

Ngành điện

Báo cáo cập nhật

2 tháng 10, 2013

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **23.500**

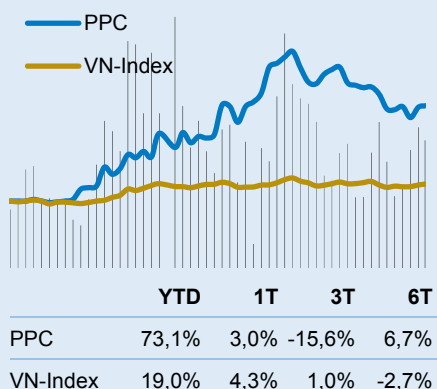
Giá thị trường (02/10/2013) 20.600

Lợi nhuận kỳ vọng 14%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	7.990 - 27.700
Vốn hóa	6.554 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	318.154.614 CP
KLGD bình quân 10 ngày	3.181.785 CP
% sở hữu nước ngoài	10,22%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,85%
Beta	1,47

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai trang@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại

Mã giao dịch: PPC

Reuters: PPC.HM

Bloomberg: PPC VN

Lỗ tỷ giá Q3/2013

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần của PPC trong Q3/2013 đạt 1.082 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 161 tỷ và lợi nhuận sau thuế đạt 141 tỷ đồng.

- Sản lượng.** PPC đã tiến hành dừng 2 tổ máy 4 và 6 để sửa chữa định kỳ trong vòng 3 tháng từ tháng 6/2013. Tổng sản lượng sản xuất của PPC trong Q3/2013 ước tính sẽ giảm khoảng 50% so với Q2/2013, vào khoảng 900 triệu kwh và sản lượng bán có thể đạt 815 triệu kwh.
- Giá bán.** Giá than bán cho điện đã được điều chỉnh tăng thêm 15% - 17% bắt đầu từ ngày 1/8/2013 và hiện giá than đầu vào của PPC đang ở mức 1,2 – 1,4 triệu VNĐ/tấn. Với mức tăng giá than trong Q3/2013, giá bán điện của PPC trung bình có thể đạt khoảng 1.311 VNĐ/kwh, tăng 17% so với Q2/2013.
- Chênh lệch tỷ giá.** Tỷ giá mua chuyển khoản VNĐ/JPY của Vietcombank (tỷ giá tham chiếu của PPC) ngày 30/9 là 214,33 - đồng nghĩa với việc đây sẽ là quý đầu tiên kể từ Q3/2011 PPC bị lỗ tỷ giá. Chúng tôi ước tính PPC sẽ phải hạch toán khoảng 47,4 tỷ VNĐ chi phí lỗ tỷ giá trong Q3/2013 (trong đó 1,13 tỷ từ lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện và phần còn lại từ đánh giá lại khoản vay).

Triển vọng 2013. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định tỷ giá không biến động trong 3 tháng cuối năm, theo đó PPC có thể đạt 6.595 tỷ đồng doanh thu và 1.809 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2013.

Khuyến nghị đầu tư. Xét trong ngắn hạn, PPC đang được giao dịch với mức giá hấp dẫn khi P/E 2013 ở mức 3,68 lần và P/E 2014 ở mức 5,68 lần, thấp hơn nhiều nếu so với cổ phiếu ngành điện có mức vốn hóa đứng thứ 2 là VSH (P/E 2013: 18,09 lần và P/E 2014 8,7 lần). Tuy nhiên tình hình KQKD Q3 không có nhiều đột biến và mức giá của PPC hiện tại chỉ thấp hơn khoảng 12% so với định giá dài hạn theo mô hình DCF cập nhật của chúng tôi (23.500 VNĐ/cổ phần) do đó trên quan điểm dài hạn, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PPC.

