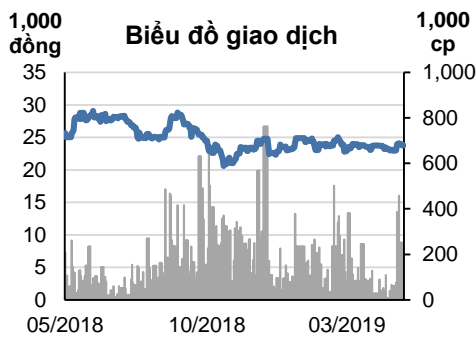


PC1 (HOSE) Sản xuất điện cải thiện chất lượng lợi nhuận

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

Ngành Xây dựng

Giá thị trường (VND)	22,900
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	29,600
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	29%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	29%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-4%	0%	-1%	-6%
Tương đối	-14%	1%	-2%	-10%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 04-06-19

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	20.6k-29.1k
SL lưu hành (triệu cp)	133
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,127
Vốn hóa (triệu USD)	134
% khối ngoại sở hữu	38.7%
SL cp tự do (triệu cp)	75.5
KLGD TB 3 tháng (cp)	128,839
VND/USD	23,412
Index: VNIndex/HNX	972/105

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 04-06-19

Chủ tịch và người liên quan	17.7%
Dragon Capital	15.1%

Nguồn: Fiinpro

Chu Đức Vinh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462
vinh.cd@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- **Khối lượng công việc lớn từ mảng xây lắp điện.** Cuối năm 2018, tổng khối lượng backlog mảng xây lắp điện tăng 118% n/n đạt 2,700 tỷ đồng, là cơ sở để công ty đặt mục tiêu 3,214 tỷ đồng doanh thu vào năm 2019. Trong mảng cốt thép, cuối năm 2018, tổng backlog tăng 130% đạt 1,100 tỷ đồng; doanh thu mục tiêu 2019 là 1,149 tỷ đồng. Dựa trên bề dày kinh nghiệm, chuyên môn cao về kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và tình hình tài chính lành mạnh, PCC1 đang duy trì vị thế dẫn đầu trong ngành.
- **Sản xuất điện cải thiện chất lượng lợi nhuận.** Đầu tư lớn vào sản xuất điện có thể đảm bảo lợi nhuận ổn định cho PC1. Năm 2018, lợi nhuận từ mảng thủy điện chiếm 40% tổng lợi nhuận gộp. Trong những năm tiếp theo, PC1 sẽ tiếp tục đầu tư vào năng lượng tái tạo bao gồm thủy điện, điện mặt trời và điện gió. Doanh thu từ mảng này được dự phóng sẽ tăng 27% n/n vào năm 2020 nhờ sự ra mắt của nhà máy thủy điện Bảo Lạc B và nhà máy điện mặt trời Trung Thu.
- **Đóng góp khiêm tốn từ mảng bất động sản.** Năm 2019, PC1 sẽ chỉ thu được 175 tỷ đồng từ phần còn lại của Mỹ Đình 2, giảm 82% n/n, do dự án Thanh Xuân bị trì hoãn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng dự án này có thể giúp PC1 ghi nhận 895 tỷ đồng doanh thu vào năm 2020. Năm 2021 và 2022, PC1 có kế hoạch đầu tư vào dự án PCC1 Vĩnh Hưng và dự án PCC1 Thăng Long.
- Năm 2019, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của PC1 sẽ đạt 5,549 tỷ đồng và 332 tỷ đồng. EPS là 1,900 đồng.

Rủi ro:

- **Tình hình tài chính của Tổng công ty Điện lực Việt Nam (EVN).** Hiện tất cả các dự án truyền tải điện đều được thực hiện bởi EVN. Chỉ có mảng sản xuất điện được tư nhân hóa trong khi mảng phân phối điện vẫn thuộc về EVN. Giá bán lẻ chỉ có thể được điều chỉnh sau khi Chính phủ phê duyệt. Do đó, EVN không thể kiểm soát tình hình tài chính của mình, điều này gây ảnh hưởng đến việc giải ngân đầu tư truyền tải.

Khuyến nghị:

- Mặc dù lợi nhuận tạm thời giảm trong năm 2019 do thiếu bàn giao căn hộ, triển vọng dài hạn của PC1 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 **29,600 đồng** vào cuối năm 2019. Tổng lợi nhuận dự kiến là **29%**. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	3,008	3,161	5,084	5,548	6,218
Tăng trưởng (%)	-3%	5%	61%	9%	12%
Lợi nhuận ròng	305	256	491	332	434
Tăng trưởng (%)	24%	-16%	92%	-32%	31%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	2,544	1,436	2,954	1,916	2,538
Tăng trưởng (%)	34%	-44%	106%	-35%	32%
ROE (%)	13%	8%	13%	8%	10%
Nợ ròng/VCSH (%)	24%	33%	30%	51%	62%
PE (x)	9.4	16.6	8.1	12.4	9.4
PB (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	9.2	9.5	5.6	9.1	7.7
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%

