

NGÀNH: ĐIỆN
Ngày 17 tháng 1 năm 2018

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (HSX – PPC)

TRỊNH TUẤN ANH

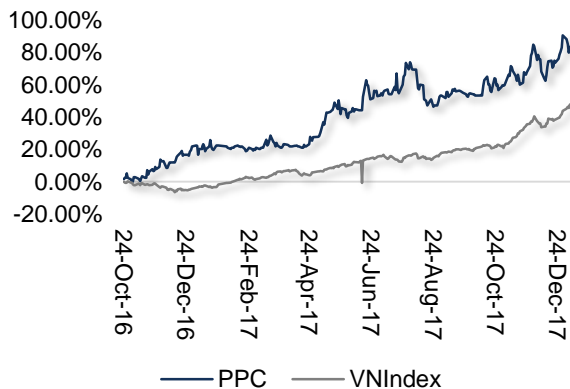
Chuyên viên phân tích

 Email: anhtt2@fpts.com.vn

Phone: (+84 24) – 3773 7070/4304

Giá hiện tại : 22,500

Giá mục tiêu : 23,800

 Tăng/giảm : **+7%**
Khuyến nghị
THEO DÕI
Biểu đồ giá
**Biến động giá PPC
10/2016-12/2017 và VNIndex**

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại	22,250
Giá cao nhất 52 tuần	24,250
Giá thấp nhất 52 tuần	16,600
KLCP niêm yết hiện tại	326,235,000
KLCP đang lưu hành	318,154,614
KLGD bình quân 30 ngày	285,993
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	17.71%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,260.24
Vốn hóa (tỷ VND)	7,031.22

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại
Địa chỉ	Thôn Pháo Sơn, thị trấn Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương.
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện.
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu sản xuất điện (than và dầu FO).
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối.

Đợi chờ từ thị trường phát điện cạnh tranh

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PPC của Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu của PPC là **23,800 đ/cp**, cao hơn **7%** so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn. Rủi ro đầu tư lớn nhất đối với doanh nghiệp là rủi ro phụ thuộc vào EVN và rủi ro về cạnh tranh của PPC trong dài hạn.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Cơ chế thanh toán theo hợp đồng giúp doanh nghiệp đảm bảo được đầu ra.** Giữa EVN và các nhà máy điện có cơ chế thanh toán theo hợp đồng mua bán điện giúp doanh nghiệp luôn duy trì được lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện.
- **Nhu cầu tiêu thụ điện trong nước vẫn tiếp tục tăng.** Với dự báo hoạt động sản xuất của cả nước sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhu cầu điện cũng được dự báo sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng hàng năm khoảng 8-10% cho giai đoạn 2016-2020.
- **Chính sách trả nợ trước hạn sẽ giúp lợi nhuận ổn định hơn và cải thiện đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.** Trong năm 2017, PPC đã thanh toán phần lớn khoản nợ vay gốc Yên trước đó. Việc trả nợ sẽ hạn chế ảnh hưởng từ tỷ giá JPY/VND tới hoạt động của doanh nghiệp.
- **Doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền mặt hàng năm ổn định** trong khoảng 2,000-2,500đ/cp, tương đương 10% thị giá hiện tại của cổ phiếu doanh nghiệp.

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Tổng Công ty Phát điện 2	52%
Công ty Cổ phần Cơ điện lạnh	24%
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	9%
Tổng Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam	2%
Khác	13%

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro phụ thuộc nhiều vào Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN).** EVN hiện đang nắm vị thế độc quyền trong vai trò là bên mua điện từ các nhà máy điện và khâu phân phối truyền tải điện. Mặt khác, cơ cấu cổ đông của PPC cũng khá cô đặc, với các cổ đông lớn nhất đều là EVN và các bên liên quan với EVN. Việc phụ thuộc vào EVN như vậy sẽ khiến tài chính của PPC đối mặt với vấn đề chiếm dụng vốn lớn.
- **Rủi ro cạnh tranh trong dài hạn trên thị trường bán điện cạnh tranh.** Công nghệ không phải là 1 điểm mạnh của PPC. Cả 2 dây chuyền đã hoạt động lâu năm, hiệu suất thấp nên chi phí nguyên liệu của PPC thường cao hơn các nhà máy nhiệt điện khác.
- **Hoạt động sản xuất chịu nhiều ảnh hưởng từ yếu tố thời tiết.** Điện sản xuất từ thủy điện hiện vẫn được ưu tiên lựa chọn trước điện sản xuất từ nhiệt điện do chi phí sản xuất thấp hơn. Vào những thời điểm mưa ít, sản lượng điện huy động từ nhiệt điện sẽ được tăng cường hơn so với những khi mưa nhiều, ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của các nhà máy điện.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Thông tin khái quát

Tên công ty:	Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại
Tên tiếng Anh:	Pha Lai Thermal Power Joint-stock Company
Vốn điều lệ:	3,262,350,000,000 VNĐ
Mã cổ phiếu:	PPC
Trụ sở chính:	Thôn Phao Sơn, thị trấn Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương
Website:	http://www.ppc.evn.vn
Lịch sử hình thành:	<ul style="list-style-type: none">Năm 1982, Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại được thành lập theo quyết định của Bộ Điện lực và là hạch toán phụ thuộc Tổng Công ty Điện lực Việt Nam.1982-1985: Dây chuyền 1 được đưa vào vận hành.2001-2002: Dây chuyền 2 được đưa vào vận hành.Năm 2005, nhà máy Nhiệt điện Phả Lại được chuyển thành Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại theo quyết định của Bộ Công nghiệp, hạch toán độc lập.Năm 2006, cổ phiếu của Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại chính thức được giao dịch trên TTGDCK Hà Nội.Năm 2007, cổ phiếu của Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả lại được chuyển sang niêm yết tại TTGDCK Hồ Chí Minh.
Lĩnh vực kinh doanh:	Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện.
Các hoạt động kinh doanh:	<ul style="list-style-type: none">Sản xuất và kinh doanh điện.Kinh doanh các phụ phẩm của quá trình sản xuất điện.

Thông tin về công ty con và công ty liên kết:

Tên đơn vị	Mối liên hệ	Vốn điều lệ	Tỷ lệ góp vốn của Phả Lại
Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng	Công ty liên kết	5,000 tỷ đồng	25.97%

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại

NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

- **Nguyên liệu chính:** Than cám.
- **Các loại phụ gia:** Dầu FO và nước.

QUY TRÌNH SẢN XUẤT

Quy trình sản xuất điện.

- **Bước 1:** Than được đưa vào lò hơi đem đốt để đạt đến mức nhiệt độ và áp suất trong lò nhất định, chuẩn bị cho quá trình dẫn hơi.
- **Bước 2:** Nước từ sông Thái Bình được dẫn vào lò hơi chuyển thành khí và dẫn sang làm quay tuabin hơi.
- **Bước 3:** Tuabin hơi quay sẽ sản sinh ra dòng điện xoay chiều và được hòa vào mạng lưới điện quốc gia thông qua trạm biến áp.

