

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY LẮP ĐIỆN 1 (HSX: PC1)

Nguyễn Ngọc Đức

Chuyên viên phân tích

 Email: ducnn2@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84.24) – 3773 7070 - Ext: 4307

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc Phân tích đầu tư

TẬP TRUNG ĐẦU TƯ ĐIỆN GIÓ

Năm 2019, PC1 đạt 5.842 tỷ doanh thu và 358 tỷ lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (lần lượt +15% và -23% yoy). Doanh thu tăng chủ yếu nhờ đóng góp từ xây lắp điện và sản xuất công nghiệp (3.982 tỷ, +79% yoy). Ngược lại, lợi nhuận sau thuế PC1 giảm do trong năm 2019 không có dự án bất động sản mới mà chỉ ghi nhận khoảng 20% còn lại của dự án Mỹ Đình Plaza 2 (194 tỷ doanh thu, -80% yoy).

Với kết quả này, PC1 hoàn thành 97% kế hoạch doanh thu và 84% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ cả năm. Trong đó, ba khối kinh doanh chính của PC1 (xây lắp điện, năng lượng và bất động sản) đều đạt khoảng 90% kế hoạch doanh thu. Về lợi nhuận, PC1 ghi nhận khoản lỗ 33 tỷ từ công ty liên kết là CTCP Gang thép Cao Bằng (UPCoM: [CBI](#)) do giá đầu ra là phôi thép giảm mạnh trong năm 2019.

Phân chia lợi nhuận: Trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10:02 (tương ứng phát hành thêm 31,9 triệu cổ phiếu), dự kiến thực hiện trước Q4/2020.

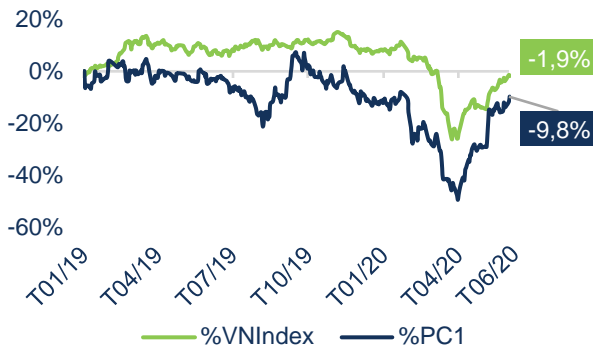
Kế hoạch 2020: PC1 đặt kế hoạch 7.001 tỷ doanh thu và 469 tỷ lợi nhuận sau thuế (+20% và +25% yoy) với động lực chủ yếu từ ghi nhận dự án PCC1 Thanh Xuân. Chúng tôi đánh giá PC1 sẽ hoàn thành khoảng 83% kế hoạch này, chủ yếu do ảnh hưởng của dịch Covid-19 tới lĩnh vực bất động sản (chi tiết tại [đây](#)).

KHUYẾN NGHỊ: Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của PC1 là **23.800 VND/cp** (+32,2% so với giá đóng cửa 02/06/2020). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA**, dựa trên các luận điểm sau:

- PC1 là nhà thầu xây lắp điện hàng đầu tại Việt Nam. Dù dịch Covid-19 có gây gián đoạn xây lắp trong ngắn hạn, triển vọng của lĩnh vực này gần như không bị ảnh hưởng.
- Nguồn dự án đầu tư năng lượng và bất động sản tiềm năng: Tổng công suất vận hành thủy điện của PC1 dự kiến đạt 169 MW sau khi hoàn thành thêm 03 dự án (55 MW) trong năm 2020. Ngoài ra, các dự án đang phát triển khác gồm 03 dự án điện gió (tổng 144 MW, hoàn thành 2021), 01 dự án thủy điện (30 MW, hoàn thành 2023), và 02 dự án bất động sản (TMĐT khoảng 2.000 tỷ, hoàn thành 2022).

