



TRUNG LẬP

Giá mục tiêu 18,220 VNĐ

Giá đóng cửa 18,000 VNĐ

22/04/2016

Nguyễn Văn Sơn
Chuyên Viên Phân Tích
sonnguyen@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

Mã CP	PPC
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3,262
CP đang lưu hành (triệu)	318.1
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,727
Biên độ 52 tuần (đồng)	16,000~23,800
KLGD trung bình 3 tháng	176,900
Beta	1.06
Sở hữu nước ngoài	13%
Ngày niêm yết đầu tiên	26/01/2007

Cổ đông lớn

Genco 2	52.3%
Nước ngoài	13%
REE	22.35%

CTCP Nhiệt Điện Phả Lại (PPC)

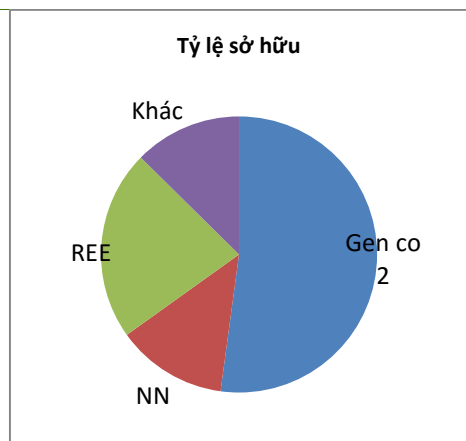
Ngành: Điện

Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ nhà máy hết khấu hao nhưng lại đối mặt với rủi ro giá điện kỳ mới với EVN sẽ thấp hơn trước đây.

Những điểm nổi bật:

- PPC là một doanh nghiệp có lượng vốn vay bằng ngoại tệ rất lớn. Tính đến 31/03/2016, PPC đang có khoản nợ khoản 22.2 tỷ Yên. Vì vậy, trong quý 1 năm 2016, dưới tác động của việc tỷ giá JPY/VND gia tăng khiến công ty đã phải hoạch toán một khoản lỗ tỷ giá tương đương 261.54 tỷ đồng. Dẫn tới kết quả kinh doanh quý 1 phải chịu khoản lỗ 157 tỷ đồng.
- Chúng tôi ước tính PPC có thể đạt 1,752 tỷ VNĐ doanh thu và 256 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế trong Q2/2016. Dựa trên nhận định sản lượng điện tăng nhẹ, giá bán điện vẫn theo giá tạm tính và hoạch toán lãi trở lại từ tỷ giá, đồng thời ghi nhận cổ tức từ liên doanh liên kết.
- Trong năm 2016, PPC sẽ tiếp tục hoạch toán lợi nhuận từ Nhiệt điện Hải Phòng với mức cổ tức của năm 2015 là 5.5% bằng tiền tương đương khoản 70 tỷ đồng.
- Giá mua điện từ nhà máy Phả Lại 1 vẫn đang trong quá trình đàm phán, nhiều khả năng quá trình đàm phán sẽ kết thúc trong quý 3 năm nay. Tuy nhiên, giá bán cho EVN của nhà máy Phả Lại 1 sẽ thấp hơn trước kéo giá bán điện bình quân của PPC sụt giảm.
- Cả hai nhà máy: Phả Lại 1 và Phả Lại 2 đều đã hết khấu hao giúp chi phí khấu hao chỉ còn khoản 80 tỷ đồng trong năm nay so với mức 456 tỷ đồng năm 2015. Dẫn tới biên lợi nhuận gộp của công ty được cải thiện đáng kể.
- Chúng tôi ước lượng trong năm 2016, PPC sẽ đạt 7,010 tỷ đồng bằng với kế hoạch mà công ty đặt ra. Lợi nhuận sau thuế là 568 tỷ đồng tương đương với EPS là 1,742 đồng.

