

CTCP Nhiệt điện Phả Lại

(HOSE: PPC)

Kết quả kinh doanh 2020 vượt kỳ vọng

Năm Giữ
(Báo cáo cập nhật)Giá mục tiêu: VND27,600
Upside +7%Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset Việt Nam
Nguyễn Hoàng Bích Ngọc, ngoc.nhb@miraeasset.com.vn

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi điều chỉnh tăng 3% giá mục tiêu đối với cổ phiếu (CP) PPC lên mức **27,600 đồng/CP** (từ mức 26,700 đồng/CP). Lãi suất phi rủi ro được cập nhật theo xu hướng lợi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm, dẫn đến tỷ lệ Re điều chỉnh giảm 1.9 điểm %. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ Tăng Tỷ Trọng về **Năm Giữ**. Thị giá CP đã tăng 12% từ thời điểm báo cáo cập nhật gần nhất của chúng tôi vào T11/2020 (so với VN Index +8% trong cùng giai đoạn). CP PPC đang giao dịch tại mức P/E forward 2021 là 12x, cao hơn 8% so với các doanh nghiệp nhiệt điện có quy mô vốn hóa tương đồng.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Tỷ suất cổ tức duy trì 8% trong giai đoạn 2021-2022

Chúng tôi cho rằng PPC sẽ giữ tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức ở mức 92%/lợi nhuận ròng (LNR). Theo đó, cổ tức/CP dự phóng đạt 2,000 đồng trong 2021-2022.

2021 - Một năm khó khăn

Sau thời gian kiểm soát tốt dịch bệnh, làn sóng COVID-19 thứ 3 xuất hiện trở lại tại Việt Nam. Điều này gây áp lực lên khả năng hồi phục về nhu cầu tiêu thụ điện cả nước trong 2021 đang được kỳ vọng ở mức 9% (2020: +3.1% cùng kỳ - CK). Bên cạnh đó, chu kỳ thủy văn thuận lợi cho nhóm thủy điện và công suất gia tăng từ mảng năng lượng tái tạo có thể tạo rủi ro giảm nhu cầu huy động từ loại hình nhiệt điện than.

Chúng tôi dự phóng hiệu suất hoạt động của nhà máy nhiệt điện Phả Lại 1 đạt 49% (tương đương 2020, 440 MW) và nhà máy Phả Lại 2 đạt 65% (2020: 74%, 600 MW) trong 2021. Sản lượng điện thương phẩm 2021 dự kiến đạt 4,843 triệu kWh (-8% CK). Ngoài ra, dự phóng của chúng tôi không bao gồm các khoản lợi nhuận bất thường (như khoản hoàn lỗ tỷ giá từ EVN trong 2020). Vì vậy, LNR 2021 ước giảm 28% CK về mức 726 tỷ đồng (Biểu đồ 1).

Cập nhật kết quả kinh doanh

LNR 2020 vượt kỳ vọng, đạt 1,008 tỷ đồng (-20% CK)

PPC công bố doanh thu và LNR Q4/2020 đạt lần lượt 1,872 tỷ đồng (-18% CK) và 502 tỷ đồng (+4% CK). Kết quả cả năm 2020, doanh thu đạt 7,929 tỷ đồng (-3% CK) và LNR đạt 1,008 tỷ đồng (-20% CK). Theo đó, PPC đã hoàn thành 99% mục tiêu tổng doanh thu và 158% kế hoạch lợi nhuận trước thuế (LNTT) 2020. So với dự phóng của chúng tôi, LNR thực hiện 2020 vượt 25% nhờ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận bất thường từ việc EVN hoàn lỗ tỷ giá (ước đạt 267 tỷ đồng ghi nhận trong Q4/2020).

Xét riêng hoạt động sản xuất điện, LNNTT giảm 33% CK, đạt 657 tỷ đồng. Kết quả này chịu tác động từ các yếu tố: 1) sản lượng điện bán giảm 4% CK; 2) giá cố định trong Hợp đồng mua bán điện (PPA) của Phả Lại 1 giảm 34 đồng/kWh sau khi tái ký PPA; và 3) tổng định phí trong giá thành sản xuất tăng 14% CK.