Một số chỉ tiêu tài chính của PPC

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q3/2012	Q3/2013F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.723	4.131	6.595	687	1.082
EBITDA (tỷ đồng)	944	904	3.061	103	368
EBIT (tỷ đồng)	252	232	2.351	-65	199
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	-	513	1.809	-120	141
EPS (đồng/cổ phần)	-	1.573	5.546	n/a	429
P/E (x)	n.a	13	4	n.a	48
P/B (x)	2.28	1.62	1.25	1.62	1.25
ROA (%)	0%	4%	15%	-1%	1%
ROE (%)	0%	12%	34%	-3%	3%

Báo cáo cập nhật Q3/2013
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	54,55%
Sở hữu nước ngoài	24,21%
Sở hữu khác	21,24%

CÓ ĐỒNG LỚN

EVN	30,55%
SCIC	24,00%
Swiftcurrent Partners, L.P	6,97%
VIAC (No.1) Ltd Partnership	6,95%
Bảo Việt Nhân thọ	4,99%
Deutsche Bank AG London	4,90%
SSI	4,47%

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	6.595
Giá vốn	3.140	3.469	3.262	3.666	5.470
Lợi nhuận gộp	1.281	714	461	464	1.125
Doanh thu tài chính	380	409	460	658	1.330
Chi phí tài chính	703	1.053	842	269	176
Lợi nhuận sau thuế	892	3	-	513	1.809

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012	2013F
Tiền & tương đương tiền	1.383	1.371	1.183	1.007	899
Các khoản phải thu ngắn hạn	877	1.148	957	1.337	1.871
Hàng tồn kho	602	667	689	785	1.121
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	2.864
Tổng tài sản	11.744	11.541	11.766	12.024	12.465
Nợ ngắn hạn	373	419	495	447	398
Nợ dài hạn	6.523	6.912	7.678	6.485	5.373
Vốn chủ sở hữu	4.317	3.728	2.952	4.149	5.378
Tổng nguồn vốn	11.744	11.541	11.766	12.024	12.465

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	59,66
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-	(99,68)	(100,00)	n.a	252,51
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	28,98	17,07	12,37	11,24	17,05
Lợi nhuận thuần biên (%)	20,18	0,07	-	12,42	27,43
ROA (%)	7,60	0,02	-	4,26	14,47
ROE (%)	20,66	0,08	-	12,37	33,64
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	62,49	67,54	74,73	65,31	56,69
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	171,97	209,11	298,59	189,84	131,77
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.734	9	-	1.573	5.546
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.233	11.117	9.049	12.717	16.485

Lỗ tỷ giá Q3/2013

Q3 luôn là quý thấp điểm của PPC do tính chất mùa vụ và trong Q3/2013, lợi nhuận của PPC sẽ thuần túy đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện do Công ty gần như không có lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá như 2 quý đầu năm.

Sản lượng. PPC đã tiến hành dừng 2 tổ máy 4 và 6 để sửa chữa định kỳ trong vòng 3 tháng bắt đầu từ tháng 6/2013. Kế hoạch sửa chữa của PPC được tiến hành khá hợp lý do đây là thời điểm mùa mưa khiến sản lượng thủy điện ở mức cao và đồng nghĩa với việc nhiệt điện sẽ bị giảm tỷ lệ huy động. Tổng sản lượng sản xuất của PPC trong Q3/2013 ước tính sẽ giảm khoảng 50% so với Q2/2013, vào khoảng 900 triệu kwh và sản lượng bán có thể đạt 815 triệu kwh.

Giá bán. Một điều khá bất ngờ là giá than bán cho điện sau khi tăng 37% - 40% từ ngày 20/4/2013 lại tiếp tục được điều chỉnh tăng thêm 15% - 17% tùy từng chủng loại kể từ ngày 1/8/2013, cùng với việc EVN tăng giá điện bán lẻ 5%. Hiện giá than đầu vào của PPC đang ở mức 1,2 – 1,4 triệu VNĐ/tấn. Với mức tăng giá than trong Q3/2013, giá bán điện của PPC trung bình có thể đạt khoảng 1.311 VNĐ/kwh, tăng 17% so với Q2/2013.

