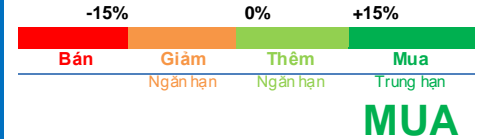


CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (HSX: PPC)

Họ tên Cao Thị Tĩnh
 Chuyên viên phân tích
 Email: tinhct@fpts.com.vn
 Điện thoại: (84) – 8 6290 8686 – Ext : 4385

Giá hiện tại 20.500
Giá mục tiêu 25.716
Tăng/giảm -5.216
Tỷ suất cổ tức 7,3%



Diễn biến giá cổ phiếu PPC



Tóm tắt nội dung

- CTCP Nhiệt điện Phả Lại sở hữu 2 nhà máy nhiệt điện, tổng công suất khoảng 1.040 MW, sản lượng điện hàng năm đạt trên 6 tỷ kWh, chiếm 6% sản lượng điện quốc gia.
- Nguyên vật liệu như than, dầu chiếm trên 60% giá thành sản xuất điện và tỷ lệ này có xu hướng ngày càng tăng lên do giá nguyên vật liệu được điều chỉnh ngày càng tăng trong khi chi phí khấu hao ngày càng giảm dần.
- Giá bán điện được quy định theo công thức linh hoạt, điều chỉnh tăng tương ứng theo giá nguyên liệu đầu vào. Giá bán điện cho EVN được cấu thành từ hai phần chính: giá cố định (chi phí khấu hao máy móc) và giá biến đổi (bù đắp chi phí nguyên vật liệu) – chi phí này được điều chỉnh theo biến động giá đầu vào.
- Hoạt động đầu tư tài chính an toàn: PPC chỉ tập trung đầu tư vào hoạt động sản xuất trong ngành trong đó sở hữu trên 25% CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (mới mua thêm 15 triệu cổ phiếu trong Q3'13), và Nhiệt điện Hải Phòng, thủy điện Buôn Đôn... Lượng tiền nhàn rỗi còn lại dùng để gửi ngân hàng trong ngắn và dài hạn.
- Doanh thu tăng đột biến trong 6 tháng đầu năm do tình hình hạn hán khiến sản lượng nhiệt điện huy động cao, năng sản lượng tiêu thụ và giá bán của PPC tăng cao so với cùng kỳ. Trong 6 tháng còn lại, doanh thu và lợi nhuận sẽ giảm so với các quý trước do khu vực miền Bắc đang ở mùa mưa, nên huy động được sản lượng thủy điện cao. Khả năng hoàn thành kế hoạch về sản lượng cao, doanh thu thuần năm 2013 ước đạt 6,2 nghìn tỷ tăng 50% so với năm trước và vượt kế hoạch năm.
- PPC có khoản vay ODA trị giá 26,9 tỷ JPY (tương đương 6,5 nghìn tỷ đồng) nên rủi ro về biến động tỷ giá cao. Xu hướng phá giá đồng JPY được dự báo tiếp tục trong 2 năm tới giúp làm tăng lãi từ chênh lệch tỷ giá của doanh nghiệp.

Khuyến nghị: Hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định và doanh thu tài chính kỳ vọng tăng do JPY được dự báo tiếp tục giảm giá trong 2 năm tới. P/E 2013 ước tính 4,1 lần so với mức bình quân ngành 7,26 lần. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu này trong ngắn hạn và dài hạn do mức giá hiện tại thấp so với mức 25.716 VND chúng tôi ước tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Thông tin giao dịch

07/10/2013

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	27.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	8.300
Số lượng CP niêm yết (CP)	326.235.000
KLGD bình quân 3 tháng	1.382.532
% sở hữu nước ngoài	13.17%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.262
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	6.522

Định giá

	2011	2012	2013F
EPS cơ bản	12	1.547	4.988
P/E	1.591	12.3	3.83
P/B	2.03	1.41	1.13
BV (đ/cp)	9.442	13.259	16.912
ROE	0.12%	14.2%	34,4%
ROA	0.03%	4.23%	13,4%

Danh sách cổ đông

Tỷ lệ

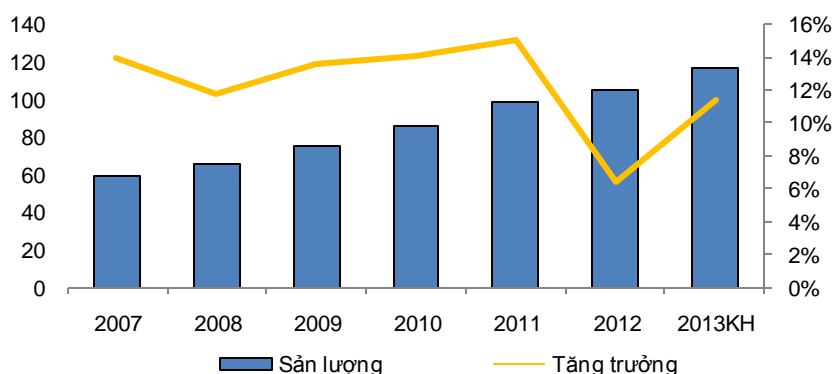
Sở hữu Nhà nước	51%
Sở hữu nước ngoài	13.17%
Sở hữu khác	35.83%

