

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (PPC)

TỶ GIÁ YÊN GIẢM MẠNH HƠN DỰ KIẾN

Báo cáo cập nhật Q2/2013

19/07/2013

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TRONG QUÝ 2

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của PPC có thể đạt 1.859 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 547 tỷ và lợi nhuận sau thuế khoảng 367 tỷ đồng, giảm khoảng 577 tỷ đồng lợi nhuận so với Q1/2013 do sản lượng tiêu thụ giảm, khoản lãi từ chênh lệch tỷ giá thấp hơn và phải hạch toán thuế TNDN từ phần lãi chênh lệch tỷ giá của cả 2 quý.

- Doanh thu.** Sản lượng điện trong Q2/2013 ước đạt khoảng 1,82 triệu kwh, giảm 13% so với Q1. Giá bán của PPC có thể tăng khoảng 15%, trung bình khoảng 1.120 VND/kwh trong Q2/2013 do giá than đầu vào tăng.
- Lãi từ chênh lệch tỷ giá.** Tỷ giá VND/JPY cuối Q2/2013 ở mức 212,61; tiếp tục giảm 4% so với thời điểm 31/3/2013. Dư nợ vay của PPC cuối Q2 còn khoảng 27,8 tỷ Yên do đó trong Q2/2013, PPC có thể hưởng 234 tỷ đồng từ lãi chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ.
- Thuế TNDN đối với phần lãi từ chênh lệch tỷ giá.** Trong Q1/2013, PPC chưa hạch toán thuế TNDN của phần lãi từ chênh lệch tỷ giá trong BCTC. Tuy nhiên trong báo cáo tài chính kiểm toán nửa đầu năm, PPC có thể sẽ phải hạch toán phần thuế dưới dạng “Chi phí thuế TNDN hoãn lại”; đồng nghĩa với việc lợi nhuận sau thuế Q2/2013 do bị giảm đi khoảng 140 tỷ đồng do hạch toán thuế TNDN của phần lãi từ đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ trong cả 6 tháng đầu năm.

Triển vọng 2013. Năm 2013, PPC có thể được khoảng 1.495 tỷ đồng lãi từ đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế tương ứng có thể đạt 6.415 tỷ đồng và 1.719 tỷ đồng.

Khuyến nghị đầu tư. Giá cổ phiếu PPC đã tăng 25% sau khuyến nghị MUA trong báo cáo cập nhật Q1/2013 của chúng tôi. Với mức giá hiện tại, P/E 2013 ở mức 4,84 lần và P/E 2014 7,12 lần. Tỷ giá Yên trong vòng 2 năm tới được dự báo sẽ tiếp tục giảm, tuy nhiên chúng tôi không cho rằng về dài hạn đồng Yên sẽ giảm giá so với VNĐ. Trong ngắn hạn, giá của PPC hiện vẫn ở mức hấp dẫn khi P/E 2013 thấp tuy nhiên xét về dài hạn, mức giá hiện tại đã khá sát với mức giá hợp lý theo mô hình DCF của chúng tôi (26.568 VNĐ/cổ phần). Do đó chúng tôi giảm khuyến nghị đối với PPC xuống **NEUTRAL**.

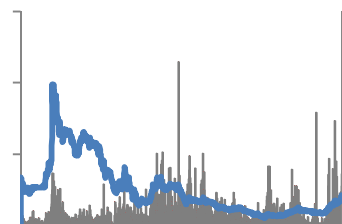
Một số chỉ tiêu dự báo của PPC

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q1/2012	Q1/2013F
Doanh thu (tỷ VND)	3.723	4.131	6.415	1.118	1.859
EBITDA (tỷ VND)	1.535	1.738	2.992	252	755
EBIT (tỷ VND)	842	1.065	2.282	84	587
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	-	513	1.719	64	367
EPS (VND)	-	1.573	5.269	409	1.126
P/E (x)		16,21	4,84	62,39	22,64
P/B (x)	2,82	2,01	1,66	2,01	1,66
ROA (%)	0%	4%	15%	1%	0%
ROE (%)	0%	12%	34%	3%	0%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng	26.568 VND
Giá thị trường (19/07/2013)	25.500 VND
Khoảng giá 52 tuần	7.990-27.700
Khuyến nghị	NEUTRAL
Triển vọng 1 quý	↓ Tiêu cực
Triển vọng 1 năm	↑ Tích cực
Triển vọng dài hạn	↑ Tích cực

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PPC	106%	11%	38%	82%
VN-Index	20%	0%	6%	11%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	PPC
Reuters	PPC.HM
Bloomberg	PPC.VN
Sàn giao dịch	HOSE
Ngành	Dịch vụ công cộng
Lĩnh vực	Nhiệt điện
Vốn hóa	8.113 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	318.154.614 CP
KLGD bình quân 10 ngày	998.866 CP

Chuyên viên phân tích

Chế Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	51%
Sở hữu nước ngoài	14,15%
Sở hữu khác	34,85%

THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	0%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	n/a

SẢN LƯỢNG TIÊU THỤ

2012	4.878
2011	4.900
2010	6.372
2009	6.622

Đơn vị: triệu kwh

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	4.421	4.183	3.723	4.131	6.415
Giá vốn	3.140	3.469	3.262	3.666	5.512
Lợi nhuận gộp	1.281	714	461	464	903
Doanh thu tài chính	380	409	460	658	1.483
Chi phí tài chính	703	1.053	842	269	176
Lợi nhuận sau thuế	892	3	-	513	1.719

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.383	1.371	1.183	1.007	496
Các khoản phải thu ngắn hạn	877	1.148	957	1.337	1.746
Hàng tồn kho	602	667	689	785	1.396
Tài sản cố định hữu hình	4.230	3.436	2.793	2.105	1.384
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1.870	2.653	2.664	2.706	2.749
Tổng tài sản	11.744	11.541	11.766	12.024	11.737
Nợ ngắn hạn	373	419	495	447	376
Nợ dài hạn	6.523	6.912	7.678	6.485	5.073
Vốn chủ sở hữu	4.317	3.728	2.952	4.149	5.009
Tổng nguồn vốn	11.744	11.541	11.766	12.024	11.737

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	2013F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	13,89	(5,39)	(11,00)	10,95	55,32
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)		(99,68)			234,91
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	28,98	17,07	12,37	11,24	14,08
Lợi nhuận thuần biên (%)	20,18	0,07	0	12,42	26,79
ROA (%)	7,60	0,02	0	4,26	14,77
ROE (%)	20,66	0,08	0	12,37	34,31
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	62,49	67,54	74,73	65,31	57,82
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	171,97	209,11	298,59	189,84	134,32
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.734	9	-	1.573	5.269
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.233	11.117	9.049	12.717	15.354

Báo cáo tài chính dựa trên chuẩn mực kế toán Việt Nam

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH Q2/2013

Lợi nhuận trong Q2/2013 của PPC có thể giảm mạnh so với Q1 do lãi từ chênh lệch tỷ giá hối đoái, sản lượng tiêu thụ giảm và phải hạch toán thuế TNDN hoãn lại từ phần lãi chênh lệch tỷ giá của 6 tháng đầu năm.

- ❑ **Sản lượng.** Trong Q2/2013, các nhà máy nhiệt điện tiếp tục được hưởng lợi do tình hình hạn hán vẫn nghiêm trọng đặc biệt ở khu vực miền Trung Nam Bộ khiến sản lượng thủy điện của toàn hệ thống ở mức thấp. Với mức giá bán cạnh tranh hơn so với các nhà máy nhiệt điện than khác do chi phí khấu hao thấp, PPC tiếp tục được huy động sản lượng ở mức cao trong Q2/2013. Tuy nhiên, từ đầu tháng 6 nhà máy đã tạm dừng 1 tổ máy để tiến hành sửa chữa do đó sản lượng điện trong Q2/2013 ước đạt khoảng 1,82 triệu kwh, giảm 13% so với Q1. So với cùng kỳ năm 2012, sản lượng điện tiêu thụ vẫn có thể tăng trưởng 20%, đạt 1,65 triệu kwh.
- ❑ **Giá bán.** Đúng như dự báo trong báo cáo cập nhật Q1/2013 của BVSC, giá than bán cho điện đã tăng từ ngày 20/4 với mức tăng trung bình khoảng 34%, hiện bằng khoảng 86% giá thành than sản xuất năm 2013. Giá bán của PPC theo đó trong Q2/2013 có thể tăng khoảng 15% so với Q1, trung bình khoảng 1.120 VND/kwh. So với cùng kỳ 2012, giá bán điện của PPC ước tính tăng khoảng 38% do giá than tăng và dự thảo hợp đồng mới 2013 - 2014 có lợi hơn cho PPC trong việc tính giá bán điện.
- ❑ **Giá thành sản xuất.** Do giá than tăng 34% tuy nhiên sản lượng sản xuất giảm 13%, chi phí nhiên liệu trong Q2/2013 của PPC có thể đạt khoảng 1.209 tỷ đồng, tăng 21% so với Q1/2013.
- ❑ **Lãi từ chênh lệch tỷ giá.** Tỷ giá VND/JPY cuối Q2/2013 ở mức 212,61; tiếp tục giảm 4% so với thời điểm 31/3/2013. Dư nợ vay của PPC cuối Q2 còn khoảng 27,8 tỷ Yên do đó trong Q2/2013, PPC có thể hưởng 234 tỷ đồng từ lãi chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ, giảm khoảng 336 tỷ so với Q1.
- ❑ **Thuế TNDN đối với phần lãi từ chênh lệch tỷ giá.** Trong Q1/2013, PPC chưa hạch toán thuế TNDN của phần lãi từ chênh lệch tỷ giá trong BCTC. Tuy nhiên trong báo cáo tài chính kiểm toán nửa đầu năm, PPC có thể sẽ phải hạch toán phần thuế dưới dạng “Chi phí thuế TNDN hoãn lại”; đồng nghĩa với việc lợi nhuận sau thuế Q2/2013 do bị giảm đi khoảng 140 tỷ đồng do hạch toán thuế TNDN của phần lãi từ đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ trong cả 6 tháng đầu năm.

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của PPC có thể đạt 1.859 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 547 tỷ và lợi nhuận sau thuế khoảng 367 tỷ đồng, giảm khoảng 577 tỷ đồng lợi nhuận so với Q1/2013. Tuy nhiên nếu so với cùng kỳ 2012, PPC vẫn tăng trưởng 66% về doanh thu và 475% về lợi nhuận sau thuế.

Ước tính kết quả kinh doanh Q2/2013 của PPC						
Chỉ tiêu	Q2/2012	Q2/2013	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013E	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	1.118	1.859	66%	2.202	3.638	65%
- LNST (tỷ đồng)	64	367	475%	197	1.312	565%

Nguồn: PPC, BVSC ước tính

TRIỂN VỌNG NĂM 2013

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo doanh thu và lợi nhuận của PPC năm 2013 do 2 yếu tố: sản lượng tiêu thụ của PPC có thể cao hơn so với dự báo và đồng Yên giảm giá mạnh hơn ước tính. Năm 2013, PPC có thể được khoảng 1.072 tỷ đồng lãi từ đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế tương ứng có thể đạt 6.415 tỷ đồng và 1.719 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh 2013

Chỉ tiêu	2012	2013	Thay đổi	Cơ sở dự báo
Doanh thu	4.131	6.415	55%	<p>Sản lượng. Chúng tôi điều chỉnh tăng 7,3% dự báo sản lượng của PPC do sản lượng tiêu thụ Q2 tốt hơn dự báo và triển vọng tiếp tục được huy động ở mức cao trong nửa cuối năm. Do PPC đã dừng 1 tổ máy từ đầu tháng và 1 tổ máy từ cuối tháng 6/2013 để sửa chữa định kỳ trong 90 ngày do đó trong nửa cuối năm chúng tôi ước tính PPC có thể đạt mức sản lượng 2,61 triệu kwh; đưa tổng sản lượng năm 2013 lên 6,6 triệu kwh, cao hơn khoảng 16% so với kế hoạch của PPC và tăng 22% so với năm 2012.</p> <p>Giá bán điện. Chúng tôi cho rằng từ nay đến cuối năm giá than bán cho điện có thể sẽ giữ nguyên như mức hiện tại. Theo đó giá bán điện của PPC trong nửa cuối 2013 được giả định ở mức 1130 VNĐ/kwh và giá điện trung bình năm 2013 khoảng 1.078 VNĐ/kwh, tăng 29% so với năm 2012.</p>
Giá vốn	3.666	5.512	50%	Chi phí nhiên liệu trong năm 2013 ước tính khoảng 4.048 tỷ đồng, chiếm 72% giá thành sản xuất.
Lợi nhuận gộp	464	903	95%	
Doanh thu tài chính	658	1.483	125%	Chúng tôi dự báo tỷ giá VND/USD sẽ điều chỉnh tăng thêm 1% trong nửa cuối năm, lên 21.246 và tỷ giá USD/JPY cuối năm 2013 có thể ở mức 105 theo dự báo của các tổ chức tài chính lớn được tổng hợp bởi Bloomberg. Theo đó đồng Yên có thể tiếp tục giảm giá khoảng 5% trong nửa cuối năm 2013 và PPC có thể được 1.072 tỷ đồng lợi nhuận từ đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ và khoảng 411 tỷ đồng từ tiền gửi ngân hàng và cổ tức đầu tư tài chính.
Chi phí tài chính	269	176	-35%	Chi phí tài chính chủ yếu là chi phí trả lãi vay dài hạn với mức lãi suất 2,63% trên tổng dư nợ vay.
LN trước thuế	780	2.105	170%	
LN sau thuế	513	1.719	235%	
EPS (VND/cp)	1.547	5.269	240%	






KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá cổ phiếu PPC đã tăng 25% sau khuyến nghị MUA trong báo cáo cập nhật Q1/2013 của chúng tôi. Với mức giá hiện tại, P/E 2013 ở mức 4,84 lần và P/E 2014 7,12 lần. Tỷ giá Yên trong vòng 2 năm tới được dự báo sẽ tiếp tục giảm, tuy nhiên chúng tôi không cho rằng về dài hạn đồng Yên sẽ giảm giá so với VNĐ. Trong ngắn hạn, giá của PPC hiện vẫn ở mức hấp dẫn khi P/E 2013 thấp tuy nhiên xét về dài hạn, mức giá hiện tại đã khá sát với mức giá hợp lý theo mô hình DCF của chúng tôi (26.568 VNĐ/cổ phần). Do đó chúng tôi giảm khuyến nghị đối với PPC xuống **NEUTRAL**.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

Đánh giá triển vọng. Là mức dự báo về tương lai của doanh nghiệp tương ứng với các khoảng thời gian khác nhau. Các ký hiệu đi kèm cung cấp thông tin về mặt định lượng doanh nghiệp đó sẽ tăng trưởng nhanh hay chậm, ở mức độ nào.

Giải thích ký hiệu	
Biểu tượng	Ý nghĩa
	Lợi nhuận dự báo giảm mạnh trên 30%
	Lợi nhuận dự báo giảm nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo biến động trong biên độ $\pm 5\%$
	Lợi nhuận dự báo tăng nhẹ trong khoảng từ 15-30%
	Lợi nhuận dự báo tăng mạnh trên 30%

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường 30%
MUA	Giá kỳ vọng cao hơn giá thị trường từ 15-30%
NẮM GIỮ	Giá kỳ vọng không cao hơn và cũng không thấp hơn 15% giá thị trường
BÁN	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường từ 15-30%
BÁN MẠNH	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường 30%



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

Chuyên viên phân tích:

Chế Mai Trang

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Chịu trách nhiệm nội dung:

Lưu Văn Lương

luuvanluong@baoviet.com.vn