

BÁO CÁO STOCK WATCH CỔ PHIẾU PPC CTCP NHẬT ĐIỆN PHẢ LẠI (24/12/2009)



Nguyễn Mai Phương: phuong.nguyenmai@vndirect.com.vn

Đặng Nguyên Cường: cuong.dang@vndirect.com.vn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2008	3Q2009	2009E	2010E	Chỉ tiêu (triệu)	31/12/08	31/12/09
Doanh thu thuần	3.882	3.364	4.305	3.389	Dư nợ vay (JPY)	36.206	34.350
Lợi nhuận thuần từ bán điện	1.022	876	1.094	515	JPY:VND	184.96	200.70
Doanh thu tài chính	293	248	365	350	Dư nợ vay (VND)	6.696.749	6.893.991
Lợi nhuận ròng	-213	966	745	674*	Dự phòng tỷ giá (VND)	1.543.120	540.665

E: dự báo của VNDirect; * chưa tính biến động tỷ giá

Chúng tôi khuyến nghị **Mua** với PPC chủ yếu dựa trên các cơ sở (1) giá cổ phiếu giảm mạnh hơn 40% từ mức giá 30.200đ/cp sau khi không tăng trong một giai đoạn dài. Hiện nay giá của PPC chỉ tương đương với Vnindex ở mức 251 điểm vào ngày 12/3/2009 (2) ảnh hưởng tối đa của dự phòng toàn bộ lỗ tỷ giá trong năm 2009 chỉ khoảng 541 tỷ đồng, tương ứng với 1657đ/ cổ phiếu, thấp hơn nhiều so với mức giảm 40% của giá cổ phiếu trên thị trường (3) xu hướng tỷ giá tiền Yên và VND nhiều khả năng sẽ có cải thiện trong trung hạn do chính sách của Nhật đang ủng hộ đồng Yên yếu hỗ trợ xuất khẩu và USD có xu hướng tăng trở lại. (4) hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2010 chậm lại chủ yếu do sửa chữa lớn thường kỳ. Tổng thể, giá trị hợp lý hiện nay của PPC nằm ở vùng 28.000-30.000đ/cp; Mức giá hợp lý này có thể thay đổi theo biến động của tỷ giá và kết quả đàm phán giá bán điện trong năm 2010 với EVN;

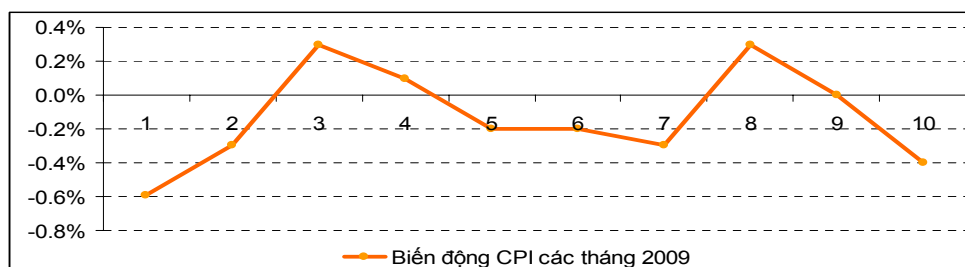
Các tín hiệu phân tích kỹ thuật cũng đang ủng hộ xu thế tăng giá tiếp tục của PPC. Ngưỡng kháng cự theo Fibonacci đầu tiên ở khoảng 20.500 đồng, ngưỡng kháng cự mạnh nhất sẽ ở tại 26.000 đồng.

- **Kết quả kinh doanh 2009 khả quan, ước đạt 745 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế** trong phương án thận trọng công ty tiếp tục trích lập toàn bộ dự phòng lỗ tỷ giá tại mức 200.7VNĐ/JPY theo công bố của NHNN.