1. Backlog lớn mảng xây lắp điện trong thời gian tới

1.1. Khối lượng công việc lớn từ mảng xây lắp điện

Cuối năm 2018, tổng khối lượng backlog mảng xây lắp điện tăng 50% n/n đạt 2,700 tỷ đồng, là cơ sở để công ty đặt mục tiêu 3,214 tỷ đồng doanh thu vào năm 2019. Trong mảng cột thép, cuối năm 2018, tổng backlog cho năm tới tăng 130% đạt 1,100 tỷ đồng; doanh thu mục tiêu 2019 là 1,149 tỷ đồng.

Chúng tôi tin rằng PCC1 có thể chuyển khối lượng backlog này thành doanh thu trong năm nay, dựa trên kế hoạch đầu tư của các nhà đầu tư trong nước. Cụ thể, năm 2019, tổng vốn đầu tư của EVN là 48,617 tỷ đồng (+8.2% n/n), trong đó 12,650 tỷ đồng (+22.9% n/n) được phân phối cho Tổng công ty Truyền tải điện Quốc gia (EVNNPT), một khách hàng chính của PCC1.

1.2. Mảng xây lắp với câu chuyện tăng trưởng dài hạn cao sau thời gian tạm sụt giảm

1.2.1. Đầu tư lớn vào xây lắp truyền tải từ EVN

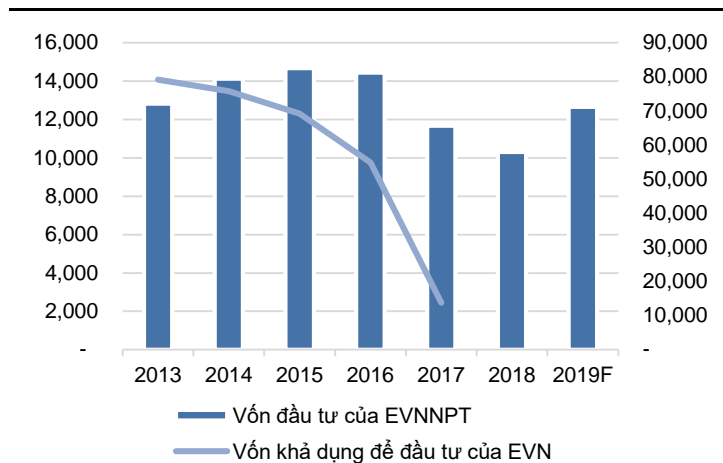
Thứ nhất, nhiều nhà máy điện mới đã bị chậm tiến độ nghiêm trọng trong suốt 3 năm qua. Ví dụ như nhà máy Duyên Hải 1 bị chậm 36 tháng, Duyên Hải 3 - Mở rộng chậm 24 tháng và Sông Hậu 1 chậm 24 tháng; điều này dẫn đến mức đầu tư thấp cho lưới truyền tải mới của EVNNPT. Do giá bán lẻ đã được điều chỉnh tăng kể từ đầu năm nay, EVN sẽ có thêm tiền để khởi động lại các khoản đầu tư vào các nhà máy điện cũng như lưới điện truyền tải trong những năm tới.

Thứ hai, các nhà máy điện tại miền Nam chỉ đáp ứng 80% nhu cầu tại địa phương và phải bổ sung điện từ miền Bắc và miền Trung. Trong khi đó, đường truyền hiện tại đã gần đạt hiệu suất tối đa, vậy nên nhu cầu về đường truyền mới là rất lớn.

Thứ ba, tỷ lệ điện dự trữ trung bình của Việt Nam hiện nay là khoảng 10%, thấp hơn mức trung bình 25 - 40% của khu vực và mức 25% - 30% được đề xuất bởi Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA). Do mức tiêu thụ điện năng tăng 10% n/n trong những năm gần đây và sẽ tiếp tục tăng như vậy trong trung hạn, việc xây mới các nhà máy điện là thực sự cần thiết để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia trong trung và dài hạn.

