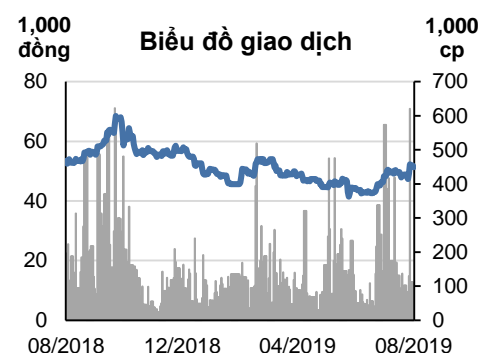


PC1 (HOSE) Kết quả kinh doanh 1H2019 vượt trên cả mong đợi

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Ngành Xây lắp điện/Xây dựng

Giá thị trường (VND)	17,850
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	23,900
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	33.9%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	33.9%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-14%	-1%	-7%	-14%
Tương đối	-25%	-1%	-7%	-18%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 20-08-19

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	15.7k-24.0k
SL lưu hành (triệu cp)	159
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,844
Vốn hóa (triệu USD)	123
% khối ngoại sở hữu	37.8%
SL cp tự do (triệu cp)	91.2
KLGD TB 3 tháng (cp)	141,369
VND/USD	23,207
Index: VNIndex/HNX	980/102

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 20-08-19

Chủ tịch và người liên quan	17.7%
Dragon Capital	15.0%

Nguồn: Fiinpro

Chu Đức Vĩnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Doanh thu mảng xây lắp điện tăng trưởng như kế hoạch

Trong 6T2019, doanh thu mảng xây lắp của PCC1 tăng 66.8% n/n lên 2,619 tỷ đồng. Tính đến cuối tháng 6, tổng khối lượng backlog là 3,600 tỷ đồng, trong đó giá trị hợp đồng ký mới là 2,100 tỷ đồng.

Cụ thể, doanh thu xây dựng lưới điện được báo cáo đạt mức 1,636 tỷ đồng (+118% n/n) nhờ sự bùng nổ của các dự án điện mặt trời. Biên lãi gộp là 10.4%, tương đương với năm 2018. Công ty ước tính rằng EVN chiếm 30% doanh thu lưới điện trong 6T2019, thấp hơn con số 50% của cùng kỳ năm trước. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng xây lắp điện có thể đạt 3,214 tỷ đồng trong năm 2019.

Trong khi đó, doanh thu sản xuất công nghiệp được ghi nhận ở mức 196 tỷ đồng (+32.4% n/n). Biên lãi gộp là 10.6% nhờ giá thép thuận lợi. Trong 7T2019, Tổng công ty Truyền tải điện quốc gia (EVNNPT) đã giải ngân 3,858 tỷ đồng, chỉ đạt 30.5% kế hoạch mục tiêu do chậm giải phóng mặt bằng làm trì hoãn việc xây dựng đường dây 500KV mạch 3. Cho đến tháng 07/2019, chỉ có 40% mặt bằng được giải phóng. Tiến độ sẽ còn bị ảnh hưởng xấu hơn khi vào cao điểm mùa mưa trong 3Q2019. Tuy nhiên, xác định đây là dự án trọng điểm quốc gia, EVN đã lên kế hoạch hoàn thành dự án này vào tháng 03/2020. Với giá trị hợp đồng là 1,200 tỷ đồng cho phần cột điện của dự án, chúng tôi ước tính doanh thu xây dựng công nghiệp của PCC1 có thể đạt 919 tỷ đồng trong 2019.

Sản xuất điện đánh bại mọi kỳ vọng

Trong 6T2019, hoạt động sản xuất điện đã ghi nhận kết quả kinh doanh đáng kinh ngạc bất chấp tác động tiêu cực của El Nino. Cụ thể, doanh thu tăng 9.4% n/n lên 295 tỷ đồng. Công ty chia sẻ rằng sản lượng điện không thay đổi nhiều so với cùng kỳ nhưng giá bán điện đã được cải thiện nhờ tăng cường phát điện vào giờ cao điểm. Do đó, lợi nhuận gộp của PCC1 đạt 198 tỷ đồng (+14.7% n/n) và biên lợi nhuận gộp là 67.1%, cao hơn mức 64% trong 6T2018. Trong năm 2019, chúng tôi giữ nguyên ước tính rằng doanh thu sản xuất điện có thể vượt 559 tỷ đồng dựa trên kết quả vượt trội trong 6T2019 và mùa mưa trong quý 3.