Với kết quả kinh doanh như vậy, chúng tôi kỳ vọng mức cổ tức cao hơn thông lệ 12%/năm bằng tiền, do công ty chịu áp lực của việc năm 2008 không không trả cổ tức cho cổ đông;

- **Trạng thái tiền mặt, đầu tư tài chính đảm bảo thu nhập cố định dồi dào.** PPC có hơn 3.700 tỷ đồng tiền mặt, tương đương tiền và tiền gửi ngắn hạn, tức là bằng hơn 50% tổng dư nợ vay (quy đổi ra VND theo tỷ giá mới nhất). Đây là nguồn thu quan trọng, và nếu đơn giản PPC có thể thu về 10% lợi suất, thì cũng đã tương đương với 350-400 tỷ đồng/năm; Để hiểu một cách đơn giản vai trò của khoản đầu tư này, chúng ta giả sử PPC tiến hành trả ngay tức thời 50% khoản nợ bằng tiền Yên, rủi ro tỷ giá và chi phí lãi vay sẽ giảm tương ứng 50%; Hàng năm, PPC trung bình vẫn có thể tăng thêm hơn 1000 tỷ đồng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh;
- **Xu hướng tỷ giá có lợi** do (1) áp lực giảm phát và chính sách đồng Yên yếu của Nhật (2) Đô la có xu hướng tăng trở lại (3) tỷ giá VNĐ/USD có xu hướng ổn định trong trung hạn;

Bảng 1: Giảm phát đang là lo ngại lớn của Nhật



Bảng 2: Diễn biến tỷ giá USD:JPY năm 2009



(Nguồn: Japan Statistics Bureau, Yahoo Finance, VNDirect tổng hợp)

- Lãi suất cơ bản của Nhật sẽ được giữ ở mức 0,1% trong một thời gian dài. Đây là tuyên bố của Ngân hàng Trung ương Nhật, trước tình hình giảm phát đang là vấn đề cần được ưu tiên giải quyết hàng đầu. Ngoài ra phải kể đến chương trình cho vay trị giá 10 nghìn tỷ Yên (~ 11 tỷ USD) được công bố ngày 1/12/2009.
- Đồng thời, những cải thiện cơ bản của nền kinh tế Mỹ đã mang đến kỳ vọng Fed tăng lãi suất cơ bản. Có lẽ đây chỉ còn vấn đề thời gian và như vậy, đồng USD đang được kỳ vọng sẽ mạnh lên.
- Phản ứng trên thị trường ngoại hối, đồng Yên đã có dấu hiệu yếu đi kể từ đầu tháng 12 sau một giai đoạn tăng mạnh suốt từ tháng 4 – tháng 11/2009. So với USD, trong gần 1 tháng qua JPY đã giảm giá 6% kể từ mức đỉnh vào cuối tháng 11. Tại Việt Nam, tỷ giá JPY:VND áp dụng cho đến hết 31/12/2009 được NHNN công bố là 200.70, nghĩa là đã hạ nhiệt so với mức 208.74 của 2 tuần trước. Như vậy, trích lập dự phòng tỷ giá trong năm nay của PPC sẽ chỉ khoảng 541 tỷ.
- Tỷ giá USD/VNĐ được dự báo sẽ ổn định trong trung hạn, do chúng ta vừa trải qua mức độ điều chỉnh khá lớn và nguồn cung USD từ xuất khẩu, kiều hối, ODA , FDI được dự báo sẽ có những cải thiện trong năm 2010;
- **Năm 2010 hoạt động kinh doanh chính sẽ khó khăn hơn chủ yếu do sửa chữa lớn, tuy nhiên nên được hiểu là hoạt động thường kỳ, trong kế hoạch hơn là một sự thay đổi căn bản, gia tăng rủi ro kinh doanh của PPC;** Khó khăn của 2010 là việc dừng 3 tổ máy để đại tu, khiến sản lượng điện giảm và phát sinh chi phí sửa chữa lớn. Dự kiến của PPC là sản lượng giảm khoảng 20%, nhưng con số lợi nhuận từ

