

Nguyễn Trà LânEmail: nguyentralan@thanglongsc.com.vn**Nguyễn Anh Thư**Email: thuna01@thanglongsc.com.vn**Khuyến nghị:** MUA**Giá mục tiêu 1 năm:** 39,742 - 40,945 đ**Ngành:** Năng lượng**Phân ngành:** Sản xuất điện**Mức rủi ro:** Trung bình**Những điểm nổi bật**

- **Triển vọng kinh doanh:** Những nhà đầu tư tìm kiếm lợi nhuận đột biến có vẻ sẽ không có nhiều cơ hội vì hoạt động sản xuất điện của PPC rất ổn định. Giá bán điện – yếu tố cấu thành doanh thu – không đổi cho đến hết tháng 6/2010 khi hợp đồng bán điện cho EVN có thể được điều chỉnh, trong khi tốc độ tăng trưởng sản lượng được dự báo là thấp so với trung bình ngành. Kỳ vọng duy nhất của các nhà đầu tư sẽ đến từ khoản chênh lệch tỷ giá VND/JPY. Diễn biến tỷ giá VND/JPY trong thời gian gần đây đang diễn ra theo chiều hướng ít xấu cho PPC và các cổ đông.
- **Quản trị công ty:** Những người chèo lái PPC đều là những chuyên gia giàu kinh nghiệm trong ngành điện. Dấu ấn tuổi tác cùng thâm niên lâu năm trong nghề đã hình thành một phong cách quản lý chắc chắn, ổn định. Tuy nhiên, công ty chưa có kế hoạch dài hạn nhằm mở rộng công suất sản xuất sau nhà máy Phả Lại 2, thị phần có xu thế thu hẹp dần bởi sự xuất hiện của những công ty và nhà máy hiện đại mới.
- **Quản lý dòng tiền tự do:** Gửi ngân hàng, ủy thác đầu tư tài chính và góp vốn cổ phần tại các dự án điện là những lựa chọn của PPC trong thời gian qua cũng như tại thời điểm này. Thực tế này gợi ý tới 2 lựa chọn (i) hoặc là cần có thêm những nhân sự chuyên về tài chính như Giám đốc Tài Chính để quản lý dòng tiền có hiệu quả hơn (ii) hoặc là cần có những thay đổi nhất định mang tính dài hạn hơn trong chiến lược của PPC.
- **JPY - cuộc dạo chơi không yên ả:** Vấn đề nổi cộm nhất tại công ty nằm trong công tác quản lý rủi ro hối đoái của khoản vay ODA 35.28 tỷ Yên Nhật. Nếu không có biện pháp phòng ngừa, rất có thể lợi nhuận những năm tiếp theo vẫn bị đe dọa xói mòn. Dưới góc nhìn của những nhà phân tích độc lập, nhóm nghiên cứu đã thu thập dữ liệu và đưa ra giải pháp sơ bộ ở phần sau của báo cáo này.
- **Định giá cổ phiếu:** sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do dành cho doanh nghiệp FCFF kết hợp với phương pháp so sánh P/B và P/E, cân nhắc tới việc giá bán điện có thể thay đổi sau tháng 6/2010 cũng như khả năng xử lý nợ ODA, nhóm nghiên cứu đi tới giá mục tiêu từ 39,742 - 40,945 VND. Giá giao dịch hiện nay là 28,900VND/cp, do vậy, có vẻ như việc cân nhắc mua hoặc giữ cổ phiếu này không phải là một quyết định tồi.

Yếu tố rủi ro được xác định ảnh hưởng nhất đến quyết định mua/bán cổ phiếu PPC ở thời điểm hiện tại chính là chênh lệch tỷ giá VND/JPY. Dựa vào dự báo tỷ giá VND/JPY đến cuối năm 2009 là 190.6 (Kịch bản 3 với xác suất xảy ra lớn hơn những kịch bản khác), so với tỷ giá cuối năm 2008, có vẻ như mức độ rủi ro này sẽ không phải là trở ngại lớn đối với quyết định mua hoặc giữ cổ phiếu này trong vòng 1 năm.

Chúng tôi đánh giá PPC là cổ phiếu tiềm năng và đáng được cân nhắc nắm giữ dài hạn trong danh mục của các nhà đầu tư giá trị. Giá mục tiêu trong vòng 12 tháng tới cho cổ phiếu này dao động trong khoảng 39,742 – 40,945đ/cp.

**Công ty Chứng khoán Thăng Long**

Tầng 6, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội;

Điện thoại: +84 (4) 3726 2600

Fax : +84 (4) 3726 2601

Phòng Giao dịch Lý Nam Đế:

14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 3733 7671

Fax : +84 (4) 3733 7670

Phòng Giao dịch Hoàng Quốc Việt

126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 37557668

Fax : +84 (4) 37557589

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh:

Tầng 2, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 6411

Fax : +84 (8) 3910 6412

Phòng Giao dịch Tôn Đức Thắng:

02 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 (8) 3910 2215

Fax : +84 (8) 3910 2216

Website : <http://www.thanglongsc.com.vn>

Thông tin cơ bản

Tên công ty: **Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại**

Tên giao dịch quốc tế: **Pha Lai Thermal Joint Stock Company**

Địa chỉ: **Thôn Phao Sơn, Thị trấn Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương**

Điện thoại: **0320 881126**

Fax: **0320 881338**

Website: <http://www.ppc.evn.vn>

Diễn biến giao dịch

Ngày giao dịch đầu tiên: **19/05/2006**

Giá bình quân ngày GD đầu tiên: **36,300 đ/cp**

Lượng giao dịch ngày GD đầu tiên: **221,300 cp**

Giá cao nhất 52 tuần: **43,300 đ/cp**

Giá thấp nhất 52 tuần: **15,200 đ/cp**

Khối lượng GD bình quân 60 ngày: **757,090**

Số cổ phiếu lưu hành: **325,235,000 cp**

Vốn hóa thị trường: **9,399.3 tỷ VND**

(cập nhật đến ngày 19/06/2009)

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	% cổ phần nắm giữ
Cổ đông trong nước	
EVN	68.0%
PVFC	2.0%
VIS	0.3%
VIB	0.6%
Bảo Việt Nhân Thọ	0.5%
CTCP Ngân Hà	0.6%
Khác	9.2%
Cổ đông nước ngoài	
Deutsche Bank	5.0%
Khác	13.8%

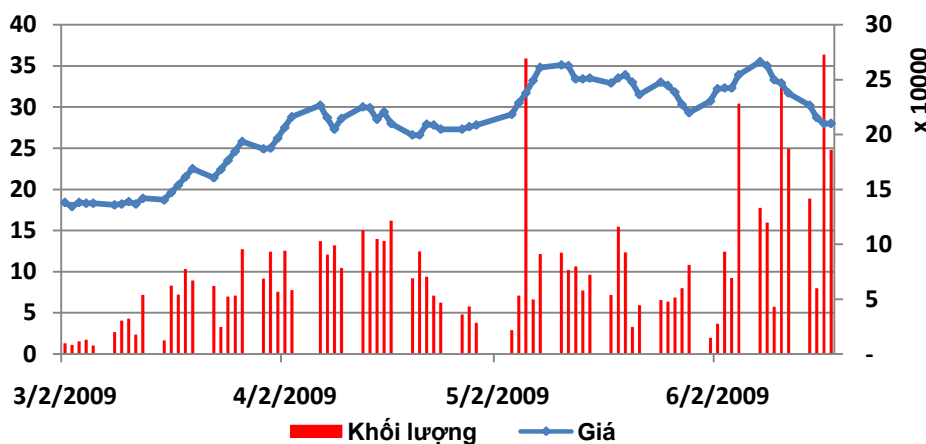
Nguồn: PPC, TSC tổng hợp – tính đến đầu 6/2009

Thống kê các chỉ tiêu cơ bản trong 4 năm gần nhất

Tỷ VND	2005	2006	2007	2008
Doanh thu thuần	1,458.9	3,607.1	3,807.1	3,881.9
Giá vốn hàng bán	1,301.3	2,347.5	2,692.8	2,798.5
Lợi nhuận sau thuế	9.0	951.5	827.8	(212.8)
Lợi nhuận biên	0.6%	26.4%	21.7%	(5.5%)
ROA	0.1%	9.0%	8.5%	(2.0%)
ROE	0.2%	25.6%	21.6%	(6.2%)
EPS ('000 VND)	0.02	3.06	2.59	(0.67)
BVPS ('000 VND)	10.01	11.95	11.96	10.75

Nguồn: PPC

Diễn biến giá của PPC trong 3 tháng trở lại đây



Nguồn: TSC

Hoạt động kinh doanh chính của Doanh nghiệp

PPC sở hữu 2 trong số những nhà máy nhiệt điện lớn trong cả nước, với tổng công suất thiết kế 1,040 MW. Với thị phần trong 4 năm qua từ 7.7% - 10% của cả nước và khoảng 40% toàn miền Bắc, PPC có tầm ảnh hưởng chiến lược đối với nguồn cung điện cả nước hiện nay cũng như trong những năm sắp tới.

Hiệu quả hoạt động luôn được duy trì ổn định nhờ chính sách ưu đãi của chính phủ đối với công ty. Cụ thể, giá điện được ký kết theo lộ trình bán cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) với mức giá 581.9 VND/kWh trong vòng 4 năm kể từ năm 2006. Theo đó, EVN cam kết sẽ mua toàn bộ sản lượng điện do PPC sản xuất ra.

Nguồn nhiên liệu công ty đang sử dụng cũng được mua với giá ưu đãi (giá bình quân 1 tấn than PPC mua của Tập đoàn Than – Khoáng sản Việt Nam (TKV) vào khoảng từ 407,000 đ/tấn – 440,000 đ/tấn – được áp dụng từ ngày 01.03.2009, trong khi giá than xuất khẩu là khoảng 160 USD/tấn. Tuy nhiên, than công ty sử dụng có giá thấp một phần là do công ty tiêu thụ than cám, loại than không đòi hỏi cao về chất lượng sản phẩm trong điều kiện sử dụng trong sản xuất điện. Trong cơ cấu doanh thu, phần lớn doanh thu là do bán điện cho EVN, còn lại mảng kinh doanh xỉ than, chiếm một phần nhỏ trong doanh thu, khoảng 1 tỷ đồng trong năm vừa qua.