Yếu tố cần theo dõi:

- Nợ vay ở mức cao: Cuối Q1/2020, nợ vay của PC1 đạt 3.514 tỷ (~40% tổng nguồn vốn), trong đó 60% là nợ vay dài hạn (chủ yếu từ thủy điện). Những khoản vay này đều có lãi suất thả nổi và sẽ ảnh hưởng tới lợi nhuận PC1 nếu lãi suất tăng.
- Phụ thuộc vào EVN: Với khoảng 50% giá trị hợp đồng đang thực hiện tới từ EVN, kết quả kinh doanh của PC1 chịu phụ thuộc vào khả năng thu xếp vốn của tập đoàn này cũng như các thay đổi trong chính sách của Chính phủ.

Biến động giá PC1 và VNINDEX 2019 – 2020


Biểu đồ 1 – Nguồn: EzSearch

Thông tin giao dịch	03/06/2020
Giá hiện tại (VND/cp)	18.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	23.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	10.100
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	159,32
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	159,32
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	736,797
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	19,97%
Vốn hóa (tỷ VND)	2.867
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	2.342
P/E Trailing 12 tháng	7,69x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Xây lắp điện 1
Địa chỉ	Số 583 Nguyễn Trãi, Văn Quán, Thanh Xuân, Hà Nội
Hoạt động kinh doanh chính	Thi công xây lắp điện Đầu tư năng lượng điện Đầu tư và kinh doanh bất động sản
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, lao động, lãi vay
Rủi ro chính	Lãi vay và phụ thuộc EVN

Cơ cấu cổ đông (03/06/2020)*	(%)
Trịnh Văn Tuấn (CT HĐQT + TGD)	20,0%
CTCP BEHS	17,8%
Khác	62,2%

Bảng 1 *: Gồm cả những người liên quan

I. KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT NĂM 2019

PC1 đạt lần lượt 5.845 tỷ doanh thu (+15% yoy) và 358 tỷ lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (-23% yoy):

Đơn vị: Tỷ VND	2019	%YoY	KH2019	%KH	%Dự phóng T09/2019
Doanh thu thuần	5.845	+15,0%	6,043	96,7%	101,2%
Trong đó:					
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	3.982	+78,6%	4,362	91,3%	102,0%
Bán điện thương phẩm	552	-1,3%	591	93,4%	92,9%
Bất động sản	213	-78,0%	235	90,6%	107,8%
Khác	1.099	-17,2%	855	128,5%	101,3%
Lợi nhuận gộp	819	-5,4%			97,1%
Trong đó:					
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	351	+72,8%			98,9%
Bán điện thương phẩm	346	-1,0%			96,9%
Bất động sản	75	-72,1%			86,7%
Khác	47	+2,7%			104,4%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	600	-13,8%			87,7%
Lợi nhuận (lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	(33)				
Lợi nhuận trước thuế	433	-25,3%			78,0%
Lợi nhuận sau thuế	376	-23,4%			76,2%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	358	-23,3%	424	84,4%	77,3%

Bảng 2 - Nguồn: PC1, FPTS tổng hợp

Trong năm 2019, cả 03 lĩnh vực kinh doanh chính của PC1 chỉ đạt khoảng 90% kế hoạch doanh thu, đồng thời PC1 phải ghi nhận khoản lỗ 33 tỷ từ CTCP Gang thép Cao Bằng (UPCoM: [CBI](#)) khiến cho doanh nghiệp chỉ hoàn thành 97% kế hoạch doanh thu và 84% kế hoạch lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ.

- **Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp:** tăng trưởng tới trên 70% yoy cả về doanh thu và lợi nhuận gộp (lần lượt 3.982 tỷ và 351 tỷ), chủ yếu nhờ dự án Mạch 3 – 500kV và làn sóng đầu tư điện mặt trời và điện gió.
- **Thủy điện:** dù tình hình thủy văn năm 2019 chịu ảnh hưởng của El Nino, lĩnh vực này của PC1 vẫn đạt kết quả ổn định nhờ lượng nước dự trữ tại các hồ chứa.
- **Bất động sản:** Doanh thu đạt 213 tỷ chủ yếu nhờ ghi nhận khoảng 20% còn lại của dự án Mỹ Đình Plaza 2.
- **Lỗ từ công ty liên kết:** PC1 ghi nhận lỗ 33 tỷ từ CTCP Gang thép Cao Bằng (UPCoM: [CBI](#), PC1 sở hữu 25,1%). Theo giải trình của CBI, doanh nghiệp lỗ 133 tỷ do giá đầu ra (phôi thép) trung bình giảm trên 16% trong khi giá đầu vào (quặng sắt, than cốc, điện, xăng dầu...) tăng trong năm 2019.

