

**Nguyễn Hoài An**  
Chuyên viên Phân tích  
Email: [hoaian@thanglongsc.com.vn](mailto:hoaian@thanglongsc.com.vn)

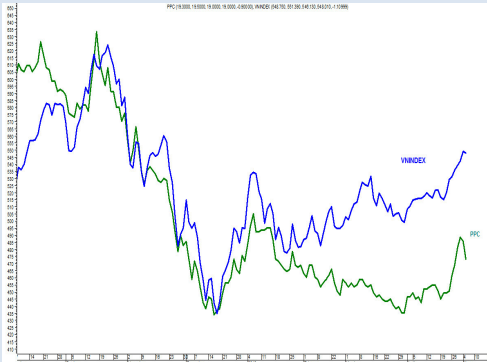
**Mã CK: PPC- Sàn: HSX**  
Khuyến nghị: **MUA**  
Giá mục tiêu cuối năm: **25.300 VND**

**THỐNG KÊ**  
19/05/2006

Giá ngày 06/05/2010	19.300
Ngành: Năng lượng	
Mô hình kinh doanh: Nhiệt điện	
Niêm yết từ	19/05/2006
Số cổ phiếu lưu hành	326,235,000
Số cổ phiếu thực tế giao dịch	325,154,614
Vốn hóa (tỷ VND)	6.275,48
Giá cao 52 tuần (VND)	33,200
Giá thấp 52 tuần (VND)	15,100
KLGD trung bình 10 ngày	1.293.380
% Thay đổi giá 1 tháng	12,8%
% Thay đổi giá 3 tháng	-0,5%
% Thay đổi giá 6 tháng	-27,7%
% Thay đổi giá 12 tháng	-36,7%
% Sở hữu nước ngoài	16,76%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49,0%

Source: TSC

Biểu đồ so sánh diễn biến giá của cổ phiếu PPC và chỉ số VNINDEX



## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2008	2009	2010E
Tài sản	10,797	11,744	12,222
Vốn sở hữu	3,438	4,321	4,791
Doanh thu	3,882	4,421	3,890
EBIT	1,035	1,210	1,095
EAT	-213	892	854
EPS	-666	2,790	2,670
Cổ tức		1200	1200
PE	-	6.77	9.5
PB	1.77	1.43	1.72
%Tăng doanh thu	2%	14%	-12%
% Tăng EPS	-126%	-519%	-4%
% Lãi biên gộp	27.91%	28.98%	30.00%
% Lãi biên ròng	-5%	20%	22%
ROA	-1.97%	7.60%	6.99%
ROE	-6.19%	20.64%	17.82%

Source : Company, TSC

## CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI – PPC (HOSE)

Ngày 06/05/2010

Với giả định thận trọng nhất, bao gồm (i) giá bán điện cho tập đoàn EVN không tăng và (ii) tỷ giá VND/JPY trung bình 2010 ở mức 205, chúng tôi định giá PPC ở mức 25.300 đồng vào cuối năm 2010 cao hơn 30% so với giá đóng cửa ngày 06/05. Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này.

### GIỚI THIỆU DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần nhiệt điện Phả Lại là một trong 3 doanh nghiệp sản xuất điện lớn nhất Việt Nam và là doanh nghiệp sản xuất nhiệt điện than có quy mô lớn nhất với 2 nhà máy Phả Lại 1 và 2 với tổng công suất 1.040 MW. Sản lượng điện cung cấp cho hệ thống khoảng 6 triệu Kwh/năm.

Hoạt động sản xuất kinh doanh có tính ổn định cao. Nguồn nguyên liệu than được cung cấp từ các vùng than: Vàng Danh, Mạo Khê, Hòn Gai,... sản phẩm đầu ra được ấn định và bao tiêu toàn bộ bởi EVN. Tuy nhiên giá bán điện được quy định khá chặt chẽ.

Ngành điện có vai trò hết sức quan trọng và nhạy cảm đối với sự phát triển của nền kinh tế, nhất là trong thời kỳ hiện tại khi nguồn cung không đáp ứng đủ cầu. Chính vì vậy các công ty trong ngành được hưởng nhiều ưu đãi từ Chính phủ.

### DIỄN BIẾN MỚI

#### Kết quả hoạt động Quý I năm 2010

- Doanh thu đạt: 1.082 tỷ đồng, bằng 98,9% so với quý 1/2009
- Lợi nhuận sau thuế đạt 204,4 tỷ đồng, bằng 72% so với quý 1/2009

#### Nguyên nhân Lợi nhuận quý 1 sụt giảm:

- 1/1/2010 hợp đồng bán điện 4 năm với EVN đã hết hạn, hợp đồng mới cho giai đoạn 2010-2013 dự kiến sẽ được ký kết trong tháng 5/2010 do đó doanh thu quý 1 được ghi nhận theo giá bán chỉ bằng 90% giá bán điện năm 2009.
- Chi phí sửa chữa lớn được phân bổ vào chi phí sản xuất điện năm 2010 cao gấp 1.2 lần so với năm 2009.

