

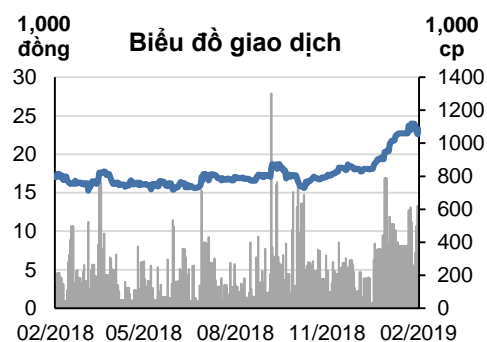
PPC (HOSE) Kết quả kinh doanh đầy hứa hẹn

Đánh giá

TRUNG LẬP

Lợi nhuận ròng tăng vọt tới 200%

	Điện
Giá thị trường (VND)	23,700
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	24,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	0%
Suất sinh lợi cổ tức	13%
Suất sinh lợi bình quân năm	13%



Tính đến cuối 4Q2018, CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HOSE: PPC) đã thu về gần 7,117 tỷ đồng doanh thu (+14.1% n/n) và 1,155 tỷ đồng LNST (+35.28% n/n). Đáng chú ý hơn cả, mức tăng ấn tượng 200% n/n lợi nhuận ròng của PPC trong 4Q2018 là do việc một số nhà máy nhiệt điện phía Bắc lân cận đã bị buộc phải ngừng hoạt động do bị thiếu nguồn cung than.

Cụ thể hơn, sản lượng phát điện của PPC đã tăng rất ấn tượng khi đạt đến 1.46 tỷ kWh (+21% n/n) trong 4Q2018, khi mà Tập đoàn Than - Khoáng sản Quốc gia Việt Nam (Vinacomin), nhà cung cấp than cho nhà máy, đã không cung cấp đủ than như cam kết của họ với CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh và CTCP Nhiệt điện Hải Phòng vào tháng 11. Các nhà máy điện Quảng Ninh phải ngừng hoạt động 2 tổ máy, làm giảm sản lượng hàng ngày xuống 10 triệu Kwh, khiến khối lượng phát điện bị sụt giảm hơn 1.4 tỷ Kwh. Do đó, EVN đã huy động điện trực tiếp từ PPC, nhà máy được xem là tối ưu nhất lúc bấy giờ vì PPC được cung cấp đủ than với tổng công suất điện huy động có thể đáp ứng lượng điện thiếu hụt. Đây là lý do chính giải thích cho sự tăng vọt đến 21% n/n sản lượng điện của PPC.

Giá điện thị trường tiếp tục tăng

Giá bán điện bình quân trong 4Q2018 là 1,383.78 đồng/kWh, cao hơn 2.2% so với năm 2017. Theo quan điểm của chúng tôi, giá điện tăng do nhu cầu điện tăng cao và nguồn cung thu hẹp do lượng mưa thấp trong năm 2018. Cuối năm 2018, nguồn điện huy động từ các nhà máy thủy điện không đủ để cung cấp và điều này đã thúc đẩy EVN mua điện từ các nhà máy nhiệt điện với giá cao hơn nhiều (chính sách thị trường điện cạnh tranh).

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	28%	13%	35%	37%
Tương đối	19%	6%	30%	46%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê

22/02/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	15.3k-24k
SL lưu hành (triệu cp)	321
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,438
Vốn hóa (triệu USD)	321
% khối ngoại sở hữu	15%
SL cp tự do (triệu cp)	79
KLGD TB 3 tháng (cp)	299.832
VND/USD	23,199
Index: VNIndex / HNX	971/106

Nguồn: Bloomberg

Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** trên PPC. Sử dụng mô hình DDM với kỳ vọng công ty sẽ trả cổ tức liên tục ở mức 3,000 đồng (do không có dự án mới hoặc dự án đang xây dựng nào đáng kể cho đến ít nhất năm 2025) và dự phóng năm 2019, chúng tôi định giá cổ phiếu PPC ở mức **24,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối 2019.