Trong [Báo cáo cập nhật định giá T10/2019](#), ngoài khoản lỗ từ công ty liên kết, chúng tôi đã đánh giá thấp chi phí quản lý và chi phí lãi vay¹, dẫn tới lợi nhuận sau thuế của PC1 chỉ bằng 78% kết quả dự phóng. Chúng tôi đã điều chỉnh dự phóng năm 2020 để phản ánh điều này.

¹ Trong năm 2019, để đáp ứng khối lượng công việc xây lắp điện và sản xuất công nghiệp tăng cao, chi phí nhân công trong chi phí quản lý PC1 tăng 27% yoy (từ 98 tỷ lên 124 tỷ); nợ vay ngắn hạn tăng 129% (từ 416 tỷ lên 951 tỷ).

II. KẾ HOẠCH KINH DOANH 2020 VÀ KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2020 (trở lại)

1. Kế hoạch kinh doanh 2020

Năm 2020, PC1 đặt kế hoạch 7.001 tỷ doanh thu và 469 tỷ lợi nhuận sau thuế (lần lượt +20% và +25% yoy). Kế hoạch dựa trên tăng trưởng từ cả 03 lĩnh vực kinh doanh, trong đó động lực chính là ghi nhận dự án PCC1 Thanh Xuân.

Đơn vị: Tỷ VND	2019	KH2020	%YoY
Doanh thu	5.845	7.001	+19,8%
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	3.982	4.551	+14,3%
Năng lượng	552	630	+14,1%
Bất động sản	213	980	+360,4%
Khác	1.099	840	-23,5%
Lợi nhuận sau thuế	358	469	+24,6%

Bảng 3 - Nguồn: PC1

2. Kết quả kinh doanh Q1/2020 và dự phóng 2020

Đơn vị: Tỷ VND	Q1/2020	%YoY	%KH	2020 (F)	%YoY	%KH
Doanh thu	1.370	+6,5%	19,6%	5.802	-0,7%	82,9%
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	821	+5,7%	18,0%	3.528	-11,4%	77,5%
Năng lượng	94	-29,3%	14,9%	612	+10,9%	97,3%
Bất động sản	261	+661,2%	26,6%	861	+304,3%	87,8%
Khác	194	-43,4%	23,1%	802	-27,0%	95,4%
Lợi nhuận gộp	199	+9,0%		850	+3,8%	
Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	80	+6,1%		305	-13,1%	
Năng lượng	51	-39,7%		355	+2,7%	
Bất động sản	62	+495,8%		149	+99,6%	
Khác	6	-49,7%		41	-12,6%	
Lợi nhuận sau thuế	88	-3,7%	18,9%	386	+2,5%	82,2%

Bảng 4 - Nguồn: PC1, FPTs Research

Trong Q1/2020, PC1 đạt 1.370 tỷ doanh thu và 88 tỷ lợi nhuận sau thuế (lần lượt +6,5% và -3,7% yoy). Theo PC1, dự kiến kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2020 đạt khoảng 3.000 tỷ doanh thu và 250 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng 43% và 53% kế hoạch cả năm. **Trong năm 2020, chúng tôi dự phóng PC1 đạt 5.805 tỷ doanh thu và 387 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng hoàn thành 83% kế hoạch.** Cụ thể từng lĩnh vực như sau:

- **Xây lắp điện và sản xuất công nghiệp:** Kết quả kinh doanh của lĩnh vực này đang được hỗ trợ bởi dự án Mạch 3 – 500kV (dự kiến hoàn thành trong nửa đầu năm 2020). Tuy nhiên, trái với kế hoạch tăng trưởng của PC1, chúng tôi dự phóng lĩnh vực này sẽ giảm trên 10% trong 2020 cả về doanh thu và lợi nhuận gộp do

backlog của lĩnh vực này giảm so với năm trước (backlog chuyển sang 2020 đạt 3.752 tỷ, giảm 15% so với backlog chuyển sang 2019). Theo PC1, giá trị hợp đồng ký mới trong Q1/2020 đạt 461 tỷ, tương ứng với backlog chuyển sang Q2/2020 là 3.392 tỷ. Doanh nghiệp cũng đặt kế hoạch ký thêm 1.600 tỷ trong Q2/2020, chủ yếu từ các dự án năng lượng tái tạo.

- **Thủy điện:** Do tình hình thủy văn bất lợi từ cuối 2019 tới nay, sản lượng điện các nhà máy giảm khoảng 40 – 50% trong Q1/2020 so với cùng kỳ, dẫn tới doanh thu lĩnh vực giảm 30% và lợi nhuận gộp giảm 40%. Cụ thể kết quả kinh doanh các nhà máy thủy điện của PC1 trong Q1/2020 như sau:

Nhà máy	Công suất (MW)	Sản lượng (triệu kWh)	Giá bán trung bình (VND/kWh)	Doanh thu (Tỷ VND)	Sản lượng %YoY	Giá bán trung bình %YoY	Doanh thu %YoY
Bảo Lâm 1	30	8	2,589	21	-42.9%	+5.8%	-36.4%
Bảo Lâm 3	46	12	2,687	31	-47.8%	+12.4%	-43.6%
Bảo Lâm 3A	9	3	2,234	7	-50.0%	+16.8%	-36.4%
Trung Thu	30	6	2,767	18	-53.8%	+7.4%	-45.5%
Mông Ân	30	7	2,149	16	N/A	N/A	N/A
Tổng cộng	145	36	2,533	92	-34.5%	+5.7%	-30.3%

Bảng 5 - Nguồn: PC1

Dù kết quả Q1/2020 khá ảm đạm, chúng tôi dự phóng lĩnh vực này sẽ đạt 612 tỷ doanh thu và 355 tỷ lợi nhuận gộp trong 2020 (lần lượt +10,9% yoy và +2,7% yoy), dựa trên (1) công suất phát điện trung bình năm 2020 của PC1 tăng 27% yoy (từ dự án thủy điện Mông Ân – 30 MW đã phát điện trong T03/2020, dự kiến thủy điện Bảo Lạc B – 18 MW và Sông Nhiệm 4 – 6 MW sẽ phát điện vào T06/2020) và (2) giá bán điện theo biểu giá tránh được mùa mưa (01/07 – 31/10) tăng khoảng 13% so với năm 2019² giúp cải thiện kết quả H2/2020.

- **Bất động sản:** Doanh thu Q1/2020 đạt 261 tỷ với biên lợi nhuận gộp 23,7%, tới từ dự án PCC1 Thanh Xuân. Chúng tôi dự kiến PC1 sẽ ghi nhận hoàn toàn dự án này trong năm 2020, tương ứng với 861 tỷ doanh thu và 149 tỷ lợi nhuận gộp từ bất động sản (biên lợi nhuận gộp 17,3%). Biên lợi nhuận gộp giảm dựa trên giả định giá bán trung bình tại dự án này giảm từ 26 triệu xuống 25 triệu VND/m² (trong thị trường khó khăn do dịch Covid-19, doanh nghiệp nhiều khả năng sẽ phải giảm giá bán để đảm bảo tốc độ tiêu thụ sản phẩm).