**Giá nguyên liệu đầu vào tăng:** ngày 3/3/2010, Tập đoàn công nghiệp Than-Khoáng sản Việt Nam (TKV) đã công bố tăng giá bán than cho các nhà máy điện của Tập đoàn Điện lực Việt Nam và dự kiến sẽ tăng thêm một lần nữa vào quý 4 năm nay. Tuy giá nguyên liệu đầu vào tăng nhưng sẽ không ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận gộp của PPC vì trong giá bán điện cho EVN có một khoản là 213,12 VND/KWh là giá biến đổi được điều chỉnh khi giá nguyên liệu (than, dầu) biến động.

**Giá điện bán lẻ có xu hướng tăng liên tục trong thời gian gần đây.** Từ 1/3/2009, giá bán lẻ tăng bình quân 8,92% so với năm 2008 và từ tháng 1/2010 giá bán sẽ được thực hiện trên cơ sở giá thị trường. Tháng 3/2010, giá bán tiếp tục tăng với mức tăng bình quân hơn 6%. Hiện nay, giá bán điện PPC ký kết với EVN cố định ở mức 368,69VND/kWh và khoản biến đổi 213,21 VND/KWh. Với xu hướng tăng giá điện hiện nay, khả năng PPC sẽ đàm phán tăng giá bán cho EVN trong hợp đồng mới ký kết vào tháng 5/2010.

**Kế hoạch năm 2010 sẽ sụt giảm** do công ty không tiến hành sửa chữa lớn khối 2 và khối 5 vào năm 2009 vì tình hình lưới điện luôn thiếu hụt. Tuy nhiên việc hoàn thành đại tu theo kế hoạch sẽ nâng cao công suất khả dụng và sự ổn định của các tổ máy, góp phần nâng cao lợi nhuận từ sản xuất điện.

**Chi phí khấu hao giảm dần qua các năm.** Nhà máy 1 được đưa vào sử dụng vào năm 1986 có thời gian khấu hao 10 năm. Như vậy khi nhà máy 1 sẽ hết khấu hao vào giữa năm 2010, giá vốn hàng bán sẽ giảm đáng kể và điều này sẽ gia tăng lợi nhuận cho công ty.

**Góp 240 tỷ đồng vào EVN International (chiếm 10% vốn điều lệ) vào 31/03/2010.** EVN International có vốn điều lệ 2.400 tỷ được đóng góp bởi các doanh nghiệp lớn như: EVN, Tập đoàn công nghiệp cao su, Tổng công ty điện lực đầu khí, Ngân hàng TMCP An Bình,... Hiện nay EVN International đang tham gia thực hiện các dự án điện tại Lào và Campuchia

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Nhu cầu điện năm 2010 dự báo tăng 18% trong khi đó nguồn cung đang bị hạn chế do hạn hán kéo dài, do đó sản lượng điện đầu ra của PPC sẽ được tiêu thụ hoàn toàn. Kết quả kinh doanh trong năm nay được kỳ vọng tốt hơn do những yếu tố:

- Giá vốn 2010 của PPC giảm nhờ hết khấu hao Nhà máy 1, công suất 440Mw vào giữa năm 2010.
- Giá bán điện cho EVN có thể đàm phán tăng lên do giá điện bán lẻ cũng đã điều chỉnh tăng từ năm 2009.
- Tỷ giá VND/JPY được dự báo sẽ biến động quanh mức 200 hoặc thấp hơn do đó PPC sẽ không phải trích lập dự phòng tỷ giá vào năm 2010 cho khoản vay hơn 34 tỷ Yên. Trong trường hợp tỷ giá giảm thấp hơn so với mức trích lập dự phòng 200 VND/JPY vào cuối năm 2009, PPC sẽ có thêm một khoản hoàn nhập đáng kể. Theo dự báo của EIU (Economist Intelligence Unit), thì tỷ giá trung bình năm 2010 là 180 VND/JPY. Nếu diễn biến đúng như vậy thì PPC sẽ có thể một khoản hoàn nhập không nhỏ.

### ĐỊNH GIÁ

Giá mục tiêu của PPC tại thời điểm cuối năm 2010 mà chúng tôi kỳ vọng là **25.300VND/CP**, dựa trên mức EPS 2010 2,670.2 đồng và PE 9.5 lần. Đây là mức giá thận trọng khi chúng tôi giả định là : (1) giá bán điện cho EVN không thay đổi, (2) tỷ giá trung bình ở mức 205 VND/JPY năm 2010.

### RỦI RO CHÍNH – RỦI RO TỶ GIÁ

Tỷ giá là rủi ro lớn nhất của PPC hiện nay và cũng chính những biến động tỷ giá theo chiều hướng bất lợi này đã khiến lợi nhuận của PPC trong 2 năm 2008-2009 sụt giảm đáng kể. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá năm 2010, rủi ro này không tác động đến kết quả hoạt động của PPC vì Chính sách duy trì đồng Yên yếu nhằm hỗ trợ xuất khẩu của Chính phủ Nhật Bản.

## CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Earning Model (VNDbn)	2007	2008	2009	2010E
<b>Net sales</b>	<b>3,807.1</b>	<b>3,881.9</b>	<b>4,420.9</b>	<b>3,890.4</b>
Cost of sales	(2,692.7)	(2,798.5)	(3,139.7)	(2,723.3)
<b>Gross profit</b>	<b>1,114.3</b>	<b>1,083.4</b>	<b>1,281.2</b>	<b>1,167.1</b>
<i>Gross profit margin</i>	<i>0.3</i>	<i>0.3</i>	<i>0.3</i>	<i>0.3</i>
Other operating income	18.5	16.9	7.5	12.2
Selling expenses	-	-	-	-
General administration expenses	(58.4)	(61.7)	(72.7)	(77.8)
Other operating expenses	(12.9)	(4.1)	(6.1)	(6.7)
<b>EBIT</b>	<b>1,061.4</b>	<b>1,034.5</b>	<b>1,209.9</b>	<b>1,094.9</b>
Investment income	125.4	293.0	379.6	142.7
Net interest	(409.0)	(1,795.6)	(703.1)	(383.8)
<b>Net financial items</b>	<b>(283.6)</b>	<b>(1,502.6)</b>	<b>(323.5)</b>	<b>(241.1)</b>
<b>Earnings before tax</b>	<b>777.8</b>	<b>(468.1)</b>	<b>886.5</b>	<b>853.7</b>
Income tax	(46.5)	(255.3)	(5.5)	-
<i>Tax/Profit before amortisation</i>	<i>(0.0)</i>	<i>0.0</i>	<i>(0.0)</i>	<i>-</i>
<b>Profit after taxes</b>	<b>824.4</b>	<b>(212.8)</b>	<b>892.0</b>	<b>853.7</b>
Dividend paid (VND per share)	-	-	0.0	0.0
Retained earnings	<b>824.4</b>	<b>(212.8)</b>	<b>508.3</b>	<b>470.1</b>
Weighted average shares (m)	315.3	319.8	319.7	319.7
Year end shares (m)	320.0	319.7	319.7	319.7
Earnings per share (VND)	2,576.5	(665.5)	2,789.9	2,670.2
Common stock dividend (VND)	-	-	1,200.0	1,200.0
<i>Payout ratio (common stock)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0.6</i>	<i>0.4</i>
<b>Cashflow Statements (VNDbn)</b>	<b>2,007.0</b>	<b>2,008.0</b>	<b>2,009.0</b>	<b>2010E</b>
Net profit	824.4	(212.8)	892.0	853.7
Adjustments for:	-	-	-	-
Depreciation and amortisation	945.8	914.7	900.7	1,802.1
Change in inventories	(116.4)	(87.8)	(44.6)	64.6
Change in trade receivables	2,158.1	(438.2)	24.0	29.1
Change in trade payables	132.3	225.1	(133.9)	8.4
<b>Cash flow from operations</b>	<b>3,944.1</b>	<b>401.0</b>	<b>1,638.1</b>	<b>2,758.0</b>
Change in tangible fixed assets	(152.4)	(457.2)	144.0	(10.9)
Change in intangible fixed assets	(1,030.0)	(1,705.6)	530.6	-
Change in long term investments	<b>(1,098.4)</b>	<b>859.2</b>	<b>(1,630.7)</b>	<b>(47.5)</b>
<b>Cashflow from investments</b>	<b>(2,280.7)</b>	<b>(1,303.7)</b>	<b>(956.1)</b>	<b>(58.4)</b>
Equity issued	112.1	295.3	-	-
Change in other funds	(8.9)	0.8	(1.8)	-
Change in financial debts	(42.1)	79.1	29.2	-
Change in long term liabilities	<b>(1,128.0)</b>	<b>1,199.7</b>	<b>168.0</b>	<b>-</b>
Dividends to shareholders	<b>(812.3)</b>	<b>(472.3)</b>	<b>(7.0)</b>	<b>(383.7)</b>
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,879.2)</b>	<b>1,102.7</b>	<b>188.4</b>	<b>(383.7)</b>
<b>Net cash flow</b>	<b>(215.8)</b>	<b>200.0</b>	<b>870.5</b>	<b>2,316.0</b>
Opening cash	528.6	312.8	512.8	1,383.3
<b>Closing cash</b>	<b>312.8</b>	<b>512.8</b>	<b>1,383.3</b>	<b>3,699.3</b>
<b>Projected Free Cash Flow</b>				
Profit after Taxes	824.4	(212.8)	892.0	853.7
Add back depreciation	945.8	914.7	900.7	1,802.1
(-) increase in CA, except cash	2,041.6	(526.0)	(20.6)	93.7
(+) increase in CL	90.2	304.3	(104.7)	8.4
(-) increase in PEaC	5.9	3.5	(10.9)	(10.9)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>3,907.9</b>	<b>483.6</b>	<b>1,656.5</b>	<b>2,747.2</b>

Balance Sheet (VNDbn)	2007	2008	2009	2010E
<b>Current Assets</b>				
Cash and cash equivalents	312.8	512.8	1,383.3	3,699.3
Financial investment	1,030.0	2,735.6	2,205.0	2,205.0
Accounts receivable	494.2	931.9	877.0	852.7
Inventory	469.4	557.2	601.8	537.2
Prepaid expenses, other CA	0.6	1.1	32.1	27.2
<b>Total current assets</b>	<b>2,307.0</b>	<b>4,738.7</b>	<b>5,099.2</b>	<b>7,321.4</b>
<b>Property and equipment</b>				
At cost	13,316.3	13,312.9	13,323.8	13,334.7
Less accumulated depreciation	-7,239.8	-8,154.5	-9,055.2	-10,857.3
Net property and equipment	6,076.6	5,158.4	4,268.6	2,477.4
Other long - term assets	1,298.7	900.2	2,376.1	2,423.6
<b>Total Assets</b>	<b>9,682.3</b>	<b>10,797.3</b>	<b>11,743.8</b>	<b>12,222.3</b>
<b>Current Liabilities</b>				
Financial debts	264.3	343.4	372.6	372.6
Trade payables	345.9	562.4	434.1	447.7
Other liabilities	91.6	100.2	94.6	89.5
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>701.8</b>	<b>1,006.1</b>	<b>901.4</b>	<b>909.8</b>
<b>Long-term debt</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Stockholders' equity</b>	<b>3,826.9</b>	<b>3,437.9</b>	<b>4,321.1</b>	<b>4,791.2</b>
Common stock	3,262.4	3,262.4	3,262.4	3,262.4
Investment and development funds	19.6	309.6	309.6	309.6
Retained earnings	557.6	-127.5	757.6	1,227.6
Budget sources and other funds	-12.7	-6.6	-8.4	-8.4
<b>Minority interest</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>9,682.3</b>	<b>10,797.3</b>	<b>11,743.8</b>	<b>12,222.3</b>
<b>Growth and Margin (%)</b>				
Sales Growth		2%	14%	-12%
EBITDA Growth				
EBIT Growth		-3%	17%	-10%
Net Income Growth		-126%	-519%	-4%
EPS Growth		-126%	-519%	-4%
Gross Margin	29.27%	27.91%	28.98%	30%
EBITDA Margin	52.72%	50.21%	47.74%	74.46%
EBIT Margin	27.88%	26.65%	27.37%	28.14%
<b>Ratios</b>				
ROE	<b>21.54%</b>	<b>-6.19%</b>	<b>20.64%</b>	<b>17.82%</b>
ROA	<b>8.51%</b>	<b>-1.97%</b>	<b>7.60%</b>	<b>6.99%</b>
Inventory days	<b>5.74</b>	<b>5.02</b>	<b>5.22</b>	<b>5.07</b>
Receivable days				
Payable days				
Net debt/equity	<b>153.0%</b>	<b>214.1%</b>	<b>171.8%</b>	<b>155.1%</b>
Interest cover - EBIT(x)				
<b>Valuation (Multiples)</b>				
PE	23.1		6.8	9.5
PB	5.07	1.77	1.43	1.72
<b>Dividend Yield (%)</b>				

Notes: CA = current assets; CL = current liabilities; PEaC = Property and Equipment at Cost  
Source: Thang Long Securities

## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2010 của PPC được dự báo khá tốt do những thuận lợi sau:

**Chi phí giảm dần:** khả năng chi phí hoạt động giảm đến từ hai lý do.

- Thứ nhất: đại tu thiết bị và nâng cao hiệu quả quản lý chi phí (xây dựng các định mức mới, giảm suất tiêu hao nhiên liệu và điện tự dùng). Khi sửa chữa lớn tài sản cố định tuy có làm giảm sản lượng kế hoạch năm 2010 nhưng điều này sẽ giúp các thiết bị hoạt động ổn định với công suất cao, hạn chế những sự cố hệ thống.
- Thứ hai: chi phí khấu hao giảm dần. Chi phí khấu hao sẽ giảm đáng kể trong năm 2010 khi nhà máy 1 được khấu hao hết và nhà máy 2 cũng sẽ kết thúc khấu hao vào năm 2010. Riêng máy móc thiết bị được khấu hao hàng năm hơn 814 tỷ đồng nên khi hoàn thành khấu hao chi phí hoạt động của công ty sẽ giảm đáng kể, đây sẽ là lợi thế rất lớn của PPC so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chi phí khấu hao của nhà máy 1 chiếm khoảng 1/3 trong tổng chi phí khấu hao.

**Giá bán sản phẩm tiếp tục ổn định.** Hợp đồng bán điện 4 năm với EVN đã kết thúc vào tháng 1/2010 và đang được tiến hành ký kết hợp đồng mới, dự kiến sẽ ký kết vào tháng 5/2010. Giá điện tăng vào đầu năm 2010 với mức tăng bình quân vào khoảng 6,8% sẽ tác động đáng kể nếu như hợp đồng bán điện được ký vào tháng 5/2010 được tăng tương ứng. Tuy nhiên do hợp đồng bán điện có hiệu lực trong 4 năm cho nên dù giá bán điện có xu hướng tăng lên trong giai đoạn hiện nay nhưng EVN đang thực hiện nhiều dự án lớn để tăng khả năng cung ứng nguồn điện trong tương lai. Do đó quan điểm của chúng tôi giá bán điện hiện tại của PPC sẽ không tăng so với mức tăng bình quân 6,8% của đợt tăng giá vào tháng 3/2010. Khi giá nguyên liệu đầu vào (than, dầu) tăng sẽ tác động đến giá vốn hàng bán của PPC, tuy nhiên khoản này sẽ được bù đắp bởi khoản giá biến động trong giá bán điện cho EVN.

**Tỷ giá JPY/VND tuy đang ở mức cao nhưng đang có xu hướng giảm dần.**

Trong suốt thời kỳ khủng hoảng từ cuối năm 2008, đồng yên nhật không ngừng tăng giá so với USD và cũng liên tục tăng giá so với VND. Chính sự tăng giá này đã gây thiệt hại đáng kể ảnh hưởng đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của PPC. Khoản vay trị giá hơn 6000 tỷ bằng đồng Yên nhật đã tạo thành gánh nặng tài chính không nhỏ cho doanh nghiệp. Khoản trích lập dự phòng biến động tỷ giá khổng lồ đã làm cho kết quả hoạt động năm 2008 bị lỗ và ảnh hưởng đến kết quả năm 2009 dù PPC đã có một năm đạt sản lượng ở mức cao (hơn 7,3 triệu KWh, tăng 123% so với kế hoạch 2009).

## TỶ GIÁ JPY/VND QUA CÁC NĂM



Nguồn: yahoo finance

Tỷ giá JPY/VND tăng từ mức 150 lên đỉnh cao hơn 210 vào những tháng cuối năm 2010, tăng 40% trong vòng 2 năm đã tạo nên gánh nặng tài chính đáng kể cho PPC. Tuy nhiên, với những diễn biến gần đây chúng tôi tin rằng tỷ giá của đồng Yên đang ở mức cao và có khả năng điều chỉnh giảm trở lại trong thời gian sắp tới. Chính phủ Nhật Bản hiện nay vẫn tiếp tục duy trì chính sách lãi suất thấp và hạ giá đồng Yên để phục vụ cho xuất khẩu. Thêm vào đó, sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu trong đó có Việt Nam sẽ góp phần điều chỉnh tỷ giá của đồng Yên trở lại mức thấp hơn. Từ đầu năm 2010 đến nay, USD đã tăng hơn 5% so với đồng Yên Nhật, VND tuy không tăng giá mạnh nhưng đã tăng hơn 5% so với đỉnh cao nhất lập vào tháng 3/2010. Do đó chúng tôi tin rằng mức tỷ giá 210 sẽ là mức tỷ giá cao nhất trong năm nay và khả năng điều chỉnh về xuống mức 200 của VND sẽ đạt được vào cuối năm 2010.

Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng cho khoản đầu tư đến cuối năm 2010, chúng tôi giả định tỷ giá JPY/VND trong mô hình định giá sẽ tiếp tục dao động trên mức 200 và có thể tiếp tục ở mức cao 210 vào cuối năm 2010. Chúng tôi cho rằng điều này là thận trọng vì khi so sánh với tổ chức EIU họ đánh giá mức tỷ giá đến cuối năm 2010 có lợi cho đồng Việt Nam.

	2010	2011	2012	2013	2014
D:¥100 (trung bình)	17,668	18,358	19,014	19,565	20,146
Tỷ lệ tăng giá danh nghĩa	-13.1	-3.8	-3.5	-2.8	-2.9
Tỷ lệ tăng giá thực	-3.5	5.5	3.7	3.9	2.9
D:¥100 (cuối năm)	17,993	18,728	19,285	19,854	20,343

Nguồn: EIU

## RỦI RO CHÍNH - TỶ GIÁ VND/JPY

Tuy không hoạt động trong lĩnh vực xuất nhập khẩu nhưng biến động tỷ giá (JPY/VND) lại ảnh hưởng đáng kể đến kết quả sản xuất kinh doanh của công ty. Khoản thiệt hại khi JPY tăng giá đến từ khoản vay bằng đồng Yên mà PPC đã vay lại từ EVN với lãi suất 2,7%/năm. Hợp đồng vay này có thời hạn 25 năm (kể từ năm 2002), trả gốc và lãi mỗi năm 2 lần, bắt đầu trả nợ gốc và lãi từ tháng 9/2003.

Số dư đến cuối quý 1/2010 của khoản vay này trị giá hơn 33,4 tỷ yên (hơn 6.335 tỷ đồng)

Rủi ro này đến từ khoản vay 50 tỷ JPY lãi suất 2.38%/năm từ Ngân hàng Hợp tác quốc tế Nhật Bản (JBIC) để xây dựng nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 2 công suất 600Mw. Năm 2006 khi PPC cổ phần hóa, công ty quyết định vay lại của EVN khoản vay này với lãi suất 2,7%/năm. Hằng năm, PPC phải trả gốc và lãi định kỳ 2 lần trong năm (20/03 và 20/09). Trả gốc hằng năm là 1,856,742,274 JPY. Biến động tỷ giá đã ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động của PPC trong những năm qua:

### Một số chỉ tiêu hoạt động của PPC qua các năm

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009
Lãi gộp	1,259.56	1,114.33	1,083.42	1,281.25
Chi phí tài chính	189.17	409.02	1,795.58	703.12
Chênh lệch tỷ giá	19.83	232.57	1,543.12	540.66
Lãi trước thuế	965.43	777.82	(468.05)	886.47

Nguồn: TSC tổng hợp

Nền kinh tế Nhật Bản bắt đầu suy giảm từ tháng 11/2007 kéo dài đến tháng 3/2009, đây được xem như là điểm đáy của đợt khủng hoảng. Sang tháng 4/2009, nền kinh tế Nhật Bản bắt đầu có dấu hiệu phục hồi. Tính đến đầu năm 2010, dù nền kinh tế vẫn còn giảm phát và đồng tiền tăng giá bất thường tuy nhiên tình hình sản xuất trong nước đã có nhiều lạc quan hơn. Vấn đề tăng giá đồng tiền hiện nay gây ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp Nhật Bản vì làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng hóa Nhật trên thị trường thế giới trong khi nền kinh tế Nhật Bản lại phụ thuộc nhiều vào xuất khẩu. Đầu tháng 4/2010, Ngân hàng trung ương Nhật Bản đã quyết định duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ và giữ mức lãi suất cơ bản của đồng yên ở mức 0,1% (từ tháng 12/2008 đến nay).

Với những động thái tích cực từ chính phủ Nhật Bản nhằm ngăn chặn đà tăng giá của đồng yên sẽ tạo nhiều thuận lợi cho PPC trong những năm sắp tới khi đồng Yên Nhật bắt đầu giảm giá. Cuối năm 2009, PPC đã ghi nhận khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá JPY/VND ở mức 200, chính vì vậy, nếu tỷ giá này bắt đầu giảm dần vượt xa mức 200 sẽ đem lại một khoản hoàn nhập không nhỏ cho doanh nghiệp.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp PE để dự báo giá trị cổ phiếu PPC vào cuối năm 2010. Cơ sở dự báo các chỉ tiêu trong mô hình định giá:

- Doanh thu: Dự báo doanh thu năm 2010 của PPC sẽ giảm do phải tiến hành đại tu hai tổ máy. Tuy nhiên do dự báo nhu cầu điện năm 2010 tăng 18% và do thời tiết khô hạn kéo dài vào những tháng đầu năm làm nguồn điện thiếu hụt nên nhiệt điện Phả Lại phải phát huy hết công suất để đáp ứng nhu cầu điện cho sản xuất và sinh hoạt. Tính đến 20/4/2010, sản lượng điện sản xuất của công ty đạt hơn 2,3 tỷ kwh, bằng hơn 40% kế hoạch năm 2010.
- Chi phí sản xuất: Một số máy móc thiết bị đến thời gian trung, đại tu phải hoãn, một số thiết bị có khiếm khuyết vừa phải vận hành vừa khắc phục sẽ ảnh hưởng rất lớn đến tuổi thọ của thiết bị. Điều này sẽ làm tăng chi phí sản xuất. Giá bán than tăng vào tháng 3/2010 và dự kiến sẽ tăng tiếp vào quý 4/2010 sẽ không ảnh hưởng lớn đến chi phí sản xuất do trong giá bán điện có khoản chi phí biến đổi để bù đắp sự tăng giá đầu vào. Tuy nhiên, nhà máy 1 sẽ hết khấu hao vào giữa năm 2010 sẽ góp phần giảm đáng kể chi phí sản xuất của doanh nghiệp (chi phí khấu hao nhà máy 1 chiếm khoản 1/3 tổng chi phí khấu hao của công ty)
- Doanh thu tài chính: PPC sẽ tiếp tục thu về lợi nhuận từ các hoạt động như: tiền gửi ngân hàng, lãi trái phiếu và đặc biệt khi thị trường tài chính phục hồi PPC sẽ hoàn nhập các khoản dự phòng đầu tư tài chính từ những năm trước.
- Các giả định thận trọng: giá bán điện sẽ tiếp tục duy trì bằng với mức giá bán năm 2009 (giá bán điện trong những năm gần đây có xu hướng tăng). Tỷ giá JPY/VND sẽ tiếp tục giữ ở mức cao (tăng khoản 2,5% so với cuối năm 2009) như đã diễn ra vào tháng 3/2010. Như vậy, nếu có sự thay đổi tăng giá bán điện theo hợp đồng được ký kết vào tháng 5/2010 và các chính sách quản lý tỷ giá theo hướng xuất khẩu của chính phủ Nhật Bản phát huy tác dụng thì doanh số năm 2010 tăng cao so với dự báo đồng thời