Cơ cấu thị trường: Sản lượng điện cung cấp hàng năm của PPC trên 6 tỷ Kwh. Với vai trò là một trong những doanh nghiệp lớn cung cấp điện trong cả nước, PPC đã cam kết sản lượng điện sản xuất được bán cho EVN tối thiểu hàng năm là 5 tỷ Kwh với mức giá bán thỏa thuận là 581.9 VND/kWh, trong đó giá cố định là 368.69 VNĐ/kWh, giá biến đổi là 213.21 VNĐ/kWh tùy thuộc vào giá nhiên liệu đầu vào là than và dầu FO. Điều đó có nghĩa là, trong trường hợp giá than và giá dầu FO tăng mạnh, khiến chi phí đầu vào vượt quá con số 213.21 VND này, thì PPC sẽ nhận thêm hỗ trợ từ EVN bù đắp loại giá tăng do chi phí đầu vào.

Những thành công từ khi trở thành công ty đại chúng

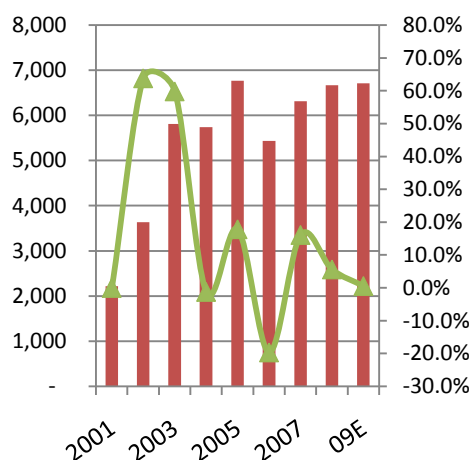
Với vai trò là một trong những công ty sản xuất điện lớn, đặc biệt là tại miền Bắc, Công ty đã nhận được sự hỗ trợ từ phía EVN trong việc vay vốn lưu động cho các hoạt động và dễ dàng tham gia vào các dự án với các đối tác lớn trong đầu tư tài chính.

Là một trong những công ty đầu tiên trong ngành điện cổ phần hóa, do vậy Phả Lại giành được lợi thế khi có được hợp đồng bán điện lâu dài với EVN. Bên cạnh đó là hợp đồng mua than (nguồn nhiên liệu chính) với Tổng công ty than Việt Nam với giá ưu đãi thấp hơn giá than xuất khẩu hiện tại góp phần tạo nên những lợi thế không nhỏ nếu so sánh với những doanh nghiệp đã có và đang tiến hành xây dựng các nhà máy phát điện.

Hoạt động kinh doanh và sản xuất điện

Hiện tại, Công ty có nhà máy nhiệt điện Phả Lại 1 với 4 tổ máy tổng công suất thiết kế đạt 440 MW hoạt động trên 20 năm với công nghệ của Liên Xô và nhà máy nhiệt điện Phả Lại 2 có tổng công suất 600 MW (2 tổ máy vận hành năm 2001), vận hành theo công nghệ của Nhật Bản. Với tổng công suất 1,040 MW, sản lượng điện cung cấp hàng năm của PPC trên 6 tỷ Kwh/năm.

Sản lượng điện qua các năm



Nguồn: PPC và TSC ước tính

Tổng sản lượng điện cả nước và tỷ trọng đóng góp của PPC

Tỷ KWh	2006	2007	2008	2009E
Tổng sản lượng tiêu thụ	61,525	68,720	78,561	88,774
Tổng nguồn cung trong nước	60,623	68,451	77,775	88,228
Tỷ trọng sản lượng của PPC	10.00%	9.18%	7.67%	6.78%

Nguồn: TSC tổng hợp và dự báo

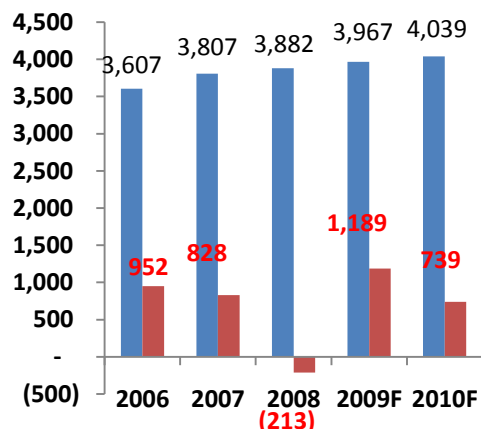
Trong giai đoạn từ 2006 - 2008, sản lượng điện hàng năm của công ty tương đối lớn (2007 trên 7 tỷ Kwh). Lý do là nguồn cung điện trên cả nước trong những năm qua là thiếu hụt so với nhu cầu tiêu dùng, nhiều dự án bị chậm tiến độ tạo áp lực lên các thành viên của EVN phải hoạt động hết công suất nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu dùng. Tuy nhiên, áp lực tăng sản lượng sản xuất điện trong năm tới được dự báo vẫn căng thẳng nếu lượng nước cho các nhà máy thủy điện không được dồi dào.

Các nhà máy nhiệt điện đã, đang và sẽ hoạt động tại miền Bắc từ 2009 – 2011:

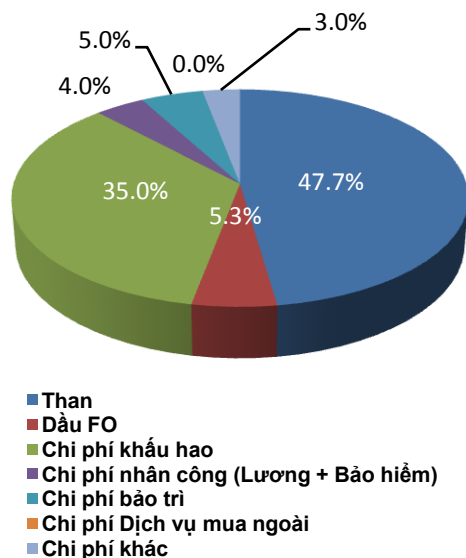
Nhà máy Nhiệt điện	Công suất (MW)	Thời gian bắt đầu hoạt động
Na Dương	100	Tháng 1/09
Cao Ngạn	100	Tháng 1/09
Sơn Động	200	Cuối QIII/09
Cầm Phả I	330	Cuối QIII/09
Cầm Phả II	300	Tháng 8/10
Mạo Khê II	440	2011

Nguồn: TSC tổng hợp

Ngoài ra, nguồn cung điện đang rất được chú trọng đầu tư trong thời gian qua nên số lượng nhà máy phát điện đi vào vận hành trong các năm tới sẽ vẫn đang trong xu hướng tăng lên, đặc biệt là những nhà máy mới được xây dựng tại miền Bắc, nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện của cả nước đồng thời giảm áp lực cho các nhà máy của Nhiệt Điện Phả Lại. Chính vì vậy, trong các năm tới công ty đã xây dựng kế hoạch đạt sản lượng điện ở mức không cao hơn nhiều so với mức hiện tại (6 tỷ KWh) nhằm đảm bảo các thông số kỹ thuật và giúp nâng cao tuổi thọ cho các tổ máy.

**Doanh thu và lợi nhuận qua các năm
(tỷ VND)**


Nguồn: PPC và TSC dự báo

Cơ cấu chi phí 2008


Nguồn: PPC và TSC dự báo

Cơ cấu doanh thu qua các năm

	2006	2007	2008	2009E
Tổng doanh thu	3,605	3,807	3,882	3,967
Doanh thu bán điện	3,603	3,803	3,875	3,958
Điện tự dùng	0.91	1.39	1.8	2.26
Doanh thu khác	1.09	2.89	4.63	6.40

Nguồn: PPC và TSC tổng hợp

Doanh thu đến từ hoạt động bán điện cho EVN chiếm tỷ trọng lớn, khoảng 99% sản lượng điện sản xuất của công ty. Mức tăng trưởng doanh thu 5.58 % của năm 2007 so với 2006, một phần do sản lượng điện năm 2007 đạt mức kỷ lục (trên 7 tỷ kWh) và một phần đến từ sự điều chỉnh giá điện trong hợp đồng bán cho EVN. Ngoài ra còn có doanh thu từ hoạt động khác là bán xỉ than nhưng không đáng kể.

Do sản lượng của công ty tương đối ổn định trong khi giá bán điện không đổi, do vậy doanh thu trong năm 2008 hầu như không đổi so với năm 2007. Mặc dù công ty phải tạm ngừng các tổ máy phát điện số 1, số 2 và số 6 để sửa chữa lớn theo định kỳ nên sản lượng điện sản xuất giảm ở thời điểm cuối quý 2 đầu quý 3. Tuy nhiên, việc ngừng sản xuất điện của các tổ máy này đã nằm trong kế hoạch. Đến thời điểm hiện tại, các tổ máy trên đã hoàn thành việc duy tu sửa chữa và đã sản xuất điện trở lại.

Cơ cấu chi phí qua các năm

Tỷ VND	2006	2007	2008
Nhiên liệu	1249.8	1456.45	1515.28
Chi phí khấu hao	898.37	961.19	932.72
Chi phí nhân công (Lương + Bảo hiểm)	115.77	110.05	98.41
Chi phí bảo trì	40.91	135.16	338.57
Chi phí Dịch vụ mua ngoài	4.63	6.33	6.08
Chi phí khác	90.62	217.06	307.72

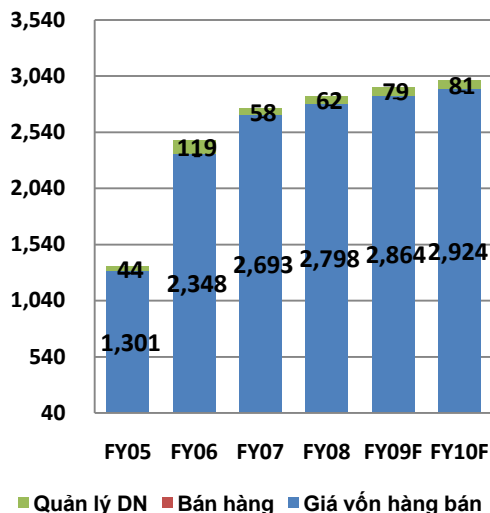
Nguồn: PPC

Chi phí nhiên, vật liệu : Nguồn nhiên liệu chính để sản xuất điện là than Anthracit từ các mỏ Hòn Gai, Cẩm Phả được vận chuyển bằng đường sông và than nhập từ Mạo Khê được vận chuyển bằng đường sắt đến các cảng than gần nhà máy. Tổng sản lượng than tiêu thụ từ các mỏ đạt 3 triệu tấn/năm (tương đương 1,000 tỷ đồng/ năm).

Dầu FO cũng là một trong những nhiên liệu đầu vào chính trong quá trình sản xuất điện. Giá mua từ TKV 18,720 đ/tấn được nhập từ cảng Vật Cách và vận chuyển bằng đường thủy đến PPC. Tại thời điểm chúng tôi tiếp xúc doanh nghiệp, giá dầu khoảng 9,500 đồng/kg, giá thành lúc cao nhất là 13,000 đồng/kg (đơn giá chưa thuế GTGT và chưa tính chi phí vận tải). Tuy nhiên, do giá bán điện cho EVN gồm 2 phần là giá cố định và giá linh hoạt, do vậy, chênh lệch giá dầu, hay giá than sẽ được bù đắp trong khoảng giá linh hoạt (213.21đ/kwh) mà công ty đã ký kết với EVN.

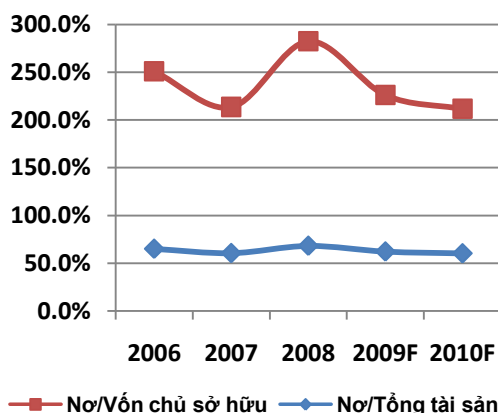
Hiệu quả hoạt động của nhà máy nhiệt điện phụ thuộc rất nhiều vào nguồn nhiên liệu (chiếm 42.75% tổng chi phí), trong đó nhiên liệu chính của PPC chủ yếu là than (94%) và dầu FO (6%). Chi phí nguyên nhiên vật liệu đầu vào (than, dầu FO) tăng 2.66 % (năm 2007) so với năm 2006, và đặc biệt có sự tăng rõ rệt ở riêng quý 3 năm 2008 so với các quý cùng kỳ là 2.28 %. Thêm nữa tổng tỷ lệ hao hụt than trên đường vận chuyển (0.7%) và trong nhà máy nhiệt điện (0.3%) tại công ty xấp xỉ 1%/năm, dưới định mức hao hụt.

Cơ cấu chi phí qua các năm

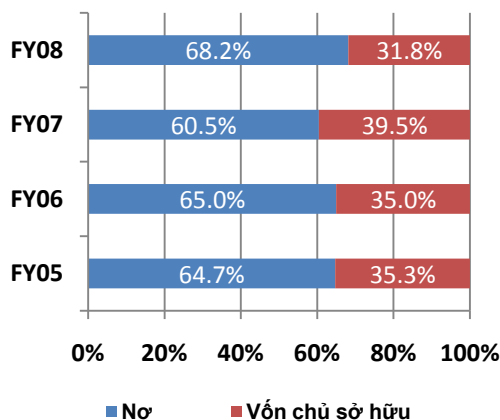


Nguồn: PPC và TSC dự báo

Tỷ trọng nợ trên Vốn chủ sở hữu và Tổng tài sản



Nguồn: PPC và TSC dự báo
Cơ cấu nguồn vốn (1)



Nguồn: PPC

Chi phí nhân công: Năm 2007 so với năm 2006 công ty đã tiết kiệm được một khoản là 4.08 tỷ VND về chi phí nhân công (lương và bảo hiểm). Do trong năm 2007 với việc tham gia thành lập Công ty CP Dịch vụ Sửa chữa Nhiệt điện Miền Bắc, công ty đã điều chuyển trên 600 lao động sang Công ty CP sửa chữa, vì vậy số lao động của công ty từ tháng 8 năm 2007 đã giảm từ trên 2,100 người xuống còn trên 1,500 người. Đây cũng là một nhân tố góp phần giữ chi phí quản lý doanh nghiệp ở mức thấp trong năm 2008 và các năm tiếp theo.

Chi phí sửa chữa lớn: Chi phí này tăng mạnh 4 lần trong năm 2007 so với năm 2006. Trong năm 2008, việc duy tu các tổ máy nằm trong kế hoạch của công ty và việc đại tu các tổ máy đã được hoàn tất trong năm qua. Do trong năm 2008, PPC có quy mô bảo trì lớn về số lượng tổ máy (3 tổ máy) nên chi phí sửa chữa lớn tăng mạnh, gần 147.3% so với năm 2007. Thời gian giữa các lần duy tu sửa chữa lớn các tổ máy khoảng 3 – 4 năm. Vì vậy lần duy tu các tổ máy quy mô lớn gần nhất trong thời gian tới có thể vào khoảng năm 2010.

Cơ cấu Vốn - Tài sản

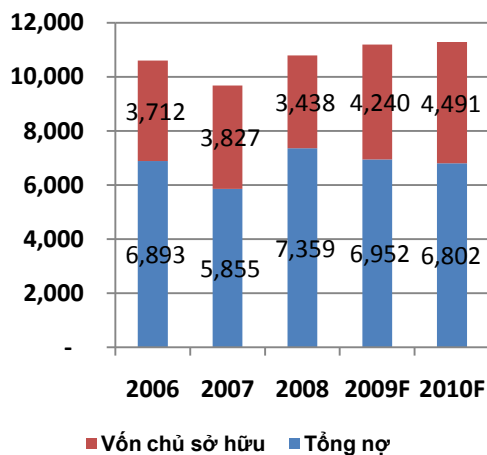
Một đặc điểm chung của các nhà máy điện là chi phí xây dựng ban đầu rất lớn. Đối với PPC, nguồn vốn vay chiếm 70% vốn cho dự án trong đó chủ yếu là vốn ưu đãi của chính phủ. Trong cơ cấu nguồn vốn, nợ dài hạn đang chiếm tỷ trọng lớn vì để xây dựng nhà máy, EVN đã vay của Ngân Hàng Hợp Tác Quốc Tế Nhật Bản (JBIC). Năm 2006 công ty chuyển sang hoạt động theo hình thức cổ phần, công ty được EVN chuyển lại khoản vay này với trị giá lên tới 6,873.68 tỷ đồng. Thời hạn cho vay lại là 22 năm 6 tháng, trả gốc và lãi 2 kỳ trong năm vào tháng 03 và tháng 09 hàng năm. Kỳ trả nợ gốc đầu tiên là ngày 20/03/2006.

Trong 4 năm trở lại đây, tỷ lệ Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản hiện đang dưới 40%. Tuy nhiên tỷ lệ này có xu hướng tăng lên qua các năm do công ty vẫn đang tích cực trả lãi và gốc đều đặn mỗi năm 2 kỳ. Tuy nhiên, trong năm 2008, tỷ trọng này giảm xuống 31.8% do gia tăng các khoản nợ ngắn hạn và đánh giá lại khoản vay 36.2 tỷ yên khi tỷ giá VND/JPY tăng so với năm 2007.

Cơ cấu vốn – tài sản của PPC hiện vẫn khá hợp lý với vốn chủ sở hữu cộng thêm vay dài hạn chiếm hầu hết tổng nguồn vốn, đảm bảo tài trợ cho tài sản cố định và đầu tư dài hạn của công ty. Nguồn vốn lưu động và đầu tư ngắn hạn của công ty chiếm tỷ trọng khá thấp do đặc điểm của ngành điện là không có sản phẩm tồn kho, phần lớn tài sản lưu động là tiền mặt, các khoản phải thu khách hàng (EVN) và nguyên, nhiên liệu phục vụ sản xuất.

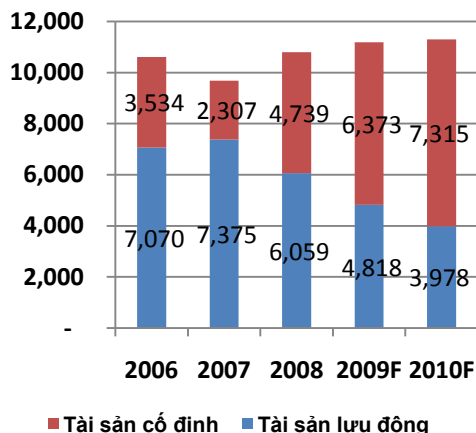
Cơ cấu tài sản của PPC trong năm 2007 có sự gia tăng về tài sản cố định do công ty đẩy mạnh đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, sang năm 2008, tỷ trọng của tài sản lưu động tăng lên do gia tăng tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn cũng như các khoản phải thu từ khách hàng là EVN. Xu hướng tỷ trọng của tài sản lưu động trong cơ cấu tài sản của 2 năm tiếp theo được chúng tôi dự báo là sẽ tăng dần. Yếu tố tác động khiến tỷ trọng tài sản lưu động tăng là do lợi nhuận được dự báo là sẽ dương và tăng tương đối mạnh trong năm 2009 và 2010. Trong 2 năm này, chúng tôi cũng nhận định rằng PPC sẽ không tốn nhiều chi phí cho đầu tư xây dựng cơ bản nên khả năng lưu giữ tiền mặt và khoản đầu tư ngắn hạn sẽ tăng lên. Dòng tiền từ hoạt động tài chính sẽ là yếu tố tiếp tục khiến nhiều nhà đầu tư quan tâm tới cổ phiếu PPC trong thời gian tới.

Cơ cấu nguồn vốn (2)



Nguồn: PPC và TSC dự báo

Hệ số đòn bẩy



Nguồn: PPC và TSC dự báo

Cơ cấu hoạt động vốn chủ sở hữu - nợ

Hiện tại, nợ vẫn chiếm tỷ trọng khá cao so với vốn chủ sở hữu và chủ yếu là vốn vay dài hạn. Ngoài ra, nhờ đòn bẩy khá lớn này, ROE hàng năm của công ty đạt tỷ lệ khá cao (trên 20%). Tuy nhiên, hiện tại con số này đang giảm một phần do lợi nhuận năm trước giảm. Vốn chủ năm 2008 giảm so với 2 năm trước đó do lợi nhuận chưa phân phối lỗ do chênh lệch tỷ giá của khoản nợ 36.2 tỷ Yên. Chúng tôi đánh giá, với tình hình kinh tế đang được định hướng tiếp tục gia tăng giá trị xuất khẩu, VND sẽ vẫn tiếp tục yếu so với JPY. Với kịch bản như vậy, khoản nợ của PPC tiếp tục gia tăng do đánh giá. Tuy nhiên, với khoản lỗ trong những năm tới nhiều khả năng sẽ thấp hơn so với năm 2008 và vì vậy, có thể ngay trong năm 2009 này PPC sẽ có lợi nhuận dương. Lợi nhuận chưa phân phối và quỹ đầu tư phát triển sẽ đóng vai trò làm gia tăng vốn chủ sở hữu.

Hệ số đòn bẩy

Hệ số đòn bẩy trong những năm qua cho thấy rằng khoản nợ vay xây dựng nhà máy nhiệt điện Phả Lại 2 thực sự là mối quan tâm hàng đầu của Ban quản trị PPC. Năm 2007, nợ của PPC giảm một phần do khoản nợ 36 tỷ Yên Nhật được trả một phần. Hệ số này tăng lên mạnh trong năm 2008 do tỷ giá VND/JPY tăng lên 184.96 so với thời điểm 31/12/2007 là 142.34 VND/JPY.

Tính đến ngày 19/6/2009, tỷ giá VND/JPY là 185.99. Theo ước tính của chúng tôi theo kịch bản có nhiều khả năng xảy ra nhất, tỷ giá VND/JPY đến cuối năm 2009 sẽ có thể là 190.6. Với tỷ giá này, PPC sẽ chịu một khoản chi phí tài chính do chênh lệch tỷ giá so với cuối năm 2008 là khoảng 192 tỷ VND. So sánh với con số hơn 1300 tỷ của năm 2008, triển vọng lợi nhuận trong năm 2009 hứa hẹn sẽ khả quan hơn rất nhiều.

Hoạt động tài chính

Tính đến hết năm 2008, tổng số tiền đầu tư tài chính của PPC là 2,236 tỷ đồng, con số khá lớn nếu tính trên vốn chủ. Tuy nhiên, nếu nhìn kỹ các khoản đầu tư này trong bảng dưới đây, tình hình không đến nỗi quá tệ như ta dự tính trong thời điểm hiện nay.

Các khoản đầu tư UT	Tỷ VND
PVFC	300
BVFC	220
Khoản đầu tư 1	150
Khoản đầu tư 2	70
VFM	175
Khoản đầu tư 1	100
Khoản đầu tư 2	75
SSIAM	265
Khoản đầu tư 1	200
Khoản đầu tư 2	65
Đầu tư chứng khoán khác	46.50
Đầu tư dài hạn khác	7.5
Tổng cộng	1,014.00

Nguồn: PPC tính đến thời điểm đầu 06.2009

	Lãi suất	Tỷ đồng
Đầu tư tài chính ngắn hạn :		
Tiền gửi (3 tháng - 1 năm)	Cố định	1,030
Đầu tư tài chính dài hạn		
Hợp đồng uỷ thác (SSI, BVS, PVFC)	7.6 % - 8.5 %	896.5
Hợp đồng uỷ thác (SSI, VFM)	Không qui định lãi suất	200
Mua CP Nhiệt điện Bà Rịa		46.5
Mua CP quỹ		62.83
Tổng cộng		2,236

Nguồn: PPC và TSC tổng hợp

Với khoản tiền 896.5 tỷ đồng đầu tư có lãi suất cố định, cho dù thấp hơn lãi suất tiết kiệm vào thời điểm này, nhưng nó cũng cho thấy một điều, PPC đã nhận thấy cần có một khoản đầu tư cân bằng rủi ro với một khoản đầu tư khác trị giá 200 tỷ không lãi suất cố định. Bên cạnh khoản tiền gửi ngắn hạn 1,030 tỷ mà trước mắt chưa có những khoản chi lớn về sửa chữa thiết bị, PPC thực sự đang nắm trong tay nguồn thặng dư rất lớn. Tuy nhiên, khoản thặng dư này dường như chưa làm các cổ đông thật sự yên tâm. Lý do bởi vì hàng năm PPC cần dành một khoản tiền để trả gốc 1.86 tỷ JPY kèm theo tiền lãi. Bất lợi đang thuộc về PPC khi VND đang có xu hướng giảm giá so với JPY. Tuy nhiên, các nhà đầu tư hoàn toàn có thể kỳ vọng vào khoản đầu tư uỷ thác sẽ mang lại lợi nhuận đáng kể cho PPC trong quý II này khi thị trường chứng khoán đã có những chuyển biến tích cực trong những tháng vừa qua.

Phân tích ROE theo Phương pháp Dupont

Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế, trước lãi vay trên doanh thu của PPC khá cân bằng trong 3 năm trở lại đây, dao động trong khoảng 31% - 34%. Tuy nhiên, giá vốn hàng bán của công ty trong năm 2007 tăng 14.71% so với năm 2006 và tăng 3.93% trong năm 2008. Trong khi đó, giá bán điện cho EVN không thay đổi so với năm 2006 và được giữ nguyên đến 2010. Điều này cho thấy PPC đang gặp thách thức trong việc duy trì mức lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh trong 2 năm tới tương đương như 2 năm qua khi mà công suất toàn nhà máy cho thấy không có nhiều khả năng tăng sản lượng cao.

Mặc dù sụt giảm mạnh trong năm 2008 do chênh lệch tỷ giá, vốn chủ sở hữu hàng năm vẫn ở mức trên 3,000 tỷ, đặc biệt hệ số nợ duy trì ở mức thấp, các khoản nợ ngắn hạn công ty luôn trả hết qua từng thời kỳ. Với các khoản đầu tư tài chính dài hạn công ty chủ yếu góp vốn xây dựng các nhà máy nhiệt điện Hải Phòng và Mông Dương, những nhà máy quan trọng nằm trong quy hoạch tổng sơ đồ điện của Bộ Công thương. Trong các khoản đầu tư tài chính dài hạn khác, công ty thực sự gặp rủi ro với khoản hợp đồng uỷ thác không quy định lãi suất cố định khoảng 300 tỷ và khoản đầu tư cổ phiếu Bà Rịa là 46 tỷ và đặc biệt là khoản chênh lệch do tỷ giá JPY.

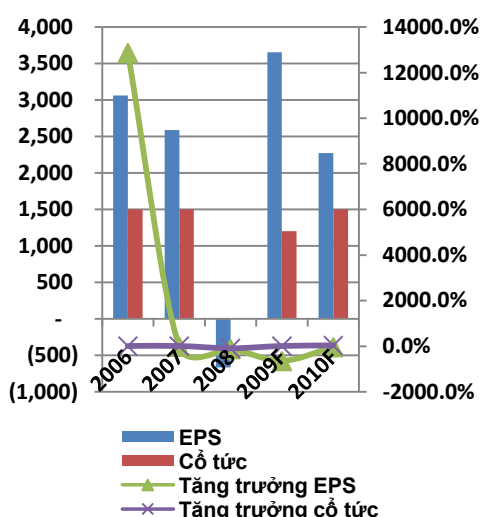
Có thể thấy rằng, từ khi nhà máy Phả Lại 2 và đi vào hoạt động, lợi nhuận sau thuế của PPC từ hoạt động kinh doanh bán điện được đánh giá là ổn định. Tuy nhiên, lợi nhuận của cả năm trong 2 năm qua đi xuống hoàn toàn bị tác động bởi khoản trích lập dự phòng cho chênh lệch tỷ giá giữa VND và JPY. Tương ứng thì ROE và ROA trong 2 năm qua cũng đã giảm mạnh. Việc phải chịu những khoản lỗ do phải trích lập dự phòng liên tiếp đòi hỏi PPC phải có chiến lược rào chắn tỷ giá VND/JPY nhằm hạn chế tối đa khoản chi phí tài chính này. Chúng tôi sẽ trình bày các khả năng xảy ra đối với tỷ giá VND/JPY trong phần dưới đây.

Hệ số sinh lời trong các năm qua và dự báo cho những năm tới

	2006	2007	2008	2009F	2010F
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	34.9%	29.3%	27.9%	27.8%	27.6%
Tỷ suất lợi nhuận KD/Doanh thu	31.6%	27.7%	26.3%	26.0%	25.8%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	26.4%	21.7%	-5.4%	30.0%	18.3%
Hệ số dòng tiền mặt/Doanh thu	14.1%	-5.7%	5.2%	70.5%	99.2%
Tỷ suất lợi nhuận/Tổng tài sản	9.0%	8.5%	-1.9%	10.6%	6.5%
Tỷ suất lợi nhuận/Vốn chủ sở hữu	25.6%	21.6%	-6.0%	28.0%	16.5%
Tỷ suất thu tiền mặt/Tổng tài sản	5.0%	3.2%	4.7%	25.0%	35.5%

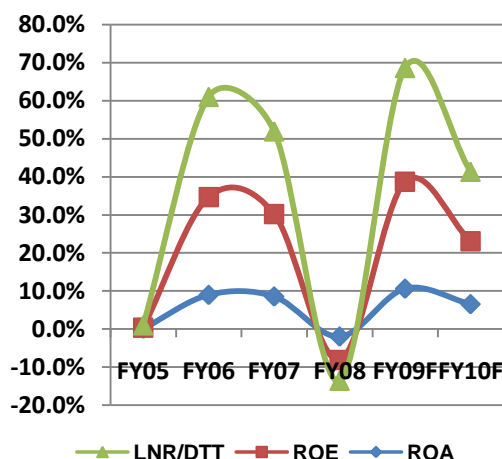
Nguồn: PPC và TSC dự báo

Cổ tức, EPS và tăng trưởng trong các năm



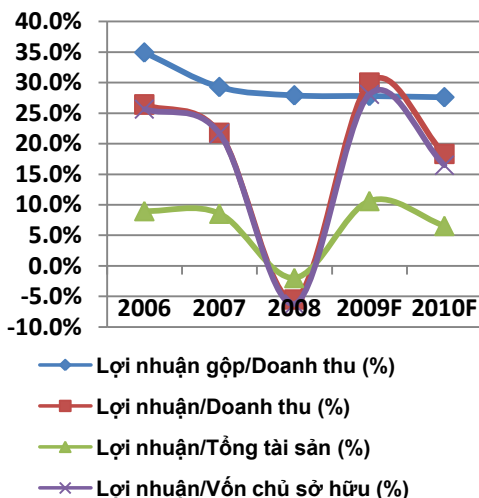
Nguồn: PPC và TSC dự báo

Tỷ suất sinh lời (1)



Nguồn: PPC và TSC dự báo

Tỷ suất sinh lời (2)



Nguồn: PPC và TSC dự báo

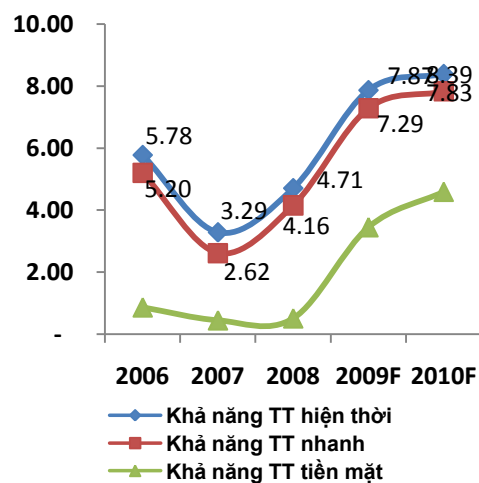
So sánh một số chỉ tiêu với các công ty trong ngành

VND	Lợi nhuận biên	ROE	ROA	EPS	BV	P/E	P/B
PPC	-5.0%	-5.3%	-2.0%	(646)	12,170	(44.86)	2.4
HJS	24.5%	13.1%	2.7%	1,674	12,745	11.05	1.5
NLC	41.7%	26.0%	14.8%	4,363	16,778	7.04	1.8
RHC	31.6%	18.5%	9.9%	3,700	19,952	6.73	1.2
SJD	12.0%	7.4%	2.4%	934	12,656	21.42	1.6
TBC	61.8%	21.6%	20.8%	2,651	12,259	10.68	2.3
VSH	64.3%	17.9%	15.4%	2,835	15,844	11.99	2.1

Thời điểm quý I/2009 và giá đến ngày 18/06/2009

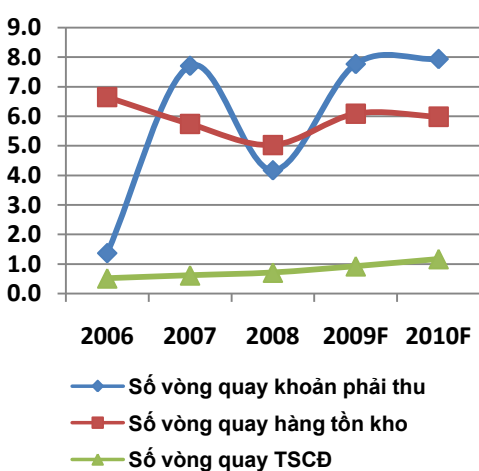
Nguồn: TSC tổng hợp

Hệ số thanh toán



Nguồn: PPC và TSC dự báo

Hệ số hoạt động



Nguồn: PPC và TSC dự báo

Hệ số thanh toán

Khả năng thanh toán hiện thời sau khi giảm mạnh trong năm 2007 do giảm lượng tiền mặt và các khoản phải thu đã tăng trở lại trong năm 2008. Chúng tôi nhận định, hệ số thanh toán hiện thời sẽ tăng dần trong những năm tiếp theo, nhất là năm 2009 khi khoản đầu tư ngắn hạn chưa có khả năng bán hết. Khả năng thanh toán nhanh của PPC cũng được chúng tôi dự báo sẽ theo chiều hướng tăng so với năm 2008 do hàng tồn kho chiếm tỷ trọng không lớn trong tài sản lưu động.

Khả năng thanh toán tiền mặt cũng sẽ tăng trong 2 năm tới do các khoản đầu tư tài chính thông qua ủy thác đầu tư vào các quỹ sẽ được dự báo sẽ mang lại lợi nhuận khi nền kinh tế và thị trường chứng khoán đã có những chuyển biến tích cực trong thời gian nửa đầu năm 2009.

Hệ số hoạt động

Số vòng quay các khoản phải thu có sự biến động lớn trong giai đoạn 2006 - 2008. Đặc biệt trong năm 2006, giá trị các khoản phải thu của PPC lớn là do công ty đã cho EVN trả chậm khi mua điện. Đến 2007, khoản này đã được EVN trả hết. Các khoản phải thu tăng tương đối mạnh trong năm 2008 khi PPC tiến hành sửa chữa lớn các tổ máy phát điện, đòi hỏi những chi phí nhập thiết bị, phụ kiện cho thay thế và lắp đặt, cung ứng trước cho nhà cung cấp. Yếu tố trên đã khiến số vòng quay các khoản phải thu giảm mạnh. Trong năm 2009 và 2010, chúng tôi dự báo, với khả năng không tiến hành sửa chữa lớn, số vòng quay các khoản phải thu sẽ tăng lên do giá trị các khoản phải thu chỉ tập trung vào thu tiền bán điện cho EVN.

Vòng quay hàng tồn kho, giảm tương đối trong 2 năm 2007 và 2008, do giá trị hàng tồn kho tăng lên nhờ PPC tích lũy nhiên liệu than và nguyên vật liệu, phụ kiện thay thế cho những linh kiện cần thay thế của các tổ máy khi tiến hành sửa chữa lớn trong năm 2008. Số vòng quay hàng tồn kho trong 2 năm 2009 và 2010 được chúng tôi dự báo sẽ tăng so với năm 2008 vì trong 2 năm tới, PPC chưa có kế hoạch sửa chữa lớn, chỉ tích trữ than phục vụ cho quá trình sản xuất.

Số vòng quay tài sản cố định được chúng tôi dự báo tăng nhẹ liên tục trong những năm tới. Lý do là trong khoảng thời gian này, PPC ít có khả năng đầu tư hạng mục tài sản cố định có giá trị lớn làm tăng giá trị tổng tài sản cố định. Bên cạnh đó, yếu tố khấu hao của những tổ máy, bao gồm cả cũ và mới, sẽ làm tăng vòng quay tài sản cố định.

Kế hoạch thực hiện các dự án

Sau khi cổ phần hoá, công ty có chủ trương mở rộng một số ngành nghề sản xuất kinh doanh khác nhằm tận dụng được nguồn lực của công ty cũng như các phụ phẩm, chất thải sinh ra trong quá trình sản xuất điện.

Công ty đang tham gia dự án sản xuất phụ gia bê tông từ tro bay để xây dựng các đập nước nhà máy thủy điện. Dự án này đã được Tổng Công ty phê duyệt, nhằm tận dụng được nguồn nguyên liệu là tro sạch, sản phẩm thải ra từ sản xuất của 2 nhà máy tại Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại. Đây là sản phẩm đang có nhu cầu lớn trên thị trường xây dựng các nhà máy thủy điện, Công ty cùng với Ban Quản lý dự án Thủy điện Sơn La thực hiện sản xuất tro bay bán lại cho Dự án Thủy điện Sơn La trong thời gian 5 năm thực hiện dự án thời hạn này, Công ty có thể chủ động tìm kiếm khách hàng, bán ra thị trường, chủ yếu là các Công ty xây dựng các nhà máy thủy điện.

Năm 2007 công ty đã thành lập Công ty CP Dịch vụ Sửa chữa Nhiệt điện Miền Bắc (với số vốn điều lệ 200 tỷ đồng), PPC đã góp 7.5 tỷ đồng và điều chuyển trên 600 lao động sang công ty này. Công ty mới có có nhiệm vụ đảm nhận việc sửa chữa thiết bị chính và các thiết bị phụ trợ của PPC và dần từng bước cung cấp dịch vụ sửa chữa cho các nhà máy điện khác trong cả nước.

Trong năm này công ty đã hoàn thành dự án xử lý nước thải sinh hoạt và đưa công trình vào sử dụng. Cùng với việc thay lọc bụi lò 4A, Công ty đã ra khỏi danh sách đen về môi trường. Dự án kho than số 2 và cầu bốc than dây chuyền 1: đã lắp đặt xong và đưa cầu bốc than số 1 vào khai thác; các gói thầu còn lại đang trong quá trình thi công, những vướng mắc do biến động giá trên thị trường làm ảnh hưởng đến tiến độ thi công của các nhà thầu đã được tháo gỡ.

Năm 2008 công ty tiếp tục hoàn thiện dự án kho than khô số 2 & cầu bốc than dây chuyền 1 và các dự án chuyển tiếp từ năm 2007 (Vốn đầu tư 41,5 tỷ). Các dự án này sẽ bảo quản than tránh khỏi các tác động của môi trường làm giảm phẩm chất góp phần giảm chi phí tiêu hao than trong sản xuất, tiết kiệm chi phí.

Các dự án dự kiến đầu tư

Nhiệt điện Hải Phòng 3: mức góp khoảng 1,000 tỷ đồng tương đương 31% vốn điều lệ. Dự kiến nhà máy sẽ có công suất gấp khoảng 3 lần công suất 2 nhà máy của PPC hiện nay. (3,000 MW với 5 tổ máy x 600MW).

Nhiệt điện Nghi Sơn: mức góp khoảng 400 tỷ đồng tương đương 20% vốn điều lệ. Tổng vốn đầu tư của dự án khoảng 11,800 tỷ bao gồm 2 dự án (Nghi Sơn 1 và Nghi Sơn 2) với tổng công suất 1,800MW. Trong đó nhà máy điện Nghi Sơn 1 có 2 tổ máy với công suất thiết kế 300 MW, số giờ vận hành 6,000 giờ/năm sẽ được xây dựng trước.

Nhiệt điện Mông Dương I: mức góp khoảng 400 tỷ tương đương 20% vốn điều lệ. Đây là dự án nằm trong quy hoạch tổng thể của Trung tâm Nhiệt điện Mông Dương có công suất 2,000 MW. Trong đó, Nhà máy Nhiệt điện Mông Dương 1 có công suất 1,000 MW. Dự án này dự kiến hoạt động vào năm 2012.

Các dự án nhà máy điện	Công suất MW	% Cổ phần	Trị giá (Tỷ VND)
Hải Phòng 3	3,000	31%	1,000
Nghi Sơn	1,800	20%	400
Mông Dương	2,000	20%	400

Nguồn: PPC

Vấn đề tỷ giá VND/JPY

Năm 2002, EVN đứng ra vay hơn 50 tỷ JPY với lãi suất gần 2,38%/năm. Đây là khoản vay dài hạn trong 22 năm 6 tháng và là vốn vay ưu đãi của Ngân hàng Hợp tác Quốc tế Nhật Bản (JBIC) dưới dạng ODA nhằm giúp xây dựng nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 2 với công suất 600 MW đưa tổng công suất của PPC lên 1,040 MW.