² Theo Biểu giá chi phí tránh được năm 2020, chúng tôi ước tính giá bán điện trong giờ cao điểm mùa khô (01/11 – 30/06) giảm khoảng 10% (từ khoảng 2.975 xuống 2.667 VND/kWh); ngược lại các khung giờ khác trong mùa khô tăng khoảng 09% và trong mùa mưa (01/07 – 30/10) tăng khoảng 13% (từ trên 600 tăng lên trên 700 VND/kWh). Thay đổi này tới từ hai thành phần tạo nên biểu giá chi phí tránh được là (1) giá điện năng – phân chia theo vùng miền, mùa và khung giờ và (2) giá công suất – chỉ áp dụng cho giờ cao điểm trong mùa khô. Trong năm 2020, giá điện năng tăng khoảng 10% trong mùa khô và 13% trong mùa mưa (từ trên 600 tăng lên trên 700 VND/kWh). Ngược lại, giá công suất giảm 16% (từ 2.306 xuống 1.932 VND/kWh) và dẫn tới tổng giá bán điện trong giờ cao điểm mùa khô giảm khoảng 10%.

III. DỰ ÁN ĐẦU TƯ

- **Điện gió:** PC1 sẽ hợp tác với RENOVA³ để đầu tư vào 03 dự án điện gió với quy mô tương đương tại tỉnh Quảng Trị (tổng công suất 144 MW, TMĐT 5.241 tỷ, PC1 sẽ sở hữu 60% và RENOVA 40%). Đại hội Cổ đông PC1 cũng đã thông qua chủ trương phát triển 400MW công suất điện gió trong giai đoạn 2022 – 2025 với tối thiểu tỷ lệ sở hữu 51% và IRR 13%.

Dự án	Công suất (MW)	TMĐT (Tỷ VND)	IRR	Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	Khởi công	Hoàn thành
Liên Lập	48	1.747	14,03%	144	T05/2020	T08/2021
Phong Huy	48	1.747	15,21%	176	T05/2020	T09/2021
Phong Nguyên	48	1.747	14,59%	172	T05/2020	T09/2021
Tổng cộng	144	5.241		492		

Bảng 6 – Nguồn: PC1

Nguồn vốn cho các dự án này dự kiến gồm 30% vốn tự có và 70% vốn vay. Về vốn vay, PC1 đã đàm phán xong với Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam (Vietinbank) để vay nội tệ với mức lãi suất khoảng 9,1%/năm⁴. Ngoài ra, đối tác RENOVA cũng đưa ra phương án vay vốn nước ngoài (USD) ở mức lãi suất khoảng 5,4 – 5,5%/năm. Về vốn tự có, với tỷ lệ sở hữu 60%, PC1 sẽ cần chi khoảng 950 tỷ. Do các dự án điện gió hiện đang có hiệu quả cao, PC1 sẽ tạm dừng 02 dự án đầu tư (điện mặt trời Trung Thu – 100MW và thủy điện Thượng Hà – 13 MW), và giãn tiến độ dự án thủy điện Bảo Lạc A – 30 MW khoảng 01 năm để ưu tiên nguồn vốn đầu tư cho các dự án này.

Các dự án này sẽ được PC1 tự thực hiện hoàn toàn với vai trò tổng thầu EPC. Tới nay, PC1 đã ký hợp đồng cung cấp thiết bị với Vestas⁵ và dự kiến sẽ hoàn thành cả ba dự án trong Q3/2021.

Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của các dự án điện gió tại Việt Nam, đặc biệt nếu dự án hoàn thành trước ngày 01/11/2021 để được hưởng ưu đãi trong Quyết định 39/2018/QĐ-TTg. Mức giá mua điện trong Quyết định 39/2018/QĐ-TTg hấp dẫn (8,5 – 9,8 UScents/kWh) so với chi phí quy dẫn của điện gió (khoảng 2,8 – 5,4 UScents/kWh⁶) và sẽ được áp dụng trong 20 năm. Chúng tôi sẽ bổ sung các dự án này vào mô hình định giá PC1 khi có thêm thông tin.

- **Điện mặt trời:** Tạm dừng đầu tư dự án Trung Thu – Điện Biên (công suất 100 MW, TMĐT 1.495 tỷ) do bất định về chính sách giá bán điện⁷ và để tập trung nguồn lực đầu tư điện gió.