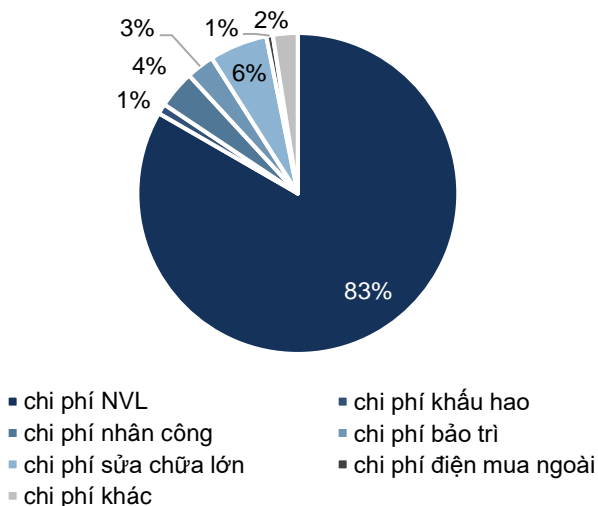
ĐẦU RA

- **Sản phẩm đầu ra:** Điện, các phụ phẩm như tro xỉ từ quá trình đốt than
- **Thị trường tiêu thụ:** Hiện tại toàn bộ 100% sản lượng của PPC được đem bán cho Tổng Công ty Điện lực Việt Nam (EVN) theo 2 cách: bán theo hợp đồng mua bán điện và bán giao ngay trên thị trường.

Nguyên vật liệu đầu vào

Than và dầu là 2 nguyên liệu chính, chiếm hơn 80% chi phí sản xuất

Cơ cấu chi phí sản xuất của PPC 2016



Chi phí nguyên vật liệu chiếm hơn 80% chi phí sản xuất của doanh nghiệp. Nguyên liệu sản xuất chính của PPC là than cám và dầu FO được dùng để phụ gia cho quá trình đốt than của nhà máy.

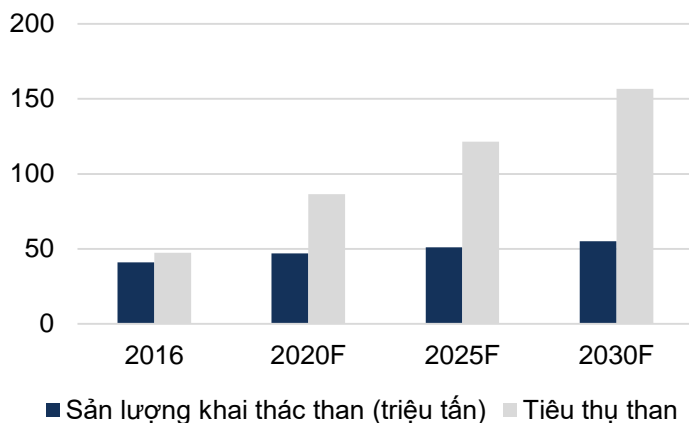
Nguồn: FPT S Research

Than là nguyên liệu chủ chốt trong hoạt động sản xuất điện

Nguồn nguyên liệu đầu vào ổn định. Loại than mà nhiệt điện Phả Lại sử dụng phục vụ cho công việc sản xuất điện là than cám antracite loại 5, có nguồn gốc chủ yếu từ bể than Đông Bắc, Quảng Ninh. Dù có nhiệt năng tỏa ra ở mức thấp, sau khi đốt để lại nhiều tro khô nhưng ưu điểm của loại than này là giá thành thấp và sản lượng khai thác lớn. Tính đến thời điểm hiện tại, nguồn cung than đầu vào của Phả Lại vẫn tới từ Tập đoàn Công nghiệp

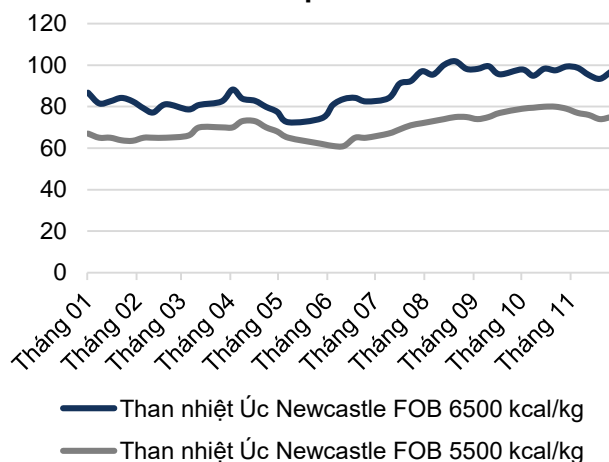
than-khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tổng Công ty Đông Bắc. Hàng năm, PPC sẽ kí kết với TKV hợp đồng mua bán than, đảm bảo cung cấp đủ than phục vụ cho hoạt động sản xuất điện của doanh nghiệp. Mức tiêu thụ này dao động khoảng 2,7 – 3 triệu tấn than/năm.

Cung - cầu than trong nước giai đoạn 2016-2030



Nguồn: Quy hoạch phát triển ngành than

Giá than nhiệt Úc năm 2017



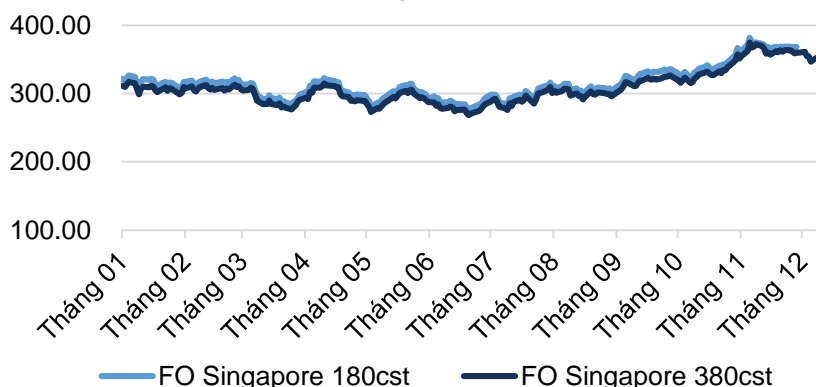
Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Giá than trong nước bám sát giá than quốc tế và đang có xu hướng tăng trong năm tới. Theo dự báo trong quy hoạch than của Bộ Công thương, nhu cầu tiêu thụ than trong nước sẽ đạt mốc 86,4 triệu tấn vào năm 2020 và tăng lên 121,4 triệu tấn vào 2025 trong khi khả năng cung ứng than trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 50% vào năm 2020 và khoảng 41% vào năm 2025.

Giá than tăng 3 - 5% dự kiến sẽ làm chi phí sản xuất của PPC tăng lên khoảng 2-3% so với hiện tại. Dự báo cho năm 2018, giá than trong nước sẽ tăng từ 3-5% do tác động tới từ những thay đổi về thuế phí mới áp dụng cho ngành than. Cụ thể, than khai thác sẽ chịu thêm 2 mức phí bảo vệ môi trường gồm phí môi trường 10,000 đồng/tấn cho sản lượng than khai thác được (đã áp dụng từ 1/1/2017) và phí môi trường 200 đồng/m³ đối với lượng đất đá thải ra trong quá trình khai thác.