Dữ liệu quan trọng



Thị giá (3/02/2021, VND)	25,800	Vốn hoá (tỷ đồng)	8,256
Lợi nhuận hoạt động (21F, tỷ đồng)	609	SLCP đang lưu hành (triệu cp)	321
Tăng trưởng EPS (21F, %)	-31	Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	23.9
Tăng trưởng EPS thị trường (21F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	15
P/E (21F, x)	12	Beta	0.7
P/E thị trường (x)	17	Giá thấp nhất 52 tuần	20,500
VN-Index	1,111	Giá cao nhất 52 tuần	29,500

Biến động giá

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	5.1	14.9	-3.7
Tương đối	7.0	-3.5	-22.1

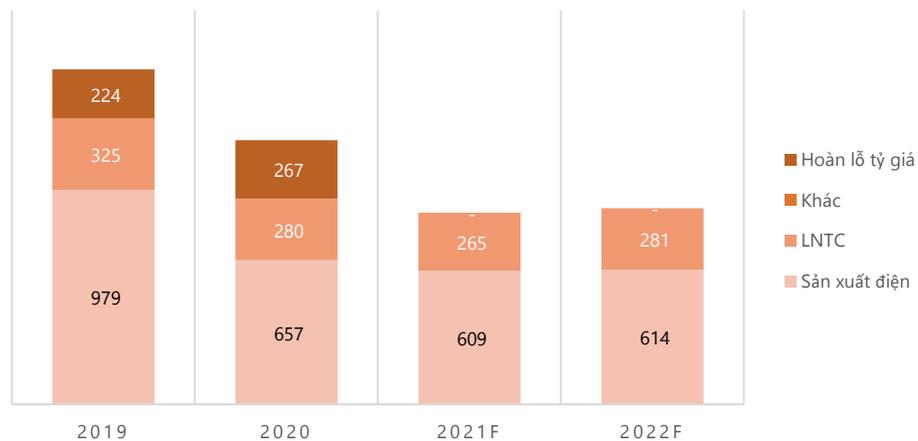
Lợi nhuận và mức định giá các năm

Năm tài chính (31/12)	FY18	FY19	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,117	8,183	7,929	7,008	7,007	7,704
Lợi nhuận hoạt động (tỷ đồng)	1,058	1,203	924	609	614	767
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	15%	15%	12%	9%	9%	10%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,122	1,261	1,008	726	734	972
EPS (VND)	3,501	3,933	3,144	2,174	2,197	2,910
ROE (%)	20%	22%	16%	11%	11%	15%
P/E (x)	4.5x	6.6x	7.8x	11.9x	11.7x	8.9x
P/B (x)	0.9x	1.4x	1.2x	1.3x	1.3x	1.2x
Cổ tức/Thị giá (%)	17%	10%	8%	8%	8%	10%

Nguồn: PPC, Mirae Asset Vietnam Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT

Biểu đồ 1. Cơ cấu đóng góp LNTT PPC 2019-2022 (tỷ đồng)



Nguồn: PPC, Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HOSE: PPC)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

Tỷ đồng	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu thuần	7,929	7,008	7,007	7,704
Giá vốn hàng bán	(6,924)	(6,315)	(6,306)	(6,846)
Lợi nhuận gộp	1,005	694	702	858
Chi phí bán hàng và QLDN	(81)	(84)	(88)	(91)
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	924	609	614	767
Lợi nhuận hoạt động	924	609	614	767
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	282	265	281	433
Lãi/ Lỗ từ hoạt động tài chính	280	265	281	433
Lãi/ lỗ từ liên kết liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	1,206	875	895	1,200
Thuế TNDN	(199)	(149)	(161)	(228)
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	907	875	895	1,200
Lợi nhuận khác	299	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	1,008	726	734	972
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	1,008	726	734	972
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	1,008	726	734	972
Cổ đông công ty mẹ	1,008	726	734	972
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	1,248	913	933	1,238
FCF (Dòng tiền tự do)	1,185	733	748	856
EBITDA Margin (%)	16%	13%	13%	16%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	12%	9%	9%	10%
Biên lợi nhuận ròng (%)	13%	10%	10%	13%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

Tỷ đồng	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	961	526	526	482
LNTT	1,206	875	895	1,200
Chi phí không bằng tiền	(258)	(227)	(243)	(395)
Khấu hao	38	38	38	38
Phân bổ	-	-	-	-
Khác	(296)	(265)	(281)	(433)
Thay đổi vốn lưu động	13	(121)	(126)	(323)
Tăng giảm phải thu	811	(32)	35	(123)
Tăng giảm tồn kho	(33)	66	1	(54)
Tăng giảm phải trả	(583)	(7)	(1)	82
Thuế TNDN	(182)	(149)	(161)	(228)
LCTT hoạt động đầu tư	(193)	207	222	374
Tăng giảm Tài sản cố định	(21)	(59)	(59)	(59)
Tăng giảm Tài sản vô hình	-	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	(415)	-	-	-
Khác	242	265	281	433
LCTT hoạt động tài chính	(735)	(639)	(646)	(855)
Tăng giảm nợ phải trả	(126)	-	-	-
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(609)	(639)	(646)	(855)
Khác	-	-	-	-
LCTT trong kỳ	33	94	102	0
Số dư đầu kỳ	241	273	367	469
Số dư cuối kỳ	273	367	469	469