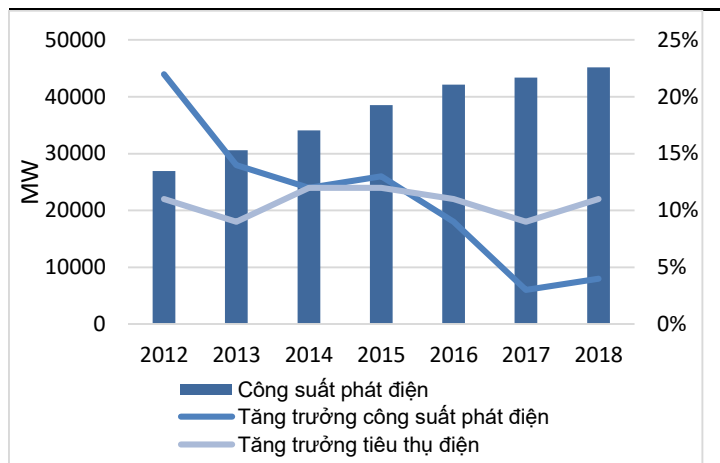
Theo Quy hoạch điện VII, tổng số vốn cho phát điện và xây dựng lưới điện (không bao gồm đầu tư BOT) là 858 nghìn tỷ đồng từ năm 2016 - 2020 và 2,348 nghìn tỷ đồng từ 2021 – 2030; trong đó số vốn sử dụng cho việc phát triển lưới điện tương ứng lần lượt là 215 nghìn tỷ và 610 nghìn tỷ.

Hình 01. Chi phí vốn đầu tư của EVNNPT (tỷ đồng)



Nguồn: EVNNPT, EVN, KIS

Hình 02. Công suất phát điện của Việt Nam



Nguồn: EVN, KIS

1.2.2. Lợi thế cạnh tranh của PCC1

PCC1 đáp ứng được cả 3 tiêu chí trong các dự án đấu thầu như sau:

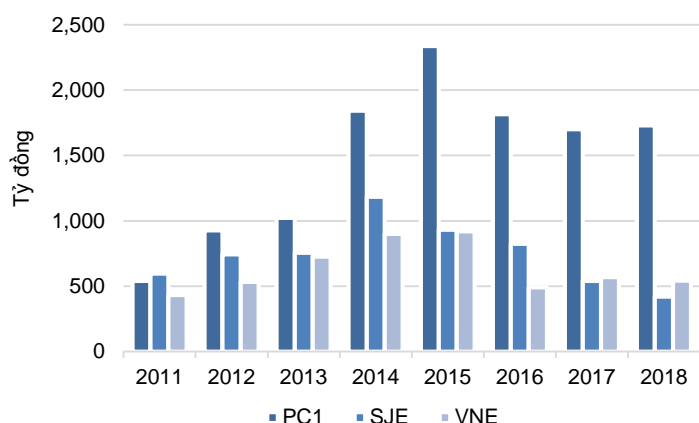
Kinh nghiệm thực hiện các dự án tương tự: Trong đấu thầu xây dựng lưới điện truyền tải 500KV, 220KV, chỉ một số nhà thầu truyền thống trong nước như SJE, VNE, PCC2, PCC4 và PCC1 là đủ điều kiện. Trong số đó, PCC1 là nhà thầu lâu đời nhất (được thành lập năm 1963 trong khi SJE được thành lập năm 1973). Theo hướng dẫn tại Mục 2.1, Chương III, Thông tư số 03/2015/TT-BKHĐT ngày 06/05/2015 của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, nhà thầu chính nên có kinh nghiệm thực hiện ít nhất một dự án tương tự dự án đang đấu thầu trong 3-5 năm trước thời điểm đấu thầu.

Năng lực kỹ thuật: nhân viên lành nghề và có kinh nghiệm, máy móc, vv

Khả năng tài chính (tổng tài sản, cơ cấu vốn, tỷ lệ khả năng thanh toán, doanh thu, lợi nhuận và các hệ số tài chính khác): PCC1 luôn vượt trội so với tất cả các đối thủ truyền thống về mọi khía cạnh tài chính.

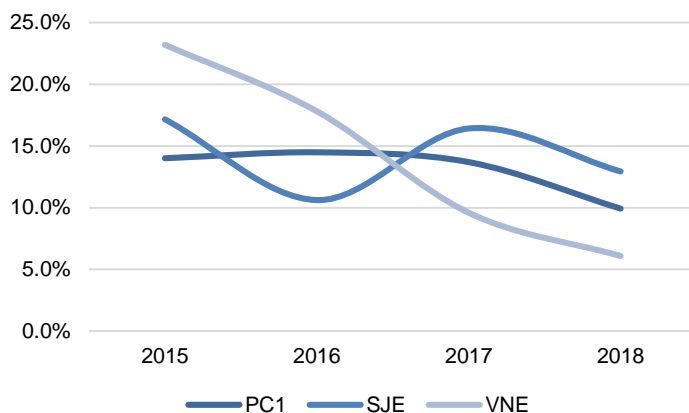
Do đó, PCC1 có thể cạnh tranh trực tiếp với tất cả các đối thủ của mình. Năm 2011, PCC1, SJE và VNE có doanh thu tương đương khoảng 500 tỷ đồng. Tuy nhiên, năm 2018, trong khi doanh thu SJE & VNE vẫn giữ nguyên như vậy, PCC1 đã tăng gấp ba lần doanh thu lên 1,731 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính thị phần của PCC1 vào khoảng 60% trong năm 2018.