Dầu FO

Diễn biến giá dầu FO năm 2017 (đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg

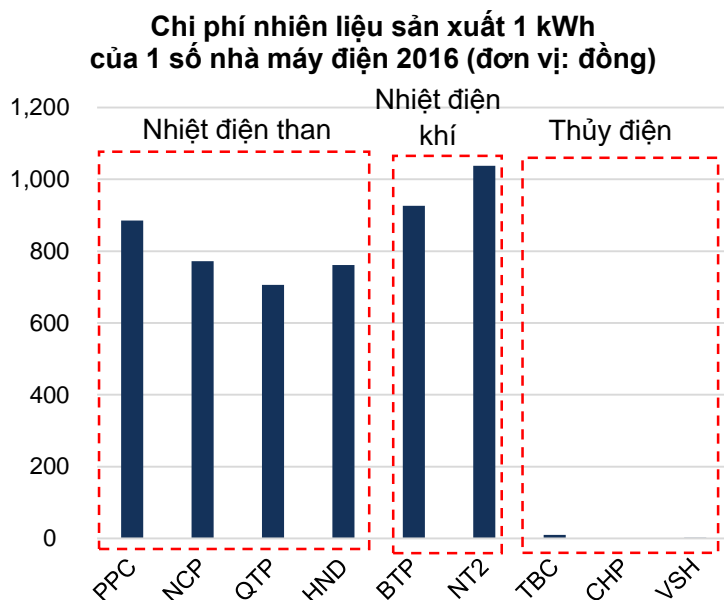
Dầu FO thường được sử dụng để làm chất phụ gia giúp qua trình đốt lò hơi diễn ra nhanh hơn và hiệu quả hơn trong trường hợp than chất lượng xấu. Dầu được doanh nghiệp mua từ Công ty xăng dầu B12 với giá được neo theo giá dầu FO Singapore.

Theo dự báo của WorldBank, giá dầu FO nhiều khả năng sẽ tăng thêm 6% trong năm 2018.

Hoạt động sản xuất hiệu suất thấp, có yếu tố mùa vụ

Công nghệ sản xuất hiệu suất thấp đã đẩy chi phí sản xuất của doanh nghiệp lên cao

Nhà máy nhiệt điện Phả Lại hiện đang có 2 dây chuyền sản xuất điện đều đã hết khấu hao từ năm 2016. Tổng công suất thiết kế của nhà máy là 1040MW, tương đương 5% tổng công suất các nhà máy nhiệt điện đang tham gia vào thị trường tính tại thời điểm năm 2017.



Nguồn: FPTs Research

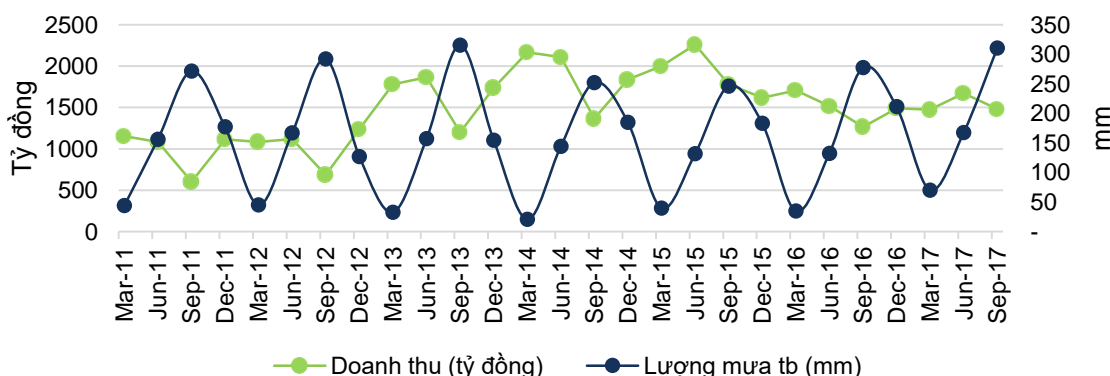
Khác biệt trong công nghệ lò hơi khiến cho chi phí nguyên vật liệu của PPC thường cao hơn khoảng 12-20% so với các nhà máy nhiệt điện than khác. Cả 2 dây chuyền của PPC đều áp dụng công nghệ lò hơi đốt than phun với thông số hơi cận tới hạn (DC1 là 100 bar – 540 độ C, DC2 là 180 bar – 541 độ C). Hiệu suất chung (hiệu suất chuyển đổi năng lượng) của công nghệ truyền thống này chỉ rơi vào khoảng 32-37%, kém 10-15% so với các công nghệ siêu tới hạn hiện nay. Trong thời gian tới, nhà máy đang có dự kiến cải tạo và nâng cấp dây chuyền 1 với mục tiêu cải thiện hiệu suất lên thêm 5% so với hiện giờ. Tuy nhiên, dự án vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu nên chúng tôi cho rằng trong vòng 2 năm tới, chi phí nhiên liệu cao vẫn là 1 vấn đề chưa được cải thiện của PPC.

Sản xuất kinh doanh có yếu tố mùa vụ, phụ thuộc vào mưa lũ và kế hoạch sửa chữa

Hoạt động sản xuất của PPC chịu nhiều ảnh hưởng từ các nhà máy thủy điện. Do đặc thù về công nghệ và nguồn nguyên liệu đầu vào nên chi phí sản xuất của nhiệt điện thường cao hơn so với thủy điện. Tại những thời điểm lượng nước trong các hồ tích nước hạ thấp, không đảm bảo cho hoạt động sản xuất điện của các nhà máy thủy điện, các nhà máy nhiệt điện sẽ được huy động thường xuyên hơn.

Sản lượng điện thực tế của PPC có sự biến động theo chu kỳ sửa chữa của doanh nghiệp. Doanh nghiệp có chu trình trùng tu và đại tu theo từng năm. Đại tu tổ máy được thực hiện bình quân 4 năm 1 lần, thời gian cho mỗi lần đại tu vào khoảng 90 ngày. Trong thời gian này, công suất nhà máy sẽ giảm khoảng 238 triệu kWh cho dây chuyền 1 và 648 triệu kWh cho tổ máy dây chuyền 2. Trùng tu tổ máy được thực hiện 2 năm 1 lần trong vòng từ 30-45 ngày/lần, tương đương giảm 80 triệu kWh cho dây chuyền 1 và 216 triệu kWh cho dây chuyền 2. Theo thông tư 56/2014/TT-BCT, lượng điện tổn thất trong quá trình sửa chữa sẽ được phản ánh trong sản lượng kế hoạch hàng năm của PPC, từ đó ảnh hưởng sản lượng bán điện theo hợp đồng của doanh nghiệp với EVN.