Theo đánh giá của chúng tôi và dự báo của Trung tâm Khí tượng Thủy văn Việt Nam, hiện tượng El Nino có thể sẽ kéo dài đến hết 6 tháng đầu năm 2019. Do đó, nhà máy nhiệt điện của PPC vẫn có thể tăng sản lượng, tạo cơ sở tăng doanh thu. Đây có thể là điều thị trường đang kỳ vọng nhất ở PPC giai đoạn hiện tại. Hơn nữa, Nhà máy Nhiệt điện Quảng Ninh và Nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng chưa ký hợp đồng dài hạn với TKV nên sẽ rất khó để cân bằng nhu cầu điện dài hạn. Do đó, PPC sẽ hưởng lợi khi được mua than ưu tiên từ TKV vì có sẵn nguồn tiền mặt dồi dào.

Chúng tôi kỳ vọng rằng PPC có thể duy trì cổ tức tiền mặt liên tục từ năm 2018 trở đi do thực tế là dù trải qua cả 2 giai đoạn El Niño và La Niña trong quá khứ, PPC vẫn đủ khả năng trả cổ tức bằng tiền mặt ngay cả khi kết quả kinh doanh giảm sút nghiêm trọng.

Cơ cấu sở hữu

22/02/2019

GENCO2	51%
REE	24.1%
Samarang Asian Prosperity	9.1%
Cổ đông khác	15.7%

Nguồn: Stoxplus

Vũ Ngọc Hồng Hạnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469

Hanh.vn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

22-02-2019

Research - KIS Vietnam

Trang 1

Bloomberg: KISVN <GO>

Dự phóng

Đơn vị: Tỷ đồng	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu	1,476	1,682	1,472	1,606	1,801	2,215	1,260	1,840	6,236	7,117	8,183	7,455
Phả Lại 1 (PL1)	505	687	528	939	568	726	511	809	2,363	2,652	3,048	2,913
Phả Lại 2 (PL2)	971	995	944	667	1,232	1,489	749	1,030	3,873	4,465	5,135	4,542
Tăng trưởng DT năm (%)					22%	32%	-14%	15%	4%	14%	15%	-9%
Phả Lại 1 (PL1)					13%	6%	-3%	-14%	22%	12%	15%	-4%
Phả Lại 2 (PL2)					27%	50%	-21%	54%	-4%	15%	15%	-12%
Lợi nhuận gộp	247	256	181	112	266	346	169	398	791	1,181	1,344	1,067
Phả Lại 1 (PL1)	81	97	63	75	74	109	66	178	276	408	464	377
Phả Lại 2 (PL2)	175	149	113	47	197	238	105	237	515	773	879	690
Biên lợi nhuận gộp (%)	17%	15%	12%	7%	15%	16%	13%	22%	13%	17%	16%	14%
Phả Lại 1 (PL1)	16%	14%	12%	8%	13%	15%	13%	22%	12%	15%	15%	13%
Phả Lại 2 (PL2)	18%	15%	12%	7%	16%	16%	14%	23%	13%	17%	17%	15%
Lợi nhuận hoạt động	165	531	175	108	235	642	203	381	710	1,099	1,261	981
Tăng trưởng (%)					42%	21%	16%	250%	79%	55%	15%	-22%
Biên LN (%)	11%	32%	12%	7%	13%	29%	16%	21%	11%	15%	15%	13%
Lợi nhuận sau thuế	142	451	152	91	191	525	163	277	854	1,155	1,155	873
Tăng trưởng (%)					34%	16%	8%	205%	54%	35%	0%	-24%
Biên LN (%)					11%	24%	13%	15%	14%	16%	14%	12%

Nguồn: KIS dự phóng

Một số giả định chính cho dự phóng:

- Giả định giá PPA của Nhà máy điện Phả Lại 2 giảm 10 đồng/kWh trong khi giá của Phả Lại 1 vẫn giữ nguyên khi các hợp đồng PPA được ký lại vào 2Q2019.
- Công suất huy động dự kiến cho EVN sẽ tăng đáng kể trong năm 2020, ngược lại, Qc sẽ thấp hơn theo Quyết định số 109/QĐ-ĐTĐL.
- Giá SMP dự kiến sẽ tăng 5%.
- Chúng tôi chưa tính đến các tác động của dự án PPC3 trong dự báo này do thiếu thông tin đáng tin cậy nhưng sẽ xem xét bổ sung trong tương lai nếu có.

