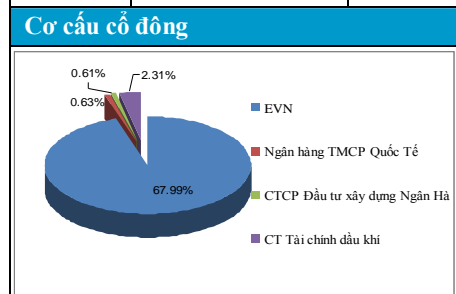


Ngày 22/02/2010	
Giá đóng cửa	18,500
P/E 2010	7.5x
Giá mục tiêu	21,000

Thông tin cơ bản	
Sản phẩm chính	Điện
Vốn sở hữu (tỷ VND)	4,394
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,202
Sở hữu nước ngoài (%)	18.79
Sở hữu nhà nước (%)	67.99
Tỷ lệ HDQT và BKS (%)	68.06

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày ra khuyến nghị	Khuyến nghị



Tên công ty: CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI

Khuyến nghị: QUAN SÁT

Khuyến nghị đầu tư

Công ty Cổ phần nhiệt điện Phả Lại là nhà máy nhiệt điện bằng than lớn nhất Việt Nam với công suất lắp đặt của 2 nhà máy Phả Lại 1 và Phả Lại 2 là 1,040 MW. Sản lượng điện sản xuất hằng năm của công ty đạt trên 7 tỷ kWh/năm, chiếm hơn 10% tổng sản lượng điện trung bình của cả nước và 40% sản lượng điện toàn miền Bắc. Năm 2009, ước tính sản lượng điện sản xuất đạt 7,337 triệu kWh, chiếm 12.85% trong tổng số 57.09 tỷ kWh điện sản xuất trong nước, riêng điện thương phẩm đạt 6,622 triệu kWh, chiếm 8.85% tổng điện thương phẩm của cả nước.

Việc đầu tư vào các nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh, Hải Phòng, Mông Dương không những tăng cường vị thế của PPC trong ngành điện mà còn hứa hẹn mang lại nguồn thu cho công ty trong những năm sắp tới.

Dựa trên những phân tích nhanh trên, chúng tôi xét thấy PPC vẫn là cổ phiếu hấp dẫn với khả năng sinh lời cao (ROE năm 2006 = 67%, 2007 = 76%, 2008 = 56%) với mức P/E thấp hơn P/E trung bình của thị trường, hoạt động kinh doanh ổn định và tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên PPC chịu nhiều rủi ro về biến động tỷ giá JPY/VND do có một khoản vay lớn bằng đồng yên cũng như rủi ro trong những khoản đầu tư tài chính của công ty. Do đó, khuyến nghị nhà đầu tư quan sát thêm.

Những điểm chú ý

- PPC là nhà máy nhiệt điện chạy than có quy mô lớn nhất trong cả nước.
- Hoạt động kinh doanh chính của PPC khá tốt và ổn định.
- Ngành điện hiện nay được xem như độc quyền và tính cạnh tranh rất thấp.
- Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định và bền vững.
- Chi phí đầu vào sẽ tăng cao theo lộ trình thị trường hóa giá than.
- Nguồn tiền dồi dào cho hoạt động đầu tư có thể mang lại khoản thu lớn cho công ty.
- Rủi ro chính của công ty vẫn là khoản nợ dài hạn bằng JPY
- Ước tính kết quả kinh doanh 2010 giảm nhẹ so với 2009 do ngừng hoạt động 2 tổ máy và chi phí đầu vào tăng lên.