Số liệu tổng hợp

Các giả định chính	2012A	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu (VNĐm)	4.130.558	6.203.610	6.262.692	6.588.352	6.917.770	7.263.658	7.626.841
Tăng trưởng DT (%)	10%	50%	0,95%	5,20%	5,00%	5,00%	5,00%
LN thuần (VNĐm)	780.238	1.639.988	1.238.068	1.301.086	1.343.091	1.443.985	1.524.969
Lãi cổ tức (%)	7,8%						
EPS (VNĐ)	1.547	4.988	3.756	3.947	4.074	4.381	4.627
P/E (x)	13,25						
P/B (x)	1,56						
Biên LN ròng (%)	12,22%	26,23%	19,57%	19,54%	19,21%	19,68%	19,79%
ROE(%)	21,93%	34,66%	21,7%	20,8%	20,5%	21,0%	21,1%
ROA (%)	13,2%	13,51%	10,10%	10,67%	11,22%	12,18%	12,91%
Tổng nợ chịu lãi/Vốn CSH (%)	57,4%	50,7%	44,5%	40,3%	36,7%	32,8%	29,5%
Hệ số khả năng thanh toán lãi vay (x)	4,78	11,13	10,96	12,61	14,25	16,93	19,66

Tốc độ tăng trưởng cao. Sản lượng điện thương phẩm cả nước tăng bình quân 12,2%/năm trong giai đoạn 2007-2012. Trong 7 tháng đầu năm 2013, sản lượng điện ước đạt 65,83 tỷ kWh, tăng 10,08% so với cùng kỳ và hoàn thành 56,3% kế hoạch năm. Kế hoạch 117 tỷ kWh trong năm 2013 với mức tăng trưởng 11,5%/năm là khả thi.

Tăng trưởng điện thương phẩm 2007-2013 (tỷ kWh)

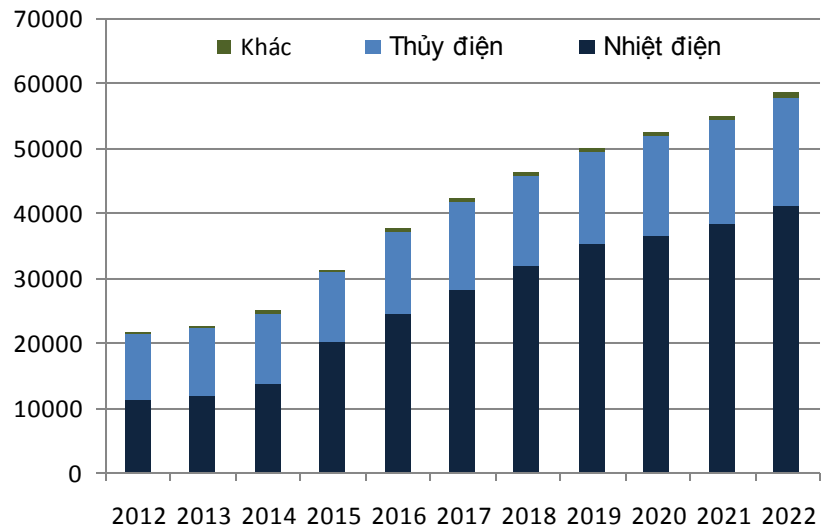


Tiềm năng tăng trưởng ngành ổn định. Tiềm năng tăng trưởng ngành gắn liền với nhu cầu tiêu thụ điện năng trong tương lai, trong đó phụ thuộc chủ yếu vào tăng trưởng kinh tế trong nước. Mặc dù đang trong giai đoạn suy thoái, nền kinh tế Việt Nam vẫn còn có động lực phát triển nhờ các điểm sáng sau: (1) Việc cắt giảm lãi suất của NHNN trong thời gian gần đây sẽ giúp thúc đẩy tăng trưởng đầu tư khu vực tư nhân, và (2) mức tăng cao trong đầu tư FDI vào Việt Nam sẽ là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng kinh tế cũng như nhu cầu tiêu thụ điện năng trong thập kỷ tới. Với mức dự báo tăng trưởng kinh tế khoảng 5,2% năm 2013 và bình quân 5,8%-6%%/năm từ 2014-2017. Theo dự báo BMI, nhu cầu năng lượng điện đạt tới 139,6TWh vào năm 2016, tăng bình quân 10% từ 2013-2016, và 8,05% từ 2017-2022.