Giá thành sản xuất. Chúng tôi ước tính chi phí nhiên liệu trong Q3/2013 của PPC khoảng 626 tỷ đồng, giảm 42% so với Q2/2013 chủ yếu do sản lượng sản xuất giảm. Chi phí sửa chữa lớn (400 tỷ/năm) được PPC phân bổ theo sản lượng hàng quý và trong Q3/2013 do sản lượng ở mức thấp, PPC có thể chỉ hạch toán khoảng 57 tỷ đồng. Chi phí khấu hao và lương nhân viên được giả định tương đương mức trung bình trong 2 quý đầu năm.

Chênh lệch tỷ giá. Tỷ giá mua chuyển khoản JPY/VNĐ của Vietcombank (tỷ giá tham chiếu của PPC) ngày 30/9 là 214,33; tăng 1,72 điểm so với thời điểm cuối Q2/2013 - đồng nghĩa với việc đây sẽ là quý đầu tiên kể từ Q3/2011 PPC bị lỗ tỷ giá. Trong Q3/2013, PPC đã trả khoản gốc vay khoảng 928,3 triệu JPY vào ngày 20/9/2013 và dư nợ vay ngoại tệ cuối quý vào khoảng 26,92 tỷ JPY. Với chênh lệch tỷ giá như trên, chúng tôi ước tính PPC sẽ phải hạch toán khoảng 47,4 tỷ VNĐ chi phí lỗ tỷ giá trong Q3/2013 (trong đó 1,13 tỷ từ lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện và phần còn lại từ đánh giá lại khoản vay).

Đầu tư nhiệt điện Hải Phòng. Nghị quyết HĐQT ngày 10/9/2013 của PPC đã quyết định mua thêm 15 triệu cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng với giá 11.500 VNĐ/cổ phần.

Đây là một trong những nhà máy nhiệt điện than lớn nhất tại Việt Nam, gồm 2 nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng 1&2. Tổng mức đầu tư toàn dự án gần 1,3 tỷ USD bao gồm 4 tổ máy với công suất mỗi tổ máy là 300 MW. Nhiệt điện Hải Phòng 1 (gồm hai tổ máy 1&2) đã đi vào hoạt động từ cuối năm 2011. Tổ máy 3 đã hòa lưới điện quốc gia từ 30/8/2013 và tổ máy 4 có thể phát điện từ tháng 4/2014. Trong năm 2012, Nhiệt điện Hải Phòng 1 đã đi vào hoạt động ổn định với sản lượng 3,257 tỷ kwh, cao hơn 25% so với kế hoạch, đạt 3.688 tỷ đồng doanh thu và 42,7 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

Hoạt động sản xuất của Nhiệt điện Hải Phòng khá tương đồng với PPC và cùng chịu rủi ro về tỷ giá. Để đầu tư nhà máy, Nhiệt điện Hải Phòng đã vay nợ Ngân hàng xuất nhập khẩu Trung Quốc, Ngân hàng Hợp tác quốc tế Nhật Bản và BIDV với giá trị các khoản vay là 617 triệu USD, 15 tỷ JPY và 42,5 triệu USD. Nếu tỷ giá JPY và USD biến động mạnh sẽ ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của Công ty.

Nếu giao dịch mua thêm cổ phần hoàn tất thì tổng vốn đầu tư của PPC vào Nhiệt điện Hải Phòng tính đến cuối năm 2013 vào khoảng 1.308 tỷ đồng. Đây là khoản đầu tư khá lớn tuy nhiên chúng tôi đánh giá trong ngắn hạn hoạt động này chưa mang lại hiệu quả cho PPC do nhà máy hiện vẫn đang trong giai đoạn đầu tư. Ngoài việc đầu tư vào Nhiệt điện Hải Phòng, PPC cũng tiến hành đầu tư vào 1 số dự án và công ty điện khác như Nhiệt điện Quảng Ninh (817 tỷ), thủy điện Buôn Đôn (50 tỷ), CTCP phát triển điện lực (100 tỷ), Nhiệt điện Bà Rịa (46,5 tỷ)... và còn lượng tiền nhàn rỗi khá lớn gần 4.000 tỷ đồng (bao gồm tiền, tương đương tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn).