Có vẻ như, PPC cũng từng nghĩ đây là một khoản vay ưu đãi khi công ty quyết định ký vào hợp đồng vay lại của EVN vào năm 2006 với lãi suất cao hơn không đáng kể, 2,7%/năm, thời gian của hợp đồng tương đương thời gian EVN vay JBIC, trả lãi và gốc định kỳ 2 lần trong 1 năm (20/3 và 20/9). Rõ ràng, so với mặt bằng lãi suất trên dưới 8 - 9% trên thị trường vào thời điểm đó, PPC đã đúng khi quyết định ký vào bản hợp đồng này. Mọi việc diễn ra tốt đẹp và thực tế là ngoài việc thanh toán định kỳ 1.86 tỷ Yên/năm, PPC đã trả trước thời hạn được hơn 9.83 tỷ Yên khiến cho tổng giá trị khoản vay tại thời điểm 01/06/2009 chỉ còn 35.28 tỷ Yên.

Đơn vị: triệu

Vay dài hạn	JPY	VND	Tỷ giá	Chênh lệch tỷ giá tiền đồng
Vay lại của EVN	36,206.5	5,153,629.6	142.34	
31/12/2007	36,206.5	5,386,075.1	148.76	232,445.6
31/12/2008	36,206.5	6,698,197.8	184.96	1,312,122.6
19/6/2009	35,278.1	6,561,727.4	185.99	35,278.1

Nguồn: PPC và TSC tổng hợp

Với chênh lệch tỷ giá là 1,312 tỷ VND so với thời điểm vay lại của EVN, công ty đã phải trích lập dự phòng rất lớn, khoản này được tính trong chi phí tài chính năm 2008. Cần lưu ý rằng, do khoản vay kéo dài trong 20 năm nên dòng tiền trích lập dự phòng chưa ra khỏi công ty. Hơn nữa, tỷ giá VND/JPY tại ngày ra báo cáo là 185.99 thì công ty sẽ có khoản trích lập dự phòng do chênh lệch tỷ giá là xấp xỉ 35.2 tỷ VND. Vẫn còn quá sớm để khẳng định, song nếu so với tỷ trọng chi phí tài chính đối với doanh thu trong năm 2008 là 38.7%, thì có vẻ như năm 2009 này tỷ trọng lỗ do chênh lệch tỷ giá sẽ thấp hơn nhiều so với năm 2008.

Tình hình lợi nhuận trong năm 2008 đã bắt đầu xấu đi khi JPY liên tục tăng giá so với đồng USD trong khi đồng VND cũng trượt dốc so với đồng USD. Kết quả là, tỷ giá chéo VND/JPY không ngừng tăng lên khiến cho lợi nhuận bị xói mòn khi chênh lệch tỷ giá năm 2007 lên tới 232 tỷ và năm 2008 là 1,312 tỷ đồng. Tính đến thời điểm ra báo cáo này, PPC đang phải chịu khoản lỗ chênh lệch thêm về tỷ giá là 35.27 tỷ VND, nếu so tỷ giá 184.96 VND/JPY vào ngày 31/12/2008.

Nhằm cung cấp cho nhà đầu tư bức tranh về ảnh hưởng của tỷ giá tới hoạt động của doanh nghiệp, chúng tôi đã phác họa ra 4 kịch bản về diễn biến tỷ giá trong những năm tới. Kịch bản 1 được coi là thuận lợi nhất, ngược lại kịch bản 4 được xem là xấu nhất. Giữa hai thái cực đó, kịch bản 3 và 4 được xem là các phương án có khả năng xảy ra lớn nhất trong thực tế.

Kịch bản 1: JPY giảm – VND giảm không đáng kể

Kịch bản có 2 giả định: Thứ nhất, Ngân hàng Trung Ương Nhật sẽ cố gắng giúp các nhà xuất khẩu nước này bằng cách làm JPY mất giá và tiền Đồng mỗi năm sẽ chỉ giảm giá rất nhẹ so với USD và lạm phát trong thời kỳ này ở mức thấp. Kịch bản này phác họa ra những điều kiện thuận lợi nhất nếu PPC tiếp tục giữ khoản vay. Lạm phát ở Mỹ sẽ đẩy tỷ giá JPY/USD cao hơn trong năm 2010 và 2011 mà đỉnh cao là 2011 sau đó sẽ giảm dần. Tiền VND mỗi năm chỉ mất giá khoảng 500 VND so với USD. Đây là trường hợp tốt nhất mà chúng tôi dự báo với khả năng lỗ 0.46% do chênh lệch tỷ giá. Như vậy, tổng cộng, PPC chịu khoản phải trả bao gồm 2.7% lãi vay trả cho EVN và bình quân 0.08%/năm chênh lệch tỷ giá.

Năm	Khoản trả bằng JPY ('000)	JPY/USD	VND/ USD	JPY/VND	Khoản trả bằng VND ('000)
2009	1,860,000	0.0103	17,500	180.3	335,265,000
2010	1,860,000	0.0110	18,000	198.0	368,280,000
2011	1,860,000	0.0120	18,500	222.0	412,920,000
2012	1,860,000	0.0110	19,000	209.0	388,740,000
2013	1,860,000	0.0103	19,500	200.9	373,581,000
2014	1,860,000	0.0103	20,000	206.0	383,160,000
Tổng cộng	11,160,000				2,261,946,000
Lãi suất		2.70%		1.60%	

Nguồn: TSC dự báo

Kịch bản 2: JPY tiếp tục tăng – VND giảm

Kịch bản thứ 2 giả định rằng VND vẫn có một kịch bản diễn biến giống hệt như trong kịch bản 1. Tuy nhiên, kịch bản này giả định rằng áp lực lạm phát tại Mỹ sẽ giữ tỷ giá USD/JPY ở mức cao trong vòng 3 năm tới, sau đó sẽ giảm dần trong những năm sau. Đây là trường hợp tốt thứ 2 là khi PPC phải chịu tổn thất chênh lệch tỷ giá bình quân 2.36%/năm, bên cạnh 2.7% lãi suất vay từ EVN.

Năm	Khoản trả bằng JPY ('000)	JPY/USD	VND /USD	VND/JPY	Khoản trả bằng VND ('000)
2009	1,860,000	0.0114	17,500	199.2	370,419,000
2010	1,860,000	0.0114	18,000	204.8	381,002,400
2011	1,860,000	0.0120	18,500	222.0	412,920,000
2012	1,860,000	0.0114	19,000	216.2	402,169,200
2013	1,860,000	0.0110	19,500	214.5	398,970,000
2014	1,860,000	0.0105	20,000	210.0	390,600,000
Tổng cộng	11,160,000				2,356,080,600
Lãi suất		2.70%		2.36%	

Nguồn: TSC dự báo

Kịch bản 3: JPY mất giá – VND giảm

Kịch bản thứ 3 giả định rằng đây là kịch bản tốt nhất cho tỷ giá JPY/USD như được mô tả trong kịch bản 1. Tuy nhiên, kịch bản này giả định mức sụt giảm mạnh hơn của VND. Trước hết, kịch bản này giả định tỷ giá chính thức năm 2009 có thể lên tới 18.000 VND/USD, do vậy nếu được giao dịch ở cận trên của biên độ 5%, giá 1 USD có thể lên tới 18,900. Như vậy, sau nhiều năm phá giá tiền đồng rất nhẹ, đến năm 2014 chúng ta sẽ thấy một đợt lạm phát tăng cao tại Việt Nam, dẫn tới một đợt phá giá mạnh. Phương án này tồi tệ hơn khi PPC phải chịu khoản chênh lệch tỷ giá bình quân 2.73%/năm.

Năm	Khoản trả bằng JPY (‘000)	JPY/USD	VND /USD	VND/JPY	Khoản trả bằng VND (‘000)
2009	1,860,000	0.0113	18,500	190.6	354,423,000
2010	1,860,000	0.0110	19,000	209.0	388,740,000
2011	1,860,000	0.0120	19,500	234.0	435,240,000
2012	1,860,000	0.0110	20,000	220.0	409,200,000
2013	1,860,000	0.0110	20,500	211.2	392,739,000
2014	1,860,000	0.0103	22,000	226.6	421,476,000
Tổng cộng	11,160,000				2,401,818,000
Lãi suất		2.70%		2.73%	

Nguồn: TSC dự báo

Kịch bản 4: JPY mạnh – VND giảm

Đây là phương án kế hợp đồng JPY mạnh và VNĐ yếu và cũng là phương án tồi tệ nhất khi PPC, theo chúng tôi dự báo, sẽ chịu khoản chênh lệch tỷ giá cao nhất trong 4 phương án đưa ra. Đó là khi tỷ giá VND giảm mạnh và PPC sẽ chịu tổn thất 3.53%/năm.

Năm	Khoản trả bằng JPY (‘000)	JPY/USD	VND /USD	VND/JPY	Khoản trả bằng VND (‘000)
2009	1,860,000	0.0114	18,500	210.5	391,585,800
2010	1,860,000	0.0114	19,000	216.2	402,169,200
2011	1,860,000	0.0120	19,500	234.0	435,240,000
2012	1,860,000	0.0114	20,000	227.6	423,336,000
2013	1,860,000	0.0110	20,500	225.5	419,430,000
2014	1,860,000	0.0105	22,000	231.0	429,660,000
Tổng cộng	11,160,000				2,501,421,000
Lãi suất		2.70%		3.53%	

Nguồn: TSC dự báo

Với tổng chi phí tài chính, theo 4 phương án chúng tôi đưa ra, dao động từ 1.6% - 3.53%/năm, kết hợp với lãi vay cố định 2.7%/năm thì không phải cao nếu so sánh với phương án vay ngân hàng để trả nợ hoặc phát hành trái phiếu với mức lãi suất từ 10.5 – 12%/năm. Rõ ràng đây là mức chịu tổn thất dễ chịu hơn nhiều so với việc đi vay. Vấn đề còn lại là PPC cần thiết có chiến lược mua rào chắn tỷ giá để hạn chế tối đa khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá nếu phương án 4, phương án cho xác suất VND giảm giá mạnh so với JPY, xảy ra.

Hoạt động quản trị của PPC
Hội đồng quản trị và Ban Tổng Giám đốc của Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại

Thành viên	Chức vụ
Ông Phạm Kim Lâm	Chủ tịch Hội đồng quản trị
Ông Nguyễn Khắc Sơn	Ủy viên HĐQT - Tổng Giám đốc
Ông Nguyễn Tường Tấn	Ủy viên HĐQT
Ông Phạm Linh	Ủy viên HĐQT
Ông Đàm Minh Đức	Ủy viên HĐQT
Ông Vũ Xuân Cường	Phó Tổng Giám đốc
Ông Nguyễn Văn Thành	Phó Tổng Giám đốc
Ông Lê Thế Sơn	Trưởng Phòng Tài Chính - Kế Toán

Chúng tôi đánh giá các thành viên Hội đồng quản trị và ban lãnh đạo công ty là những người có kinh nghiệm, có kiến thức chuyên môn sâu.

