

Ngành Điện

Báo cáo cập nhật

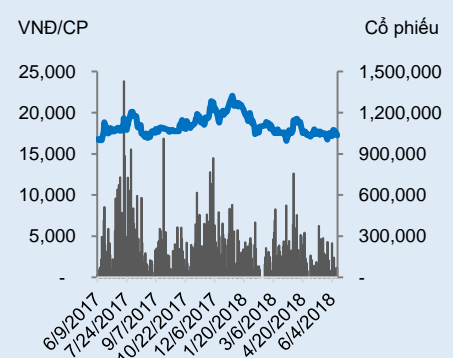
Tháng 6, 2018

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	22.900
Giá thị trường (12/6/2018)	17.250
Lợi nhuận kỳ vọng	32,75%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	16.570-22.060
Vốn hóa	5.531 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	320.613.054
KLGD bình quân 10 ngày	96.385
% sở hữu nước ngoài	15,64%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	5.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	14,49%
Beta	0,52

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PPC	-21,8%	-0,3%	-2,4%	-9,2%
VNIndex	2,5%	-3,2%	-11,3%	10,1%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

CTCP nhiệt điện Phả Lại

Mã giao dịch: PPC

Reuters: PPC.HM

Bloomberg: PPC VN

Cổ phiếu định giá rẻ và có tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Công suất lắp đặt tăng trưởng chậm so với nhu cầu tiêu thụ.

Kể từ năm 2014 trở lại đây, tăng trưởng công suất lắp đặt có xu hướng chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm. Đặc biệt năm 2017 và năm 2018, tăng trưởng công suất lắp đặt chỉ vào khoảng phân nửa tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm. Năm 2018, theo tính toán của EVN, sản lượng điện của hệ thống nhà máy phát điện chỉ cao hơn một chút so với nhu cầu tiêu thụ điện. Điều này sẽ giúp cho hoạt động kinh doanh của PPC khả quan hơn nhờ EVN sẽ cần tăng cường huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện cũng như giá bán trên thị trường cạnh tranh sẽ cao hơn.

Tình hình thủy văn thuận lợi hơn cho nhà máy nhiệt điện.

Hiện tượng La Nina đã kết thúc vào đầu năm 2018 và chuyển sang pha trung tính. Bên cạnh đó, theo báo cáo của Viện nghiên cứu thời tiết quốc tế của Đại học Columbia, xác suất xảy ra hiện tượng thời tiết gây khô hạn là El Nino kể từ đầu năm 2019 xấp xỉ 70%. Vì vậy, lượng mưa được dự báo sẽ giảm trong năm 2018 và tiếp tục giảm trong năm 2019. Lượng mưa giảm sẽ làm giảm sản lượng điện từ các nhà máy thủy điện từ đó giúp cho giá điện trên thị trường cạnh tranh cao hơn cũng như các nhà máy nhiệt điện được huy động nhiều hơn.

Công ty trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao.