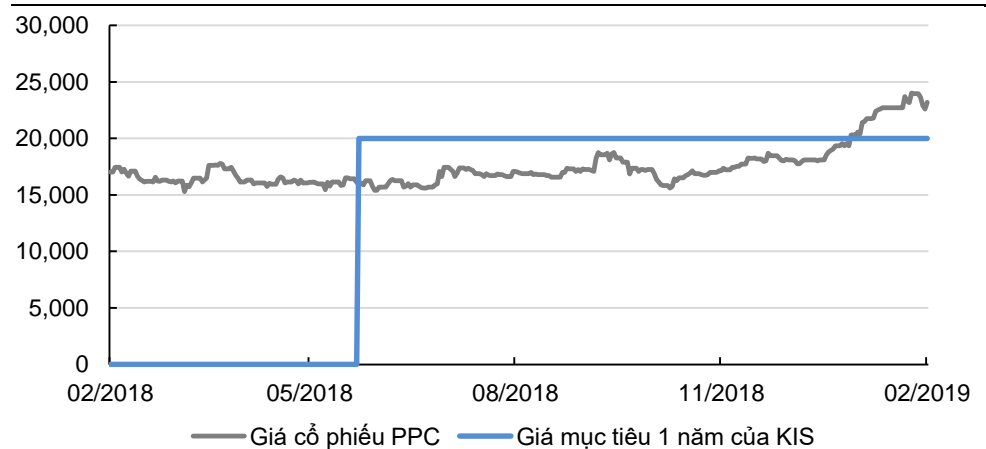
Định giá

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	Ghi chú
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	Lượng tiền mặt dồi dào
Chi phí vốn cổ phần	15%	15%	15%	15%	15%	Dự phóng
Tốc độ tăng trưởng cổ tức	0%					Tốc độ tăng trưởng cổ tức không đổi
PV của cổ tức	3,000	2,609	2,268	1,973	1,715	
Giá trị sau cùng	11,435					
Giá mục tiêu	24,000					
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	0%					
Suất sinh lợi cổ tức	13%					
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	13%					2019

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

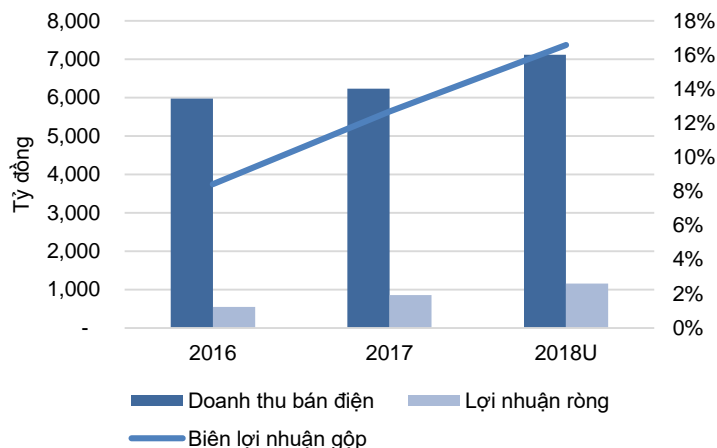
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
PPC	15/06/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	20,000	19,083

Ước tính và dự phóng của công ty



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Doanh thu và lãi gộp, 2013 - 2018