Năng lực sản xuất điện quốc gia được cải thiện với các dự án đầu tư lớn: Theo kế hoạch phát triển ngành điện tới 2025, dự kiến Nhà nước sẽ đầu tư khoảng 79,9 tỷ USD cho việc xây dựng cơ sở hạ tầng và các nhà máy sản xuất điện tới năm 2025, mục tiêu sản xuất được khoảng 194-210 TWh tới năm 2015, 330-362 TWh năm 2020, và 695-834TWh trong năm 2030.

EVN được ủy quyền xây dựng hàng loạt các dự án nhiệt điện, thủy điện và điện hạt nhân trong các năm tới. Trong đó, các dự án nhiệt điện vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng sản lượng sản xuất quốc gia hiện tại và trong thập kỷ tới. Ngoài ra, các tập đoàn năng lượng, cung cấp nguyên liệu sản xuất điện, cũng xây dựng các dự án nhà máy sản xuất điện từ than và khí chất lượng thấp. Với các dự án này, sản lượng nhiệt điện có xu hướng tăng trong cơ cấu tổng sản lượng điện quốc gia.

Dự báo sản lượng điện sản xuất 2012-2022 (MW)



Nguồn: BMI forecast Q3'13

EVN vẫn duy trì độc quyền phân phối. Sự độc quyền phân phối và đưa ra các chính sách điều tiết giá của EVN là đặc thù của ngành điện. Mặc dù hầu hết các doanh nghiệp sản xuất điện đã tham gia thị trường điện phát cạnh tranh, điện sản xuất ra vẫn phải bán buôn thông qua EVN với mức giá thu mua được đàm phán và thống nhất trực tiếp giữa EVN với từng doanh nghiệp sản xuất. Dựa vào mức độ đàm phán và giá thành sản xuất của từng nhà máy, giá thu mua có thể rất khác nhau giữa các nhà máy. Do vậy, tính cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành thấp.

Định hướng phát triển ngành điện trong tương lai. Theo lộ trình phát triển, thị trường điện Việt Nam sẽ được phát triển theo ba cấp độ:

1. Thị trường phát điện cạnh tranh (2005-2014);
2. Thị trường bán buôn cạnh tranh (2015-2022);
3. Thị trường bán lẻ cạnh tranh (từ 2022).

Tuy nhiên, tính tới thời điểm hiện tại, tiến độ phát triển của ngành bị chậm lại so với lộ trình. Tới giữa năm 2011, thị trường phát điện cạnh tranh mới bắt đầu đi vào hoạt động, nên giai đoạn 2 của lộ trình về thị trường bán buôn cạnh tranh sẽ phải chậm lại tới năm 2021. Tới khi đó, EVN mới giảm độc quyền trong phân phối điện.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Quá trình hình thành và phát triển

CTCP Nhiệt điện Phả Lại tiền thân là Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại, thành lập ngày 26/04/1982, là đơn vị hạch toán phụ thuộc Công ty Điện lực I.

Năm	Sự kiện
1983-1986	Bốn tổ máy thuộc dây chuyền I lần lượt đi vào hoạt động
2001-2002	Hai tổ máy thuộc dây chuyền II đi vào hoạt động
2005	Đổi tên thành Công ty Nhiệt điện phả Lại
2006	Cổ phần hóa, niêm yết cổ phiếu tại HNX
2007	Chính thức niêm yết trên HSX

Chiến lược phát triển

- Đảm bảo vận hành các tổ máy an toàn, liên tục, kinh tế; Sản lượng điện hàng năm tối thiểu 6 tỷ KWh
- Thực hiện tốt kế hoạch sửa chữa lớn, cải tạo, nâng cấp thiết bị máy móc nhằm đảm bảo độ sẵn sàng thiết bị đáp ứng nhu cầu điện năng của hệ thống điện lưới quốc gia.
- Tham gia đầu tư góp vốn xây dựng các nhà máy điện theo định hướng của EVN
- Đầu tư tài chính dài hạn và ngắn hạn để sử dụng nguồn vốn khấu hao cơ bản và lợi nhuận để lại hàng năm.

Năng lực sản xuất

PPC có hai nhà máy Phả Lại I và Phả Lại II với tổng cộng 6 tổ máy, tổng công suất lên tới 1.040MW, tương đương khoảng 5-6% sản lượng điện quốc gia.

- **Nhà máy Phả Lại I:** gồm 4 tổ máy, công suất 4x110MW, được đưa vào vận hành lần lượt từ năm 1983-1986, khấu hao hết từ năm 2010. Hiện nay với việc tu sửa đều đặn, các tổ máy vẫn hoạt động bình thường, và chưa cần phải thay thế.
- **Nhà máy Phả Lại II:** gồm 2 tổ máy, công suất 2x 300MW, được xây dựng theo vốn vay ODA của Nhật Bản và đưa vào hoạt động từ năm 2002. Dự án này được coi là dự án nhiệt điện hiện đại nhất hiện nay. Nhà máy sẽ được khấu hao trong 15 năm, khấu hao hết vào năm 2015, với chi phí khấu hao bình quân khoảng 340 tỷ đồng/năm.