Chỉ tiêu	Q4-08	Q1-09	Q2-09	Q3-09	Q4-09E	2009E	2010F
Doanh thu (triệu đồng)	878,239	1,094,284	1,161,890	1,107,543	1,057,232	4,420,949	4,402,824
Tăng trưởng	3.17%	1.91%	9.71%	27.18%	20.38%	13.89%	-0.41%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	23.68%	27.99%	29.35%	25.41%	33.26%	28.96%	26.50%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	-145.07%	25.99%	36.34%	26.10%	-10.55%	20.00%	17.89%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	-1,262,781	284,264	422,634	289,078	-110,328	885,648	792,727
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	-1,001,068	284,264	398,887	282,321	-75,701	889,771	792,727
Tăng trưởng		-0.86%	79.72%	27.20%	n/a	n/a	-10.91%
EPS (Đồng)	-3,131	889	1,248	883	-237	2,783	2,479

CÁC ĐIỂM CHÍNH

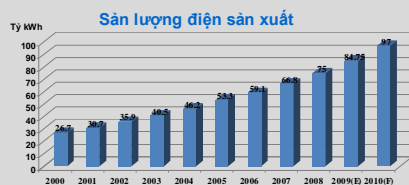


PPC là nhà máy nhiệt điện chạy than có quy mô lớn nhất trong cả nước.

Công ty có nhiều thuận lợi về vị trí cũng như ưu tiên đầu tư của EVN.

Hoạt động kinh doanh của PPC khá ổn định và được hưởng nhiều ưu đãi.

Ngành điện hiện nay được xem như độc quyền.



Không có tính cạnh tranh nhiều do cung thấp hơn cầu và chịu sự điều tiết trực tiếp của Nhà nước.

1/ Giới thiệu công ty:

Tên công ty : CTCP Nhiệt Điện Phả Lại

Mã giao dịch: PPC

Địa chỉ : Thị trấn Phả Lại - Chí Linh - Hải Dương

Điện thoại : 03203 881 126

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

Công ty Cổ phần nhiệt điện Phả Lại tiền thân là Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại thuộc Tổng công ty Điện lực Việt Nam. Hoạt động chính là sản xuất và kinh doanh điện năng, với hai nhà máy sản xuất điện (Phả Lại 1 – bao gồm 4 tổ máy tổng công suất 440 MW và Phả Lại 2 – bao gồm 2 tổ máy tổng công suất 600 MW). Với tổng công suất 1,040 MW, PPC là nhà máy nhiệt điện chạy than có quy mô lớn nhất trong cả nước và là nhà máy phát điện lớn thứ 3 sau Nhiệt điện Phú Mỹ và Thủy điện Hòa Bình.

Điểm thuận lợi đáng kể trong hoạt động sản xuất của Nhiệt điện Phả Lại là về vị trí địa lý. Do nằm gần mỏ than Vàng Danh và Mạo Khê nên công ty có điều kiện nhập nguyên liệu với chi phí vận chuyển thấp.

Ngoài ra, Nhà máy Phả Lại 1 trong những năm gần đây thường xuyên được EVN đầu tư kinh phí để sửa chữa, cải tạo, nâng cấp thiết bị nên dù đã vận hành khai thác 24 năm, nhưng các tổ máy phát điện vẫn hoạt động ổn định và hiệu quả kinh tế cao ở mức 90 - 95% công suất thiết kế. Hơn nữa các máy móc thiết bị đã khấu hao gần hết, nên chi phí sản xuất giảm đáng kể. Nhà máy Phả Lại 2 mới được đầu tư với công nghệ hiện đại, năng suất cao, có khả năng hoạt động ổn định và hiệu quả trong dài hạn.

Trong năm 2009, công ty đã đầu tư vào các dự án Nhiệt Điện (Nhiệt điện Quảng Ninh – 15%, Nhiệt Điện Hải Phòng – 16%, Nhiệt Điện Mông Dương).

Hoạt động kinh doanh chính của PPC khá tốt và ổn định. Tiền mặt tương đối lớn, các chỉ số thanh toán tốt. Công ty có những lợi thế như: quỹ khấu hao lớn, lợi nhuận để lại đáng kể và được ưu đãi thuế TNDN. Chính sách thuế TNDN ở mức 15%/năm trong suốt 12 năm kể từ khi chuyển sang cổ phần.