Khuyến nghị Theo dõi: Chúng tôi định giá cổ phiếu PPC ở mức 18,220 VNĐ dựa trên 2 phương pháp: P/B (tỷ trọng 70%, P/B ước tính năm 2016 là 1.0x và BVPS dự phóng cho năm 2016) và P/E (tỷ trọng 30%, P/E ước tính năm 2016 là 9.2x và EPS kỳ vọng năm 2016). Giá PPC hiện đang ở mức 18,000 đồng. Chúng tôi khuyến nghị **Theo dõi** đối với cổ phiếu này.



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	1.9	-0.5	-5.1
(%)	+11.8%	-2.7%	-22%



Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1 năm 2016

PPC là một doanh nghiệp có lượng vốn vay bằng ngoại tệ rất lớn. Tính đến 31/03/2016, PPC đang có khoản nợ khoản 22.2 tỷ Yên. Vì vậy, trong quý 1 năm 2016, dưới tác động của việc tỷ giá JPY/VND gia tăng khiến công ty đã phải hoạch toán một khoản lỗ tỷ giá tương đương 261.54 tỷ đồng, dẫn tới kết quả kinh doanh quý 1 phải chịu khoản lỗ 157 tỷ đồng.

Không những vậy, doanh thu thuần quý 1 của PPC đạt 1,706.72 tỷ đồng giảm gần 15% so với cùng kỳ năm trước, trong khi giá vốn hàng bán trong kỳ cũng giảm nhưng với mức độ ít hơn so với doanh thu, khiến lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh gần 61% so với cùng kỳ, chỉ đạt 52.4 tỷ đồng. Doanh thu từ bán điện suy giảm là do giá bán điện bình quân quý 1 năm 2016 thấp hơn cùng kỳ 2015. Nguyên nhân được cho là hợp đồng bán điện của nhà máy Phả Lại 1 đã kết thúc từ cuối năm 2015 nhưng PPC vẫn đang trong quá trình đàm phán lại hợp đồng bán điện mới với EVN, cho nên giá bán điện tại nhà máy Phả Lại 1 vẫn đang được hoạch toán theo giá tạm tính. Nhiều khả năng việc đàm phán này sẽ còn kéo dài cho tới quý 3 năm nay. Thêm vào đó, hai nhà máy của công ty là Phả Lại 1 và Phả Lại 2 đã hết vòng đời kinh doanh, các máy móc cũng đã xuống cấp dẫn tới công suất phát điện suy giảm, trong năm 2015, công ty cũng chưa tiến hành sửa chữa lớn quyết liệt nên tình trạng suy giảm công suất chưa được khắc phục triệt để dẫn tới sản lượng điện quý 1 năm nay bị giảm, đồng thời tình trạng này còn có thể kéo dài cho các năm về sau nếu công ty không sớm đại tu hai nhà máy trên.

So sánh KQKD Q1/2016 và Q1/2015

	Q1/2016	Q1/2015	Chênh lệch
Doanh Thu	1.706	2.002	-15%
Giá vốn	1.654	1.869	-12%
Trong đó: khấu hao	20	175	-89%
Lợi Nhuận Gộp	52	134	-61%
Doanh thu tài chính	98	82	20%
Chi phí tài chính	285	139	105%
Trong đấy chi phí lãi/lỗ tỷ giá	262	109	140%
Lợi nhuận trước thuế	-157	57	NA
Lợi nhuận sau thuế	-157	52	NA

Nguồn: PPC, PHS tổng hợp.

Kết quả kinh doanh quý 2 năm 2016 sẽ khả quan hơn khi áp lực từ lỗ tỷ giá suy giảm.

Chúng tôi ước tính PPC có thể đạt 1.752 tỷ VNĐ doanh thu và 256 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế trong Q2/2016. Dựa trên nhận định, sản lượng điện tăng nhẹ, giá bán điện vẫn theo giá tạm tính và hoạch toán lãi trở lại từ tỷ giá, đồng thời ghi nhận cổ tức từ liên doanh liên kết.

