

MCK: PPC (HSX)

BẢN CẬP NHẬT LẦN 1

NĂM GIỮ

TRUNG HẠN

ĐỊNH GIÁ

19.930

Chuyên viên: Lương Thị Minh Trâm

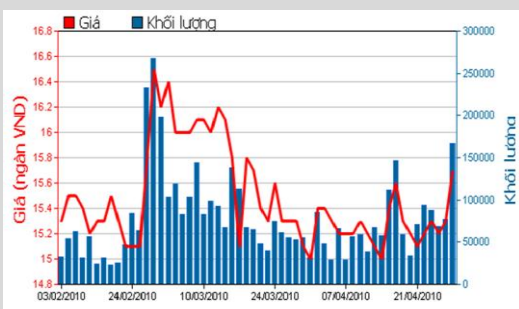
Email: tram.ltm@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – 342

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (02/06/2010)	17.400
Giá cao nhất (52 tuần)	33.200
Giá thấp nhất (52 tuần)	16.300
Số CP đang lưu hành	326.325.000
KLGDBQ 3 tháng gần nhất	759.374
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.678
Trailing P/E (x)	6,3
P/E (EPS 2010) (x)	6,3
P/BV (BV 31/12/09) (x)	1,3

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI

Thôn Phao Sơn, thị trấn Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương

ĐT: 84-(0)320-88.11.26

Website: www.ppc.evn.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG – NHIỆT ĐIỆN

Trong bản báo cáo này, chúng tôi xác định mức giá hợp lý của PPC là 19.930 đồng/CP, tương đương giá trị vốn hóa là 6.504 tỷ đồng, cao hơn 14,5% so với mức giá tham chiếu ngày 03/06/2010. Theo ước tính của chúng tôi, EPS 2010 có khả năng đạt 2.763 đồng/cp. Với mức giá hiện tại, P/E forward chỉ khoảng 6,3 lần, đây là mức P/E tương đối thấp so với mặt bằng chung của thị trường hiện nay. Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu PPC.

Đối với nhà đầu tư giá trị, có thể theo dõi diễn biến thị trường và cân nhắc mua vào cổ phiếu này khi giá giao dịch thấp hơn mức hiện tại khoảng 10%.

Mặc dù sản lượng điện trong năm 2010 có thể giảm do dùng 2/6 tổ máy để đại tu đồng thời chi phí đầu vào tăng nhưng dự kiến kết quả kinh doanh năm 2010 của PPC vẫn khả quan. Nguyên nhân (1) giá bán điện nhiều khả năng được điều chỉnh tăng ít nhất bù đắp được chi phí do giá than tăng; (2) chi phí dự phòng chênh lệch tỷ giá dự kiến giảm khoảng 200 tỷ so với năm trước (dự kiến tỷ giá JPY/VND tăng 5% thấp hơn mức tăng 9% của năm 2009). Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2010 của PPC lần lượt là 4.200 tỷ đồng và 901 tỷ đồng, tăng 2,3% so với 2009.

Trong ngắn hạn, PPC vẫn chịu rủi ro lớn do biến động khó lường của tỷ giá ngoại tệ. Trong dài hạn, khi thị trường ngoại hối ổn định hơn cũng như các dự án PPC đầu tư bắt đầu tạo nguồn thu, PPC được đánh giá là cổ phiếu tốt trong danh mục với mức sinh lời ổn định.

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: tỷ đồng	2008	2009	Q1/2010	2010(F)
Doanh thu	3.881,9	4.420,9	1.082,6	4.199,9
Lợi nhuận trước thuế	-468,1	886,5	234,6	907,0
Lợi nhuận sau thuế	-723,3	880,9	204,4	901,3
Vốn điều lệ	3.262,4	3.262,4		3.262,4
Tổng tài sản	10.797,3	11.743,8		11.630,5
Vốn chủ sở hữu	3.432,0	4.317,0		4.536,1
ROE		20,4		21,5
ROA		7,5		7,7
EPS (VNĐ)		2.743		2.763
Giá trị sổ sách (VNĐ)	10.520	13.233		13.904
Tỷ lệ cổ tức		12%		15%

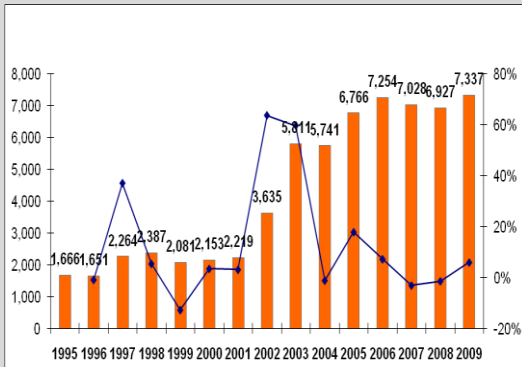
Nguồn: PPC, VDSC ước tính

Thông tin từ việc giá điện tăng vào tháng 3/2010 cũng như giá bán điện của PPC đang khá thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành sẽ hỗ trợ cho việc đàm phán giá điện trong hợp đồng mới. Tuy nhiên, khả năng giá bán điện chỉ điều chỉnh khoản biến đổi từ việc tăng giá than vào đầu tháng 3/2010.

