạch tăng trưởng bình quân hằng năm đạt 20% trong giai đoạn 2016-2020, tổng doanh thu đến năm 2020 đạt mức 400 triệu USD với tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu đạt 7-10%.

Kết quả kinh doanh 2012-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC PCI

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 06/2017)



Nguồn: PCC1, MSI

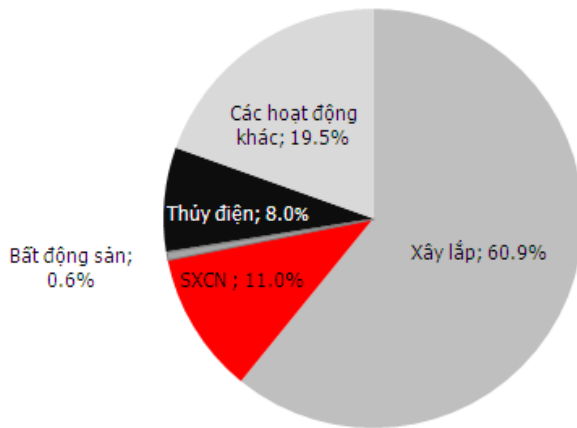
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Sau khi thực hiện 2 đợt phát hành cổ phiếu trong tháng 6/2016 và tháng 9/2016, cơ cấu cổ đông của doanh nghiệp đã có sự thay đổi đáng kể khi có sự xuất hiện của cổ đông nước ngoài. Theo đó, quỹ Vietnam Enterprise Investments Limited (VEIL), thuộc Dragon Capital đã trở thành cổ đông chiến lược của PCC1 với tỷ lệ cổ phần nắm giữ 15,2%. Cổ đông lớn nhất của PC1 là Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc Trịnh Văn Tuấn nắm giữ 20.8% cổ phần. Ngoài ra cổ đông nội bộ và các thành viên liên quan nắm giữ khoảng 12.2% cổ phần của Công ty. Các cổ đông khác giữ lượng cổ phần còn lại là 51,7%.

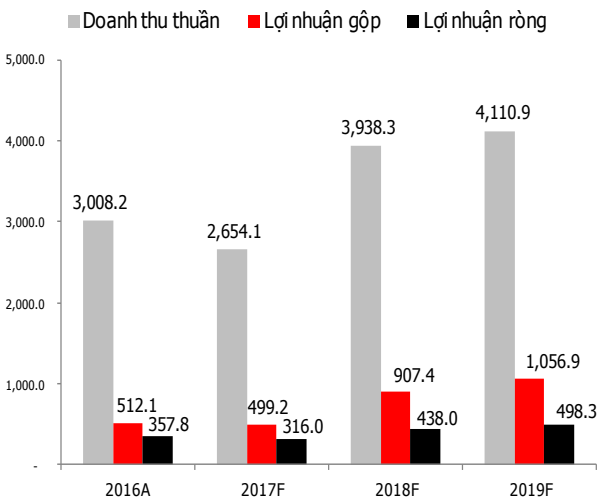
Chuyên viên Phân tích
Lê Ngọc Hân - hanln@msi.com.vn

Doanh thu/ Lợi nhuận (tỷ đồng)	1H2017		Tăng trưởng yoy	
	Doanh thu	Lợi nhuận gộp	Doanh thu	Lợi nhuận gộp
Xây lắp	841.9	138.1	1.5%	-3.4%
SXCN	152.4	21.3	-32.7%	-67.1%
Bất động sản	8.2	4.5	-98.0%	-95.8%
Thủy điện	110.7	66.4		
Các hoạt động khác	270	17.3	180.1%	64.0%

Cơ cấu doanh thu 1H.2017



Triển vọng kinh doanh 2016F - 2019F (tỷ đồng)



Nguồn: PC1 BCT, MSI dự phóng

Kết quả sản xuất kinh doanh 6 tháng đầu năm 2017

Doanh thu và lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2017 lần lượt đạt 1,136.6 tỷ đồng và 247.6 tỷ đồng (giảm lần lượt 29% và 24% so với cùng kỳ 2016). Doanh thu quý 2 đạt mức 816.2 tỷ đồng (giảm 11.3% so với cùng kỳ 2016) và lợi nhuận đạt 64.7 tỷ đồng (giảm 15.7% so với cùng kỳ). Trong đó, mảng sản xuất công nghiệp và bất động sản sụt giảm là yếu tố chính làm tổng doanh thu giảm mạnh.