Sản xuất điện có thể sẽ bùng nổ vào năm 2020 và 2021 nhờ các nhà máy điện mới đi vào vận hành như nhà máy thủy điện Mông Ân, nhà máy thủy điện Sông Nhiệm 4 và nhà máy điện mặt trời Trung Thu, giúp tăng tổng công suất thiết kế lên lần lượt là 64% và 43% n/n.

Doanh thu bất động sản khiêm tốn nhưng sẽ ghi nhận nhiều vào năm 2020

Theo báo cáo, doanh thu mảng bất động sản chỉ đạt 107 tỷ đồng từ Mỹ Đình Plaza 2 trong 6T2019. Đối với phần còn lại của dự án, chúng tôi kỳ vọng PCC1 có thể ghi nhận 68 tỷ đồng doanh thu trong nửa cuối 2019.

Dự án Thanh Xuân được ra mắt vào tháng 06/2019 và dự kiến bàn giao từ 2Q2020. Giá bán trung bình là 27 - 31 triệu đồng/m2. Chúng tôi kỳ vọng PCC1 có thể ghi nhận 885 tỷ đồng từ dự án này vào 2020.

Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG

Nhìn chung, trong 6T2019, tổng doanh thu được ghi nhận ở mức 3,022 tỷ đồng (+23.5% n/n), trong khi lợi nhuận ròng là 236 tỷ đồng (-19.1% n/n). Mặc dù lợi nhuận tạm suy giảm trong năm 2019 do thiếu bàn giao căn hộ, triển vọng dài hạn của PCC1 vẫn rất hấp dẫn nhờ sự ổn định của mảng điện tái tạo và sự tăng trưởng của mảng xây lắp điện. Chúng tôi định giá cổ phiếu PC1 ở mức **23,900 đồng** vào cuối năm 2019, tổng lợi nhuận dự kiến là **33.9%**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Dự phóng