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2013 của PPC

Chỉ tiêu	Q3/2012	Q3/2013E	% thay đổi	Lũy kế 2012	Lũy kế 2013E	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ VNĐ)	687	1.082	58%	2.889	4.727	64%
- LNTT (tỷ VNĐ)	-119	161		79	1.844	2230%
- LNST (tỷ VNĐ)	-122	141	n/a	76	1.443	1807%

Nguồn: PPC, BVSC ước tính

Triển vọng 2013

Do giá than đầu vào tăng lần 2 từ ngày 1/8/2013, chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán điện và chi phí nhiên liệu của PPC trong 5 tháng cuối năm. Giả định tỷ giá không biến động trong Q4/2013, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PPC năm 2013 ước tính vào khoảng 6.595 tỷ đồng và 1.809 tỷ đồng. So với năm 2012, PPC có thể tăng trưởng khoảng 60% về doanh thu và 253% về lợi nhuận.

Dự báo KQKD 2013 của PPC (triệu đồng)

Chỉ tiêu	2012	2013	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	4.131	6.595	60%	<p>Sản lượng. Sản lượng Q3/2013 của PPC thấp hơn khoảng 100 triệu kwh so với mức dự báo từ Q2/2013 của BVSC, do đó chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng của PPC năm 2013 xuống khoảng 6,43 tỷ kwh. So với năm 2012, sản lượng của PPC vẫn có thể tăng trưởng khoảng 19%.</p> <p>Giá bán điện. Chúng tôi giả định giá than bán cho điện không tăng trong 3 tháng cuối năm, giá bán điện trong Q4/2013 có thể tương đương với Q3/2013, vào khoảng 1.311 VNĐ/kwh. Trung bình trong năm 2013, giá điện của PPC có thể tăng khoảng 38% so với năm 2012, vào khoảng 1.148 VNĐ/kwh.</p>

Báo cáo cập nhật Q3/2013

Giá vốn	3.666	5.470	49%	Chi phí nhiên liệu trong năm 2013 ước tính khoảng 3.878 tỷ đồng, tăng 84% so với 2012 do sản lượng sản xuất và giá than đầu vào tăng.
Lợi nhuận gộp	464	1.125	142%	
Doanh thu tài chính	658	1.330	102%	Theo dự báo của các tổ chức tài chính lớn được tổng hợp bởi Bloomberg ngày 25/9, đồng Yên được dự báo sẽ tiếp tục giảm giá khoảng 3% so với USD trong Q4/2013 và PPC sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ. Tuy nhiên trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định PPC không có lãi từ chênh lệch tỷ giá trong Q4/2013 và doanh thu tài chính trong Q4 chủ yếu là từ tiền gửi nhàn rỗi.
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	2.174	179%	
LN sau thuế	513	1.809	253%	

Khuyến nghị đầu tư

Xét trong ngắn hạn, PPC đang được giao dịch với mức giá rất hấp dẫn khi P/E 2013 ở mức 3,68 lần và P/E 2014 ở mức 4,84 lần, thấp hơn nhiều nếu so với cổ phiếu ngành điện có mức vốn hóa đứng thứ 2 là VSH (P/E 2013: 18,09 lần và P/E 2014 8,7 lần). Tuy nhiên tình hình KQKD Q3 của Công ty không có nhiều đột biến khi tỷ giá đồng Yên ổn định và sản lượng huy động ở mức thấp và mức giá của PPC hiện tại chỉ thấp hơn khoảng 15% so với định giá dài hạn theo mô hình DCF cập nhật của chúng tôi (23.500 VNĐ/cổ phần) do đó chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị NEUTRAL đối với cổ phiếu PPC.