- Doanh thu và lợi nhuận sản xuất công nghiệp giảm lần lượt 32.7% và 67.1%, biên lợi nhuận gộp giảm hơn 50%. Nguyên nhân chủ yếu là do giá nguyên vật liệu đầu vào thép tấm tăng cao nửa đầu 2017. Trong cơ cấu chi phí, giá nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng 70% do đó việc biến động giá thép có ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của mảng này.
- Bất động sản trong nửa đầu 2017 giảm mạnh do không có dự án bất động sản được bàn giao trong giai đoạn nửa đầu 2017. Tuy nhiên, dự án Mỹ Đình plaza 2 mở bán đầu quý 1/2017 và đã bán được 100 căn hộ, dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu vào quý 2-3 năm 2018.
- Lĩnh vực kinh doanh thủy điện trong nửa đầu năm 2017 ghi nhận doanh thu (đạt 110.7 tỷ đồng) và lợi nhuận (đạt 66.4 tỷ đồng) do 2 nhà máy Trung Thu và Bảo Lâm 1 bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2016.
- Trong 6T.2017, PC1 ghi nhận khoản lỗ 5.85 tỷ đồng từ công ty liên kết, liên doanh, giảm 3.7 lần so với cùng kỳ. Hoạt động đầu tư vào công ty liên kết được kỳ vọng có thể đóng góp lợi nhuận cho công ty bắt đầu từ cuối năm 2017.

Dự phóng KQKD giai đoạn 2017F - 2019F

Trong giai đoạn 2017 - 2020, Công ty sẽ đầu tư mạnh cho lĩnh vực sản xuất công nghiệp để mở rộng quy mô sản xuất kết cấu thép mạ kẽm, cung cấp cho thị trường nội địa và đẩy mạnh xuất khẩu; cũng như kết hợp với đầu tư mới sản xuất vật tư thiết bị ngành điện nhằm phục vụ cho tăng trưởng của mảng này và nâng cao năng lực cạnh tranh trong quá trình thực hiện gói thầu EPC. Theo đó, Công ty đặt mục tiêu đến năm 2020 sẽ đạt doanh thu 400 triệu USD, đến năm 2025 sẽ đạt doanh thu 1 tỷ USD. Phấn đấu đạt mức tăng trưởng bình quân là 22% - 25%/năm, biên lợi nhuận là 7% - 10%. Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh cả năm 2017 ước đạt 2,654 tỷ doanh thu thuần (-11.8%) và 316 tỷ lợi nhuận ròng (-11.5%). Tuy nhiên, kết quả kinh doanh năm 2018 sẽ rất khả quan do các dự án thủy điện bắt đầu tạo ra dòng tiền ổn định cũng như bất động sản tiếp tục mang lại doanh thu.

Triển vọng phát triển 2018

Mảng xây lắp điện

Nhu cầu điện năng được dự báo tăng trưởng đi đôi với quá trình đẩy mạnh công nghiệp hóa sẽ là cơ hội cho PC1 cũng như các doanh nghiệp cùng ngành. Trong năm 2018-2019, PC1 dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao doanh thu nhờ dự án đường dây 500kV mạch 3 dự kiến khởi công vào tháng 09.2017. Đây là dự án được EVN giao cho Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia, khách hàng chính của PC1. Bên cạnh đó, PC1 có kế hoạch mở rộng đấu thầu ra nước ngoài và dự kiến công trình nước ngoài sẽ đóng góp khoảng 10% doanh thu trong các năm 2019-2020.

Mảng sản xuất công nghiệp

Mảng sản xuất công nghiệp trong năm 2018 kỳ vọng được hưởng lợi từ việc bán hàng cho dự án đường dây 500kV mạch 3, cũng như việc đẩy mạnh ký kết hợp đồng cung cấp cột điện với đối tác nước ngoài.