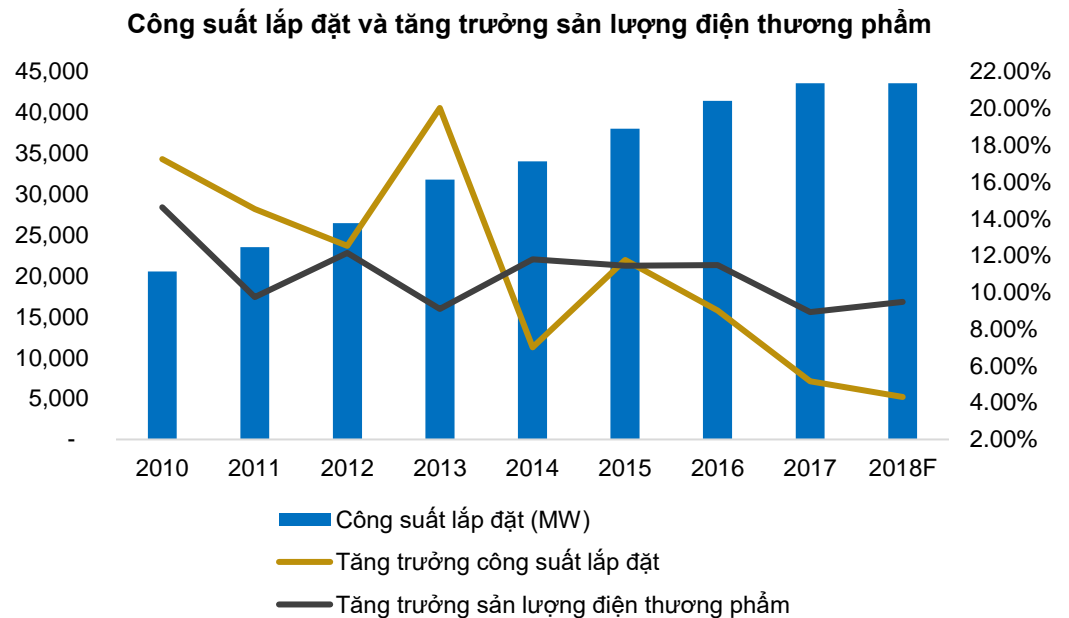
Công ty đặt kế hoạch tỷ lệ trả cổ tức 15% cho năm 2018. Tuy nhiên với đánh giá khả quan về hoạt động kinh doanh BVSC cho rằng công ty có thể thực hiện trả cổ tức với tỷ lệ 20-25% cho năm 2018. Tỷ lệ trả cổ tức năm 2017 là 25% tương ứng với tỷ suất cổ tức là 14,49% (so với mức giá đóng cửa tại ngày 12/6/2018 của PPC là 17.250 VNĐ/CP). Mức tỷ suất này cao hơn khoảng 2 lần so với mức tỷ suất ngân hàng, là tỷ lệ hấp dẫn để đầu tư hưởng cổ tức.

Định giá và quan điểm đầu tư.

PPC là doanh nghiệp ngành điện đã hết khấu hao và trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao. Bên cạnh đó, PPC được hưởng lợi nhờ EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn nhiều so với nhu cầu tiêu thụ điện và điều kiện thủy văn bất lợi cho các công ty thủy điện. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PPC với mức giá mục tiêu là 22.900 VNĐ/CP (tiềm năng tăng trưởng 32,75% so với mức giá đóng cửa ngày 12/6/2018 là 17.250 đồng/CP).

Công suất lắp đặt tăng trưởng chậm so với nhu cầu tiêu thụ điện.

Sản lượng điện thương phẩm liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng 9-12%/năm từ năm 2014 trở lại đây. Theo dự báo của Quy hoạch điện 7 điều chỉnh và Quyết định 219 của Thủ tướng Chính phủ, sản lượng điện thương phẩm tiếp tục tăng bình quân khoảng 10%/năm từ năm 2018 đến 2020. Tuy nhiên, kể từ năm 2014 trở lại đây, tốc độ tăng trưởng công suất lắp đặt đã không theo kịp tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện. Đặc biệt năm 2017 và năm 2018, tăng trưởng công suất lắp đặt chỉ vào khoảng phân nửa tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm. Năm 2018, theo tính toán của EVN, sản lượng điện của hệ thống nhà máy phát điện chỉ cao hơn một chút so với nhu cầu tiêu thụ điện. Điều này sẽ giúp cho hoạt động kinh doanh của PPC khả quan hơn nhờ EVN sẽ cần tăng cường huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện cũng như giá bán trên thị trường cạnh tranh sẽ cao hơn.