Hợp đồng mua bán điện cũ giữa PPC và EVN đã hết hạn vào 31/12/2009, tuy nhiên hiện nay vẫn chưa có thỏa thuận chính thức nào được đưa ra giữa EVN và PPC. Hai bên đang tiến hành đưa ra phương án tính toán cho giá điện mới. Khả năng hợp đồng mua bán điện giữa PPC với EVN dự kiến sẽ được hoàn tất và ký kết trong tháng 6/2010. Theo thông tin từ PPC, có thể Công ty sẽ đàm phán giá bán điện mới ở mức tương đương với mức giá hiện tại chỉ tăng phần biến đổi của giá than.

Tính đến thời điểm này, PPC vẫn đang hạch toán giá điện tạm tính bằng 90% giá bán theo tính toán của PPC (giá bán điện tính tới 30/04 là 755,36 đồng/KWh (cổ định là 368,69 đồng/KWh và khoản biến đổi là 386,57 đồng/KWh).

Sản lượng điện hàng năm từ 1995-2009



Nguồn: VDSC

Thời tiết không thuận lợi gây khó khăn cho thủy điện dẫn tới tình hình sản xuất điện thiếu hụt trên cả nước, PPC tiếp tục duy trì sản xuất, các tổ máy chưa dừng lại đại tu nên kết quả kinh doanh Q1/2010 vẫn đạt ở mức cao.

Trong năm 2009 tổ máy số 2 và số 5 của PPC không dừng lại đại tu sửa chữa. Hạn hán tại khu vực miền Bắc trong những tháng cuối năm đã ảnh hưởng lớn đến sản xuất của các nhà máy thủy điện, do đó Trung tâm điều độ hệ thống điện Quốc gia (A0) đã tăng cường huy động công suất từ PPC nên việc đại tu được chuyển sang năm 2010. Sản lượng điện năm 2009 của PPC, vì thế, đã vượt kế hoạch đề ra. Cụ thể, sản lượng điện sản xuất đạt 7.358 triệu Kwh, sản lượng bán cho ENV là 6.622 triệu Kwh, tăng 23,4% so với kế hoạch. Năm 2009, tổng doanh thu của PPC đạt 4.797 tỷ đồng, tổng chi phí là 3.967 tỷ đồng (chi phí này đã bao gồm việc xác định chênh lệch tỷ giá của khoản vay bằng đồng Yên tại thời điểm 31/12/2009), lợi nhuận trước thuế đạt 830 tỷ đồng.

Hiện tại lưu lượng nước về các hồ thủy điện miền Bắc tiếp tục thấp hơn giá trị trung bình nhiều năm (chỉ đạt từ 48-56%). Tính đến 31/3/2010, mực nước hầu hết hồ thủy điện thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2009. Hiện nay, 20 nhà máy thủy điện có công suất lớn đang phải khống chế sản lượng không vượt quá 50 triệu kWh/ngày, chỉ chạy đầy tải 8 tiếng/ngày, thấp hơn nhiều so với năng lực và so với các năm trước đây để đảm bảo không về mực nước chết quá nhanh trước mùa lũ về, vì nếu chạy cố dưới mực nước chết thì rất nguy hiểm. Với sự thiếu hụt điện từ các nhà máy thủy điện phía Bắc, việc EVN buộc phải huy động tối đa các nguồn điện, trong đó ưu tiên huy động từ nguồn nhiệt điện.

Tới thời điểm này PPC vẫn chưa dừng sửa chữa bảo trì, mà vẫn phải chạy hết công suất để đảm bảo cung cấp điện bù đắp sản lượng thiếu hụt của thủy điện. Kết quả sản xuất kinh doanh quý I/2010 khá cao tuy giảm nhẹ so với quý I/2009. Cụ thể, tổng doanh thu quý I/2010 đạt 1.218 tỷ đồng; lợi nhuận trước thuế là 234,6 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế đạt 204,4 tỷ đồng, giảm 28,1% so với quý I/2009 (quý I/2009 đạt 284,263 tỷ đồng). Nguyên nhân do tới thời điểm này vẫn chưa có hợp đồng bán điện mới nên doanh thu Q1 được ghi nhận 90% giá bán điện. Bên cạnh đó, chi phí sửa chữa lớn phân bổ vào chi phí sản xuất điện năm 2010 theo kế hoạch cao hơn 20% giá trị phân bổ của Q1/2009 (Q1/2010 phân bổ 94,8 tỷ đồng; Q1/2009 phân bổ là 81,1 tỷ).