Mảng bất động sản

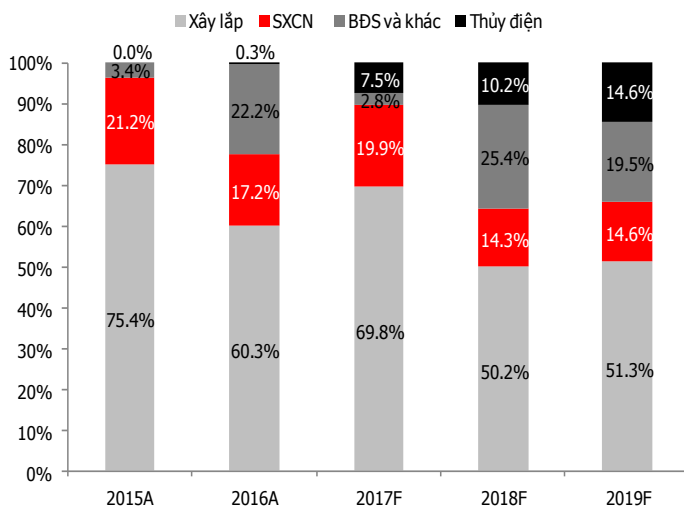
Bất động sản dự kiến sẽ quay trở lại tạo dòng tiền trong năm 2018 nhờ vào việc ghi nhận doanh thu từ việc hoàn tất bàn giao 472 căn hộ của dự án chung cư Mỹ Đình Plaza 2. Bên cạnh đó, công ty dự kiến khởi công xây dựng Dự án PCC1 Thanh Xuân vào quý 3/2017 và kỳ vọng mang lại dòng tiền vào năm 2019.

Mảng thủy điện

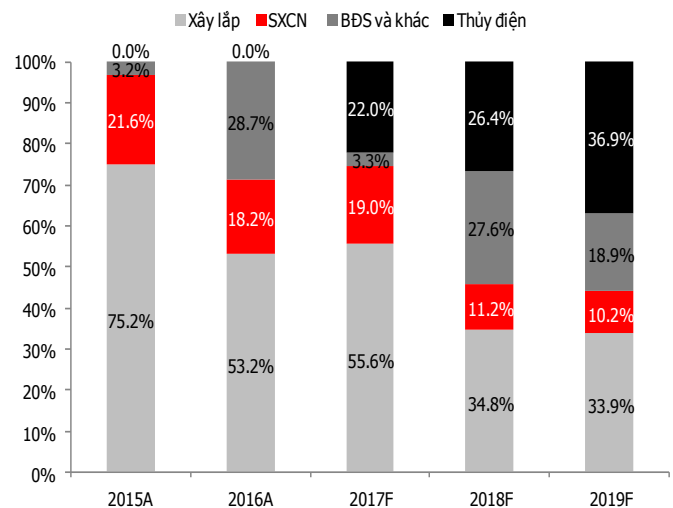
Hai nhà máy thủy điện Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A dự kiến sẽ hoàn thành và đưa vào hoạt động vào cuối năm 2017, ngoài ra Dự án thủy điện Bảo Lạc B cùng với dự án thủy điện Mông Ân vừa được phê duyệt dự kiến sẽ khởi công quý 4/2017 và hoàn thành quý 4/2019. Dự kiến khi cả bốn nhà máy Trung Thu, Bảo Lâm 1, Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A đều hoạt động sẽ tạo ra nguồn doanh thu ổn định trong tương lai. Bên cạnh đó, việc giá điện được dự báo có thể tiếp tục tăng trong tương lai do mức giá ở Việt Nam còn thấp so với khu vực chính là động lực cho tăng trưởng lợi nhuận của mảng thủy điện do chi phí đầu vào hầu như ít biến động còn giá điện tiêu thụ có xu hướng tăng.

Qua xem xét triển vọng các lĩnh vực kinh doanh của PC1, chúng tôi dự phóng cơ cấu kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2017-2019 như biểu đồ dưới đây:

Cơ cấu doanh thu thuần 2015A - 2019F

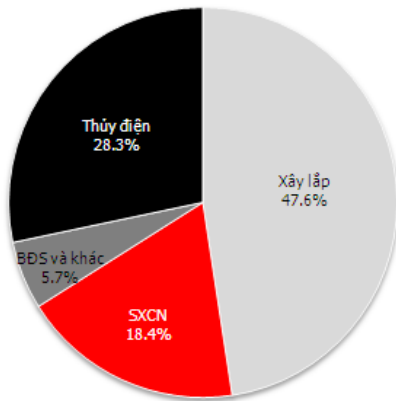


Cơ cấu lợi nhuận gộp 2015A - 2019F



Nguồn: PCC1, MSI dự phóng

Cơ cấu định giá giá trị Công ty theo từng lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: MSI

ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU PCC1

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Tổng các giá trị thành phần để định giá cổ phiếu PC1. Theo đó, chúng tôi xác định tổng giá trị tất cả các hoạt động kinh doanh để xác định giá trị doanh nghiệp. Trong cơ cấu định giá giá trị Công ty theo 4 lĩnh vực: (1) xây lắp điện chiếm 47.6%, (2) sản xuất công nghiệp chiếm 18.4%, (3) năng lượng thủy điện chiếm 28.3%, và (4) bất động sản và các hoạt động khác chiếm 5.7%.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PCC1 với giá mục tiêu là **42,300 đồng/cp** cho mục tiêu trung và dài hạn. Cụ thể định giá các mảng kinh doanh chính như sau:

- Lĩnh vực xây lắp điện: Được định giá bằng phương pháp so sánh theo P/E ngành Xây lắp. Theo đó, tổng giá trị của lĩnh vực này là 1,970 tỷ đồng, P/E định giá hoạt động xây lắp điện của PCC1 là 10.8x, chiết khấu 10% so với P/E Trailing của ngành Xây lắp là 12x. Giá trị hợp lý là 20,135 đồng/cp.
- Lĩnh vực sản xuất công nghiệp: Được định giá bằng phương pháp so sánh theo P/E thị trường. Tổng giá trị của mảng SXCN là 763 tỷ đồng, P/E định giá hoạt động SXCN của Công ty là 10.0x, chiết khấu 28.6% so với P/E thị trường là 14.0x. Giá trị hợp lý là 7,797 đồng/cp.
- Lĩnh vực năng lượng thủy điện: Được định giá bằng phương pháp so sánh theo giá trị sổ sách (P/B) trung bình của các Công ty ngành Thủy điện. Theo đó, với tổng giá trị là 1,172 tỷ đồng, P/B định giá mảng năng lượng thủy điện của doanh nghiệp là 1.4x, thấp hơn 12.5% so với P/B trung bình của các công ty cùng ngành Thủy điện là 1.6x. Giá trị hợp lý là 11,975 đồng/cp.
- Lĩnh vực bất động sản và các hoạt động khác: Được định giá theo phương pháp Giá trị tài sản ròng (NAV). Tổng giá trị là 234 tỷ đồng, giá trị hợp lý là 2,396 đồng/cp.

Tổng giá trị định giá của PCC1 là 4.139 tỷ đồng, với lượng cổ phiếu niêm yết là 97.8 triệu cổ phiếu, giá trị hợp lý của cổ phiếu PC1 là 42,300 đồng/cp. **Tiềm năng tăng trưởng là 16.5%** so với giá thị trường là 36,300 đồng/cp.

Tóm tắt tài chính doanh nghiệp giai đoạn 2012A - 2019F

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1,407.4	2,024.2	3,100.0	3,100.9	3,008.2	2,654.1	3,938.3	4,110.9
Tăng trưởng (% yoy)	n/a	43.8	53.1	0.0	(3.0)	(11.8)	48.4	4.4
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	61.3	139.4	423.4	245.5	304.6	316.0	438.0	498.3
Tăng trưởng (% yoy)	n/a	127.3	203.8	(42.0)	24.1	3.7	38.6	13.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	4.4	6.9	13.7	7.9	10.1	11.9	11.1	12.1
Vốn chủ sở hữu	321.6	462.3	863.8	1,370.4	2,062.7	2,062.7	2,190.9	2,532.5
Tổng tài sản	1,239.1	2,120.5	2,078.0	3,263.5	4,529.6	4,529.6	4,795.8	4,977.8
ROE (%)	19.1	30.1	49.0	17.9	14.8	15.3	20.0	19.7
ROA (%)	4.9	6.6	20.4	7.5	6.7	7.0	9.1	10.0
EPS pha loãng (đồng)	4,426.0	9,291.0	17,554.0	9,179.0	4,046.5	3,229.3	4,476.4	5,092.8
BVPS (đồng)	22,971.8	25,685.6	42,976.7	40,105.5	27,406.2	22,392.0	25,883.6	25,883.6
Cổ tức (cổ phiếu)	21%	20%	20%	20%	30%	20%	20%	20%
P/E (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	11.1	8.0	7.0
P/B (x)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.6	1.4	1.4

Nguồn: BCTC của PCC1, MSI dự phóng

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ
88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84.28) 3521 4299 - Fax: (84.28) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm
115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoandb1@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên

Email: locdd@msi.com.vn

Trần Văn Thảo - Chuyên viên Cao cấp

Email: thaotv@msi.com.vn

Lê Ngọc Hân - Chuyên viên

Email: hanln@msi.com.vn

Lê Thị Hải Yến - Chuyên viên

Email: yenth1@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.