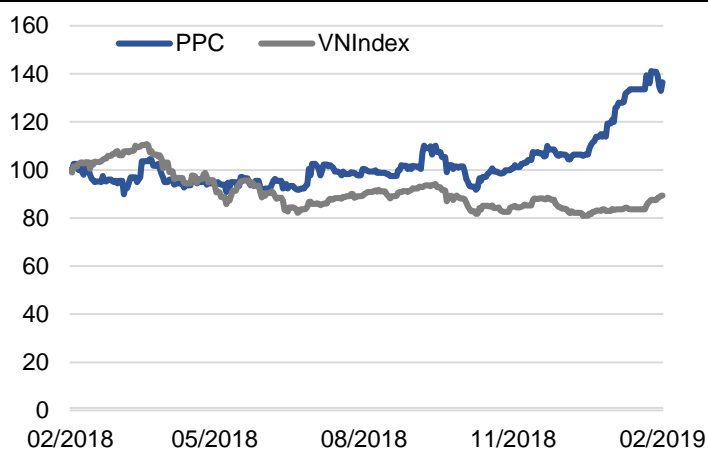
Nguồn: PPC, KIS

Hình 02. Chu kỳ dao động của ENSO, 2013 - 2022

Năm	Pha
2015	El Niño
2016	El Niño
2017	La Niña
2018	Trung tính
2019	El Niño
2020F	Trung tính

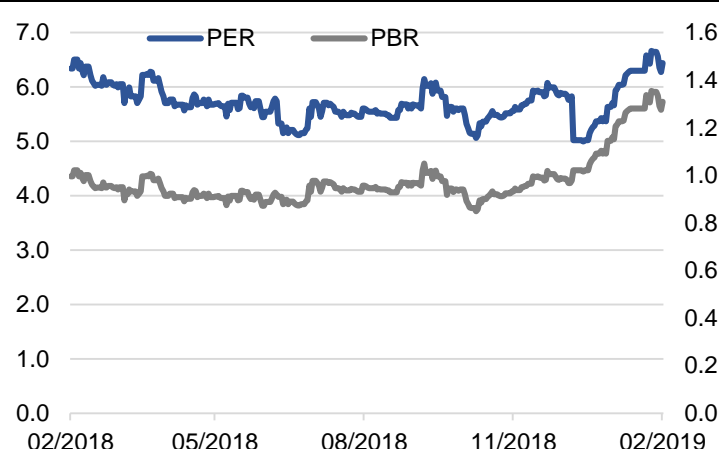
Nguồn: KIS, NHCMF

Hình 03. Diễn biến giá cổ phiếu 1 năm so với VNIndex



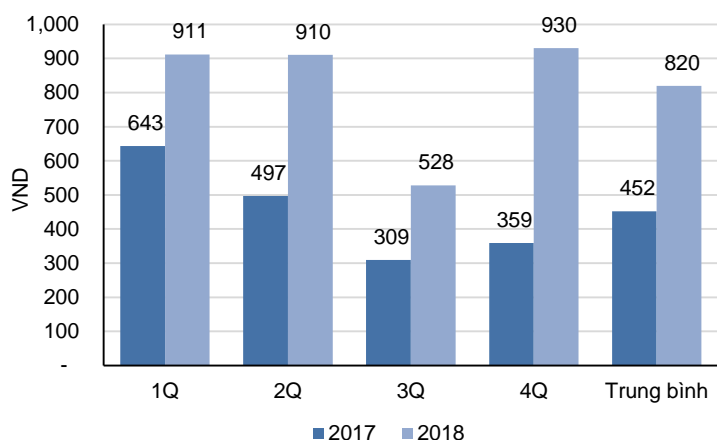
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 04. P/E lịch sử 1 năm