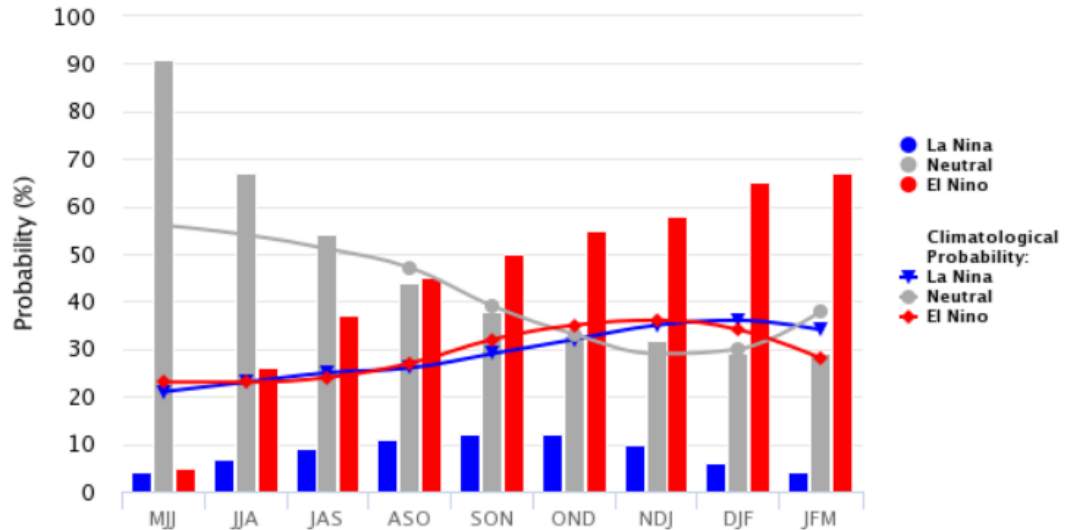
Nguồn: EVN và BVSC

Tình hình thủy văn thuận lợi hơn cho nhà máy nhiệt điện.

Năm 2017, tình hình thủy văn chịu tác động mạnh của hiện tượng La Nina. Hiện tượng thời tiết này gây mưa làm cho lượng mưa năm 2017 cao hơn so với trung bình nhiều năm và từ đó giúp cho hoạt động kinh doanh của các công ty thủy điện thuận lợi. Tuy nhiên, hiện tượng thời tiết này đã kết thúc vào đầu năm 2018 và chuyển sang pha trung tính. Bên cạnh đó, theo báo cáo của Viện nghiên cứu thời tiết quốc tế của Đại học Columbia, xác suất xảy ra hiện tượng thời tiết gây khô hạn là El Nino kể từ đầu năm 2019 xấp xỉ 70%. Vì vậy, lượng mưa được dự báo sẽ giảm trong năm 2018 và tiếp tục giảm trong năm 2019. Lượng mưa giảm sẽ làm giảm sản lượng điện từ các nhà máy thủy điện từ đó giúp cho giá điện trên thị trường cạnh tranh cao hơn cũng như các nhà máy nhiệt điện được huy động nhiều hơn.

Mid-May IRI/CPC Model-Based Probabilistic ENSO Forecasts

ENSO state based on NINO3.4 SST Anomaly
Neutral ENSO: -0.5 °C to 0.5 °C

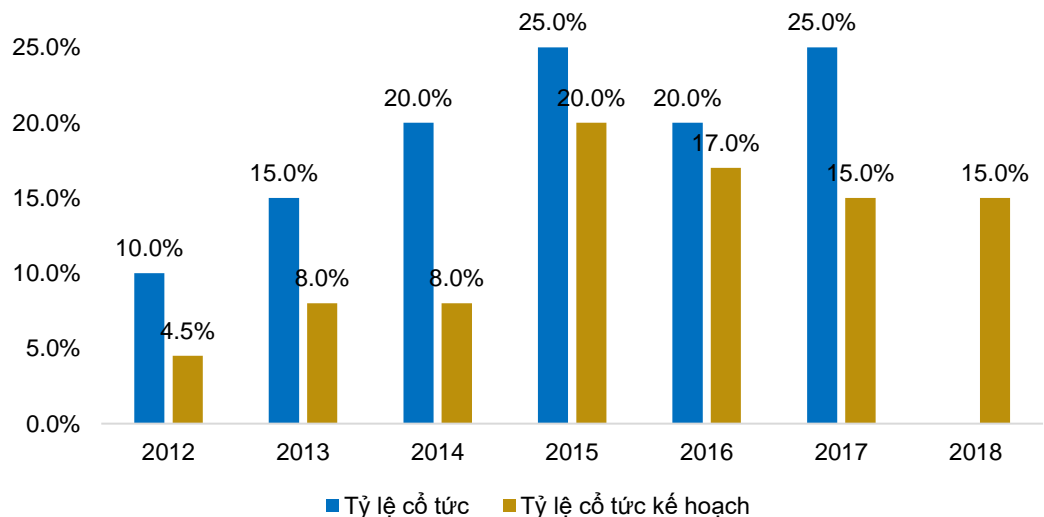


Nguồn: IRI

Doanh nghiệp trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao.

PPC có lịch sử trả cổ tức đều đặn với tỷ lệ cổ tức khá cao. Công ty thường đặt kế hoạch cổ tức thấp và thực tế trả thường cao hơn kế hoạch khá nhiều. Vì vậy, mặc dù công ty đặt kế hoạch tỷ lệ trả cổ tức 15% cho năm 2018 nhưng với đánh giá khả quan về hoạt động kinh doanh của PPC, BVSC cho rằng công ty có thể thực hiện trả cổ tức với tỷ lệ 20-25% cho năm 2018. Tỷ lệ trả cổ tức năm 2017 là 25% tương ứng với tỷ suất cổ tức là 14,49% (so với mức giá đóng cửa tại ngày 12/6/2018 của PPC là 17.250 VND/CP). Mức tỷ suất này cao khoảng 2 lần so với mức tỷ suất ngân hàng, là tỷ lệ hấp dẫn để đầu tư hưởng cổ tức.

Tỷ lệ cổ tức bằng tiền và kế hoạch cổ tức



Nguồn: PPC

Nâng cấp Nhà máy Phả Lại 1 và đầu tư hệ thống xử lý khí thải.

Nhà máy Phả Lại 1 (PL1) có 4 tổ máy được đưa vào hoạt động lần lượt từ năm 1983 đến 1986. Đến nay các tổ máy này đã có thời gian hoạt động bình quân là 33 năm và đã hết khấu hao. Nhà máy đã hoạt động lâu năm với công nghệ cũ và tỷ lệ tự động hóa thấp dẫn tới tỷ lệ tiêu hao nhiên liệu cao và chi phí nhân công cao. Chúng tôi ước tính mức giá biến đổi bình quân năm 2017 của Phả Lại 1 là 1.198 đồng/kWh, cao hơn khoảng 31,5% so với Nhà máy Phả Lại 2 (PL2) và khoảng 35% so với Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng.

Với mục tiêu giảm tỷ lệ tiêu hao nhiên liệu và giảm giá thành, PPC đã thực hiện nghiên cứu khả thi dự án nâng cấp PL1 và đang chờ phê duyệt từ EVN. Vốn đầu tư dự kiến khoảng 1.800 tỷ và thực hiện trong 4 năm (mỗi năm nâng cấp 1 tổ máy). Dự án sẽ được thực hiện bằng 20% vốn tự có và 80% vốn vay từ ngân hàng thương mại trong nước. Sau khi nâng cấp, dự kiến PL1 sẽ giảm mức tiêu hao nhiên liệu khoảng 20-25%, tăng công suất lên khoảng 25-30% và kéo dài thời gian hoạt động từ 10-15 năm. Việc cải thiện hiệu quả hoạt động sẽ giúp cho PL1 được huy động cao hơn cũng như có thể hoạt động hiệu quả hơn trên thị trường phát điện.

Năm 2009, Bộ Tài nguyên Môi trường đã ban hành QCVN22:2009/BTNMT trong đó có quy định về tiêu chuẩn khí thải SO₂, NO_x và bụi tĩnh điện. Thiết kế của các nhà máy PL1 và PL2 đều không đáp ứng được tiêu chuẩn về khí thải, riêng PL1 không đáp ứng được thêm tiêu chuẩn về bụi tĩnh điện. PPC cần đầu tư hệ thống xử lý khí thải cho PL2, hệ thống lọc bụi tĩnh điện và xử lý khí thải cho PL1. Tổng vốn đầu tư cho dự án xử lý khí thải và lọc bụi tĩnh điện là khoảng 2.900 tỷ đồng. Nguồn vốn đầu tư sẽ từ 20% vốn tự có và 80% vốn vay của ngân hàng thương mại trong nước.

Hiện tại chưa có thông tin cụ thể về phương án tính lại giá điện sau khi đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sau khi đầu tư xong, PPC có thể đàm phán tăng giá cố định theo nguyên tắc tỷ suất sinh lời nội tại tài chính trong khoảng 12%.

Kết quả kinh doanh Quý 1 khả quan.

Mặc dù Quý 1/2018 vẫn còn chịu tác động một phần từ hiện tượng La Nina nhưng kết quả kinh doanh Quý 1 rất khả quan với doanh thu đạt 1.801 tỷ đồng (+22% yoy) và LNST đạt 191 tỷ đồng (+34% yoy), tương đương với hoàn thành 28% kế hoạch doanh thu và 32% LNST. PPC đạt được kết quả khả quan này là nhờ: (1) sản lượng điện bán ra tăng 18% so với cùng kỳ, trong đó PL1 đạt 395 triệu kWh (+11% yoy) và PL2 đạt 857 triệu kWh (+21% yoy); (2) giá bán bình quân đạt mức 1.257 VND/kWh nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi hơn năm trước cũng như công ty có chiến lược đúng đắn và hoạt động năng động trên thị trường phát điện cạnh tranh cũng như chào bán CfD; (3) chi phí tài chính giảm mạnh còn 67 tỷ đồng so với 196 tỷ đồng cùng kỳ nhờ thanh toán trước nợ vay.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2018.

Chúng tôi dự báo năm 2018, PPC sẽ ghi nhận 6.641 tỷ đồng doanh thu (+7% yoy) và 902 tỷ đồng LNST (+6% yoy) tương ứng với EPS là 2.632 VND/CP với những giả định như sau:

- Sản lượng điện bán là 4.829 triệu kWh (+7% yoy), trong đó sản lượng Qc được giao là 4.387 triệu kWh (+9% yoy).
- Đơn giá theo hợp đồng PPA của PL1 là 1.508 VND/kWh và PL2 là 1.295 VND/kWh.
- Chi phí sửa chữa lớn là 376 tỷ đồng và chi phí bảo trì là 158 tỷ đồng.
- Doanh thu hoạt động tài chính đạt 285 tỷ đồng (-31% yoy) do giảm lãi tiền gửi và giảm lãi từ các khoản phải thu từ cho vay. BVSC chưa đưa khoản thanh toán lỗ tỷ giá của EVN vào mô hình do chưa xác định được một số thông tin chắc chắn về khoản thanh toán này.
- Chi phí tài chính dương 86 tỷ đồng với giả định sẽ hoàn nhập 117 tỷ đồng từ khoản đầu tư QTP (giả định mức giá đóng cửa của QTP là 10.000 VND/CP vào cuối năm 2018. Mức giá hiện tại của cổ phiếu QTP là 9.700 VND/CP, P/E trượt là 6 lần, P/B là 1,1 lần).