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2018	2019E	2020E
Doanh thu	919.6	859.5	856.0	1,589.9	1,132.4	1,507.2	1,285.7	1,735.8	5,084.4	6,216.2	6,845.8
Xây lắp điện	420.2	440.1	301.2	449.0	250.2	730.3	713.2	923.0	1,730.7	3,214.0	2,828.3
Sản xuất công nghiệp	84.7	138.6	47.7	100.5	169.1	181.7	63.5	132.7	498.9	919.2	919.2
Sản xuất điện	82.7	86.0	112.7	156.8	160.0	130.0	132.6	162.2	559.4	559.4	858.5
Bất động sản	3.6	3.5	2.9	603.3	256.4	107.0	34.3	73.0	970.4	196.7	912.9
Khác	328.4	191.3	391.5	280.3	296.8	358.3	342.1	444.9	1,326.9	1,326.9	1,326.9
Tăng trưởng DT năm (%)	74.3%	-5.1%	50.9%	95.2%	23.1%	75.4%	50.2%	9.2%	60.8%	22.2%	10.1%
Xây lắp điện	34.5%	-34.6%	-13.8%	-8.5%	-40.5%	65.9%	136.8%	105.6%	1.8%	85.7%	-12.0%
Sản xuất công nghiệp	-35.8%	-12.6%	-7.2%	-0.5%	99.7%	31.1%	33.2%	32.1%	32.8%	84.3%	0.0%
Sản xuất điện		858.0%	135.9%	149.1%	93.4%	51.2%	17.7%	3.5%	100.2%	0.0%	53.5%
Bất động sản	-70.9%	-90.6%	-17.9%	12,729%	6,977.6%	2,947.9%	1,080.3%	-87.9%	5,552.9%	-79.7%	364.1%
Khác	364.9%	594.7%	240.8%	80.7%	-9.6%	87.3%	-12.6%	58.7%	68.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	118.6	117.0	118.8	358.1	226.5	155.9	182.6	278.8	867.5	830.8	1,127.2
Xây lắp điện	43.9	51.1	29.2	50.9	25.2	66.4	65.8	103.9	171.6	318.7	280.5
Sản xuất công nghiệp	8.3	5.3	5.0	1.3	16.1	9.3	9.5	11.3	60.7	60.7	66.1
Sản xuất điện	45.8	51.6	71.1	101.4	94.6	82.1	85.3	112.6	349.2	350.0	533.8
Bất động sản	1.9	1.5	1.8	190.8	79.3	(11.1)	10.4	30.5	257.3	55.4	206.3
Khác	18.7	7.5	11.6	13.8	11.3	9.2	11.6	20.4	46.0	46.0	46.0
Biên lợi nhuận gộp (%)	12.9%	13.6%	13.9%	22.5%	20.0%	10.3%	14.2%	16.1%	17.1%	13.4%	16.5%
Xây lắp điện	10.5%	11.6%	9.7%	11.3%	10.1%	9.1%	9.2%	11.3%	9.9%	9.9%	9.9%
Sản xuất công nghiệp	9.8%	3.8%	10.4%	1.3%	9.5%	5.1%	15.0%	8.5%	6.3%	6.6%	6.6%
Sản xuất điện	55.3%	60.0%	63.1%	64.7%	59.2%	63.2%	64.3%	69.4%	62.4%	62.6%	62.2%
Bất động sản	52.8%	41.9%	62.8%	31.6%	30.9%	-10.3%	30.3%	41.8%	26.5%	28.1%	22.6%
Khác	5.7%	3.9%	3.0%	4.9%	3.8%	2.6%	3.4%	4.6%	3.5%	3.5%	3.5%
Lợi nhuận hoạt động	83.7	87.2	87.0	288.0	175.7	94.6	130.7	214.8	657.3	581.7	839.0
Tăng trưởng (%)	40.0%	4.5%	11.4%	169.3%	109.8%	8.5%	50.2%	-25.4%	85.1%	-11.5%	44.2%
Biên LN (%)	9.1%	10.1%	10.2%	18.1%	15.5%	6.3%	10.2%	12.4%	12.9%	9.4%	12.3%
Lợi nhuận sau thuế	64.1	63.8	66.7	224.7	137.9	57.2	91.8	143.9	491.4	447.7	574.0
Tăng trưởng (%)	16.6%	43.9%	10.6%	226.9%	115.0%	-10.4%	37.7%	-36.0%	91.7%	-8.9%	28.2%
Biên LN (%)	7.0%	7.4%	7.8%	14.1%	12.2%	3.8%	7.1%	8.3%	9.7%	7.2%	8.4%

Nguồn: KIS ước tính

Định giá

Xây dựng

Tỷ đồng	2019F	Ghi chú
EV/EBITDA (x)	5.6	EV/EBITDA lịch sử 4 năm của CTD: 2015-2018
EBITDA	383	
EV mảng xây lắp điện	2,151	2019

Sản xuất điện

Tỷ đồng	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	Ghi chú
Doanh thu	559	859	1,090	1,090	1,090	
EBIT	305	461	569	569	569	
Thuế	-	-	12	13	18	
LN hoạt động ròng sau thuế	305	461	550	551	545	
Chi phí sử dụng vốn	1,683	1,601	11	17	22	
FCFF	-1,261	-888	822	806	783	
WACC (%)	11%	11%	12%	13%	14%	Thống nhất cho toàn công ty
Hệ số chiết khấu (x)	1	1.11	1.24	1.40	1.60	
PV của dòng tiền tự do	-1,261	-799	661	574	489	
PV của FCF 2019-2023	-336					
Tốc độ tăng trưởng	4%					Tỷ lệ lạm phát mục tiêu
Giá trị sau cùng	5,038					
EV của mảng phát điện	4,702					