gánh nặng do biến động tỷ giá của PPC sẽ giảm đáng kể (nếu tỷ giá JPY/VND điều chỉnh dưới mức 200 thì PPC bắt đầu hoàn nhập khoản lỗ cho chênh lệch tỷ giá đã trích lập vào những năm trước).

- Trên cơ sở thống kê các cổ phiếu ngành điện đang giao dịch trên thị trường chứng khoán và sự kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ tiếp tục phục hồi theo tăng trưởng của nền kinh tế, chúng tôi đưa ra mức PE kỳ vọng cuối năm 2010 vào khoảng 9.5x.

Với những giả định trên, chúng tôi dự báo mức giá cuối năm 2010 của PPC vào khoảng **25.300 VND/CP**, tăng 30% so với giá giao dịch hiện nay. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng giá của PPC vào cuối năm sẽ tăng cao hơn khi giá bán điện đầu ra điều chỉnh tăng và tỷ giá JPY/VND biến động theo hướng có lợi cho doanh nghiệp

PPC	Doanh thu (tỷ đồng)	EPS (đồng)	PE mục tiêu	Giá mục tiêu 2010
2010F	3,890.40	2,670.20	9.5x	25.300

Nguồn: TSC

Khi so sánh với một số công ty trong ngành điện đang được niêm yết trên sàn thì PE của PPC đang được giao dịch ở mức 7.06x rẻ hơn so với trung bình ngành là 8.89x.

## Bảng so sánh các công ty sản xuất điện trong ngành điện năm 2009

Mã CK	Giá TT (6/5/2010)	Giá trị TT (tỷ đồng)	ROA	ROE	EPS	P/E	BV	P/B
BTP	15.1	913.33	2.0%	5.1%	675	22.36	13,195.14	1.14
KHP	14.8	614.96	5.9%	19.4%	1,211	12.22	12,433.22	1.19
<b>PPC</b>	<b>19.3</b>	<b>6,296.34</b>	<b>7.6%</b>	<b>20.6%</b>	<b>2,734</b>	<b>7.06</b>	<b>13,241.28</b>	<b>1.46</b>
SJD	24.7	738.52	10.5%	24.4%	3,733	6.62	15,276.37	1.62
TBC	17.8	1,130.30	15.0%	16.5%	2,043	8.71	12,365.03	1.44
TIC	14.2	235.47	12.9%	16.1%	1,689	8.41	10,463.63	1.36
TMP	17.9	1,253.00	11.7%	20.5%	2,498	7.17	12,180.42	1.47
UIC	29.8	238.40	3.9%	13.6%	2,221	13.42	16,276.36	1.83
VSH	15.6	3,217.36	14.5%	16.5%	1,816	8.59	10,980.41	1.42
HJS	38.5	231.00	2.7%	13.8%	1,914	20.11	13,897.73	2.77
NBP	31.6	406.55	21.8%	30.0%	4,398	7.18	14,676.21	2.15
NLC	31.0	155.00	21.3%	26.8%	5,287	5.86	19,738.63	1.57
RHC	25.8	82.56	11.0%	18.5%	4,179	6.17	22,543.12	1.14
<b>Bình quân ngành</b>		<b>15,194</b>	<b>10%</b>	<b>19%</b>	<b>2,381</b>	<b>8.89</b>	<b>12,606</b>	<b>1.5</b>

Nguồn: TSC tổng hợp

## THÔNG TIN ĐẦU TƯ

### Công ty CP dịch vụ sửa chữa nhiệt điện Miền Bắc

Vốn điều lệ	7,5 tỷ VND
Vốn góp của PPC	15%
Doanh số 2009	63 tỷ
LN sau thuế	1,8 tỷ
Cổ tức dự kiến	2%

### Nhiệt điện Hải Phòng

Vốn điều lệ	5.000 tỷ VND
Vốn góp của PPC	15.50%
Tổ 1 chạy thử với công suất 220MW, dự kiến phát điện thương mại tháng 4/2010	