Trong quý 2, nhiều khả năng công ty sẽ không có sửa chữa lớn nào mà sẽ dành việc sửa chữa này vào quý 3 (quý có sản lượng điện ít nhất năm) để sửa chữa. Kết hợp với yếu tố thời tiết khô hạn do hiện tượng El Nino gây ra làm giảm sản lượng của thủy điện sẽ giúp các nhà máy nhiệt điện tăng được sản lượng, nhưng với PPC thì việc hưởng lợi từ yếu tố thời tiết là không nhiều do yếu tố vùng miền. Ở khu vực bắc bộ là nơi tập trung nhiều nhà máy thủy điện lớn và ít chịu thiệt hại từ hiện tượng El Nino nên PPC chỉ được hưởng lợi rất ít từ hiện tượng này so với các công ty cùng ngành như ở miền nam. Do vậy, doanh thu của công ty chỉ có thể tăng nhẹ so với quý 1.

Bên cạnh đó, việc các thiết bị chính của nhà máy đã hết khấu hao sẽ giúp chi phí khấu hao của công ty duy trì khoản 20 tỷ đồng/ quý giảm mạnh so với 174 tỷ đồng của quý 2 năm trước. Cùng với đó, giá than đá nguyên liệu có xu hướng ổn định, ít biến động khiến giá vốn giảm so với cùng kỳ dẫn tới biên lợi nhuận gộp được cải thiện.

Chúng tôi dự báo rủi ro lỗ tỷ giá của PPC có khả năng sẽ sớm bị triệt tiêu trong quý 2 năm 2016, do xu hướng đồng Yên có thể giảm giá trở lại so với VNĐ do việc chính phủ Nhật đang có xu hướng bơm thêm tiền thông qua các gói kích thích kinh tế mới nhằm hồi phục nền kinh tế Nhật sau các trận động đất gây thiệt hại vừa qua. Điều này sẽ giúp đồng JPY sẽ giảm giá trở lại so với đồng USD. Trong khi đó, tỷ giá giữa USD/VND sẽ tiếp tục ổn định trong quý 2/2016 do dự báo FED có thể sẽ chưa nâng lãi suất trong nửa đầu năm nay. Do đó, trong quý 2 năm nay, nhiều khả năng PPC sẽ có lãi khoản 60 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá.



Diễn biến của USD/JPY, nguồn: Bloomberg.com, PHS tổng hợp.

Ngoài ra, theo báo cáo thường niên năm 2015 của công ty, tỷ lệ chia cổ tức năm 2015 từ Nhiệt điện Hải Phòng là 5.5%. Với tỷ lệ năm giữ 127 triệu cổ phần tương đương 25.97% vốn điều lệ. PPC dự kiến sẽ thu về khoản 70 tỷ đồng tiền cổ tức trong quý 2 năm nay, góp phần làm gia tăng doanh thu từ hoạt động tài chính của công ty.

Dự báo kết quả năm 2016.

Trong năm 2016, PPC đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 7.010 tỷ đồng giảm (-8.5%) so với cùng kỳ và 624 tỷ đồng (+3.3%). Chúng tôi cho rằng công ty sẽ hoàn thành được kế hoạch nhờ những yếu tố sau:

Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ chi phí khấu hao giảm mạnh. Từ năm 2016 trở đi, chi phí khấu hao của PPC chỉ còn 20 tỷ đồng/quý tương đương với 80 tỷ đồng/năm, giảm mạnh so với mức 456 tỷ VNĐ trong năm 2015 do máy móc thiết bị chính của Phả Lại 2 đã được hết khấu hao từ cuối tháng 6/2015. Từ đây giúp giá vốn của công ty giảm bớt làm gia tăng biên lợi nhuận gộp.