Theo cập nhật mới nhất, sản lượng điện sản xuất của PPC tính tới 30/5 là 3,12 tỷ KWh và doanh thu 5 tháng đầu năm ước đạt 2.120 tỷ đồng.

PPC tận dụng nguồn tiền dồi dào cho hoạt động đầu tư dài hạn dự kiến sẽ mang lại nguồn thu lớn trong vài năm tới.

Tính đến thời ngày 31/03/2010, khoản đầu tư dài hạn của PPC là 1.969 tỷ đồng. Trong đó, PPC còn đầu tư chủ yếu vào các nhà máy điện, đây là lĩnh vực ổn định lâu dài mà công ty lại có nhiều kinh nghiệm. Cụ thể, khoản đầu tư chủ yếu 1.435 tỷ đồng vào CTCP Nhiệt điện Hải phòng và CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh. Dự kiến giữa năm 2010, một vài tổ máy của 2 nhà máy này sẽ phát điện thương mại, tuy nhiên trong năm nay PPC chưa có nguồn thu mà sẽ có nguồn thu bắt đầu từ năm 2011.

Theo kế hoạch trong năm 2010, vốn cho hoạt động đầu tư tài chính của PPC ước tính 3.575 tỷ đồng, trong đó góp vốn thêm vào các dự án nhiệt điện 655 tỷ đồng, ủy thác đầu tư dài hạn là 300 tỷ đồng, đầu tư ngắn hạn là 2,630 tỷ đồng. Khoản này sẽ mang lại nguồn thu lớn từ hoạt động tài chính trong năm, bù đắp cho sự giảm sút của hoạt động kinh doanh.

Đầu năm 2010, PPC đã thực hiện việc góp vốn vào CTCP EVN Quốc tế. Cụ thể, PPC sẽ mua 10% vốn điều lệ của CTCP EVN Quốc tế, tương đương 24 triệu cổ phần với giá 10.000 đồng/cổ phần, tổng giá trị tương đương 240 tỷ đồng.

Việc góp vốn vào các công ty điện mới và đầu tư các nhà máy thủy điện nhỏ là

phương thức sử dụng nguồn vốn nhân rồi hiệu quả của công ty, vừa phát huy thế mạnh vừa tăng cường vị trí trên thị trường phát điện.

Rủi ro mà PPC đáng ngại nhất không phải biến động về giá nguyên liệu đầu vào mà đến từ biến động tỷ giá JPY/VND

Tại thời điểm này PPC vẫn chưa tìm được giải pháp phù hợp để ứng phó với tình hình biến động tỷ giá do chi phí bỏ ra rất lớn cho sản phẩm hoán đổi lãi suất JPY sang USD, xấp xỉ từ 100 tỷ đồng - 150 tỷ đồng/năm. Do đó, Công ty vẫn dùng khoản tiền nhân rồi đầu tư để bù đắp phần nào phần chênh lệch tỷ giá.

Đối với khoản nợ dài hạn, theo lịch trả nợ đợt 1/2010, ngày 20/3/2010, PPC đã thanh toán nợ gốc theo định kỳ với số tiền là 928,37 triệu JPY, số dư nợ vay đến thời điểm 31/3/2010 còn lại là 33,421 tỷ JPY.

Chênh lệch tỷ giá giữa VND/JPY tại ngày 31/05/2010 do NHNN thông báo là 206 tăng 5,3 đồng so với 31/12/2009. Tỷ giá chênh lệch sẽ được xác định tại thời điểm lập BCTC năm theo quy định, do đó hiện tại công ty chưa tính chi phí tài chính của khoản chênh lệch tỷ giá này (với tỷ giá ở mức này, PPC phải trích 170 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá).

Dự phóng & khuyến nghị

Dự kiến sản lượng điện sản xuất năm 2010 khoảng 6.200 triệu KWh (trong đó, điện thương phẩm chiếm khoảng 90%), giảm 19% so với năm 2009 do sẽ tiến hành đại tu tổ máy số 2 và tổ máy số 5 trong tổng số 6 tổ máy vào đầu tháng 6/2010, nhằm giúp các tổ máy hoạt động với công suất cao. Giá bán dự kiến được điều chỉnh tăng khoảng 12% (750 đồng/kwh so với 670 đồng/kwh). Vì thế, doanh thu của PPC năm 2010 chỉ giảm 5%, đạt 4.200 tỷ đồng.

Giá vốn hàng bán tăng do chi phí nguyên liệu chủ yếu là giá than được điều chỉnh tăng từ tháng 3/2010 (dự kiến, giá bán than tăng làm chi phí giá vốn tăng khoảng 15%). Tuy nhiên do toàn bộ điện thương phẩm đều bán cho EVN nên giá bán điện sẽ được 2 bên điều chỉnh phù hợp với giá nguyên nhiên liệu trong khung hợp đồng ký kết. Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp năm nay không bị ảnh hưởng nhiều, đạt khoảng 28%.

Rủi ro đáng kể nhất không phải đến từ việc biến động giá nguyên vật liệu mà chúng tôi muốn đề cập từ biến đổi tỷ giá JPY/VND. Theo giả định, tỷ giá tính chéo JPY/VND sẽ tăng 5% đạt mức 210 vào 31/12/2010. Với khoản nợ JPY của Công ty tính đến cuối năm 2010 là 32 tỷ JPY thì chi phí dự phòng chênh lệch tỷ giá khoảng 320 tỷ đồng (so với 520 tỷ đồng năm 2009). Mặc dù được bù đắp bằng doanh thu tài chính, nhưng thu nhập tài chính cuối cùng dự kiến vẫn âm 165 tỷ đồng.

Với các giả định và tính toán trên, lợi nhuận sau thuế của PPC năm 2010 có khả năng đạt 901 tỷ đồng, tương ứng EPS 2.763 đồng/cp.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và P/B để định giá cổ phiếu PPC. Hệ số P/E và P/B được tham khảo từ mức trung bình ngành tương ứng 7,1 lần và 1,3 lần.

Công ty	Vốn hóa thị trường 31/05/2010 (tỷ VND)	LNST 2009 (tỷ VND)	Trailing P/E 2009 (x)	P/BV 31/12/09 (x)
SJD	523	111,6	4,7	1,15
RHC	80	13,4	6,0	1,11
VSH	2.887	370,7	7,7	1,24
NLC	125	21,9	4,3	1,24
NBP	319	56,6	5,6	1,78
TBC	984	129,7	7,6	1,26
HJS	161	11,5	14,0	1,93
Bình quân	5.080	715,4	7,1	1,29

Nguồn: VDSC tổng hợp

So sánh về quy mô vốn và tài sản, PPC là công ty lớn nhất trong ngành. Với thực trạng cung điện thấp hơn nhu cầu về điện, sản lượng điện của PPC ổn định và không phụ thuộc vào thời tiết như các công ty thủy điện là một lợi thế. Với ưu thế dòng tiền dồi dào, chi phí trích lập dự phòng chênh lệch tỷ giá kỳ vọng theo xu hướng giảm dần và các năm sau sẽ có thêm nhiều nguồn thu, chúng tôi cho rằng mức P/E và P/B chấp nhận được của PPC có thể cao hơn bình quân ngành. Trên cơ sở thận trọng, đồng thời tình hình Công ty chưa có nhiều sự khởi sắc trong năm nay, chúng tôi sử dụng hệ số P/E và P/B lần lượt là 7,5 lần và 1,3 lần.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	20.723	70%	14.506
P/BV	18.075	30%	5.423
Giá bình quân		100%	19.929

Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
31/5/2010	17.200	413.710	287.210	523.980	209.030	16.410
28/5/2010	17.500	1.039.400	668.110	390.780	206.860	140.000
27/5/2010	16.700	483.270	577.900	301.490	187.060	111.980
26/5/2010	16.500	548.210	517.330	393.480	144.320	154.420
25/5/2010	16.300	610.760	524.390	336.200	224.550	195.290

Mã CK	Market Cap 31/05/10	DT 2009	LNST 2009	EPS 4 quý	BV 31/12/09	Trailing P/E	P/BV 31/12/09	Quý 1/2010			
	(tỷ VND)							Doanh thu	%KH	LNST	% KH
		(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	(tỷ VND)		(tỷ VND)	
SJD	523,2	281,4	111,6	3.280	15.232	5,3	1,1	45,0	18,7	15,5	21,1
RHC	80,3	41	13,4	4.179	22.519	6,0	1,1	-	-	-	-
VSH	2.887,4	538	370,7	1.350	10.963	10,4	1,3	98,8	20,9	78,4	20,9
NLC	125,0	42,5	28,9	5.287	19.646	4,7	1,3	-	-	-	-
NBP	319,1	509	56,6	4.398	13.907	5,6	1,8	148,7	26,6	21,8	134,0
TBC	984,3		129,7	1.510	12.341	10,3	1,3	14,7	20,9	0,5	20,9
HJS	160,8	58,0	11,5	1.914	13.863	14,0	1,9	-	-	-	-
PPC	5.612,4	4.421	880,9	2.490	12.575	6,3	1,4	1082,6	-	204,4	-

Nguồn: VDSC tổng hợp



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2010.