Chu kỳ sửa chữa: Công ty có chu trình trùng tu và đại tu hằng năm. Các tổ máy được đại tu bình quân 4 năm 1 lần, trong vòng 90 ngày, công suất nhà máy sẽ giảm khoảng 238 triệu kWh cho tổ máy dây chuyền I và 648 triệu kWh cho tổ máy dây chuyền II. Trùng tu tổ máy được thực hiện 2 năm 1 lần, trùng tu trong vòng từ 30-45 ngày/lần, tương đương giảm 216 triệu kWh tổ máy II và gần 80 triệu kWh cho tổ

máy I.

Trong Quý 2, nhà máy đang thực hiện đại tu tổ máy 4 và tổ máy 6, tổng chi phí ước tính trong năm nay là 450-460 tỷ đồng.

Công ty con, liên doanh, liên kết (tính đến 30/6/2013)

Tên	Sở hữu	Tỷ lệ biểu quyết	Hoạt động chính
CTCP Dịch vụ sửa chữa Nhiệt điện Miền Bắc	50%	60%	Sửa chữa, bảo dưỡng nhà máy điện
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	21,49%	21,49%	Sản xuất điện

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng là công ty có vốn chủ sở hữu 4.400 tỷ đồng, hiện PPC đã mua 107,45 triệu cổ phiếu, giá trị sổ sách của khoản đầu tư này đạt 1.162 tỷ đồng, tương đương sở hữu 21,49%. PPC dự định sẽ tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Nhiệt điện Hải Phòng do tiềm năng tăng trưởng cao và công nghệ hiện đại mới được nhập khẩu từ Nhật Bản và Trung Quốc, đồng thời tạo đà tăng trưởng cho PPC khi các máy móc của PPC đã khấu hao gần hết khiến tăng chi phí sửa chữa và ngăn cản PPC đạt được công suất thiết kế. PPC chủ trương tăng tỷ lệ đầu tư vào công ty này, có khả năng tới mức tối đa 49%, tuy nhiên chưa có lộ trình cụ thể.

Công suất: 1.200MW với 4 tổ máy. Hiện đã có 2 tổ máy đi vào hoạt động từ năm 2011, 2 tổ máy đang được xây dựng, dự kiến đi vào hoạt động trong năm tới.

Cơ cấu chi phí

Than, dầu chiếm gần 60% trong giá thành sản xuất điện của PPC. Chi phí sản xuất ra điện gồm có 3 phần chính: chi phí nguyên vật liệu, chi phí khấu hao và sửa chữa, và chi phí nhân công. Than và dầu là nguyên liệu chủ yếu cho sản xuất nhiệt điện, có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá thành sản xuất và tỷ trọng này có xu hướng ngày càng tăng do giá bán than, dầu cho ngành điện đang có xu hướng tăng, trong khi chi phí khấu hao doanh nghiệp đang giảm dần.

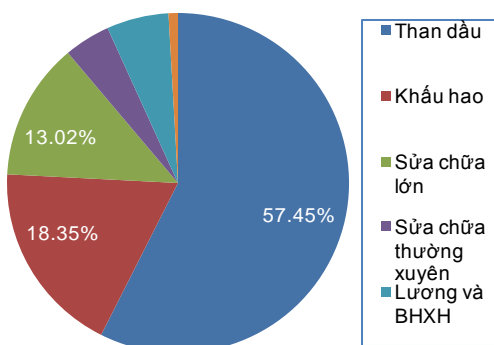
Trước đây, giá than bán riêng cho sản xuất điện hiện thời chỉ bằng 70% giá thành sản xuất than nên đang được điều chỉnh dần phù hợp với giá thị trường.

Từ đầu năm, giá bán than cho ngành điện đã được điều chỉnh tăng lên 2 lần. Ngày 20/4/13, giá bán than cho ngành điện được điều chỉnh tăng từ 37%-41% (tùy từng loại), đạt tới mức tương đương với 85-87% giá thành sản xuất than năm 2012. Từ ngày 1/8, giá than bán cho ngành điện được tăng tiếp 15%. Mức giá than cám 5A và 5B bình quân PPC mua vào hiện thời lên tới 1.500 nghìn đồng/tấn, nhưng vẫn thấp hơn giá thành sản xuất than hiện thời.