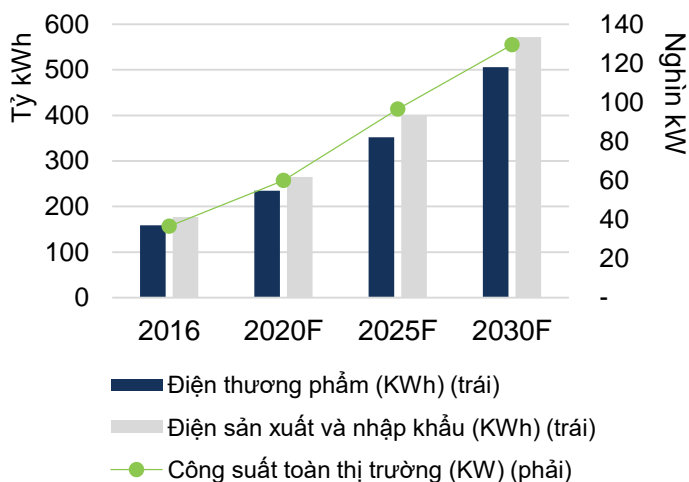
Biến động doanh thu PPC và lượng mưa 2011-2017



Nguồn: FPTs Research

Đầu ra của hoạt động sản xuất điện đảm bảo nhờ cơ chế mua bán điện theo hợp đồng và tăng trưởng về nhu cầu tiêu thụ điện.

Dự báo nhu cầu và công suất thị trường



Nguồn: Quy hoạch điện VII điều chỉnh

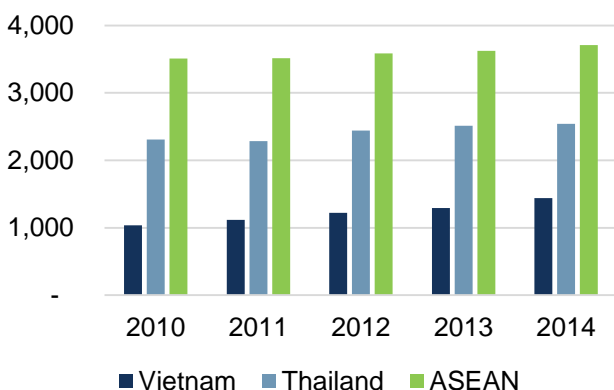
Cơ chế mua điện của EVN với PPC theo hợp đồng mua bán điện chiếm tỉ trọng lớn cũng góp phần đảm bảo doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả. Hiện nay, EVN đang mua điện từ các nhà máy điện thông qua 2 hình thức: mua theo hợp đồng mua bán điện PPA (power purchase agreement) và mua bán trên thị trường điện giao ngay. Giữa 2 hình thức này có sự liên quan chặt chẽ với nhau, theo đó, doanh thu từ hình thức mua bán theo hợp đồng phụ thuộc vào mức chênh lệch giữa giá hợp đồng và giá thị trường toàn phần ([xem thêm](#)).

Với hình thức thanh toán theo hợp đồng mua bán điện, giá hợp đồng sẽ luôn đảm bảo cho doanh nghiệp hoạt động có lợi nhuận với tỉ suất sinh lợi nội bộ (IRR) không vượt quá 12%. Do vậy, việc tỉ trọng điện hợp đồng cao sẽ giúp PPC luôn hoạt động hiệu quả khi mà cả 2 dây chuyền sản xuất của doanh nghiệp đều đã được kí hợp đồng mua bán điện với EVN.

Triển vọng khả quan trong ngắn hạn

Thị trường mua bán điện vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng

Tiêu thụ điện năng theo đầu người (KWh/người)



Nguồn: WorldBank

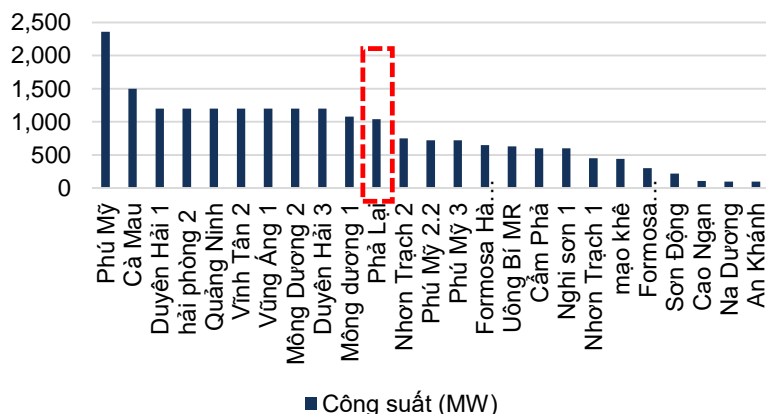
Nhu cầu sử dụng điện trong nước vẫn duy trì mức tăng trưởng nhanh. Như đã đề cập tới ở trên, thị trường mua bán điện vẫn còn dư địa tăng trưởng lớn khi cung – cầu điện trong nước chưa cân bằng. Mặt khác, theo thống kê của WorldBank, mức tiêu thụ điện năng trên đầu người của Việt Nam tại năm 2014 còn rất thấp, mới chỉ bằng ½ so với Thái lan và tương đương 40% so với trung bình trong khu vực Đông Nam Á. Do vậy, dù có những thua thiệt về mặt công nghệ, tiềm lực cạnh tranh chưa có nhiều điểm tích cực nhưng hoạt động sản xuất kinh doanh điện của PPC vẫn có thể được duy trì ổn định.

Vai trò của các nhà máy nhiệt điện trên thị trường đang tăng dần. Tính tại thời điểm 2016, tổng công suất phát điện cả nước ta đang trong khoảng 36,000-38,000MW, trong đó công suất của nhóm thủy điện chiếm 40% tổng công suất cả nước, nhóm nhiệt điện than chiếm 35% và nhiệt điện khí, dầu chiếm 23%. Theo quy hoạch VII điều chỉnh, thứ tự ưu tiên phát triển nguồn điện sẽ được chuyển dời từ thủy điện sang nhiệt điện do tiềm lực thủy

điện của nước ta đang cạnh dần cùng những tác động tiêu cực của việc xây dựng nhà máy thủy điện tới hệ sinh thái tự nhiên. Ước tính tới năm 2020, tỉ trọng công suất nhiệt điện sẽ chiếm hơn 44% tổng công suất toàn thị trường. Việc thay đổi mức độ ưu tiên trong phát triển nguồn điện sẽ tạo nhiều thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện đang vận hành nhưng đồng thời đặt ra thách thức về khả năng cạnh tranh giữa các nhà máy với nhau.

Vị thế cung cấp điện của PPC trong nhóm nhiệt điện trên thị trường vẫn ổn định

Danh sách nhà máy nhiệt điện 2017



Nguồn: FPTs Research

Công suất của PPC hiện đang xếp thứ 7 trên thị trường nhiệt điện. Tổng công suất của nhà máy nhiệt điện Phả Lại là 1040MW, tương đương khoảng 4-5% tổng công suất các nhà máy nhiệt điện đang vận hành. Trong giai đoạn 2016-2020, thị trường điện sẽ có thêm khoảng 12 dây chuyền nhà máy nhiệt điện than mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá khả năng cạnh tranh về giá chưa phải là vấn đề quá lo ngại với riêng PPC cũng như việc các nhà máy mới cần thời gian thử nghiệm nên triển vọng trong ngắn hạn của PPC vẫn là tích cực.