Bất động sản

Tỷ đồng	2019F	2020F	2021F	Ghi chú
Các dự án hiện tại				Dự án khu dân cư: Mỹ Đình 2, Thanh Xuân Dự án cho thuê mặt bằng bán lẻ: Nàng Hương, Mỹ Đình 1, PCC1 Complex, Mỹ Đình 2
Doanh thu	197	913	28	Năm 2019 và 2020, PCC1 sẽ ghi nhận doanh thu của dự án Mỹ Đình & Thanh Xuân Từ 2021, công ty sẽ chỉ ghi nhận doanh thu 28 tỷ đồng từ cho thuê mặt bằng bán lẻ
Mỹ Đình 2	175			
Thanh Xuân		885		
Cho thuê mặt bằng bán lẻ	22	28	28	Từ 2020, công ty sẽ ghi nhận doanh thu 6.2 tỷ đồng từ dự án Thanh Xuân
Lợi nhuận sau thuế	20	92	9	
FCFF	-204	631	8	
WACC	12%	12%	13%	Thống nhất cho toàn công ty
Hệ số chiết khấu (x)	1	1.11	1.24	
PV của dòng tiền tự do	-294	567	6	

PV của FCF 2019-2023	279	
Tốc độ tăng trưởng	4%	Tỷ lệ lạm phát mục tiêu
Giá trị sau cùng	81	
EV của các dự án bất động sản	359	

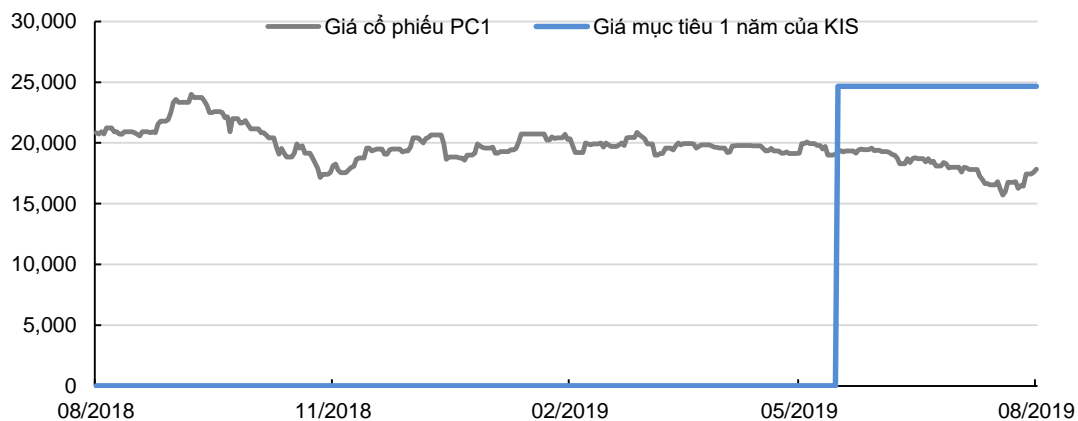
Tổng hợp các giá trị thành phần

Tỷ đồng	2019F	Ghi chú
EV của mảng xây dựng	2,151	
FCFF của mảng sản xuất điện	4,702	
FCFF của mảng bất động sản	359	
Giá trị doanh nghiệp PCC1 (A)	7,212	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	874	Giá trị thị trường của lợi ích CĐ thiểu số
Nợ ròng (C)	2,531	
Giá trị VCSH (D = A-B-C)	3,807	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	159	
Giá mục tiêu (VND)	23,900	
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	33.9%	
Suất sinh lợi cổ tức	0%	
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	33.9%	2019

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
PC1	04/06/2019	TĂNG TỶ TRỌNG	24,667	23,933