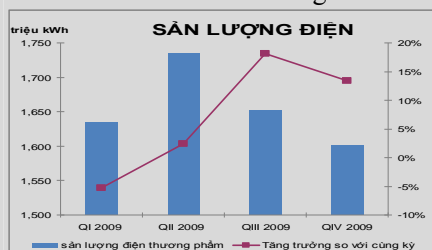
2/ Phân tích ngành:

Ngành điện hiện nay được xem như độc quyền với người mua và người bán duy nhất đến người tiêu dùng là Tập đoàn điện lực (EVN). Cơ cấu nguồn điện hiện nay bao gồm thủy điện, nhiệt điện (than, dầu, tuabin khí), nhập khẩu và các nguồn phát điện độc lập (IPP). Trong cơ cấu nguồn điện thống kê năm 2008 thì nhiệt điện chiếm 56%, thủy điện 37%. Trong tương lai sẽ nâng dần tỷ trọng các nguồn phi thủy điện. Theo kế hoạch đến năm 2020, thủy điện chỉ chiếm 28.5%, nhiệt điện than 30.2%, nhiệt điện dầu và khí chiếm 26.7%, nhập khẩu 5.8%. Nhiệt điện than với những ưu thế của mình về tính ổn định cũng như giá thành, đang và sẽ đóng vai trò là nguồn cung chủ đạo.

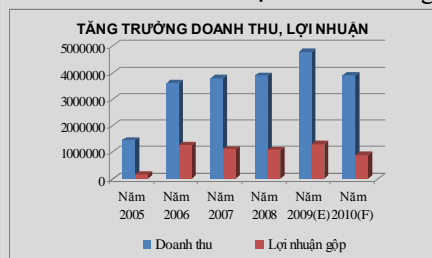
Ngành điện không có tính cạnh tranh nhiều do cung thấp hơn cầu và là ngành chịu sự điều tiết trực tiếp của Nhà nước. Với nhu cầu hàng năm tăng hơn gấp đôi tăng trưởng GDP, nguồn lực của EVN không đủ để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện năng cho nền kinh tế. Dự kiến 2010, điện tiêu thụ đạt 97 tỷ kWh, sản xuất trong nước 64 tỷ kWh chiếm 66%, mua ngoài 33 tỷ kWh. Nhu cầu sử dụng điện luôn phải điều chỉnh do một số dự án đầu tư sản xuất tăng mạnh trong thời gian qua làm cho việc cung ứng điện gặp khó khăn.

Sản lượng điện công ty tương đối ổn định qua các năm.

6 tháng đầu năm thường có sản lượng cao hơn 6 tháng cuối năm.



Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định và bền vững.



Chi phí đầu vào sẽ tăng cao từ năm 2010 và chịu biến động giá thế giới từ năm 2011.

Nguồn tiền dồi dào cho hoạt động đầu tư sẽ mang lại nguồn thu lớn.

Trong bối cảnh nhu cầu điện vượt cung như hiện nay, cộng với chiến lược xây dựng một thị trường cạnh tranh tại Việt Nam, sự năng động trong DN ngành điện được cải thiện, quy mô mở rộng, hiệu quả kinh doanh tốt; các nhà đầu tư có quyền kỳ vọng vào tương lai phát triển lâu dài của cổ phiếu ngành điện.

3/ Hoạt động kinh doanh:

Do đặc thù của nhà máy nhiệt điện than không phụ thuộc vào điều kiện thời tiết nên sản lượng điện sản xuất của công ty tương đối ổn định qua các năm. Cụ thể năm 2007 đạt 7,028 triệu kWh điện sản xuất và 6,314 triệu kWh điện thương phẩm, năm 2008 đạt 6,927 triệu kWh điện sản xuất tương ứng với 6,229 triệu kWh điện thương phẩm. Trong năm 2009, ước tính sản lượng điện sản xuất đạt 7,337 triệu kWh, chiếm 12.85% trong tổng số 57.09 tỷ kWh điện sản xuất trong nước. Điện thương phẩm đạt 6,622 triệu kWh, chiếm 8.85% tổng điện thương phẩm của cả nước.

6 tháng đầu năm, PPC thường có sản lượng điện thương phẩm cao hơn, do 6 tháng cuối năm vào mùa mưa nên EVN ưu tiên huy động điện từ các nhà máy thủy điện với giá rẻ hơn. Tuy nhiên, cuối năm 2009, nước về các hồ thủy điện phía Bắc chỉ đạt khoảng 60% lượng nước về trung bình các năm, thiếu hụt so với mức nước dâng bình thường khoảng 2,6 tỷ m³, tương đương khoảng 327 triệu kWh. Trước tình hình sụt giảm sản lượng của các nhà máy thủy điện, PPC được EVN đề nghị tăng sản lượng sản xuất, ước đạt trên 1.7 tỷ kWh điện thương phẩm. Dự kiến đầu năm 2010 sản lượng điện tiếp tục tăng.