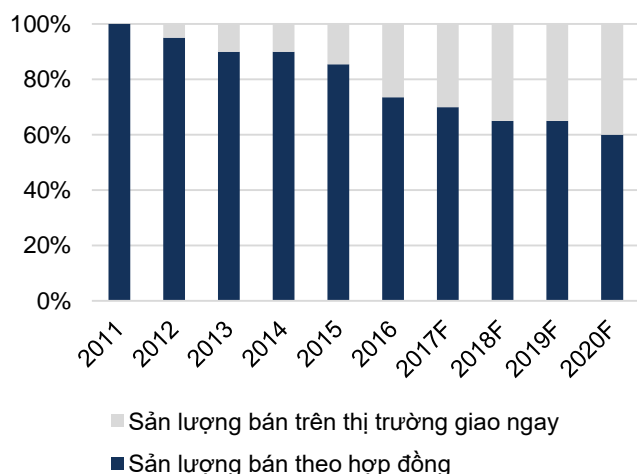
Sự chuyển dịch cơ cấu điện bán theo hợp đồng trong dài hạn nhiều khả năng sẽ làm sụt giảm kết quả kinh doanh

Theo quy hoạch điện VII Điều chỉnh, thị trường điện có 3 giai đoạn phát triển với các cấp độ lần lượt là:

- Giai đoạn 1 (1/7/2012-2016): thị trường phát điện cạnh tranh.
- Giai đoạn 2 (2017-2021): thị trường bán buôn điện cạnh tranh.
- Giai đoạn 3 (từ năm 2022): thị trường bán lẻ điện cạnh tranh.

Từ đầu năm 2017 tới nay, thị trường VN đang vận hành thí điểm thị trường bán buôn điện cạnh tranh và dự kiến sẽ chính thức đưa mô hình này đi vào hoạt động từ năm 2019. Chúng tôi đánh giá giai đoạn này thị trường vẫn do EVN nắm giữ phần lớn thị trường bán buôn và độc quyền trong cả khâu bán lẻ nên ảnh hưởng từ việc triển khai giai đoạn này có lẽ là không lớn tới hoạt động hiện tại của thị trường.

Cơ cấu sản lượng điện của PPC



Nguồn: FPTs Research

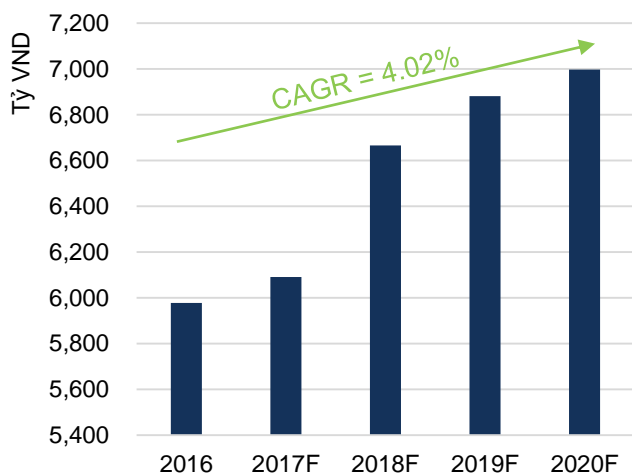
Tuy nhiên, trong các năm tới, tỉ trọng điện năng bán theo hợp đồng trong tổng sản lượng điện năng sản xuất được của các nhà máy sẽ giảm dần về khoảng 60% nhằm tăng tính cạnh tranh giữa các nhà máy điện, thúc đẩy việc tối ưu hóa chi phí sản xuất để có mức giá chào cạnh tranh trên thị trường. Do sản lượng điện thường cố định trong suốt thời gian hợp đồng mua bán điện được ký kết, nên tỉ trọng giảm đồng nghĩa sản lượng điện bán giao ngay trên thị trường sẽ phải tăng. Trong bối cảnh giá bán điện bình quân trên thị trường thường thấp hơn so với chi phí biến đổi của PPC, việc gia tăng bán điện giao ngay trên thị trường sẽ đẩy nhà máy phải hoạt động ở các dải công suất chào không có hiệu quả kinh tế, làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh thu biến động theo chu kỳ

Như đã đề cập ở trên, tình hình doanh thu từng năm của PPC có sự tương quan khá chặt chẽ với tình hình khí hậu, lượng mưa của nước ta. Vào những thời điểm mưa nhiều, cụ thể thường là quý 3, doanh thu của các nhà máy nhiệt điện như PPC bị sụt giảm và là thấp nhất trong cả năm. Điều này được giải thích là do sản lượng bán điện trên thị trường của PPC bị sụt giảm đồng thời mức giá điện năng thị trường toàn phần trên thị trường điện cũng bị hạ thấp hơn các thời điểm ít mưa.

Doanh thu PPC giai đoạn 2016-2020

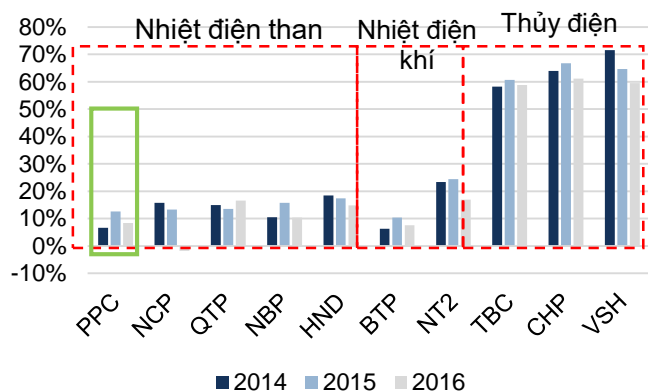


Nguồn: FPTs Research

So sánh với năm 2016, hoạt động kinh doanh của PPC năm 2017 diễn ra ổn định hơn. Các tổ máy sản xuất điện đều không gặp sự cố nghiêm trọng và cả 2 dây chuyền sản xuất của PPC đều đã ký hợp đồng mua bán điện với EVN. Trong năm 2017, PPC đã đại tu 2 tổ máy S2 và S6, nên sản lượng điện bán theo hợp đồng Qc của doanh nghiệp trong năm dự kiến sẽ không có sự thay đổi so với năm 2016. Với kì vọng giá bán điện theo hợp đồng sẽ tiếp tục tăng trưởng theo biến động chi phí than cùng mức độ trượt giá hàng năm 2.5%, việc giảm tỉ trọng từ sản lượng điện hợp đồng sẽ không làm thay đổi doanh thu từ hợp đồng của PPC năm 2017. Mặt khác, giá bán điện trên thị trường giao ngay cũng được kì vọng sẽ được cải thiện hơn so với năm 2016. Từ đó, chúng tôi ước tính doanh thu cả năm 2017 của PPC sẽ đạt khoảng 6,000 tỷ (+2% YoY).

Tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức trung bình so với của các nhà máy nhiệt điện khác

Biên lợi nhuận gộp 1 số nhà máy điện giai đoạn 2014-2016

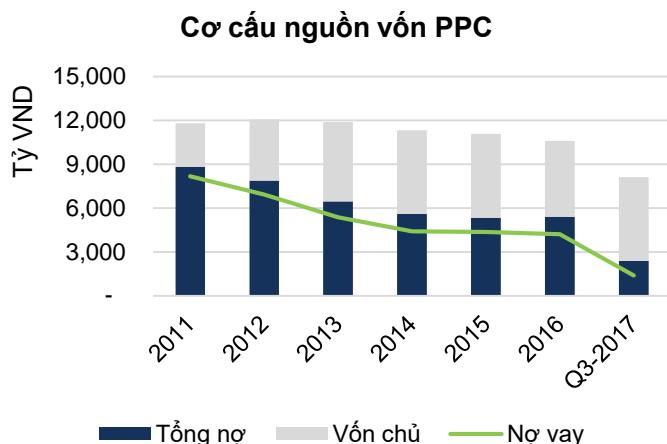


Nguồn: FPTs Research

Biên lợi nhuận gộp của PPC trong 3 năm 2014-2016 lần lượt là 6.5%, 12.5% và 8.4%. So sánh với 1 số các nhà máy nhiệt điện than khác, mức biên lợi nhuận này là khá tương đồng (10-15%) và thấp hơn rất nhiều so với nhóm các nhà máy thủy điện (55-70%). Sự khác biệt chính ở đây tới từ chi phí sản xuất giữa các công nghệ sản xuất điện khác nhau.

Riêng trong năm 2014, biên lợi nhuận gộp của PPC chỉ đạt 6.5%, thấp hơn mức trung bình của nhóm nhiệt điện than. Do chưa đàm phán xong hợp đồng mua bán điện với EVN cho cả 2 dây chuyền nên giá bán điện trong năm là giá tạm tính. Ngoài ra, chi phí sản xuất tăng cao khi giá mua than và dầu của doanh nghiệp cũng có sự tăng cao trong giai đoạn này.

Khoản nợ vay dài hạn gốc JPY lớn ảnh hưởng đến lợi nhuận doanh nghiệp

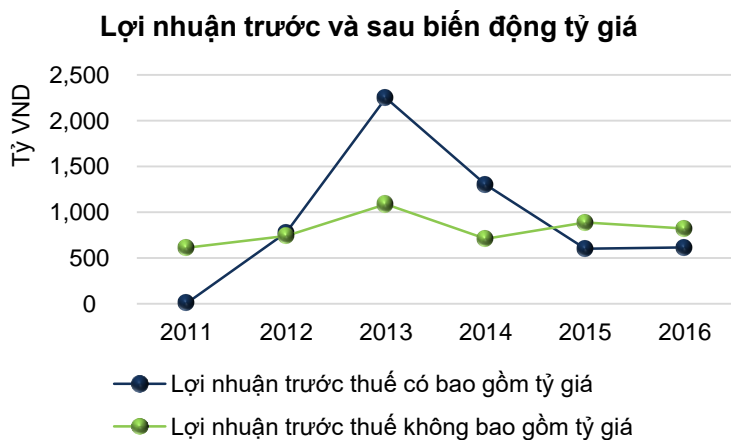


Nguồn: PPC, FPTs Research

Tỉ trọng nợ vay trên tổng nguồn vốn của doanh nghiệp chiếm hơn 40%, trong đó nợ vay dài hạn chiếm trên 80% tổng nợ. Với 1 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất điện, các khoản vay nợ dài hạn chủ yếu đều là các khoản vay có gốc ngoại tệ. Vậy nên các doanh nghiệp như PPC thường phải chịu thêm rủi ro về biến động về tỷ giá.

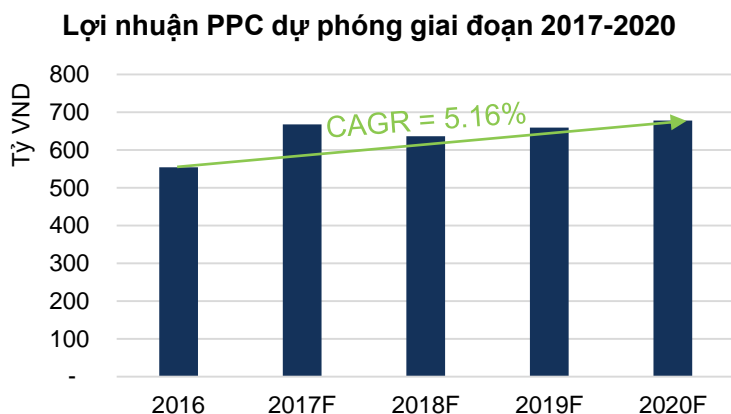
Trong năm 2017, Công ty có kế hoạch trả hết 3/4 khoản nợ còn lại, tương đương với hơn 3,025 tỷ đồng. Nguồn trả nợ chủ yếu tới từ các khoản tiền gửi có kì hạn và các khoản phải thu về cho vay từ trước đó giữa công ty với công ty mẹ là GENCO2. Để đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định, công ty đã vay thêm khoảng 1,300 tỷ đồng nợ ngắn hạn và đã trả hết ngay trong năm 2017. Trong tương lai, việc giảm nợ vay sẽ giúp hạn chế rủi ro về tỷ giá của doanh nghiệp, giúp tình hình tài chính của Công ty ổn định hơn.

Lợi nhuận bất ổn do biến động từ tỷ giá



Nguồn: FPTs Research

Lợi nhuận công ty biến động mạnh do ảnh hưởng từ chênh lệch tỷ giá. Do tính chất đặc thù của phương thức thanh toán theo hợp đồng PPA, lợi nhuận của PPC thường thay đổi không lớn sau khi loại trừ đi các khoản lãi lỗ tới từ chênh lệch tỷ giá JPY/VND. Mức lợi nhuận trước thuế hàng năm của doanh nghiệp trong giai đoạn 2011-2016 của doanh nghiệp dao động trong khoảng 600-1,100 tỷ đồng.



Nguồn: FPTs Research

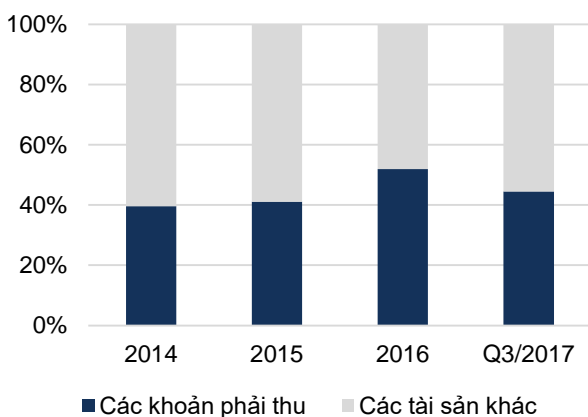
Từ năm 2017, thuế suất thuế TNDN của PPC sẽ tăng thành 15% và 20% từ năm 2018. Trong giai đoạn 2011-2016, PPC được hưởng mức thuế TNDN 7.5%. Việc thay đổi mức thuế suất này sẽ khiến cho lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp giảm khoảng 6% so với mức thuế 7.5%.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2017-2020 của PPC sẽ tăng trưởng với tốc độ 5%/năm. Nguyên nhân chính cho sự tăng trưởng này tới từ việc khoản nợ vay ngoại tệ trước đó đã trả được phần lớn trong năm 2017, từ đó làm giảm ảnh hưởng rất nhiều của tỷ giá tới lợi nhuận.

Phải thu cao – doanh nghiệp bị chiếm dụng vốn từ EVN và các bên liên quan đến EVN

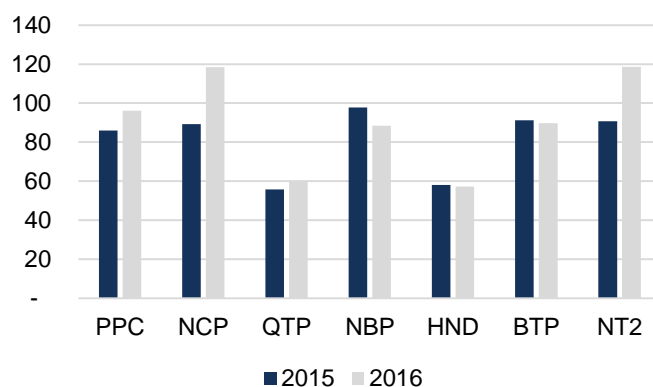
Phải thu của PPC chiếm từ 40-50% tổng tài sản của doanh nghiệp cho thấy doanh nghiệp đang bị chiếm dụng vốn nhiều, chủ yếu là bởi EVN và các bên liên quan. Đặc trưng của ngành điện là các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh điện như PPC thường không đầu tư ngoài ngành. Dòng tiền nhàn rỗi của doanh nghiệp thường được huy động để tái đầu tư cho các dự án nhà máy điện khác. Tính đến hết năm 2016, tổng giá trị các khoản vay của EVN và các bên liên quan với PPC là hơn 3,800 tỷ đồng. Việc bị chiếm dụng vốn như vậy có thể tạo áp lực lên tài chính của PPC trong thời gian sắp tới, khi doanh nghiệp phải trả phần lớn nợ vay đồng thời cần lên kế hoạch tài chính cho dự án cải tạo dây chuyền 1 sắp tới.

Cơ cấu phải thu trên tổng tài sản



Nguồn: FPT Research

Số ngày phải thu của 1 số nhà máy nhiệt điện 2015-2016



Nguồn: BCTC PPC

Số ngày phải thu đang có xu hướng tăng trong 2 năm trở lại đây cho thấy các doanh nghiệp ở vị thế yếu trong việc đàm phán về thời hạn thanh toán. Hiện EVN đang độc quyền trong hoạt động phân phối và truyền tải điện, nên luôn có lợi thế trong việc đàm phán về giá bán điện cũng như thời hạn thanh toán theo hợp đồng điện. Việc gia tăng số ngày phải thu sẽ làm ảnh hưởng khả năng xoay vòng vốn cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá PPC sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh giá trị vốn hóa trên thị trường với trọng số 80:20. Giá trị cổ phiếu PPC theo 2 phương pháp có mức bình quân là **23,800 VNĐ/cp**, cao hơn 7% so với mức giá đóng cửa ngày 17/1/2018. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	21,579	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	25,720	
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh P/E	24,790	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	23,878	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	9.60%	Phần bù rủi ro	8.66%
Chi phí sử dụng nợ	4.24%	Hệ số Beta	0.6
Chi phí sử dụng VCSH	11.05%	CAGR LNST 2018-2022	4.7%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4.73%	Tăng trưởng dài hạn	1%
		Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	8,035.89
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (tỷ VNĐ)	1,305.12
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	950.12
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	8,390.89
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	326.24
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	25,720
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	7,039.94
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	21,579

Giá mục tiêu	VNĐ/cp	23,650
--------------	--------	--------

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

So sánh với một số doanh nghiệp nhiệt điện niêm yết:

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hoá (tỷ VNĐ)	Doanh thu (tỷ VNĐ)	LNST (tỷ VNĐ)	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	P/E
Công ty cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng	HND	5,900	9,094.90	400	19%	14.75x
Công ty cổ phần Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP	3,690	8,414.12	234.8	17%	15.72x
Công ty cổ phần nhiệt điện Cẩm Phả - TKV	NCP	1,123	11,244	511.4	13%	2.20x
Công ty cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2	10,248	8,209.42	716	21%	12.65x
Trung bình						11.33x
Doanh nghiệp định giá	PPC	8,707	6,090.64	697.19	13%	

Giá mục tiêu

VND/cp

24,790

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2016	2017F	2018F	2019F	CĐKT	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	5,977	6,091	6,393	6,521	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	5,474	5,299	5,562	5,673	+ Tiền và tương đương tiền	786	576	855	1,110
Lợi nhuận gộp	504	792	831	848	+ Đầu tư TC ngắn hạn	2,110	450	450	450
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0	+ Các khoản phải thu	2,727	2,539	2,613	2,622
- Chi phí quản lí DN	108	119	125	128	+ Hàng tồn kho	557	617	645	655
Lợi nhuận thuần HĐKD	396	673	706	720	+ Tài sản ngắn hạn khác	5	5	5	5
- (Lỗ)/lãi HĐTC	157	148	172	76	Tổng tài sản ngắn hạn	6,184	4,186	4,568	4,841
- Lợi nhuận khác	(2)	-	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	13,466	13,466	13,466	13,466
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	552	820	878	796	+ Khấu hao lũy kế	(13,104)	(13,172)	(13,221)	(13,257)
- Chi phí lãi vay	125	118	27	21	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	361	293	245	208
Lợi nhuận trước thuế	616	820	878	796	+ Đầu tư tài chính dài hạn	1,950	1,950	1,950	1,950
- Thuế TNDN	62	123	176	159	+ Tài sản dài hạn khác	3	3	3	3
LNST	554	697	703	637	+ Xây dựng cơ bản dở dang	380	380	380	380
EPS (đ)	1,682	2,137	2,154	1,952	Tổng tài sản dài hạn	4,403	3,828	3,779	3,743
					Tổng tài sản	10,588	8,014	8,348	8,584
Chỉ số khả năng sinh lợi	2016	2017F	2018F	2019F	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8.4%	13.0%	13.0%	13.0%	+ Phải trả người bán	247	288	302	308
Tỷ suất LNST	9.3%	11.4%	11.0%	0.0%	+ Vay và nợ ngắn hạn	382	-	-	-
ROE DuPont	10.0%	12.7%	11.7%	9.8%	+ Quỹ khen thưởng	73	73	73	73
ROA DuPont	5.1%	7.5%	8.6%	7.5%	Nợ ngắn hạn	1,568	1,299	1,331	1,311
Tỷ suất EBIT/doanh thu	9.2%	13.5%	13.7%	12.2%	+ Vay và nợ dài hạn	3,825	950	760	570
LNST/LNTT	89.1%	85.0%	80.0%	80.0%	Nợ dài hạn	3,825	950	760	570
LNTT / EBIT	111.7%	100.0%	100.0%	100.0%	Tổng nợ	5,394	2,249	2,091	1,881
Vòng quay tổng tài sản	55.2%	65.5%	78.1%	77.0%	+ Thặng dư	-	-	-	-
Đòn bẩy tài chính	196.7%	169.2%	136.1%	130.7%	+ Vốn điều lệ	3,262	3,262	3,262	3,262
					+ LN chưa phân phối	1,496	1,984	2,476	2,922
					Vốn chủ sở hữu	5,194	5,727	6,219	6,664
					Lợi ích cổ đông thiểu số	38	38	38	38
					Tổng cộng nguồn vốn	10,588	8,014	8,348	8,584

Chỉ số TK/đơn bấy TC	2016	2017F	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	3.94	3.22	3.43	3.69
CS thanh toán nhẹ	3.59	2.75	2.95	3.19
CS thanh toán tiền mặt	1.85	0.79	0.98	1.19
Nợ / Tài sản	0.40	0.12	0.09	0.07
Nợ / Vốn CSH	0.81	0.17	0.12	0.09
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.07	0.00	0.00	0.00
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.74	0.17	0.12	0.09
Khả năng TT lãi vay	4.40	6.92	33.02	37.40

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016	2017F	2018F	2019F
Số ngày phải thu	96.11	87.49	87.49	86.20
Số ngày tồn kho	52.40	52.40	52.40	52.40
Số ngày phải trả	17.23	17.23	17.23	17.23
Thời gian luân chuyển tiền	131.27	122.65	122.65	121.37
COGS / Hàng tồn kho	9.83	8.59	8.62	8.67

Phụ lục [\(Quay lại\)](#)

Thuật ngữ:

- **Hệ số tải trung bình năm/tháng:** tỷ lệ giữa tổng sản lượng điện thực phát với tổng sản lượng thiết kế trong cùng 1 đơn vị thời gian.
- **PPA (Power purchase agreement):** Hợp đồng mua bán điện là văn bản thỏa thuận mua bán điện giữa Đơn vị mua buôn duy nhất và các đơn vị phát điện hoặc mua bán điện với nước ngoài.
- **CfD (Contract for Difference):** Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác là hợp đồng mua bán điện ký kết giữa Đơn vị mua buôn duy nhất với các đơn vị phát điện trực tiếp giao dịch theo mẫu do Bộ Công Thương ban hành.
- **CGM (Competitive generation market):** Thị trường phát điện cạnh tranh.
- **SMP (Spot market price):** Giá bán điện giao ngay.
- **CAN (Capacity Add-on):** Giá công suất thị trường.
- **FMP (Full market price):** Giá thị trường toàn phần.
- **Qc:** Sản lượng điện bán theo hợp đồng mua bán điện.
- **Pc:** Giá hợp đồng mua bán điện.
- **Nhà máy điện mới tốt nhất:** Là nhà máy đủ điều kiện tham gia thị trường điện và đáp ứng được các yêu cầu sau:
 - o Bắt đầu vận hành thương mại và phát điện toàn bộ công suất trong năm trước đó.
 - o Các tổ máy phát điện thuộc nhà máy đều có hệ số tải trung bình năm lớn hơn hoặc bằng 60%.
 - o Sử dụng công nghệ nhiệt điện than hoặc tua-bin khí chu trình hỗn hợp.
 - o Có chi phí phát điện toàn phần trung bình cho 1 kWh là thấp nhất.

Cơ chế thanh toán trên thị trường phát điện cạnh tranh CGM (competitive generation market)

Thị trường phát điện cạnh tranh bắt đầu chính thức hoạt động từ 1/7/2012. Giá bán điện của các nhà máy điện cho EVN sẽ chia thành 2 loại: giá bán điện theo hợp đồng mua bán điện và giá bán điện trên thị trường giao ngay. Theo đó, khoản thanh toán từ EVN cho các nhà máy điện cũng sẽ được phân thành 2 phần: khoản thanh toán theo hợp đồng và khoản thanh toán cho phần điện bán trên thị trường. Cụ thể:

Doanh thu bán điện cho các nhà máy điện sẽ được tính như sau:

$$\text{Doanh thu bán điện} = P_c * Q_c + \text{SMP} * (Q_{\text{smp}} - Q_c) + \text{Phụ thu}$$

Trong đó:

Kí hiệu	Định nghĩa	Yếu tố tác động
Pc	Giá hợp đồng mua bán điện là mức giá bù đắp cho các chi phí cố định và chi phí biến đổi của doanh nghiệp.	Giá hợp đồng được điều chỉnh thường xuyên khi có sự biến động về: Giá nhiên liệu đầu vào. Nâng cấp, sửa chữa hệ thống, máy móc. Lương tối thiểu vùng.
Qc	Sản lượng điện bán theo hợp đồng là phần sản lượng điện bán trên thị trường phát điện được phân bổ thành sản lượng điện hợp đồng của nhà máy.	Sản lượng điện bán theo hợp đồng được tính toán hàng năm căn cứ vào: Kế hoạch sửa chữa, cải tạo và sản lượng dự kiến năm tới của nhà máy. Tỷ lệ sản lượng hợp đồng được ban hành hàng năm.

SMP

Giá bán điện giao ngay trên thị trường là mức giá chung áp dụng cho tất cả các nhà máy điện tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh.

Giá bán điện giao ngay được lấy tại mức giá đáp ứng đủ nhu cầu điện trong chu kỳ giao dịch (thường là 24h) theo thứ tự giá từ thấp lên cao. Chịu ảnh hưởng bởi:
Chi phí biến đổi của doanh nghiệp.

Qsmp

Tổng sản lượng điện giao ngay trên thị trường là phần sản lượng điện năng sản xuất của doanh nghiệp được bán với giá SMP.

CAN

Giá công suất thị trường là phần bù đắp cho các chi phí cố định của nhà máy điện mới tốt nhất trong năm, đảm bảo nhà máy này thu hồi đủ chi phí sản xuất.

Được tính dựa trên các yếu tố của nhà máy điện mới tốt nhất:
Chi phí thiếu hụt trong năm của nhà máy điện mới tốt nhất.
Công suất phụ tải đỉnh của theo từng tháng.
Công suất khả dụng trung bình.

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 08 cổ phiếu PPC và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu PPC nào.

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) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 3773 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,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 6290 8686
Fax: (84.28) 6291 0607

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

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 355 3666
Fax: (84.236) 355 3888