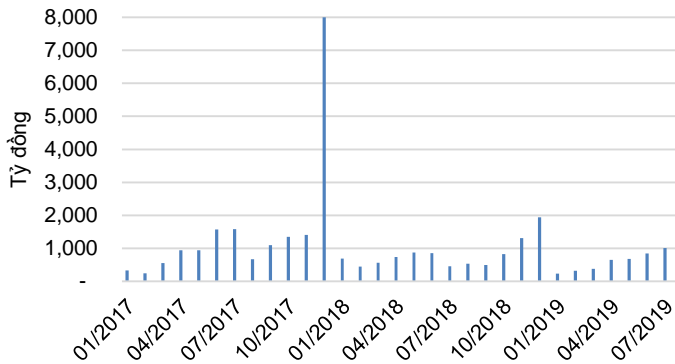
Lịch sử giá mục tiêu 1 năm của KIS



Nguồn: Bloomberg, KIS

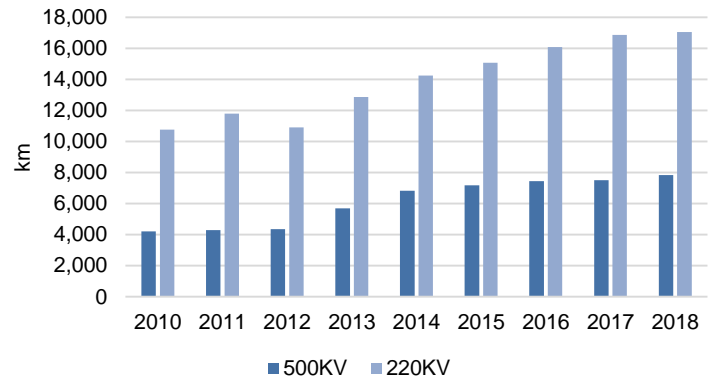
Phụ lục

Hình 01. Khối lượng xây lắp của EVN NPT



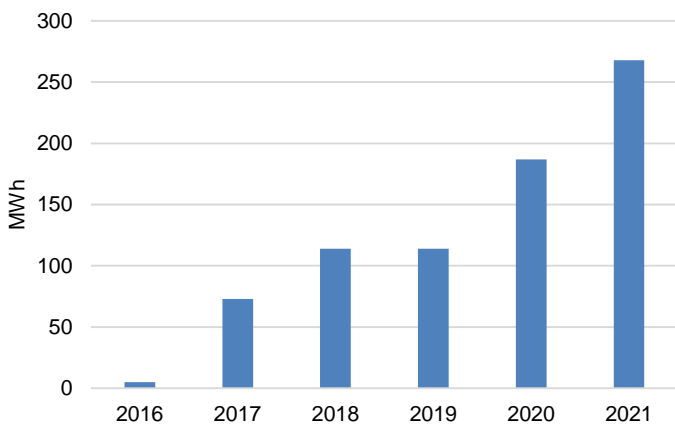
Nguồn: EVN NPT, KIS

Hình 02. Đường dây tải điện dưới sự quản lý của EVN



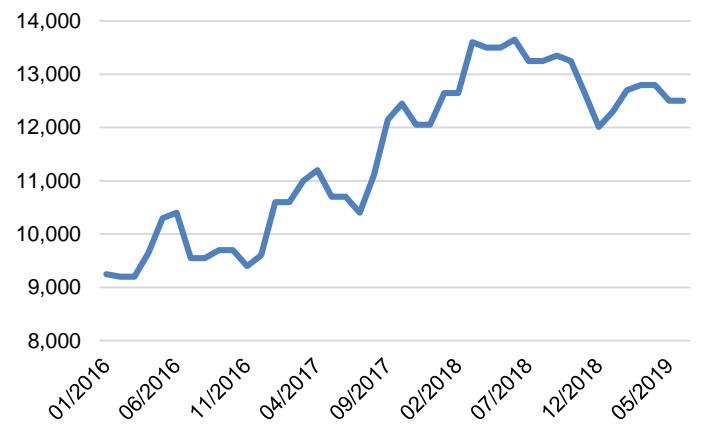
Nguồn: EVN, EVN NPT, KIS

Hình 03. Công suất của PC1 trong mảng phát điện



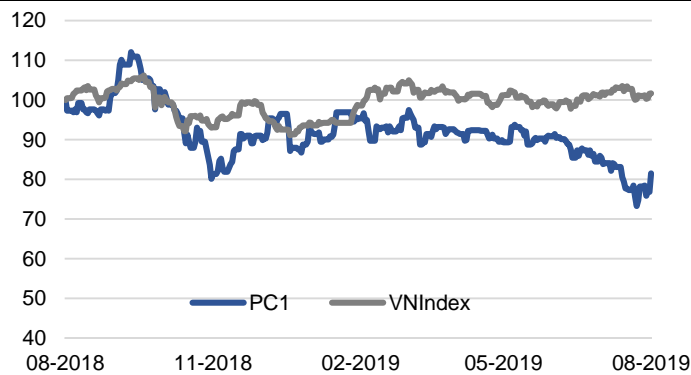
Nguồn: PC1, KIS

Hình 04. Biến động giá thép thanh Việt Nam



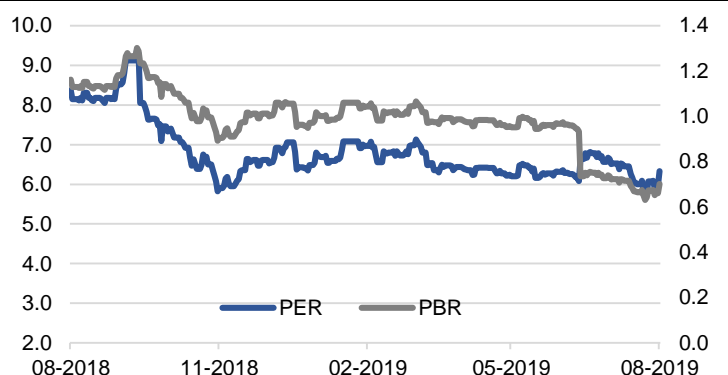
Nguồn: VSA, HPG, KIS

Hình 05. Diễn biến giá cổ phiếu so với VN-Index



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. P/E & P/B lịch sử 1 năm



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	3,008	3,161	5,084	6,216	6,846
Tăng trưởng (%)	-3%	5%	61%	22%	10%
Xây lắp điện	1,815	1,700	1,731	3,214	2,828
Sản xuất CN	517	376	499	919	919
Sản xuất điện	9	279	559	559	859
Bất động sản	472	17	970	197	913
Khác	195	790	1,327	1,327	1,327
GVHB	2,482	2,679	4,219	5,385	5,719
Biên LN gộp (%)	17.5%	15.3%	17.1%	13.4%	16.5%
Chi phí BH & QLDN	129	126	208	249	288
EBITDA	433	470	812	732	1,061
Biên lợi nhuận (%)	14%	15%	16%	12%	16%
Khấu hao	36	115	154	150	222
Lợi nhuận từ HĐKD	397	355	657	582	839
Biên LN HĐKD (%)	13%	11%	13%	9%	12%
Chi phí lãi vay ròng	8	86	122	117	228
% so với nợ ròng	3%	9%	10%	6%	8%
Khả năng trả lãi vay (x)	50.2	4.1	5.4	5.0	3.7
Lãi/lỗ khác	11	34	44	44	44
Thuế	96	47	88	61	81
Thuế suất hiệu dụng (%)	24%	15%	15%	12%	12%
Lợi nhuận ròng	305	256	491	448	574