Năm 2008, ông Hoàng Văn Quế - Chủ tịch HĐQT đã không tham gia nhiệm kỳ mới vì lý do sức khỏe. Đây là một nhà quản lý được đánh giá cao về trình độ chuyên môn và kinh nghiệm trong ngành sản xuất điện khi đã làm việc tại Phả Lại trong suốt 27 năm. Tân chủ tịch là ông Phạm Kim Lâm, công tác tại PPC từ năm 1982, song công việc chính của ông là chuyên trách mảng Tài chính – Kế toán, có lẽ chưa có thật nhiều kinh nghiệm và khả năng xử lý tình huống trong sản xuất như ông Quế. Tuy nhiên, chúng tôi cũng kỳ vọng rằng những PPC có rất nhiều chuyên gia giàu kinh nghiệm sản xuất điện hỗ trợ cho ông Lâm trong công tác điều hành.

Một trong những nhân vật đáng lưu ý như vậy là ông Nguyễn Khắc Sơn đã làm giám đốc điều hành lâu năm, gắn bó với công ty và có ảnh hưởng lớn tại PPC. Đây là thành viên mà khi tiếp xúc với chúng tôi đã cho thấy sự khéo léo trong giao tiếp, nhanh nhẹn linh hoạt & có uy tín, khả năng thuyết phục cao.

Trong số các thành viên còn lại của HĐQT có 2 người làm trong lĩnh vực tài chính là ông Phạm Linh – phó tổng giám đốc công ty Cổ phần Chứng khoán Quốc tế Việt Nam và ông Đàm Minh Đức – Giám đốc ban đầu tư công ty Tài chính Dầu khí. Với kinh nghiệm và kiến thức trong lĩnh vực tài chính họ đã có những đóng góp tích cực trong việc huy động nguồn và nâng cao hiệu quả các khoản đầu tư tài chính cho công ty.

Chiến lược quản trị công ty, theo chúng tôi nhận thấy, đang có xu hướng tìm kiếm sự ổn định. Có vẻ như, kế hoạch phát triển dài hạn chưa được chú trọng hoạch định khi công ty chưa có kế hoạch mở rộng nhà máy, nâng công suất sản xuất mà chỉ tập trung đầu tư góp vốn vào các doanh nghiệp khác. Thị phần của PPC đang bị ảnh hưởng bởi những nhà máy nhiệt điện và cả thủy điện đã và đang xây dựng. Đặc biệt là những nhà máy nhiệt điện được xây dựng ở phía Bắc, sẽ cạnh tranh thị phần mạnh mẽ với PPC.

Mặc dù sản lượng điện sản xuất đã có đầu ra tiêu thụ hết, tuy nhiên, việc không có kế hoạch mở rộng năng lực sản xuất sẽ làm cho thị phần của PPC giảm dần trong tương lai. Do vậy, ảnh hưởng của PPC lên EVN dưới góc độ của một nhà cung cấp đối với người mua sẽ có khả năng giảm dần. Điều này có thể dẫn tới kết quả là vị thế của PPC trong đàm phán giá hợp đồng bán điện cho EVN trong tương lai không được thuận lợi như hiện nay.

Các nghiên cứu về quản trị công ty cho thấy chính sách phát triển của HĐQT có mối liên hệ trong dài hạn với doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Rất có thể, PPC sẽ là một ví dụ tiếp theo minh chứng cho điều này.

Phân tích theo phương pháp SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> ➢ Sở hữu 2 nhà máy với công suất lớn, đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nguồn điện cho phát triển kinh tế khu vực phía Bắc ➢ Hai tổ máy mới (của nhà máy Phả Lại 2) với công suất chiếm 57.7% tổng công suất toàn nhà máy sẽ đảm bảo cho hoạt động của công ty ổn định ➢ Gần khu vực cung cấp nguồn nhiên liệu, giảm chi phí vận chuyển ➢ Giá mua nhiên liệu đầu vào được ký kết từ năm 2006 nên phòng ngừa được rủi ro biến động giá tăng gây ảnh hưởng đến chi phí sản xuất ➢ Đội ngũ lãnh đạo có trình độ, hiểu nghề, nhân viên được đào tạo bài bản ➢ Khả năng gia tăng lợi nhuận từ những nhà máy liên doanh hay có sự góp vốn đầu tư của PPC ➢ Khả năng thu lợi nhuận từ việc VND yếu so với JPY Nhật 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 4 tổ máy của nhà máy Phả Lại 1 với công suất chiếm 42.3% đã vận hành từ lâu (cuối những năm 1980), nên cần chi phí sửa chữa và bảo dưỡng lớn ➢ Thiếu sự kết nối về mặt chính trị đối với nhà nước cũng như EVN ➢ Cấu trúc vốn có tỷ lệ nợ bằng JPY Nhật cao ➢ Mối liên hệ với cổ đông chưa thật sự mang lại hiệu quả ➢ Quản trị doanh nghiệp không gắn chặt chẽ với gia tăng giá trị vốn cổ đông ➢ Hệ thống thiết bị, dây chuyền sản xuất điện khá phức tạp, đòi hỏi quy trình bảo dưỡng khắt khe. Nếu có sự cố kỹ thuật xảy ra, sẽ ảnh hưởng đến quá trình sản xuất điện gây tổn thất đến doanh thu

Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> ➢ Nhu cầu điện năng cho phát triển kinh tế ngày càng lớn. Hiện nay sản lượng điện sản xuất trong nước chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu dùng và phát triển kinh tế. Theo ước tính của Bộ Công Thương, từ nay đến năm 2020, tốc độ tăng trưởng của ngành điện cần đạt từ 15-17%/năm mới đáp ứng đủ yêu cầu tăng trưởng cho nền kinh tế. ➢ Chính phủ vẫn dành sự quan tâm xây dựng thị trường điện cạnh tranh, ưu đãi đầu tư. ➢ Cơ hội huy động vốn trên thị trường chứng khoán để tài trợ cho các dự án mở rộng sản xuất. 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ Thị trường điện trong nước chưa thực sự cạnh tranh công bằng, giá mua điện của EVN mang tính chất áp đặt và thường cố định trong khi giá dầu và than có xu hướng tăng làm tăng chi phí sản xuất. ➢ Sự xuất hiện của các tổ chức kinh tế ngoài ngành tham gia đầu tư nhà máy điện. ➢ Rủi ro bởi biến động tỷ giá đối với khoản vay bằng JPY.

Triển vọng ngành và dự báo cho PPC trong giai đoạn 2009 – 2013

Trong chiến lược phát triển ngành điện giai đoạn 2006 - 2015 và tầm nhìn đến 2025 được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, Việt Nam cần xây dựng thêm 74 nhà máy và trung tâm điện lực với tổng công suất 81,000 MW. Cụ thể, sẽ xây dựng 46 nhà máy thủy điện (quy mô công suất lớn hơn 50 MW), 2 trung tâm thủy điện tích năng (hiện đã có trung tâm điện năng Long Phú đã được tiến hành đầu tư), 5 trung tâm nhiệt điện khí, 17 nhà máy và trung tâm nhiệt điện than, 2 trung tâm điện hạt nhân và 2 trung tâm năng lượng mới và tái tạo.

Sản lượng điện sản xuất dự tính trong thời gian tới sẽ không tăng mạnh do nguồn cung điện đang được chú trọng đầu tư nên số lượng nhà máy sản xuất điện đi vào vận hành trong những năm tới sẽ tăng lên, góp phần đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện của cả nước. Trong tình hình như vậy, áp lực chạy hết công suất và thậm chí vượt công suất lên PPC nhằm tăng tối đa nguồn cung sẽ được giảm. Trong các năm tới, PPC có xu hướng sản xuất điện ở mức không tăng mạnh so với sản lượng hiện tại (6 tỷ KWh) nhằm đảm bảo các thông số kỹ thuật và giúp nâng cao tuổi thọ cho các tổ máy.

Hiện tại, giá điện cung cấp cho EVN đã được ký kết có hiệu lực đến hết năm 2010 nên doanh thu dự tính trong thời gian tới sẽ tăng không mạnh. Một trong những nguồn tạo nên doanh thu trong những năm trước là mở rộng hoạt động kinh doanh sang các sản phẩm khác có liên quan đến ngành điện như đào tạo đội ngũ cán bộ cho các Nhà máy nhiệt điện, sản xuất thạch cao, cung cấp xỉ than, cung cấp tro bay. Tuy nhiên, các hoạt động này chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong tổng doanh thu và chưa cho thấy có khả năng tạo đột biến.

Chỉ tiêu cơ bản của PPC được dự báo cho giai đoạn 2009 – 2013

Tỷ VND	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Doanh thu thuần	3,967.3	4,038.7	4,131.6	4,197.7	4,302.7
Giá vốn hàng bán	2,864.4	2,924.0	3,003.7	3,076.9	3,149.6
Lợi nhuận sau thuế	1,188.6	739.5	446.5	1,387.7	1,287.5
Lợi nhuận biên	30.0%	18.3%	10.8%	33.1%	29.9%
ROA	10.6%	6.5%	4.1%	11.9%	10.5%
ROE	28.0%	16.5%	10.0%	25.9%	20.9%
EPS ('000)	3.65	2.27	1.37	4.27	3.96
BVPS ('000)	13.04	13.81	13.68	16.45	18.91

Nguồn: TSC dự báo

Những giả định trong mô hình định giá**Giả định về tăng trưởng doanh thu**

- Sau khi đã nhìn nhận hai yếu tố tác động tới doanh thu là sản lượng và giá bán, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm của PPC trong giai đoạn từ 2009 – 2015, từ 1.5 – 2.3%/năm.
- Về sản lượng, do hàng năm PPC phải tiến hành sửa chữa lớn ít nhất 1 tổ máy trong khoảng thời gian trên 1 tháng, nên các tổ máy còn lại cần phải chạy để đảm bảo sản lượng ổn định xoay quanh mức 6 tỷ kWh/năm. Ngoài ra, PPC đang trong giai đoạn cần duy trì và bảo dưỡng lò hơi và thiết bị nhằm đảm bảo hoạt động đúng thông số kỹ thuật. Do vậy, chúng tôi không kỳ vọng nhiều vào sự tăng doanh thu do tăng sản lượng điện sản xuất.
- Tuy nhiên, do giá bán lẻ đầu ra trung bình của EVN đã tăng 8.92% kể từ ngày 01/3/2009, chúng tôi tin rằng, khi PPC đàm phán lại giá bán điện cho EVN vào năm 2010, mức giá này có thể sẽ tăng khoảng 3% so với giá hiện tại. Với vị thế lớn trong ngành điện, có thể sức mạnh của nhà cung cấp sẽ giúp PPC có thể được EVN chia sẻ một phần lợi nhuận trong chuỗi giá trị của ngành điện.
- Tốc độ tăng trưởng giả định trên được chúng tôi đưa ra nhằm đáp ứng được nhu cầu từ phía EVN khi mà nhiều dự án điện dự kiến hoạt động trong năm 2008 đã bị chậm tiến độ. Với tốc độ tăng trưởng này, PPC được dự báo sẽ đạt doanh thu từ 4,000 tỷ đến 4,200 tỷ trong 3 đến 4 năm tới
- Giả định về tốc độ tăng trưởng dòng tiền, chúng tôi dự báo PPC sẽ có tốc độ tăng trưởng dòng tiền 4.16%/năm.