Doanh thu PPC tương đối ổn định qua các năm. Năm 2007 đạt 3,807 tỷ, năm 2008 là 3,881 tỷ, tăng 2% so với 2007, năm 2009 ước đạt 4.420 tỷ (99% là đến từ thu nhập bán điện cho EVN), đạt tốc độ tăng trưởng gần 14%. Trong năm 2009, 6 tổ máy của công ty vẫn hoạt động tốt. Sang 2010, dự kiến tổ máy 2 và tổ máy 5 sẽ ngừng hoạt động để sửa chữa (thời gian dự kiến là 104 ngày) nên sẽ ảnh hưởng đến sản lượng điện. Ước tính sản lượng trong năm 2010 giảm nhẹ nhưng vẫn giữ mức ổn định trên 7 tỷ kWh. Điện thương phẩm đạt 6,598 triệu kWh.

Hợp đồng bán điện giữa PPC và EVN sẽ kết thúc vào 25/05/2010, mặc dù giá than và dầu FO đều tăng, nhưng nhiều khả năng hợp đồng mới PPC sẽ phải chấp nhận nhiều nhượng bộ nên giá bán điện dự kiến mức trung bình khoảng 670 đồng/ kWh (tương đương mức trung bình 2009). Tương ứng với doanh thu 2010 gần 4,402 tỷ.

Giá than tăng cao sẽ đẩy chi phí đầu vào tăng và chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu, chi phí than chiếm 50% giá vốn. Giá định than tăng 15% trong năm 2010, giá vốn sẽ tăng tương ứng 7.5%. Sang 2011, sản lượng than trong nước không đủ cung cấp cho nhu cầu tiêu thụ, việc nhập than sẽ đẩy chi phí của nhà máy lên cao, lợi nhuận biên theo đó giảm sút. Tuy nhiên, với đặc trưng của ngành điện nước ta – cung không đủ cầu - lượng nhập khẩu mỗi năm vẫn cao (chiếm 32.6% năm 2009 và ước tính 34% trong năm 2010), những nhà máy phát điện vẫn giữ vị trí rất quan trọng, đặc biệt là những nhà máy nhiệt điện có sản lượng ổn định và giá thành tốt. (Nhiệt điện than là nguồn điện ổn định và có giá thấp thứ 2 sau thủy điện)

Năm 2010, tiền cho hoạt động đầu tư tài chính của PPC ước tính 3,575 tỷ, trong đó góp vốn vào các dự án nhiệt điện 655 tỷ, ủy thác đầu tư dài hạn 300 tỷ, đầu tư ngắn hạn 2,630 tỷ. Việc này sẽ mang lại cho công ty nguồn thu lớn từ hoạt động tài chính trong năm, bù đắp cho sự giảm sút của hoạt động kinh doanh.

Rủi ro chính của công ty vẫn là khoản nợ dài hạn bằng JPY.

Rủi ro chính tác động đến kết quả kinh doanh của PPC không đến từ việc biến động giá than và dầu FO mà từ biến đổi tỷ giá JPY/VND. Khoản nợ JPY của công ty tính đến cuối năm 2010 là trên 32 tỷ. Nếu tỷ giá giao sau cặp JPY/VND ngày 28/12/2010 là 219.41 (Nguồn: Bloomberg) thì khoản trích lập dự phòng của PPC cho cuối năm 2010 là: 607,618,909,184 VNĐ. Do đó lợi nhuận sau thuế của công ty ước tính đạt 792 tỷ. Tuy nhiên, trong trường hợp tỷ giá xuống mức thấp, công ty có quyết định xin trả trước hạn một phần nợ JPY, khoản trích lập chênh lệch thấp, lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện đáng kể.