Cách tính giá bán điện

PPC gia nhập thị trường điện cạnh tranh từ ngày 1/7/2012, tham gia đấu thầu giá trên thị trường điện. Tuy nhiên, trên thực tế 90% công suất khả dụng của PPC bán cho EVN theo giá hợp đồng. PPC có cơ hội chào bán 10% sản lượng còn lại với giá cạnh tranh trên thị trường. Giá bán điện cho EVN trong hợp đồng dựa trên cơ sở đàm phán giữa doanh nghiệp và EVN, thống nhất theo giá vốn sản xuất điện năng. Do đó, giá bán thủy điện luôn thấp hơn và được ưu tiên mua hơn so với

Cơ cấu giá thành sản xuất điện



giá bán điện từ các doanh nghiệp nhiệt điện, vì trong giá thành sản xuất nhiệt điện phải tính tới cơ cấu chi phí nguyên vật liệu (than, dầu) để sản xuất ra điện.

Giá điện trong hợp đồng của PPC được chia ra làm 2 thành phần: (1) giá chi phí cố định và (2) giá chi phí biến đổi.

(1) *Giá chi phí cố định*: dựa trên chi phí khấu hao của doanh nghiệp hàng năm. Vì mức giá ấn định không thay đổi, nên khi sản lượng điện PPC bán cho EVN ngày càng tăng, càng giúp tăng biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

(2) *Giá chi phí biến đổi*: được điều chỉnh linh động theo giá nguyên liệu than và dầu, vì vậy, khi giá than và dầu tăng lên, giá biến đổi tăng lên một khoản tương ứng.

Rủi ro tỷ giá cao

PPC có khoản vay 26,9 tỷ JPY (tương đương 6,5 nghìn tỷ đồng) đáo hạn vào năm 2028. Do vậy, mỗi cuối niên độ, PPC phải đánh giá lại tài sản, chỉ với sự chênh lệch nhỏ tỷ giá, gây lợi nhuận hoặc thua lỗ lớn trong khoản đầu tư tài chính của doanh nghiệp. Từ năm 2008-2011, đồng JPY liên tục tăng giá mạnh so với đồng Việt Nam, khiến PPC ghi nhận khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá lớn trong 4 năm trước. Tuy nhiên, đến năm 2012, đồng JPY bắt đầu có xu hướng giảm giá so với VND, giúp PPC ghi nhận 1 phần lãi từ chênh lệch tỷ giá.

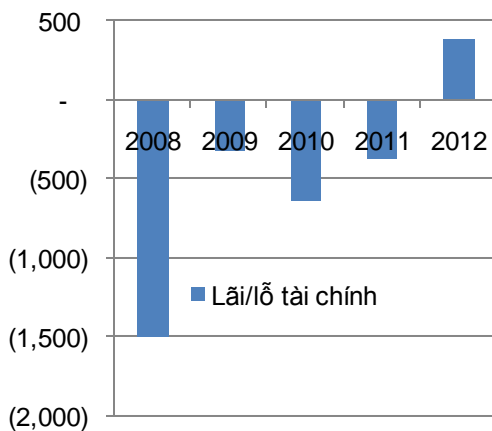
Với chính sách nới lỏng tiền tệ để kích thích xuất khẩu, chính phủ Nhật Bản chủ trương vay nợ thêm, phát hành trái phiếu chính phủ để bơm tiền, kích thích nền kinh tế đang trì trệ trong nhiều năm qua. Chính sách này được báo vẫn còn tiếp tục trong 2 năm tới. Theo Citigroup dự báo, tỷ giá đồng JPY sẽ giảm đến 95 JPY/USD vào cuối năm 2013 và có thể giữ ổn định ở mức 90 JPY/USD trong ngắn hạn.

Tính đến hết Q2'13 tỷ giá JPY/VND đạt 212,61, giảm 12% so với cuối năm, giúp tăng doanh thu từ hoạt động tài chính thêm 234 tỷ đồng trong Q2'13 và 800 tỷ đồng lũy kế 6 tháng đầu năm. Trong Q3'13, JPY không có nhiều biến động lớn so với VND. Tính tới thời điểm hiện tại, JPY/VND đạt 213.83, giảm 0,1% so với cuối kỳ Q2'13. Vì vậy, lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá không đáng kể.

Biến động tỷ giá JPY/VND 2009-2013

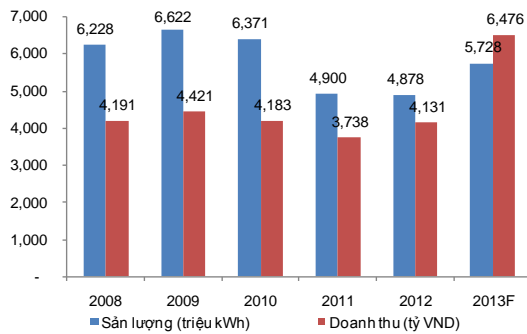


Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá của PPC qua các năm



PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

Biến động doanh thu và lợi nhuận theo năm



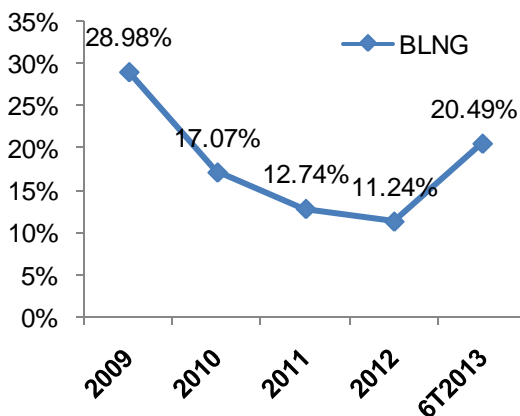
Doanh thu 2013 tăng nhờ giá bán và sản lượng đều tăng.

Sản lượng hàng năm khó đạt được công suất thiết kế do các tổ máy luân phiên đại tu và trung tu hàng năm. Ngoài ra, sản lượng điện tiêu thụ phụ thuộc nhiều vào nhu cầu thu mua của EVN. Trong những năm có điều kiện thủy văn tốt, EVN sẽ ưu tiên mua điện từ thủy điện, sản lượng điện huy động từ nhiệt điện sẽ thấp dẫn đến doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp nhiệt điện nói chung và PPC nói riêng giảm.

Sản lượng điện tiêu thụ PPC tăng cao trong 6 tháng đầu năm. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2013, sản lượng sản xuất và tiêu thụ của PPC đạt tương ứng 3,99 tỷ và 3,5 tỷ kWh, hoàn thành 63% so với kế hoạch. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế tương ứng đạt 3.645 tỷ và 1.302 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong 6 tháng cuối năm doanh thu và lợi nhuận có khả năng thấp hơn so với các quý đầu năm do sản lượng thủy điện miền Bắc tăng, nên được ưu tiên huy động từ EVN. Mặc dù vậy với kết quả tốt trong nửa đầu năm, khả năng hoàn thành kế hoạch về sản lượng sản xuất (6,352 tỷ kWh) là hoàn toàn khả thi.

Do chi phí nguyên vật liệu (than, dầu) tăng cao, khiến giá thành sản xuất điện và giá bán trong hợp đồng tăng trong khi đó giá bán theo thị trường điện cạnh tranh (10% công suất khả dụng PPC được chào bán theo giá cạnh tranh) tăng trong 6 tháng đầu năm do sản lượng thủy điện thấp.

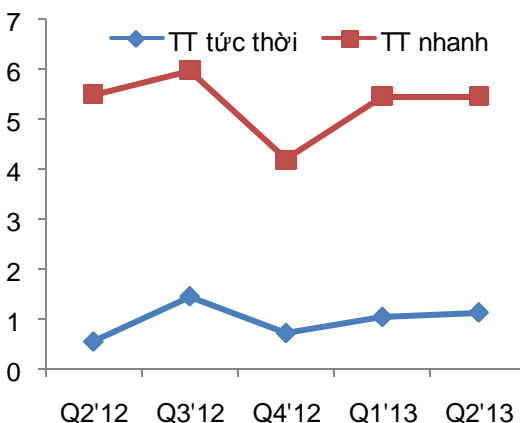
Biến động BLNG PPC qua các năm



Biên lợi nhuận gộp tăng trong 6 tháng đầu năm 2013

Biên lợi nhuận gộp trong 6 tháng 2013 tăng lên trên 20% so với mức bình quân 13-15% trong 3 năm gần đây. Có hai nguyên nhân chính: (1) mức giá bán điện cho EVN tăng lên cao (trên 23%) so với giá trung bình năm 2012 do sản lượng thủy điện huy động 6 tháng đầu năm thấp nên bù đắp được mức tăng trong giá thành sản xuất do giá than tăng sản xuất tăng 34% từ tháng 4/2013; (2) Sản lượng sản xuất điện 6 tháng tăng 20% so với cùng kỳ, giúp giảm chi phí cố định trong cơ cấu giá thành sản xuất.

Khả năng thanh khoản của PPC



Khả năng thanh khoản cao

Một trong những đặc điểm chung của các doanh nghiệp ngành nhiệt điện là hoạt động sản xuất tương đối ổn định, nhu cầu vốn đầu tư mở rộng sản xuất thấp, trong khi không được phép đầu tư ngoài ngành. Vì vậy, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh dồi dào đủ để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp, nợ vay ngắn hạn ít, nên tính thanh khoản tương đối cao. PPC không có khoản vay ngắn hạn chịu lãi, vì vậy, các chỉ số thanh toán tức thời chỉ dao động quanh mức 1x.

Cơ cấu nguồn vốn và tài sản

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của PPC tính tới hết Q2'13 đạt 0,57 lần, trong đó không có nợ vay ngân hàng. Với mức này, PPC đứng đầu doanh nghiệp nhiệt điện niêm yết (so với mức 0,48x và 0,43 của KHP và BTP, riêng NBP hoàn toàn không có đòn bẩy tài chính). Khoản vay chịu lãi là nợ vay dài hạn ODA, trả theo lịch trình tới năm 2028, hàng năm trả 1,86 tỷ JPY (tương đương với 400 tỷ VND); nợ vay ngắn hạn bằng với nợ đáo hạn từ khoản vay dài hạn này. Do bị ràng buộc bởi các điều khoản vay ODA nên PPC bắt buộc phải hoàn trả khoản nợ này theo tiến độ trong dài hạn mặc dù dòng tiền PPC khá lớn. Từ sử dụng lượng tiền

Cơ cấu tài sản PPC tại ngày 30/6/2013

	Giá trị	% TTS
Tài sản ngắn hạn	7.153	59,44%
Khoản phải thu ngắn hạn	2.585	21,48%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2.451	20,37%
Tài sản dài hạn	4.881	40,56%
Tài sản cố định	2.108	17,52%
Đầu tư tài chính dài hạn	2.680	22,27%
Tổng tài sản	12.034	100,00%

nhân rồi để thực hiện đầu tư vào danh mục an toàn (như tiền gửi ngân hàng, cho vay ủy thác), PPC đã hưởng lợi từ chênh lệch lãi suất giữa vốn huy động ODA và tiền đầu tư tài chính. Lợi nhuận từ khoản chênh lệch này luôn ổn định, giúp PPC bù đắp một phần rủi ro về chênh lệch tỷ giá từ khoản vay bằng JPY như hiện nay.

Trong cơ cấu tài sản của PPC, khoản đầu tư tài chính chiếm trên 40% giá trị và được đầu tư trong khoản mục tương đối an toàn. Đối với khoản đầu tư ngắn hạn, chủ yếu là tiền gửi ngân hàng và đầu tư ủy thác. Cơ cấu đầu tư dài hạn tập trung vào đầu tư sản xuất của các công ty trong ngành và 1 phần cho EVN vay. PPC chủ trương tập trung vào đầu tư trong ngành, cụ thể tháng 9/2013, PPC đầu tư thêm 172 tỷ mua thêm 15 triệu cổ phiếu CTCP Nhiệt Điện Hải Phòng.

Cơ cấu danh mục đầu tư tài chính dài hạn của PPC

STT	Danh mục đầu tư	Giá trị (tỷ VND)
I	Công ty liên doanh-liên kết	
1	CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	1.126,5
II	Đầu tư tài chính khác	1.205,3
1	EVN vay	350
2	Trái phiếu NH BIDV	118,15
3	Góp vốn CTCP Nhiệt Điện Quảng Ninh	817,3
4	Góp vốn EVN quốc tế	70,8
5	Góp vốn CTCP Phát triển điện lực HN	100
6	CTCP Thủy điện Buôn Đôn	50,25
7	Đầu tư chứng khoán	46,5
8	Đầu tư khác	2,3
	Tổng cộng	2.331,8

Triển vọng năm 2013

Theo đánh giá của doanh nghiệp, sản lượng sản xuất năm 2013 có khả năng cao hoàn thành kế hoạch, đạt trên 6.350 triệu kWh, sản lượng tiêu thụ ước đạt trên 5.700 triệu kWh, tăng 17% so với năm trước.

Giá bán điện từ Q3'13 được điều chỉnh tăng khi giá than tăng lên thêm 15% từ 1/8/2013. Chúng tôi ước tính giá bán điện cho EVN trong nửa cuối năm nay đạt 1.270 VND/kWh và giá điện bình quân cả năm ước đạt 1.131 VND/kWh, tăng 33% so với năm 2012.

Lãi từ chênh lệch tỷ giá: Theo dự báo BMI, đồng JPY tiếp tục có xu hướng giảm giá trong 2-3 năm tới, xu hướng này giúp PPC hạch toán khoản lãi chênh lệch tỷ giá trong năm nay. Chúng tôi ước tính chênh lệch theo mức tỷ giá bình quân theo dự báo BMI trong 5 năm tới. Tỷ giá VND/JPY bình quân năm 2013 ước đạt 230, doanh thu từ chênh lệch tỷ giá đạt tối thiểu 280 tỷ đồng, doanh thu tài chính đạt trên 800 tỷ đồng.

Từ nhận định trên, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế PPC tương ứng đạt 6.200 tỷ và 1.600 tỷ vượt xa so với kế hoạch, EPS ước đạt 4.988 đồng/cổ phiếu.