Định giá

Sử dụng phương pháp FCFF chúng tôi xác định mức giá hợp lý của cổ phiếu PPC là 22.900 VND/CP với các giả định chính như sau: (1) hệ số beta là 1,07; (2) mức bù rủi ro 10%; (3) thời gian hoạt động còn lại của 2 nhà máy là 12 năm; (4) chúng tôi đang chờ đợi những thông tin cụ thể hơn về thời gian triển khai cũng như ước tính mức thay đổi giá cổ định của PL1 và PL2 vì vậy chúng tôi chưa đưa những thông tin của dự án nâng cấp PL1 và đầu tư hệ thống xử lý khí thải vào mô hình định giá.

Với mức giá đóng cửa ngày 12/6/2018 là 17.250 đồng/CP, mức P/E năm 2018 của cổ phiếu PPC là 6,55 lần, thấp hơn khá nhiều so với mức P/E của trung bình ngành là 10 lần. Bên cạnh đó nếu trừ ra giá trị giá trị tiền và các khoản đầu tư sau nợ vay thì hệ số P/E cốt lõi năm 2018 chỉ còn 1,92 lần, là mức rất thấp so với trung bình ngành.

Tiền gửi, tiền cho vay và giá trị các khoản đầu tư sau nợ vay

Khoản mục	Triệu VND
Tiền và các khoản tương đương tiền	208.919
Đầu tư tài chính ngắn hạn	550.000
Phải thu cho vay ngắn hạn	950.304
Phải thu cho vay dài hạn	933.167
Đầu tư vào công ty liên kết	1.451.056
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	1.084.843
Nợ vay ngắn hạn	(443.598)
Nợ vay dài hạn	(506.525)
Tiền trả cổ tức hưởng quyền ngày 30/05/2018	(320.613)
Tổng	3.907.553
Giá trị tiền gửi, tiền cho vay và đầu tư sau nợ và cổ tức/cổ phiếu (VND)	12.188

Nguồn: PPC

Quan điểm đầu tư

PPC là doanh nghiệp ngành điện đã hết khấu hao và trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao. Bên cạnh đó, PPC được hưởng lợi nhờ EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn nhiều so với nhu cầu tiêu thụ điện và điều kiện thủy văn bất lợi cho các công ty thủy điện. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PPC với mức giá mục tiêu là 22.900 VND/CP (tiềm năng tăng trưởng 32,75% so với mức giá đóng cửa ngày 12/6/2018 là 17.250 đồng/CP).

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	5.977	6.236	6.641	7.328
Giá vốn	5.474	5.445	5.808	6.421
Lợi nhuận gộp	504	791	833	908
Doanh thu tài chính	411	412	288	294
Chi phí tài chính	(254)	(120)	86	(11)
Lợi nhuận sau thuế	549	854	902	885

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018F	2019F
Tiền & khoản tương đương tiền	2.896	759	863	800
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.670	1.308	1.401	1.546
Hàng tồn kho	557	552	587	649
Tài sản cố định hữu hình	361	303	288	273
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.223	1.451	1.451	1.451
Tổng tài sản	10.588	7.548	7.829	8.064
Nợ ngắn hạn	382	444	1.061	1.084
Nợ dài hạn	3.825	507	0	0
Vốn chủ sở hữu	5.155	5.477	5.545	5.613
Tổng nguồn vốn	10.549	7.548	7.829	8.064

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016	2017	2018F	2019F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-22,02%	4,33%	6,50%	10,35%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-2,15%	55,68%	5,59%	-1,87%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	8,43%	12,68%	12,54%	12,39%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,18%	13,69%	13,58%	12,08%
ROA (%)	5,07%	9,42%	11,73%	11,14%
ROE (%)	10,11%	16,06%	16,36%	15,86%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	39,74%	12,59%	13,55%	13,44%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	81,61%	17,35%	19,13%	19,31%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.601	2.502	2.632	2.582
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.080	17.083	17.297	17.506

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên
Cao su tự nhiên
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược, Vận tải
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trường
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888