Một số rủi ro chính đối với cổ phiếu PPC

4/ Khuyến nghị đầu tư:

Những rủi ro cần cân nhắc khi quyết định đầu tư vào PPC: Thứ nhất, giá than tăng, chi phí đầu vào tăng nên giá bán của PPC cho EVN cũng tăng theo hợp đồng (Giá bán bằng phần cố định cộng với phần biến đổi theo chi phí than và dầu FO). Do đó, EVN sẽ hạn chế huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện với giá cao. Thứ 2, việc nhiều nhà máy phát điện mới đi vào hoạt động vào năm nay cũng tăng tính cạnh tranh trong bán điện cho EVN. Thứ 3, khả năng các tổ máy của công ty sẽ được ngừng một thời gian cho đợt tu chỉnh lớn (dự kiến vào Quý 4) làm sản lượng công ty giảm. Hơn nữa, trong thời gian tới, công ty chưa có kế hoạch tăng sản công suất phát điện mà chủ yếu tiến hành cải tiến quy trình sản xuất nhằm giảm chi phí.

Giả định chi phí đầu vào tăng, giá vốn tăng cao và giá bán tăng nhẹ.

Trên nguyên tắc thận trọng, chúng tôi giả định than tăng giá sẽ làm tăng chi phí đầu vào. Hơn nữa các tổ máy ngừng hoạt động sẽ làm giảm sản lượng điện sản xuất. Giá bán trung bình năm 2010 vào khoảng 670 đồng/ kWh.

Kết quả sẽ thay đổi theo chiều hướng tốt nếu giá bán được thỏa thuận tăng cao và phần trích lập dự phòng thấp.

Ước tính EPS cuối năm vào khoảng 2,479 đồng. Với mức giá ngày 22/02/2010 là 18.5, PPC hiện đang giao dịch ở P/E dự phóng 7.5 x. Giả định mức P/E trung bình ngành năm 2010 là 8.35x, giá mục tiêu của PPC sẽ là 21,000.

Khoản dự phòng chênh lệch tỷ giá vẫn có thể sinh lợi cao cho công ty.

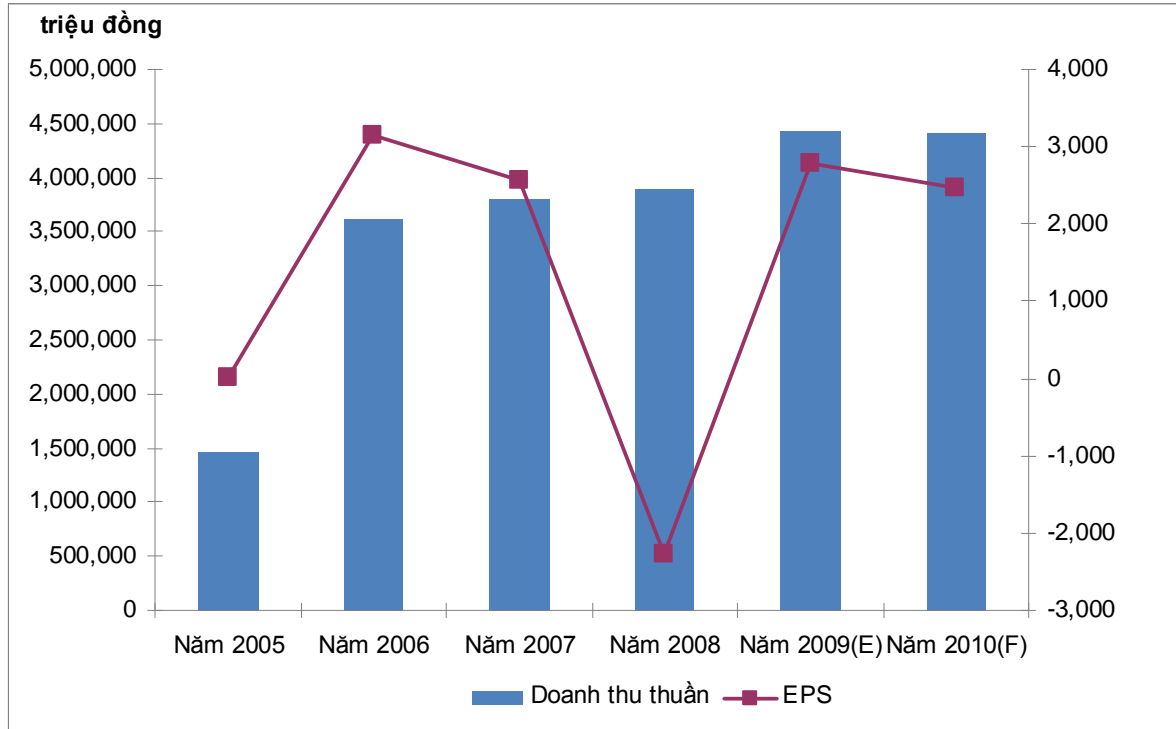
Tuy nhiên, xét thấy, trong điều kiện nếu EVN được chấp thuận tăng giá bán lên 11%, giá mua từ PPC sẽ tăng lên trong hợp đồng mới được ký vào giữa năm nay. Với tình hình thủy văn năm nay không thuận lợi cho các nhà máy thủy điện ở Miền Bắc, nếu sản lượng công ty được duy trì như năm 2009, doanh thu có thể tăng lên đáng kể. Mặt khác, nếu công ty quyết định trả trước hạn một phần nợ JPY, khoản trích dự phòng chênh lệch cuối năm giảm sẽ làm tăng lợi nhuận của công ty.

Quan sát thêm diễn biến giá than, dầu FO và tỷ giá.

Tuy kết quả lợi nhuận thấp nhưng khoản chênh lệch tỷ giá vẫn là tài khoản ghi trong kế toán, thực chất hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty vẫn mang lại lợi nhuận khá cao và ổn định qua các năm. Nguồn tiền đó công ty có thể sử dụng trong những hoạt động khác mang lại lợi nhuận cho công ty.

Dựa trên những phân tích nhanh trên, chúng tôi xét thấy PPC vẫn là cổ phiếu hấp dẫn với khả năng sinh lời cao (ROE năm 2006 = 67%, 2007 = 76%, 2008 = 56%). Công ty có hoạt động kinh doanh ổn định, doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên mang một số rủi ro như phân tích trên. Do đó, khuyến nghị nhà đầu tư quan sát thêm các nhân tố tác động. Trước hết là kết quả cuối cùng của mức tăng giá than và giá điện, tiếp theo là diễn biến dầu FO trên thị trường và quan trọng hơn tỷ giá JPY/VND cũng như lộ trình trả nợ của công ty, cuối cùng là xem xét khả năng sinh lời của những khoản đầu tư tài chính của công ty, đặc biệt là hoạt động của các nhà máy Nhiệt Điện Hải Phòng, nhiệt điện Mông Dương.

TĂNG TRƯỞNG DOANH THU VÀ EPS



PHÂN TÍCH TỶ LỆ

Phân tích tỷ lệ					
	2006	2007	2008	2009(E)	2010(F)
Tăng trưởng					
Doanh thu	147.25%	5.54%	1.97%	13.89%	-0.41%
Lợi nhuận biên bán hàng	699.05%	-11.53%	-2.77%	18.18%	-8.88%
Lợi nhuận kinh doanh	904.48%	-7.46%	-3.24%	18.20%	-9.59%
Lãi sau thuế	10770.68%	-15.83%	-187.74%	-223.01%	-10.91%
Phân tích khả năng lợi nhuận					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	34.92%	29.27%	27.91%	28.96%	26.50%
Tỷ lệ lợi nhuận từ HĐKD trên doanh thu	31.63%	27.74%	26.32%	27.32%	24.80%
Tỷ lệ lợi nhuận ròng trên doanh thu	27.15%	21.65%	-18.63%	20.13%	18.00%

KHUYẾN CÁO

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

LIÊN HỆ

PHÒNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MIỀN NAM

Địa chỉ: Tòa nhà N'ORCH lầu 2, 170 – 172 -172E, Bùi Thị Xuân, Q.1, Tp.HCM

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: ppt-mnsc@miennamstocks.com.vn

Website : www.mnsc.vn