### Nhiệt điện Quảng Ninh

Vốn điều lệ	4.500 tỷ VND
Vốn góp của PPC	15%
Tổ 1: vận hành liên tục, công suất từ 210-280MW	
Tổ 2 dự kiến phát điện vào tháng 7/2010	
Tổ 3 dự kiến phát điện thương mại vào tháng 11/2011	
Tổ 4 dự kiến phát điện thương mại vào tháng 11/2011	

## MÔ HÌNH KINH DOANH

Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại (nay là Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại) được thành lập theo Quyết định số 22 ĐL/TCCB ngày 26/4/1982 của Bộ Điện lực là đơn vị hạch toán phụ thuộc Công ty Điện lực I. Ngày 31/12/2004 Công ty Nhiệt điện Phả Lại đã hoàn thành công tác cổ phần hóa và chính thức chuyển đổi sang hình thức công ty cổ phần với tên mới là Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại.

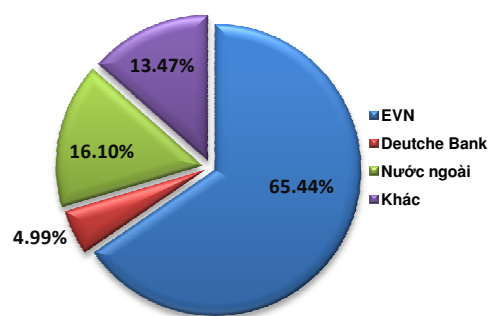
Ngành nghề kinh doanh chính hiện nay của Công ty bao gồm:

- Hoạt động sản xuất, kinh doanh điện năng;
- Quản lý, vận hành, bảo dưỡng, sửa chữa, các công trình Nhiệt điện, công trình kiến trúc của Nhà máy điện;
- Thí nghiệm, hiệu chỉnh các thiết bị điện;
- Lập dự án đầu tư xây dựng, quản lý dự án đầu tư xây dựng, tư vấn giám sát thi công xây lắp các công trình điện;
- Mua bán xuất nhập khẩu vật tư, thiết bị;
- Sản xuất, kinh doanh vật liệu xây dựng;
- Sản xuất, chế tạo các thiết bị, vật tư phụ tùng cơ - nhiệt điện;
- Đầu tư các công trình nguồn và lưới điện;
- Bồi dưỡng cán bộ công nhân viên về quản lý thiết bị vận hành, bảo dưỡng và sửa chữa thiết bị nhà máy điện.

Năm 2010 Tiếp tục đàm phán để tăng vốn đầu tư vào Công ty CPND Quảng Ninh, Công ty CPND Hải Phòng và thực hiện đầu tư vào các dự án xây dựng nhà máy phát điện theo chủ trương của EVN như: dự án Mông Dương, EVN quốc tế v.v...

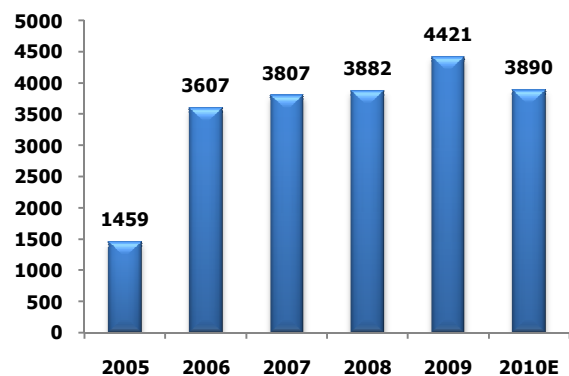
Tiếp tục duy trì ký hợp đồng với các đơn vị để khai thác và tăng thêm nguồn thu cho Công ty và đơn đốc đẩy nhanh tiến độ dự án thu hồi vốn chuyên 1 nhằm giải quyết được vấn đề môi trường và nâng cao tuổi thọ của thiết bị.

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Nguồn: PPC

## DOANH SỐ QUA CÁC NĂM



Nguồn: PPC và TSC dự báo

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: cổ phiếu được kỳ vọng tăng khoảng 15% để đạt giá mục tiêu. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá mục tiêu. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá mục tiêu.

## KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ, Manchester, UK) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua hai bản tin là The Investor Daily và The Investor Journal Weekly.

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG



Được thành lập vào năm 2000, Công ty CP Chứng khoán Thăng Long là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Công ty được thành lập theo Luật chứng khoán Việt Nam, cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Thăng Long hiện là một trong những Công ty Chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty Địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty Quản lý quỹ MB Capital, Thăng Long có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, Thăng Long đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới năm 2009
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty vừa.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Ma St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.thanglongsc.com.vn](http://www.thanglongsc.com.vn)

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Lang Ha St., Ba Đình, Hanoi. Phone: +84(4) 4456 8668. E: [research@thanglongsc.com.vn](mailto:research@thanglongsc.com.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của Công ty Chứng khoán Thăng 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 khách hàng hiện tại của Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư 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 căn 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 Thăng Long 2006-2010. 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 Thăng Long.