Biên lợi nhuận (%)	10%	8%	10%	7%	8%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	20	20	44	53
LN cho công ty mẹ	305	237	472	404	521
Số lượng CP (triệu)	75	115	133	159	159
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,544	1,197	2,461	2,104	2,711
Tăng EPS (%)	34%	-53%	106%	-14%	29%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	82	504	172	226	126
Capex	993	821	531	1,724	1,639
Dòng tiền khác	404	42	-16	-	-
Dòng tiền tự do	-1,138	-995	-41	-1,353	-969
Phát hành cổ phiếu	414	519	17	-	-
Cổ tức	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	724	476	25	1,353	969
Nợ ròng cuối năm	677	1,154	1,178	2,531	3,500
Giá trị doanh nghiệp	3,064	3,560	3,605	5,001	6,023
Tổng VCSH	2,814	3,543	3,971	4,351	4,837
Lợi ích cổ đông thiểu số	130	150	169	213	266
VCSH	2,684	3,393	3,802	4,138	4,571
Giá trị sổ sách/cp (VND)	35,663	29,392	28,638	25,974	28,691
Nợ ròng / VCSH (%)	24%	33%	30%	58%	72%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.56	2.45	1.45	3.46	3.30
Tổng tài sản	6,214	7,694	8,351	10,151	11,694

Nợ ròng = Nợ - Tiền & Tương đương Tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%)	13.1%	7.8%	13.1%	10.2%	12.0%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	4.9%	3.3%	5.9%	4.4%	4.9%
ROIC (%)	11.3%	7.9%	12.0%	9.0%	9.9%
WACC (%)	12.5%	13.2%	13.5%	11.3%	11.2%
PER (x)	6.7	14.2	6.9	8.1	6.3
PBR (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PSR (x)	0.8	0.7	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	7.1	7.6	4.4	6.8	5.7
EV/Sales (x)	1.0	1.1	0.7	0.8	0.9
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.