³ [RENOVA, Inc.](#) là một trong những nhà phát triển và quản lý các dự án năng lượng tái tạo hàng đầu tại Nhật Bản.

⁴ Mức lãi suất dự kiến tương ứng lãi huy động tiết kiệm tiền VND 12 tháng cộng biên độ 2,6 – 2,7%.

⁵ [Vestas Wind System A/S](#), trụ sở tại Đan Mạch, là một trong những nhà sản xuất tua-bin điện gió lớn nhất thế giới.

⁶ Theo báo cáo Phân tích Chi phí quy dẫn năm 2019 của Lazard. Chi phí quy dẫn đã bao gồm chi phí vốn đầu tư, vận hành và bảo trì.

⁷ Đến ngày 06/04/2020, Thủ tướng Chính phủ mới ban hành Quyết định 13/2020/QĐ-TTg về Cơ chế khuyến khích phát triển điện mặt trời tại Việt Nam, trong khi Quyết định 11/2017/QĐ-TTg trước đó chỉ có hiệu lực tới 30/06/2019.

- **Thủy điện:** PC1 đang phát triển 05 dự án thủy điện (tổng công suất 97 MW, tổng mức đầu tư trên 3.000 tỷ). Ngoài 03 dự án sẽ hoàn thành trong năm nay, PC1 còn 02 dự án chưa được khởi công. Trong đó, để tập trung đầu tư cho các dự án điện gió, dự án Bảo Lạc A (30 MW) sẽ giãn tiến độ khoảng 01 năm và dự án Thượng Hà (13 MW) sẽ tạm dừng. Hiện nay, các dự án PC1 đang thực hiện và đã được đưa vào mô hình định giá gồm:

Dự án	Công suất (MW)	TMĐT (Tỷ VND)	Khởi công	Hoàn thành	Thay đổi so với dự kiến trong ĐHCĐ 2019
Mông Ân	30	915	Q3/2017	T03/2020	Chậm 03 tháng
Bảo Lạc B	18	592	Q2/2018	T06/2020	Chậm 09 tháng
Sông Nhiệm 4	6	228	Q4/2018	T06/2020	Chậm 09 tháng
Bảo Lạc A	30	963	Q4/2021	Q4/2023	Giãn tiến độ 01 năm
Tổng cộng	84	2.698			

Bảng 7 - Nguồn: PC1

- **Bất động sản:** PC1 đang phát triển 03 dự án bất động sản với tổng mức đầu tư khoảng trên 2.000 tỷ. Trong đó, dự án PCC1 Thanh Xuân dự kiến sẽ hoàn thành ghi nhận trong năm nay, mang lại 840 tỷ doanh thu và 60 tỷ lợi nhuận sau thuế. Hai dự án còn lại của PC1 đều bị chậm tiến độ khoảng 06 tháng do ảnh hưởng gián đoạn kinh tế của dịch Covid-19. Ngoài ra, Đại hội Cổ đông PC1 cũng thông qua chủ trương phát triển dự án bất động sản ở phân khúc trung cấp với TMĐT 1000 – 2.500 tỷ, dự kiến khởi công trong 2021 – 2022.

Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	Tiến độ
PCC1 Thanh Xuân	840				Theo PC1, dự án đã bán được trên 400/480 căn hộ, dự kiến sẽ hoàn thành bán hàng trong Q3/2020. Đã ghi nhận 257 tỷ doanh thu trong Q1/2020, dự kiến sẽ ghi nhận hoàn toàn dự án trong năm 2020 (thêm khoảng 583 tỷ doanh thu).
PCC1 Vĩnh Hưng		553			Dự kiến thi công cọc trong Q2/2020. Với tiến độ hiện tại, dự án có thể hoàn thành vào cuối năm 2021. Tuy nhiên, theo PC1, tiến độ pháp lý của dự án phụ thuộc vào các cơ quan có thẩm quyền và có thể bị chậm khoảng 03 tháng. Nếu rủi ro này xảy ra, dự án có thể bị chậm tới đầu năm 2022.
PCC1 Thăng Long			900	225	Dự kiến hoàn thành đền bù, giải phóng mặt bằng trong Q2/2020.
Dự án mới					ĐHCĐ 2020 thông qua chủ trương phát triển 01 dự án bất động sản với TMĐT 1.000 – 2.500 tỷ, sản phẩm hỗn hợp (chung cư, thương mại và văn phòng) ở phân khúc trung cấp. Dự án này dự kiến khởi công và đầu tư trong năm 2021 – 2022.