Nguồn: PPC, Mirae Asset Vietnam Research

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

Tỷ đồng	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
Tài sản ngắn hạn	4,259	4,341	4,442	4,654
Tiền và tương đương tiền	273	367	469	469
Phải thu ngắn hạn	1,746	1,813	1,813	1,971
Tồn kho	697	631	631	685
Khác	1,543	1,530	1,530	1,530
Tài sản dài hạn	3,185	3,171	3,157	3,142
Đầu tư liên kết liên doanh	2,477	2,477	2,477	2,477
Tài sản cố định hữu hình	707	693	679	664
Tài sản dài hạn khác	1	1	1	1
Tổng tài sản	7,444	7,512	7,598	7,797
Nợ ngắn hạn	964	973	1,001	1,121
Phải trả ngắn hạn	906	957	955	1,037
Vay nợ ngắn hạn	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	58	16	45	84
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Nợ vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	-	-
Tổng nợ	964	973	1,001	1,121
Vốn chủ sở hữu	6,481	6,539	6,598	6,676
Vốn góp chủ sở hữu	3,262	3,262	3,262	3,262
Thặng dư cổ phần	12	12	12	12
Lợi nhuận giữ lại	3,207	3,265	3,324	3,402
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	6,481	6,539	6,598	6,676

Các chỉ số chính

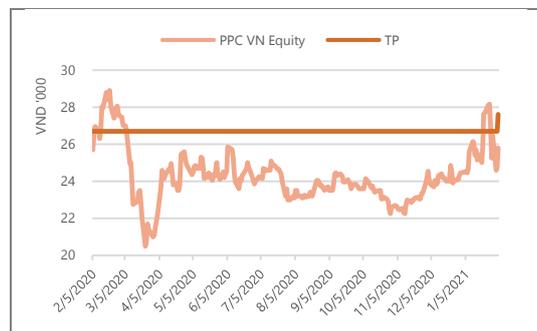
	FY20	FY21F	FY22F	FY23F
P/E (x)	7.8x	11.9x	11.7x	8.9x
P/CF (x)	8.3x	16x	16x	17.5x
P/B (x)	1.2x	1.3x	1.3x	1.2x
EV/EBITDA (x)	6.9x	9.9x	9.6x	7.3x
EPS (W)	3,144	2,174	2,197	2,910
CFPS (W)	2,946	1,612	1,611	1,476
BPS (W)	20,214	20,396	20,579	20,821
DPS (W)	2,000	2,000	2,000	2,600
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	64%	92%	91%	89%
Lợi suất cổ tức (%)	8%	8%	8%	10%
Tăng trưởng doanh thu	-3%	-12%	0%	10%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-21%	-27%	2%	33%
Tăng trưởng LN hoạt động (%)	-23%	-34%	1%	25%
Tăng trưởng EPS (%)	-20%	-31%	1%	32%
Vòng quay phải thu (x)	4.4x	4.4x	4.4x	4.4x
Vòng quay tồn kho (x)	10x	10x	10x	10x
Vòng quay phải trả (x)	6.5x	6.6x	6.6x	6.6x
ROA (%)	14%	10%	10%	13%
ROE (%)	16%	11%	11%	15%
ROIC (%)	12%	8%	8%	9%
Nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	15%	15%	15%	17%
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (%)	4.4	4.5	4.4	4.2
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (%)	-4%	-6%	-7%	-7%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	403x	-	-	-

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target price
CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HOSE: PPC)	27/11/2020	Tăng Tỷ Trọng	26,700
CTCP Nhiệt điện Phả Lại (HOSE: PPC)	4/02/2021	Nắm Giữ	27,600



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (■), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be hindered by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset Daewoo or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its

affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Units 8501, 8507-8508, 85/F International Commerce Centre 1 Austin Road West Kowloon Hong Kong Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila OIHT1ia Sao Paulo - SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	