Kết quả hoạt động kinh doanh dự báo cho giai đoạn từ năm 2013 đến năm 2018 (triệu VND)

	2012	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	4.130.558	6.203.610	6.262.692	6.588.352	6.917.770	7.263.658	7.626.841
Lợi nhuận gộp	464.155	1.109.033	935.580	1.055.289	1.176.380	1.303.525	1.437.027
Lợi nhuận hoạt động tài chính	388.760	667.759	625.754	504.313	422.204	408.795	454.132
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-	91.410
Chi phí quản lý doanh nghiệp	97.219	120.948	122.100	128.449	134.871	141.615	362.722
Lợi nhuận từ HĐKD	755.696	1.655.844	1.439.235	1.431.154	1.463.712	1.570.704	-
Lợi nhuận trước thuế	780.238	1.647.738	1.436.543	1.485.634	1.518.174	1.625.146	148.696
Lợi nhuận sau thuế	513.217	1.639.988	1.238.068	1.301.086	1.343.091	1.443.985	1.651.053
Phân bổ cho cổ đông thiểu số	8.399	12.616	12.736	13.398	14.068	14.771	1.705.474
Phân bổ cho cổ đông công ty mẹ	504.818	1.627.373	1.225.332	1.287.688	1.329.024	1.429.214	1.524.969
EPS (VNĐ)	1.547	4.988	3.756	3.947	4.074	4.381	15.510

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Lựa chọn mô hình định giá

Đối với doanh nghiệp hoạt động lâu năm, có dòng tiền tương đối ổn định, nên chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền làm phương pháp định giá chính cho PPC, với các giả định như sau:

1. Sản lượng các năm tới, tương đối đồng đều và bằng bình quân của 4 năm trước.

2. Giá bán than, dầu và giá điện điều chỉnh tăng theo tỷ lệ lạm phát.

3. Giá trị khoản đầu tư tài chính dài hạn: Đối với CTCP Nhiệt Điện Hải Phòng – là công ty liên doanh liên kết của PPC, mặc dù PPC có chủ trương nâng tỷ lệ sở hữu của công ty này lên trong tương lai, nhưng do chưa có lịch trình cụ thể nên chúng tôi vẫn giữ nguyên tỷ lệ sở hữu hiện tại.

Đối với các khoản đầu tư tài chính khác dài hạn đều là các khoản cho vay ủy thác hoặc đầu tư vào sản xuất tại các doanh nghiệp trong ngành, chúng tôi vẫn giả định giữ nguyên giá trị đầu tư hiện tại trong tương lai.

4. Lợi suất đầu tư tài chính dài hạn được tạm tính bằng lãi vay ngân hàng (do thông tin về dự án đầu tư chưa nhiều, chúng tôi sẽ cập nhật khi có thông tin cụ thể nhất).

5. Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn, giả định $g = 3\%$ do năng lực sản xuất của PPC chưa có nhiều tiềm năng tăng trưởng, chưa có kế hoạch xây dựng mới, mở rộng sản xuất.

Đối với phương pháp so sánh: Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp P/E và P/B để tính bình quân của ngành (bao gồm 11 doanh nghiệp niêm yết thủy điện và nhiệt điện). Tính đến ngày 07/10, ngành điện có tỷ lệ bình quân P/E và P/B tương ứng là 7,26 và 1 lần. Với EPS forward ước đạt 4.988 đồng và giá trị sổ sách 2013 đạt 16.261 đồng, mức giá dự phóng tương ứng theo 2 phương pháp này: 36.231 và 16.399 đồng/cổ phiếu.

Kết quả tổng hợp

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFE	16.383	35%	5.734
FCFF	34.536	35%	12.087
P/E	34.734	15%	5.434
P/B	15.876	15%	2.459
Giá bình quân		100%	25.716

Chi tiết các phương pháp định giá

Mô hình Chiết khấu dòng tiền

WACC	Ước tính
Chi phí nợ (Rd)	2.63%
Thuế suất (T) (*)	25%
Lãi suất phi rủi ro (Lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)	8.96%
Hệ số beta	1.03
Phản bù rủi ro thị trường	9.88%
Chi phí vốn (Re)	19.1%
WACC	13.6%

Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

FCFF (tỷ đồng)	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
FCFF	1.525	1.345	1.499	1.675	1.558	1.797
Thời gian dự phóng	6					
Suất chiết khấu (WACC)	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Hiện giá của dòng tiền	1.342	1.042	1.021	1.004	822	834
Tổng hiện giá của dòng tiền (6 năm)	6.066					
Giá trị công ty	13.057					
(+) Tiền và các CK ngắn hạn	3.893					
(-) Nợ	6.118					
Giá trị vốn chủ sở hữu	10.832					
Lợi ích cổ đông thiểu số	12					
Giá trị vốn chủ sở hữu Công ty mẹ	10.820					
Số cổ phiếu LHBQ (triệu CP)	313					
Giá cổ phiếu	34.536					

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 8%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 1% đến 8%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ 1% đến 8%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 8%
Kỳ vọng < 3 tháng	
Mua	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá mạnh trong 3 tháng tới
Thêm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá trong 3 tháng tới
Giảm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá trong 3 tháng tới
Bán	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá mạnh trong 3 tháng tới

Mức 8% được xác định dựa trên lãi suất tiền gửi 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo nếu có thay đổi.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích và FPTS không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888