Bảng 8 – Nguồn: PC1, FPTS tổng hợp

Chúng tôi sẽ bổ sung dự án Vĩnh Hưng, Thăng Long và dự án mới khi có thêm thông tin về tiến độ pháp lý tại các dự án này.

IV. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị mục tiêu của cổ phiếu PC1 là **23.800 VND/cp** (+32% so với giá đóng cửa ngày 02/06/2020). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu PC1.

Mức giá mục tiêu của PC1 giảm 5,9% so với [Báo cáo cập nhật định giá T10/2019](#) (25,300 VND/cp), do chúng tôi đã điều chỉnh giảm cả ba lĩnh vực chính của PC1 trong năm 2020 (chi tiết tại các giả định kinh doanh).

Kết quả định giá như sau:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	23.273	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	24.317	50%
Giá mục tiêu làm tròn (VND/cp)		23.800	

Lịch sử khuyến nghị:

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
MUA	10/2019	Báo cáo cập nhật định giá
MUA	04/2019	Báo cáo cập nhật tin tức
MUA	10/2018	Báo cáo định giá lần đầu

CÁC GIẢ ĐỊNH VÀ KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ DCF

Giả định kinh doanh PC1

Giả định yếu tố năm 2020	Báo cáo T10/2019	<u>Báo cáo T06/2020</u>	Cơ sở giả định
Doanh thu xây lắp điện và sản xuất công nghiệp	3.787 tỷ	3.528 tỷ	Backlog chuyển sang năm 2020 đạt 3.752 tỷ, giảm 15% so với cùng kỳ.
Doanh thu thủy điện	739 tỷ	612 tỷ	Dự án thủy điện Mông Ân (30 MW), Bảo Lạc B (18 MW) và Sông Nhiệm 4 (6 MW) chậm tiến độ, đồng thời tình hình thủy văn dự kiến bất lợi trong nửa đầu năm 2020.
Doanh thu từ dự án PCC1 Thanh Xuân	874 tỷ	840 tỷ	Giả định giá bán trung bình tại dự án PCC1 Thanh Xuân giảm từ 26 triệu xuống 25 triệu/m ² để phản ánh khó khăn trong thị trường nhà ở do dịch Covid-19.

Giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	T10/2019	<u>T06/2020</u>	Giả định mô hình	T4/2019	<u>T06/2020</u>
WACC	10,90%	9,84%	Phần bù rủi ro	9,44%	8,33%
Chi phí sử dụng nợ trước thuế	9,40%	9,00%	Hệ số Beta đòn bẩy	0,95	1,07
Chi phí sử dụng VCSH	13,34%	11,98%	Tăng trưởng dài hạn	2%	2%
Lãi suất phi rủi ro	4,09%	3,43%	Thời gian dự phóng	15 năm	15 năm

Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Tỷ VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	3.154
(+) Tiền và đầu tư tài chính	811
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	257
Giá trị vốn chủ sở hữu	3.708
Số lượng cổ phiếu (triệu)	159,32
Giá mục tiêu (VND/cp)	23.273

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	6.367
(+) Tiền và đầu tư tài chính	811
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	3.047
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	257
Giá trị vốn chủ sở hữu	3.874
Số lượng cổ phiếu	159,32
Giá mục tiêu (VND/cp)	24.317

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS, Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 163 cổ phiếu PC1 và chuyên viên phân tích, người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24)3 773 7070/271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130 Đồng
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888