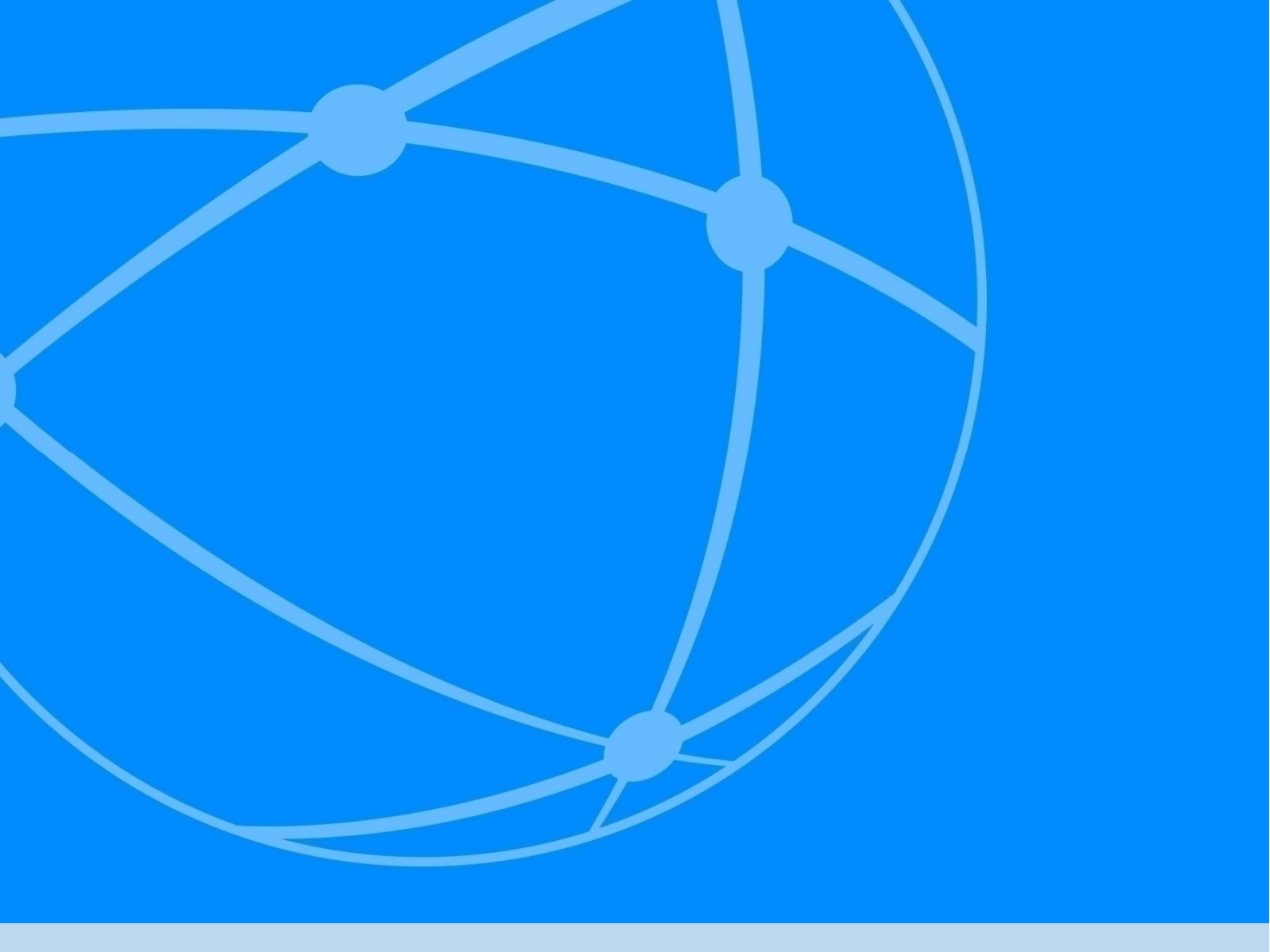
THUYẾT MINH BÁO CÁO

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 ngang dựa trên các 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.

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
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư 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, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với 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

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999