Diễn biến của Tỷ giá giữa VND/JPY được dự báo sẽ theo chiều hướng bất lợi hơn cho hoạt động tài chính của PPC nhưng mức độ ảnh hưởng có thể sẽ không lớn. Những dấu hiệu về đà phục hồi của nền kinh tế và mức lạm phát mục tiêu của Nhật bản đang ngày càng rõ nét, điều này sẽ khiến cho việc nới lỏng định lượng (QE) của Nhật bản sẽ dần thu hẹp. Dẫn tới đồng JPY có khả năng tăng giá về cuối năm 2016. Tuy nhiên, việc chính phủ Nhật Bản có thể giảm cung tiền trong năm 2016 nhưng mức độ có thể sẽ không lớn do mục tiêu tăng trưởng kinh tế vẫn chưa đạt được, đồng thời nền kinh tế Nhật bị ảnh hưởng bởi thiên tai hồi tháng 4 vừa qua đang khiến cho khả năng trên suy yếu. Chúng tôi cho rằng, tỷ giá của VND/JPY sẽ ít biến động trong năm 2016, vì vậy, ảnh hưởng của tỷ giá lên PPC sẽ không lớn trong năm nay.

Trong năm 2016, PPC sẽ tiếp tục hoạch toán lợi nhuận từ Nhiệt điện Hải Phòng với mức cổ tức của năm 2015 là 5.5% bằng tiền tương đương khoản 70 tỷ đồng.

Bên cạnh những yếu tố thuận lợi trên thì PPC có thể đối mặt với những bất lợi từ giá điện của Phả Lại 1 sẽ được ký lại trong năm 2016 do hợp đồng giá điện của nhà máy này đã hết hạn với EVN từ cuối năm 2015.

Theo cách tính giá hiện tại của EVN là (cost + margin) thì nhiều khả năng giá điện kỳ mới sẽ thấp hơn so với giá trước đây. Vì chi phí của khấu hao của nhà máy Phả Lại 1 sẽ được tính vào giá điện. Hiện nay khấu hao của nhà máy này lại gần hết dẫn tới chi phí tính giá điện sẽ bị trừ đi làm giảm giá tính điện. Chưa hết, với cách tính này thì tỷ lệ margin tính trên giá vốn cũng sẽ giảm xuống so với trước làm giá tính điện lại thấp thêm lần nữa. Hiện tại, chỉ có nhà máy Phả Lại 2 là đã được ký hợp đồng với EVN với thời hạn là 18 năm (2014-2031) còn nhà máy Phả Lại 1 vẫn đang trong quá trình đàm phán, nhiều khả năng quá trình đàm phán sẽ kết thúc trong quý 3 năm nay. Tuy nhiên, giá bán cho EVN của nhà máy Phả Lại 1 sẽ thấp hơn trước làm giá bán điện bình quân của PPC sẽ giảm so với những năm trước.

Tuy nhiên, nếu khả năng nhà máy Phả Lại 1 bị ký lại hợp đồng bán điện cho EVN với giá điện thấp hơn thì chúng tôi cho rằng phần thiệt hại này vẫn sẽ được bù đắp bởi chi phí khấu hao giảm. Do đó, doanh thu và lợi nhuận năm 2016 của PPC vẫn sẽ hoàn thành kế hoạch.

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
Tổng sản lượng điện sản xuất (triệu kWh)	5,426	5,428	6,245	6,305	6,298	5,921
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	4,192	4,799	8,161	8,505	8,002	7,011
Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu (%)		14%	70%	4%	-6%	-12%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	476	464	1,030	497	963.6	1,042
Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp (%)		-3%	122%	-52%	94%	8%
Biên lợi nhuận gộp (%)	11%	10%	13%	6%	12%	15%
Tổng lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	0	776	2,297	1290	558	624

Nguồn: PPC, PHS tổng hợp.

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.



Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng

Tòa nhà CR3-04B, Tầng 4,
109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479

E-mail: info@phs.vn

Call Center: (84-8) 39 33 99 66