Hình 03. Doanh thu xây dựng của PC1 và các đối thủ cạnh tranh



Nguồn: PCC1, SJE, VNE, KIS

Hình 04. Biên lãi gộp của PC1 và đối thủ cạnh tranh



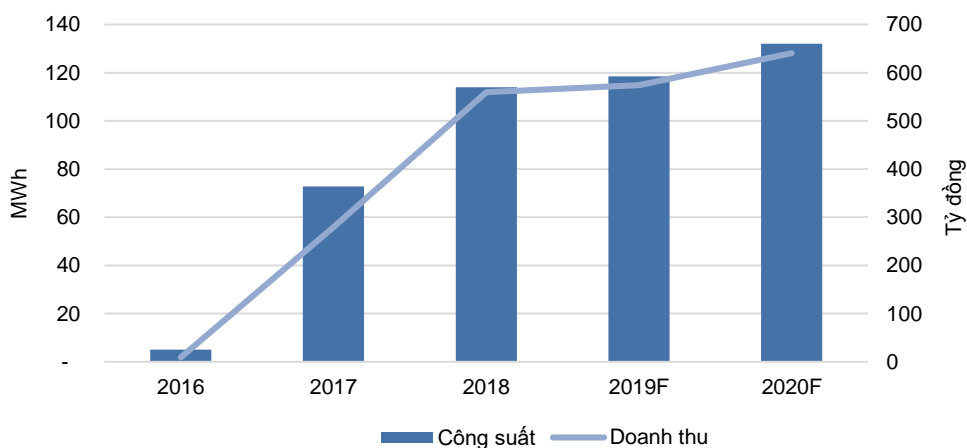
Nguồn: PCC1, SJE, VNE, KIS

2. Sản xuất điện cải thiện chất lượng lợi nhuận

2.1. Đầu tư lớn vào phát điện

Hiện tại, PCC1 có 4 nhà máy thủy điện gồm Trung Thu, Bảo Lâm 1, Bảo Lâm 3 và Bảo Lâm 3A với tổng công suất thiết kế là 114MW. Tổng sản lượng năm 2018 là 437 triệu KWh và hiệu suất sử dụng đạt 94%, do đó biên lợi nhuận ròng ước tính là 36.8%. Biên lãi gộp đang trong xu hướng tăng từ 45% năm 2016 lên 62% năm 2018. Đây là bằng chứng mạnh mẽ cho thành công của việc đầu tư lớn vào mảng sản xuất điện.

Hình 05. Công suất và tăng trưởng doanh thu của mảng điện



Nguồn: PCC1, KIS

Trong 2019 và những năm tiếp theo, PCC1 sẽ tiếp tục thâm nhập sâu hơn vào ngành điện bằng cách đầu tư vào các dự án dưới đây để tăng gấp ba công suất điện.

Dự án	Loại dự án	Địa điểm	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Tỷ lệ nợ	Công suất (MW)	Thời gian khởi công	Thời gian hoàn thành
Bảo Lạc B	Thủy điện	Cao Bằng	568.4	70%	18	2Q2018	4Q2019
Mông Ân	Thủy điện	Cao Bằng	922	30%	30	2018	2020
Sông Nhiệm 4	Thủy điện	Hà Giang	196	N/A	6	2018	2020
Trung Thu	Điện mặt trời	Điện Biên	1,600	80%	100	4Q2019	3Q2020
Bảo Lạc A	Thủy điện	Cao Bằng	862.9	70%	30	1Q2020	4Q2022
Thượng Hà	Thủy điện	N/A	349	70%	13	2Q2020	4Q2022
N/A	Điện gió	N/A	N/A	N/A	100	N/A	N/A

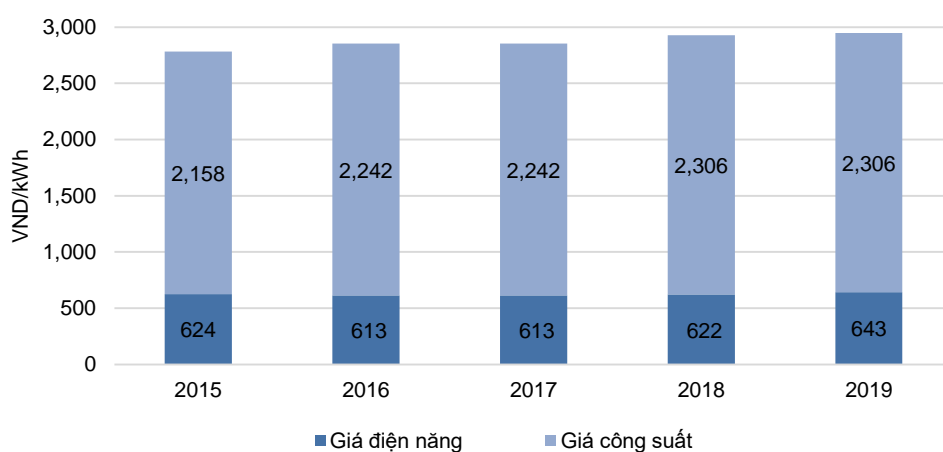
Nguồn: PCC1, KIS

2.2. Lợi nhuận bền vững và đa dạng trong dài hạn

Ngoại trừ dự án điện mặt trời và điện gió mới, tất cả các nhà máy điện của PCC1 đều là nhà máy thủy điện. Các nhà máy này đang được hưởng biểu giá tránh được cho các dự án thủy điện nhỏ như:

- ❖ Công suất không vượt quá 30MWh
- ❖ Các nhà máy thủy điện trên cùng một dòng sông có tổng công suất không vượt quá 60MWh

Hình 06. Biểu giá tránh được tại miền Bắc



Nguồn: Bộ Công Thương, KIS

Biểu giá tránh được, được tính dựa trên chi phí cao nhất để phát điện của các nhà máy nhiệt điện (không bao gồm các nhà máy BOT và nhà máy nhiệt điện diesel), nhiều khả năng tiếp tục tăng do giá đầu vào tăng.

Bên cạnh đó, dự án điện mặt trời nổi của PCC1 rất triển vọng nhờ vị trí tại tỉnh Điện Biên, thuộc vùng bức xạ 2 và có giá bán cao thứ ba trong bảng sau. Ngoài ra, do đây là dự án điện mặt trời nổi được xây dựng trên hồ Trung Thu, công ty có thể tận dụng đường dây truyền tải hiện tại của nhà máy thủy điện Trung Thu để giảm chi phí vốn.

Hoạt động của dự án này cũng sẽ đa dạng hóa danh mục đầu tư của PCC1, ngăn chặn tác động xấu từ El Nino.

Giá thu mua theo loại công nghệ năng lượng mặt trời và vùng bức xạ

VND/kWh	Vùng 1	Vùng 2	Vùng 3	Vùng 4
Điện mặt trời nổi	2,159	1,857	1,664	1,566
Điện mặt trời mặt đất	2,102	1,809	1,620	1,525

Nguồn: Bộ Công Thương, KIS

3. Đóng góp khiêm tốn từ bất động sản

3.1. Dự án Thanh Xuân

Năm 2019, PCC1 sẽ chỉ thu được 175 tỷ đồng từ phần còn lại của Mỹ Đình 2, giảm 82% n/n do dự án Thanh Xuân mới bị tạm hoãn. Dự án Thanh Xuân là dự án chính của PCC1 trong 2 năm tới.

Tổng vốn đầu tư khoảng 674 tỷ đồng, trong đó 250 tỷ đồng sẽ được huy động từ ngân hàng. Dự án tọa lạc tại số 44 đường Triều Khúc, quận Thanh Xuân, Hà Nội; gồm 480 căn hộ chung cư với tổng diện tích xây dựng 31,619m². Thời gian mở bán là vào 3Q2019 và dự kiến sẽ bàn giao vào 2Q2020. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của dự án này lần lượt vào khoảng 885 tỷ đồng và 106 tỷ đồng.

3.2. Kế hoạch tiềm năng trong những năm tiếp theo

Năm 2021 và 2022, PCC1 đã lên kế hoạch ra mắt 2 dự án PCC1 Vĩnh Hưng và PCC1 Thăng Long như sau:

Dự án	Diện tích xây dựng (m ²)	Thời gian khởi công	Thời gian bàn giao	Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)
Vĩnh Hưng	28,248	3Q2019	3Q2021	552-860
Thăng Long	N/A	4Q2019	4Q2021	1,200

4. Dự phóng và định giá

4.1. Dự phóng

Tỷ đồng	2018	2019E	2020E	Giá định
Doanh thu thuần	5,084	5,548	6,218	
<i>Tăng trưởng (%)</i>	61%	9%	12%	
Xây dựng	3,556	4,778	4,599	<i>Trong những năm trước, PCC1 chỉ đạt 90% kế hoạch mục tiêu. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu mảng xây dựng bằng 90% so với kế hoạch.</i>
Sản xuất điện	559	574	707	<i>Trong 4Q2019, nhà máy Bảo Lạc B sẽ đi vào hoạt động. Tổng sản lượng năm 2019 sẽ là 455 triệu Kwh, không đổi so với năm 2018</i>
Bất động sản	970	197	913	<i>Trong 4Q2020, nhà máy điện mặt trời Trung Thu sẽ hoạt động. Năm 2019, PCC1 sẽ ghi nhận 175 tỷ đồng doanh thu còn lại từ Mỹ Đình Plaza 2. Năm 2020, PCC1 sẽ ghi nhận 885 tỷ đồng doanh thu từ dự án Thanh Xuân.</i>
Lợi nhuận gộp	866	749	966	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	17.1%	13.5%	15.5%	
Xây dựng	249	367	354	
Sản xuất điện	349	326	406	
Bất động sản	257	55	206	
EBIT	657	468	653	
Chi phí lãi vay ròng	122	125	186	<i>Vốn hóa lãi vay của dự án năng lượng mặt trời và các dự án khác trong năm 2019</i>
Lợi nhuận ròng	491	332	437	
EPS (VND, hiệu chỉnh)	2,954	1,916	2,543	

Nguồn: PCC1, KIS ước tính

4.2. Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu PCC1 dựa trên phương pháp Tổng các giá trị thành phần.