bán điện 239 tỷ (trong nghị quyết HĐQT ngày 18/11/2009) là một kế hoạch quá thận trọng. Trao đổi với PPC, chúng tôi được biết công ty đã dự phòng chi phí than, dầu tăng nhưng lại tạm tính doanh thu trên giá bán điện hiện tại. Trên thực tế, giá bán điện của PPC sẽ tăng khi chi phí đầu vào tăng. Do đó, nếu sử dụng công thức tính giá cũ chúng tôi ước tính lợi nhuận từ bán điện năm 2010 của PPC là 515 tỷ. Doanh thu tài chính ước tính sơ bộ vào khoảng 350 tỷ và chi phí lãi vay quanh mức 180 tỷ. Như vậy, dự kiến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh 2010, không kể biến động tỷ giá, sẽ là 674 tỷ đồng sau thuế.

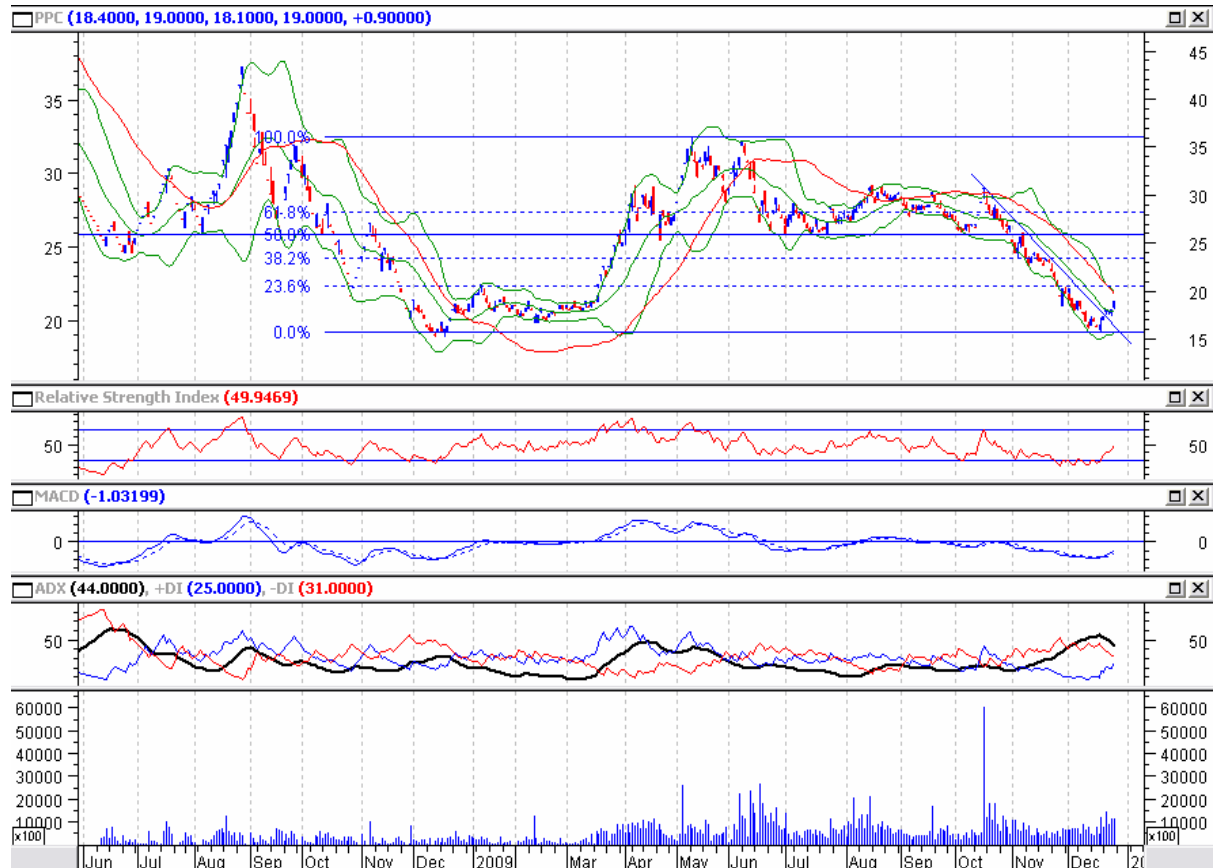
Đại tu các tổ máy là việc mang tính chu kỳ (4 -5 năm một lần), sau đó hoạt động sản xuất điện trở lại bình thường. Từ sau 2010, một nhà máy sẽ hết khấu hao do đó làm giảm chi phí sản xuất của công ty. Do đó, hoạt động căn bản từ 2011 trở đi sẽ tích cực hơn.