Giả định biến động về chi phí

- Với chi phí đầu vào tập trung chủ yếu vào mua than Antraxit và dầu F.O đã được ký hợp đồng mua của TKV và nhà cung cấp dầu với giá xác định. Cộng với việc giá cung cấp của than và dầu đến các doanh nghiệp điện đã có lộ trình cụ thể nên PPC chủ động được những biến động về chi phí đầu vào. Trong giả định biến động về chi phí, chúng tôi đã tính tới TKV tăng giá than cung cấp cho các doanh nghiệp điện từ 01.03.2009.
- Giả định về thời gian khấu hao, chúng tôi dựa trên tiêu chuẩn của Bộ Công thương và quy định của PPC về khấu hao thiết bị từ 8 – 12 năm.

Giả định về các hệ số hoạt động

- Giả định về vòng quay các khoản phải thu, chủ yếu giá trị khoản này đến từ EVN, với phương thức đã được áp dụng từ những năm gần đây, chúng tôi cho rằng sẽ không có thay đổi nhiều về hệ số này trong những năm tới.
- Giả định về vòng quay hàng tồn kho, chủ yếu là tích trữ dầu và than và phụ kiện cần thiết thay thế khi tiến hành sửa chữa lớn. Do không có nhiều thay đổi trong kế hoạch trong sản xuất trong thời gian tới, cũng như giữ nguyên hợp đồng mua dầu và than từ các nhà cung cấp, nên chúng tôi giả định giá trị hàng tồn kho của PPC không biến động mạnh so với năm 2008.

Trong mô hình định giá, chúng tôi sử dụng 4 phương pháp bao gồm chiết khấu dòng tiền, P/E, P/B và chiết khấu cổ tức. Với đặc thù PPC là doanh nghiệp sản xuất, cho nên kết quả định giá kết hợp cả 4 phương pháp của chúng tôi sẽ nghiêng về phương pháp chiết khấu dòng tiền, với tỷ trọng 40%, những phương pháp còn lại có tỷ trọng cân bằng nhau.

Định giá cổ phiếu PPC theo các kịch bản tỷ giá
Kịch bản 1
Sử dụng phương pháp FCFF

Chi phí sử dụng vốn - WACC	9.30%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2015F	4.16%
Hiện giá dòng tiền 2009F - 2015F	9,939,492,662
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2015F	16,765,212,525
Tiền và các khoản tương đương tiền	512,800,801
Giá trị Công ty	27,217,505,987
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	6,353,326,444
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	20,864,179,544
Khối lượng CP đang lưu hành	325,235,000

Giá (VND '000/cp) 64.15

Sử dụng chỉ số P/B (Market price/Book ratio)

Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2015F	7,567,963,937
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	1.8
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	13,859,744,623
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	7,436,124,744
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000

Giá (VND '000/cp) 22.86

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)

Thu nhập ròng năm 2015F	1,435,530,112
Chỉ số P/E bình quân ngành	11.5
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	16,486,747,891
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	8,845,582,460
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000

Giá (VND '000/cp) 27.20

Sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức

Chi phí vốn chủ	14.05%
Chỉ số P/E ngành cuối năm 2009	11.48
Hiện giá thị trường cổ tức 2009F - 2015F	6.16
Giá cổ phiếu cuối năm 2009E	50.7

Giá (VND '000/cp) 26.36

Giá tham khảo (VND '000/cp)

40.945

Kịch bản 2
Sử dụng phương pháp FCFF

Chi phí sử dụng vốn - WACC	9.30%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2015F	4.16%
Hiện giá dòng tiền 2009F - 2015F	10,105,915,205
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2015F	16,131,102,122
Tiền và các khoản tương đương tiền	512,800,801
Giá trị Công ty	26,749,818,129
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	6,353,326,444
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	20,396,491,685
Khối lượng CP đang lưu hành	325,235,000

Giá (VND '000/cp) 62.71

Sử dụng chỉ số P/B (Market price/Book ratio)

Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2015F	7,768,744,062
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	1.8
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	14,227,447,387
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	7,633,407,140
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000

Giá (VND '000/cp) 23.47

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)

Thu nhập ròng năm 2015F	1,377,199,112
Chỉ số P/E bình quân ngành	11.5
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	15,816,829,173
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	8,486,153,099
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000

Giá (VND '000/cp) 26.09

Sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức

Chi phí vốn chủ	14.05%
Chỉ số P/E ngành cuối năm 2009	11.48
Hiện giá thị trường cổ tức 2009F - 2015F	6.28
Giá cổ phiếu cuối năm 2009E	48.6

Giá (VND '000/cp) 25.66

Giá tham khảo (VND '000/cp) 40.130

Kịch bản 3
Sử dụng phương pháp FCFF

Chi phí sử dụng vốn - WACC	9.30%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2015F	4.16%
Hiện giá dòng tiền 2009F - 2015F	9,837,251,105
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2015F	16,765,212,525
Tiền và các khoản tương đương tiền	512,800,801
Giá trị Công ty	27,115,264,431
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	6,353,326,444
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	20,761,937,987
Khối lượng CP đang lưu hành	325,235,000
Giá (VND '000/cp)	63.84

Sử dụng chỉ số P/B (Market price/Book ratio)

Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2015F	7,456,211,437
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	1.8
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	13,655,084,410
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	7,326,319,050
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000
Giá (VND '000/cp)	22.53

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)

Thu nhập ròng năm 2015F	1,435,530,112
Chỉ số P/E bình quân ngành	11.48
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	16,486,747,891
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	8,845,582,460
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000
Giá (VND '000/cp)	27.20

Sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức

Chi phí vốn chủ	14.05%
Chỉ số P/E ngành cuối năm 2009	11.48
Hiện giá thị trường cổ tức 2009F - 2015F	6.16
Giá cổ phiếu cuối năm 2009E	50.7
Giá (VND '000/cp)	23.63

Giá tham khảo (VND '000/cp)
40.752

Kịch bản 4

Sử dụng phương pháp FCFF	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	9.30%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2015F	4.16%
Hiện giá dòng tiền 2009F - 2015F	9,635,215,217
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2015F	16,431,682,476
Tiền và các khoản tương đương tiền	512,800,801
Giá trị Công ty	26,579,698,494
Vay nợ (dài hạn) cuối năm 2008	6,353,326,444
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	20,226,372,051
Khối lượng CP đang lưu hành	325,235,000
Giá (VND '000/cp)	62.19

Sử dụng chỉ số P/B (Market price/Book ratio)	
Giá trị kế toán vốn chủ sở hữu năm 2015F	7,170,793,062
Chỉ số P/B trung bình trong ngành	1.8
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	13,132,377,666
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	7,045,872,862
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000
Giá (VND '000/cp)	21.66

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)	
Thu nhập ròng năm 2015F	1,404,849,112
Chỉ số P/E bình quân ngành	11.5
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2015F	16,134,383,348
WACC	9.30%
Hiện giá giá trị thị trường vốn cổ đông	8,656,529,431
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	325,235,000
Giá (VND '000/cp)	26.62

Sử dụng phương pháp chiết khấu cổ tức	
Chi phí vốn chủ	14.05%
Chỉ số P/E ngành cuối năm 2009	11.48
Hiện giá thị trường cổ tức 2009F - 2015F	6.280
Giá cổ phiếu cuối năm 2009E	49.6
Giá (VND '000/cp)	26.05

Giá tham khảo (VND '000/cp)	39.742
------------------------------------	---------------

Những kết quả định giá cho từng kịch bản trên được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu PPC, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo cập nhật mới nhất.



Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thang Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thang Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thang Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thang Long.

Sản phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Khối Phân tích – Tư vấn Đầu tư, Công ty Chứng khoán Thang Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm các sản phẩm nghiên cứu phân tích, bao gồm hai dòng sản phẩm chính là **Thang Long Express** và **Thang Long Intel**:

Thang Long Express

- Market Commentary
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook
- StockWatch

Trụ sở chính: Tầng 6, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội

T: +84 (43) 726 2600 F: +84 (43) 726 2601.

Chi nhánh: Tầng 2, Tòa nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM

T: +84 (83) 910 6411 F: +84 (83) 910 6153.

Phòng GD: - 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội

T: +84 (43) 733 7671 F: +84 (43) 733 7670.

- 126 Hoàng Quốc Việt, Cầu Giấy, Hà Nội

T: +84 (43) 755 7668 F: +84 (43) 755 7589.

- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

T: +84 (83) 910 2215 F: +84 (83) 910 2216.

Website: <http://www.thanglongsc.com.vn>

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu tư: Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office:

Phòng Phân tích: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Kris Bartkus, Joe Busa, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải

Phòng Tư vấn đầu tư: Hoàng Mai Phương, Tống Duy Sơn

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyên Có, Nguyễn Mạnh Tú, Nguyễn Thị Hường.

Phòng Tư vấn đầu tư: Nguyễn Hoài An

Liên hệ trao đổi ý kiến:

Đỗ Hiệp Hòa,

Điện Thoại: 3726 2600 Ext. 3111

Email: dohiephoa@thanglongsc.com.vn

Nguyễn Trà Lân

Điện Thoại: 3726 2600 Ext. 3110

Email: nguyentralan@thanglongsc.com.vn