4.2.1. Mảng xây lắp

Đối với mảng xây lắp, bao gồm xây lắp lưới điện, sản xuất công nghiệp và kinh doanh thiết bị điện, chúng tôi sử dụng phương pháp EV/EBITDA. PCC1 là tổng thầu EPC lớn nhất trong phân khúc xây lắp điện, tương tự như vị thế của Cotecons (HSX: CTD) và Tập đoàn Hòa Bình (HSX: HBC) trong mảng nhà ở và công nghiệp. Do đó, mảng xây lắp của PCC1 xứng đáng có EV/EBITDA tương tự các công ty trên. Giá trị trung bình EV/EBITDA lịch sử 4 năm của CTD và HBC tính được là **6.7**. Chúng tôi sử dụng giá trị này để định giá mảng xây lắp.

Tỷ đồng	2019F	Ghi chú
EV/EBITDA (x)	6.7	<i>EV/EBITDA lịch sử 4 năm của CTD và HBC</i>
EBITDA	348.9	
EV mảng xây lắp điện	2,329	2019

4.2.2. Sản xuất điện

Đối với mảng sản xuất điện, chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF. Chúng tôi định giá 4 nhà máy hiện có và 4 nhà máy sắp đi vào hoạt động là nhà máy thủy điện Bảo Lạc B, nhà máy thủy điện Mông Ân, nhà máy thủy điện Sông Nhiệm 4 và nhà máy điện mặt trời Trung Thu trong dự phóng. Tất cả các nhà máy này sẽ vận hành toàn bộ từ năm 2021.

Tỷ đồng	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	Ghi chú
Doanh thu	574	707	1,083	1,083	1,083	
EBIT	224	290	477	477	477	
Thuế	-	-	8	8	13	
LN hoạt động ròng sau thuế	224	290	464	465	457	
Chi phí sử dụng vốn	1,332	1,118	11	14	22	
FCFF	-962	-682	753	739	714	
WACC (%)	12%	12%	13%	14%	15%	Thống nhất cho toàn công ty
Hệ số chiết khấu (x)	1	1.12	1.26	1.44	1.65	
PV của dòng tiền tự do	-962	-611	595	514	432	
PV của FCF 2019-2023	-40					
Tốc độ tăng trưởng	4%					Lạm phát mục tiêu
Giá trị sau cùng	4,087					
EV của mảng phát điện	4,047					

4.2.3. Bất động sản

Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV để tính giá trị doanh nghiệp của mảng bất động sản. Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF để định giá dự án Mỹ Đình Plaza 2, Thanh Xuân và các dự án cho thuê mặt bằng bán lẻ; đồng thời bỏ qua tất cả các tài sản khác do thiếu thông tin.

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	-303	565	6	
WACC	12%	12%	13%	Thống nhất cho toàn công ty

Hệ số chiết khấu (x)	1	1.12	1.26	
PV của dòng tiền tự do	-303	565	6	
PV của FCF 2019-2023	268			
Tốc độ tăng trưởng	4%			Lạm phát mục tiêu
Giá trị sau cùng	67			
EV của các dự án bất động sản	334			

4.2.4. Tổng hợp các giá trị thành phần

Sử dụng phương pháp Tổng hợp giá trị từng phần, chúng tôi định giá cổ phiếu PC1 ở mức **29,600 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019; do đó, với giá đóng cửa hôm nay (03/06/2019) là 22,900 đồng, tổng lợi nhuận dự kiến 1 năm là **29%**. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** cổ phiếu PCC1 cho khung thời gian đầu tư 1 năm.

Tỷ đồng	2019F	Ghi chú
EV của mảng xây dựng	2,329	
FCFF của mảng sản xuất điện	4,047	
FCFF của mảng bất động sản	334	
Giá trị doanh nghiệp PCC1 (A)	6,711	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	645	Giá trị thị trường của lợi ích CĐ thiểu số
Nợ ròng (C)	2,132	
Giá trị VCSH (D = A-B-C)	3,934	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	133	
Giá mục tiêu (VND)	29,600	
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	29%	
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	0%	
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	29%	2019

5. Rủi ro

5.1. Tình hình tài chính của Tổng công ty Điện lực Việt Nam (EVN)

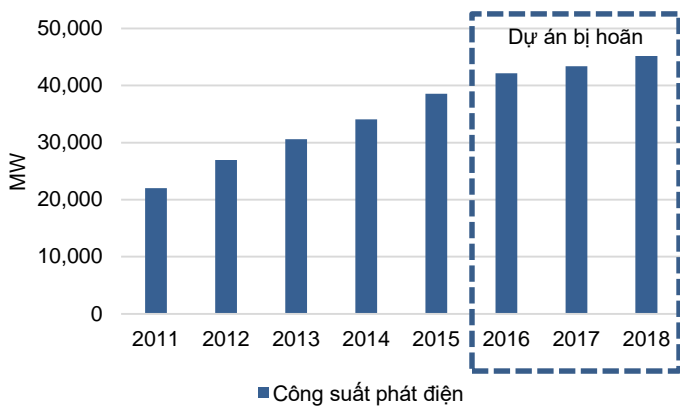
Hiện tất cả các dự án truyền tải điện đều được thực hiện bởi EVN. Chỉ có mảng phát điện được tư nhân hóa trong khi mảng phân phối điện vẫn thuộc về EVN. Giá bán lẻ chỉ có thể được điều chỉnh sau khi Chính phủ phê duyệt. Do đó, EVN không thể kiểm soát tình hình tài chính của mình, điều này có thể gây ảnh hưởng đến việc giải ngân đầu tư truyền tải như 3 năm về trước.

5.2. Giá thép đầu vào

Biên lãi gộp của sản xuất công nghiệp phụ thuộc rất nhiều vào biến động của giá thép.

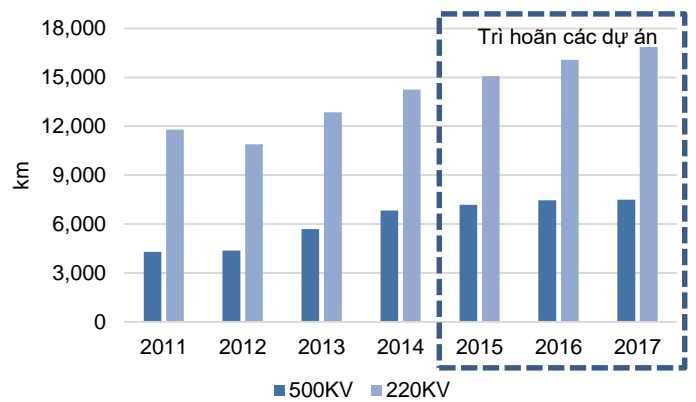
Phụ lục

Hình 07. Công suất phát điện thiết kế của Việt Nam



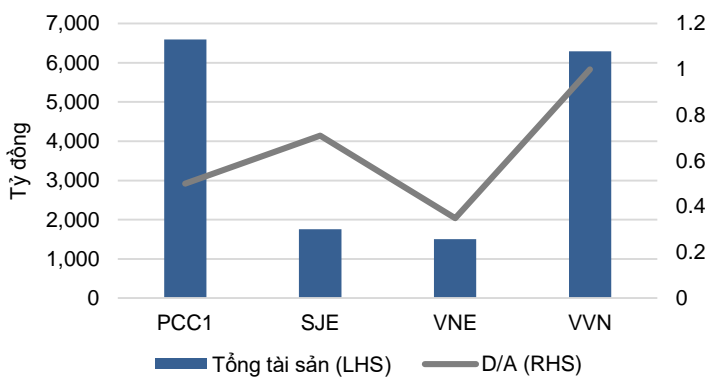
Nguồn: EVN, KIS

Hình 08. Đường dây tải điện dưới sự quản lý của EVN



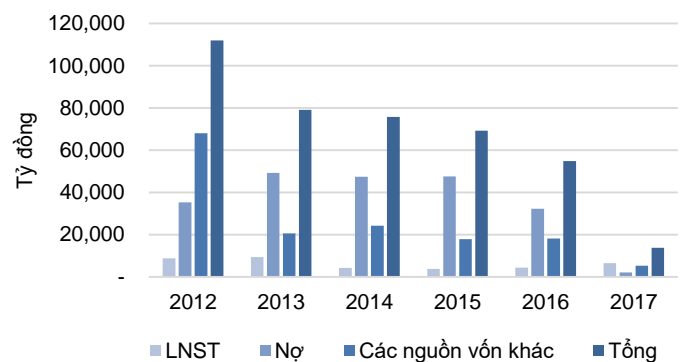
Nguồn: EVN, KIS

Hình 09. Cơ cấu vốn của PCC1 và các đối thủ cạnh tranh



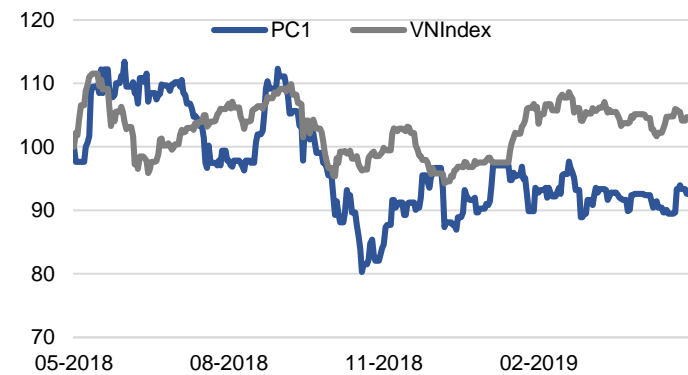
Nguồn: PCC1, SJE, VNE, VVN, KIS

Hình 10. Nguồn vốn của EVN



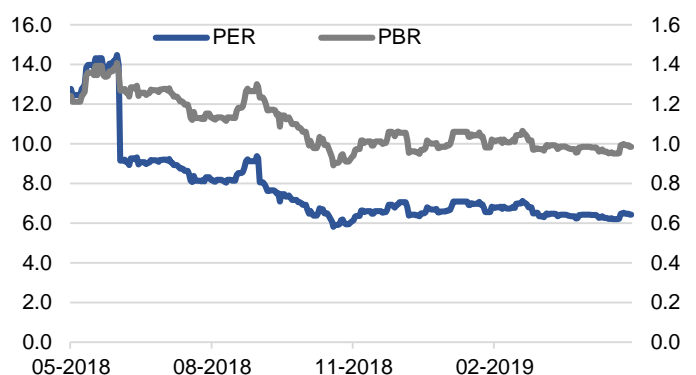
Nguồn: EVN, KIS

Hình 11. Diễn biến giá cổ phiếu so với VN-Index



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 12. 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	5,549	6,219
Tăng trưởng (%)	-3%	5%	61%	9%	12%
Xây lắp điện	1,815	1,700	1,731	2,893	2,828
Sản xuất CN	517	376	499	1,034	919
Sản xuất điện	-	9	279	574	708
Bất động sản	472	17	970	197	913
Khác	195	790	1,327	851	851
GVHB	2,482	2,679	4,219	4,800	5,252
Biên LN gộp (%)	26%	23%	21%	13.5%	15.5%
Chi phí BH & QLDN	129	126	208	281	314
EBITDA	433	470	812	636	838
Biên lợi nhuận (%)	14%	15%	16%	11%	13%
Khấu hao	36	115	154	169	186
Lợi nhuận từ HĐKD	397	355	657	467	652
Biên LN HĐKD (%)	13%	11%	13%	8%	10%
Chi phí lãi vay ròng	8	86	122	125	186
% so với nợ ròng	3%	9%	10%	8%	8%
Khả năng trả lãi vay (x)	50.2	4.1	5.4	3.7	3.5
Lãi/lỗ khác	11	34	44	44	44
Thuế	96	47	88	55	76
Thuế suất hiệu dụng (%)	24%	15%	15%	14%	15%
Lợi nhuận ròng	305	256	491	332	435
Biên lợi nhuận (%)	10%	8%	10%	6%	7%
Lợi ích CĐ thiểu số	0	20	20	26	28
LN cho công ty mẹ	305	237	472	306	406
Số lượng CP (triệu)	75	115	133	133	133
EPS hiệu chỉnh (VND)	2,544	1,436	2,954	1,916	2,543
Tăng EPS (%)	34%	-44%	106%	-35%	33%

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	93	134
Capex	993	821	531	1,362	1,155
Dòng tiền khác	404	42	-16	-	-
Dòng tiền tự do	-1,138	-995	-41	-954	-669
Phát hành cổ phiếu	414	519	17	-	-
Cổ tức	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	724	476	25	954	669
Nợ ròng cuối năm	677	1,154	1,178	2,132	2,801
Giá trị doanh nghiệp	3,861	4,357	4,401	5,467	6,164
Tổng VCSH	2,814	3,543	3,971	4,252	4,618
Lợi ích cổ đông thiểu số	130	150	169	195	223
VCSH	2,684	3,393	3,802	4,057	4,394
Giá trị sổ sách/cp (VND)	35,663	29,392	28,638	30,554	33,097
Nợ ròng / VCSH (%)	24%	33%	30%	50%	61%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.56	2.45	1.45	3.35	3.34
Tổng tài sản	6,214	7,694	8,351	9,636	10,739

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%	7.8%	9.6%
(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)					
ROA (%)	4.9%	3.3%	5.9%	3.4%	4.0%
ROIC (%)	11.3%	7.9%	12.0%	7.5%	8.4%
WACC (%)	12.5%	13.2%	13.5%	12.0%	11.6%
PER (x)	9.0	16.0	7.8	12.3	9.3
PBR (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
PSR (x)	1.0	1.0	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	8.9	9.3	5.4	8.6	7.4
EV/Sales (x)	1.3	1.4	0.9	1.0	1.0
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**.