Yếu tố ảnh hưởng nhiều hơn tới KQKD trong tương lai dài hạn chính là kết quả đàm phán giá bán điện mới với EVN khi hợp đồng hiện tại hết hiệu lực vào 25/5/2010, do PPC có quy mô doanh thu khá lớn (~3.500 – 4.000 tỷ/năm). Cũng có khả năng là trong thời gian đàm phán, EVN sẽ tạm thanh toán 90% giá cũ cho PPC giống trường hợp của VSH.

- **Thị trường phản ứng quá đà:** Đóng cửa ngày 24/12/2009, PPC giao dịch ở mức giá tương đương với thời điểm VN-Index 251 điểm (12/3/2009) là 18.100 đồng/cổ phiếu. Giá cổ phiếu PPC không tăng trong 1 giai đoạn dài VN-Index tăng từ 468 lên 624 điểm đã phản ánh những khó khăn và rủi ro của doanh nghiệp, việc cổ phiếu này tiếp tục giảm mạnh từ 30.500 xuống 18.100 đồng đã vượt quá mức độ ảnh hưởng thực sự trên giả định của chúng tôi.

Về bản chất, việc nghĩa vụ nợ tăng 541 tỷ là cho cả 18 năm còn lại của thời hạn vay. Trường hợp tiêu cực nhất, chúng tôi đưa toàn bộ tác động này vào giá cổ phiếu hiện tại (không chiết khấu), tức là ảnh hưởng đến giá cổ phiếu ~ 541 tỷ đồng/326 triệu cổ phiếu ~ 1.657 đồng/cổ phiếu. Tất nhiên đây chỉ là ảnh hưởng ở tỷ giá hiện tại. Điều quan trọng hơn, chúng tôi nhận thấy những dấu hiệu tích cực từ diễn biến tỷ giá, và cho rằng xét trên phương diện căn bản PPC xứng đáng được định giá cao hơn mức hiện tại khoảng 50% (theo mô hình DCF của chúng tôi, giá trị hợp lý của PPC ở mức 28.000-30.000đ/cp).

- **Phân tích kỹ thuật cổ phiếu PPC**



- Sau một chu kỳ giảm giá mạnh từ mức giá trên 30.000 đồng, hiện tại PPC đã thoát khỏi kênh xu thế giảm giá và có dấu hiệu bứt phá trong phiên ngày hôm nay. Các tín hiệu kỹ thuật đang ủng hộ cho xu thế tăng giá tiếp tục của PPC.
- Đường MACD đã cắt qua đường signal và đang hướng về đường 0. Chỉ số RSI tăng mạnh trở lại.
- Đường DI(+) chuẩn bị cắt qua đường DI(-) thể hiện sức mạnh tăng giá đang thắng thế.
- Một đặc điểm khá nổi bật của PPC là tính thanh khoản rất tốt, khớp lệnh trung bình 922.000 cổ phiếu/phiên trong 10 phiên vừa qua.
- Ngưỡng kháng cự theo Fibonacci đầu tiên ở khoảng giá 20.500 đồng, ngưỡng kháng cự mạnh nhất sẽ ở tại 26.000 đồng.

Khuyến nghị: PPC là cổ phiếu khá tốt nếu nhìn về trung hạn, và mức giá kỳ vọng đạt được là trên 26.000 đồng. Nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào PPC ở trong vùng giá 18.000-20.000 đồng.

Khuyến cáo:

Những thông tin đưa ra trên đây được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Thông tin thể hiện quan điểm của tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm gửi thông tin, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp.