

Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại (PPC) KHÔNG ĐÁNH GIÁ

06/09/2012



Đinh Thị Như Hoa
Chuyên viên cao cấp
Hoa.dinh@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 140

Thăm doanh nghiệp

Giá mục tiêu
Tăng %

N/A
N/A

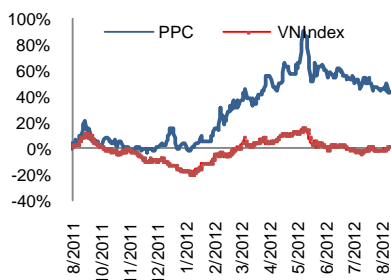
Năng lượng

Các chỉ số chính

Giá ngày 06/09/2012	10.000
Mức thấp nhất 52 tuần	6.500
Mức cao nhất 52 tuần	12.800
GTGD bình quân 30 ngày	100.684
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	318
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	3.182
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	152
TL sở hữu nước ngoài	12,6

Định giá	2010	2011	2012F
EPS (cơ bản)	13	0	526
Tăng trưởng EPS	-99,5%	-100,0%	100%
P/E (thị giá)	790,7	N/A	19,0
P/B (thị giá)	0,8	1,0	1,0
EV / EBITDA	11,0	11,3	N/D
ROE	0,1	0,0	5,7
ROA	0,0	0,0	1,4
ROIC	0,0	0,0	1,5
Nợ/Vốn CSH	196,6	277,5	280,7
Lợi suất cổ tức	0,0	0,0	4,5

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối	-4,1	6,8	40,3
Giá trị tương đối	-0,2	13,7	46,4



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Điện lực Việt Nam	52,3%
Cty Tài chính CP Điện lực	12,0%
NGĐT nước ngoài	12,6%
Khác	23,1%

VND tăng giá có thể làm lợi nhuận tăng

Gần đây chúng tôi ra miền Bắc thăm Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) và ấn tượng bởi vốn đầu tư cần thiết cho cơ sở hạ tầng và công nghệ khổng lồ để vận hành cả hai nhà máy điện. Chúng tôi cho rằng yêu cầu vốn đầu tư lớn này sẽ là rào cản lớn cho các công ty mới tham gia vào ngành. Mặc dù 6 tháng cuối năm không mấy khả quan, chúng tôi dự báo kết quả cả năm sẽ tốt hơn năm 2011 do tỷ giá đồng/yên Nhật vẫn ổn định.

Nhà máy nhiệt điện Phả Lại (PPC) là một trong những nhà máy nhiệt điện niêm yết lớn nhất chạy bằng than, cung cấp 40% sản lượng điện cho miền Bắc và 10% cho cả nước. Công ty có hai nhà máy nhiệt điện chạy bằng than với tổng công suất đạt 1.040 MW. Nhà máy Phả Lại I (440 MW, chiếm 40% công suất phát điện) đã khấu hao gần hết sau 26 năm hoạt động. Dù đã cũ nhưng Ban lãnh đạo Công ty cho rằng những tua-bin của Liên Xô vẫn có thể vận hành hiệu quả thêm 10 năm nữa. Nhà máy Phả Lại II mới hơn (600 MW, chiếm 60% công suất phát điện) đã được đưa vào hoạt động từ năm 2002. Hai tua-bin (300 MW mỗi tua-bin) có thể sản xuất gấp ba lần sản lượng của bốn tua-bin của nhà máy Phả Lại 1 (100 MW mỗi tua-bin).

6 tháng đầu năm đạt 49% mục tiêu cả năm. Doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 2.202 tỷ đồng (giảm 1,6% so với cùng kỳ năm ngoái) do giảm 10% sản lượng điện bán cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) cùng với việc giá bán tăng 8,7% so với 1H2011. Lợi nhuận 6 tháng đầu năm đạt 493 tỷ đồng nhưng sau giảm xuống do lỗ chênh lệch tỷ giá từ năm ngoái chuyển sang 397 tỷ đồng nên lợi nhuận ròng chỉ còn 195 tỷ đồng (giảm 46,5% so với cùng kỳ năm ngoái). PPC sẽ phải ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá 320 tỷ đồng còn lại vào 6 tháng cuối năm (tỷ giá giả định là 266 đồng/yên Nhật, bằng tỷ giá năm 2011). Với khoản lỗ này, chúng tôi dự báo lợi nhuận 6 tháng cuối năm là lỗ 24 tỷ đồng, kéo theo lợi nhuận sau thuế cả năm đạt 171 tỷ đồng (dù thấp nhưng vẫn tốt hơn lợi nhuận 0 đồng trong năm 2011). Mức P/E dự phóng là 19,0 lần trên EPS cơ bản là 526 đồng.

Hợp đồng thời hạn 2 năm với giá bán linh hoạt hỗ trợ cho công ty khi giá đầu vào thay đổi. Theo Hợp đồng mua bán điện (PPA) hiện nay, hầu hết sản lượng của PPC sẽ được Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) thuộc sở hữu Nhà nước mua lại với giá thỏa thuận. Giá bán hiện tại là 759 đồng/kWh, bao gồm phần giá cố định 404,95 đồng/kWh và phần giá thay đổi 354,72 đồng/kWh. Phần giá thay đổi cho phép PPC điều chỉnh giá bán theo từng bước với việc tăng chi phí đầu vào (giá than và dầu nhiên liệu) theo đó loại trừ rủi ro bằng cách chuyển rủi ro này cho EVN. Theo tính toán của chúng tôi, giá bán hiện tại (759 đồng/kWh) bằng giá năm 2011 nghĩa là lợi nhuận năm nay sẽ phụ thuộc hoàn toàn vào sản lượng bán 6 tháng cuối năm và tỷ giá đồng/yên Nhật.

Các hồ thủy điện hiện đang nhiều nước nên nhu cầu nhiệt điện từ các công ty như PPC có thể giảm. Nhà máy thủy điện Hòa Bình và Sơn La (ở miền Bắc, cạnh tranh với PPC) đang chạy hết công suất với mực nước đạt cao nhất trong vòng ba năm. Do đó, PPC có thể đối mặt với nhu cầu giảm trong 6 tháng cuối năm do EVN có thể tăng mua từ các nguồn thủy điện giá rẻ hơn. Tháng này PPC hiện đang chạy 1/3 công suất. Ban lãnh đạo Công ty đang sử dụng thời gian nghỉ này để bảo trì máy móc. Vì vậy, một trong số các tua-bin của Nhà máy II sẽ dừng hoạt động 90 ngày để bảo dưỡng lớn. Việc EVN chuyển sang mua thủy điện và PPC bảo trì máy móc sẽ ảnh hưởng tạm thời đến sản lượng 6 tháng cuối năm. Ban lãnh đạo dự kiến sản lượng 6 tháng cuối năm sẽ giảm 14% so với 6 tháng đầu năm.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng năm nay sẽ khả quan. Lợi nhuận phụ thuộc rất nhiều vào tỷ giá hối đoái VND/JPY. Hiện nợ dài hạn ODA của PPC lên tới 8.173 tỷ đồng (30,64 tỷ yen) vay của Nhật Bản nhằm tài trợ việc đầu tư dự án Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 2. Thời hạn trả nợ còn lại là 16,5 năm với lãi suất hàng năm là 2,63% (bao gồm phí cho vay lại của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) là 0,2%/năm). Năm 2010, PPC có khoảng 7.329 tỷ đồng nợ dài hạn (hay 32,49 tỷ yen) với tỷ giá 225VND/JPY. Từ khi tỷ giá hối đoái lên tới 266VND/JPY năm 2011, PPC lỗ 1.322 tỷ đồng từ việc đánh giá lại chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện cuối kỳ. PPC phải hạch toán phần lỗ này vào lợi nhuận năm 2011 (605 tỷ đồng), do đó đến cuối năm 2011 lợi nhuận ròng là 0 đồng. Phần còn lại (717 tỷ đồng) vẫn hạch toán trên bảng cân đối kế toán. Trong 6 tháng đầu năm 2012, PPC đã hạch toán phần lỗ này (397 tỷ đồng) vào lợi nhuận, khiến lợi nhuận sau thuế 6 tháng đầu năm còn khoảng 195 tỷ đồng. Phần lỗ còn lại (320 tỷ đồng) sẽ được ghi nhận vào 6 tháng cuối năm.

Nếu không tính khoản lỗ do tỷ giá hối đoái, chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế cả năm 2012 đạt 902 tỷ đồng, cao hơn khoản mục lỗ chênh lệch tỷ giá 717 tỷ đồng hạch toán trên bảng cân đối kế toán. Nếu tỷ giá hối đoái không thay đổi so với mức hiện tại 266VND/JPY, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng đạt 171 tỷ đồng vào cuối năm.

Giá trị đồng yen cao kỷ lục vào năm ngoái, có thể giảm trong năm nay. Năm ngoái, giá trị đồng yen so với tiền đồng Việt Nam tăng mạnh lên mức kỷ lục kể từ sau Chiến tranh Thế giới thứ 2 do nguy cơ rò rỉ phóng xạ, động đất, sóng thần khiến các công ty bảo hiểm và nhà đầu tư rút các tài sản về nước (bằng đồng yen) để chi trả thiệt hại, chi phí sửa chữa và tái phát triển. Việc giá trị đồng yen tăng mạnh càng khiến PPC phát sinh lỗ chênh lệch tỷ giá, so với khoản lỗ chênh lệch tỷ giá năm 2010 chỉ là 837 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng đồng yen tăng giá mạnh năm 2011 là một sự kiện hi hữu. Như đã đề cập trên đây, PPC chỉ cần trả mức lãi suất cố định tương đối thấp là 2,63% bằng đồng yen. Cả tiền đồng Việt Nam và đồng yen gần đây đang ổn định; thậm chí tiền đồng Việt Nam còn có thể tăng giá so với đồng yen, như vậy sẽ có lợi cho PPC.

Lợi nhuận thấp, tiền mặt dồi dào. Số dư cuối niên độ của PPC hàng năm khoảng 1.000 tỷ đồng tiền mặt, chiếm gần 30% giá trị vốn hóa thị trường của công ty. Ngoài ra, PPC cũng có trung bình từ 2.000-3.000 tỷ đồng trong khoản mục đầu tư ngắn hạn (lãi tiền gửi có kỳ hạn trên ba tháng, ủy thác đầu tư và tiền lãi cho EVN vay). Như vậy, với số dư tiền mặt cuối kỳ cùng với khoản đầu tư tài chính ngắn hạn giúp PPC luôn có một khoản thu nhập từ đầu tư tài chính ổn định hàng năm khoảng 400 tỷ đồng, chiếm khoảng 44% lợi nhuận từ lĩnh vực hoạt động chính. Chúng tôi cho rằng nguồn thu nhập ổn định này khiến PPC có được lợi thế an toàn trong bối cảnh khó khăn như hiện nay.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Như Hoa, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng Lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc Lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.