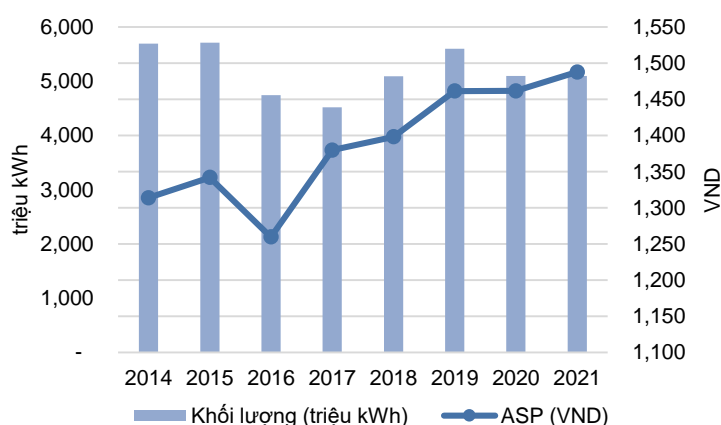
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 05. Giá SMP theo quý



Nguồn: PPC, KIS

Hình 06. Sản lượng và ASP của PPC, 2014-2020F



Nguồn: PPC, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PPC			Vốn hóa: 7,434 tỷ đồng		
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	5,977	6,236	7,117	8,183	7,455
Tăng trưởng (%)	-22%	4%	14%	15%	-9%
GVHB	5,474	5,445	5,936	6,839	6,388
Biên LN gộp (%)	8%	13%	17%	16%	14%
Chi phí BH & QLDN	108	81	81	83	85
EBITDA	468	747	1,134	1,295	1,015
Biên lợi nhuận (%)	8%	12%	16%	16%	14%
Khấu hao	72	37	35	34	34
Lợi nhuận từ HĐKD	396	710	1,099	1,261	981
Biên LN HĐKD (%)	7%	11%	15%	15%	13%
Chi phí lãi vay ròng	272	216	158	-137	-110
% so với nợ ròng	-70%	86%	14%	8%	7%
Khả năng trả lãi vay (x)	-1.5	-3.3	-7.1	-9.2	-8.9
Lãi/lỗ khác	-52	77	191	46	0
Trong đó: Hoàn nhập	87	92	179	46	0
Thuế	62	149	293	289	219
Thuế suất hiệu dụng (%)	10%	15%	20%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	554	854	1,155	1,155	873
Biên lợi nhuận (%)	9%	14%	16%	14%	12%
Lợi ích CĐ thiếu số	6	0	0	0	0
LN cho công ty mẹ	549	854	1,153	1,155	873
Số lượng CP (triệu)	326	326	326	326	326
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,711	2,663	3,603	3,601	2,723
Tăng EPS (%)	-2%	56%	35%	0%	-24%
Cổ tức (VND)	2,000	3,000	2,800	3,000	3,000

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

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	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-111	-293	363	119	-110
Capex	83	18	348	232	232
Dòng tiền khác	-404	1,452	-453	-50	-
Dòng tiền tự do	1,057	-286	932	888	785
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	799	1,020	898	979	979
Thay đổi nợ ròng	-259	1,307	-34	91	194
Nợ ròng cuối năm	258	-759	-1,726	-1,635	-1,442
Giá trị doanh nghiệp	8,126	7,071	6,104	6,194	6,388
Tổng VCSH	5,194	5,477	5,683	5,859	5,753
Lợi ích cổ đông thiểu số	38	-	-	-	-
VCSH	5,156	5,477	5,683	5,859	5,753
Giá trị sổ sách/cp (VND)	25,696	22,932	23,794	24,531	24,089
Nợ ròng / VCSH (%)	-28%	-31%	-30%	-28%	-25%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-3.10	-2.27	-1.52	-1.26	-1.42
Tổng tài sản	10,588	7,548	6,975	7,241	7,330

$Nợ\ ròng = Nợ - tiền\ và\ tương\ đương\ tiền$

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%)	10%	16%	21%	20%	15%
(không gồm lợi ích CĐ thiếu số)					
ROA (%)	5%	11%	17%	16%	12%
ROIC (%)	9%	18%	27%	26%	18%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	14.0	9.0	6.7	6.7	8.8
PBR (x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.4
PSR (x)	1.3	1.3	1.1	1.0	1.1
EV/EBITDA (x)	13.7	8.2	5.4	4.8	6.3
EV/Sales (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	8%	13%	12%	13%	13%

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 Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý 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**.