

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

Họ tên	Cao Thị Tĩnh	Giá hiện tại	26.000	-18%	-7%	0%	7%	+18%
Chuyên viên phân tích		Giá mục tiêu	26.695	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
Email:	tinhct@fpts.com.vn	Tăng/giảm	2,7%	THEO DÕI				
Điện thoại:	(84)4 3773 7070 – Ext : 4305	Tỷ suất cổ tức	3,84%					

Diễn biến giá cổ phiếu PPC


Thông tin giao dịch	07/01/2014
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	27.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	12.900
Số lượng CP niêm yết (CP)	326.235.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	318.154.614
KLGD bình quân 30 phiên (CP)	1.388.544
% giới hạn sở hữu nước ngoài	37,81%
% sở hữu nước ngoài	11,19%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.262
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	8.081

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Nhiệt điện Phả Lại
Địa chỉ	Thôn Phao Sơn, Phả Lại, Chí Linh, Hải Dương
Doanh thu chính	Sản xuất nhiệt điện, chiếm 98% doanh thu thuần
Chi phí chính	Chi phí than, dầu chiếm 58% chi phí sản xuất
Lợi thế cạnh tranh	Sản xuất ổn định, có tiềm năng tăng trưởng nhờ đầu tư tài chính dài hạn
Rủi ro chính	Biến động tỷ giá, giá nguyên vật liệu đầu vào và thay đổi chính sách

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài	11,19%
Sở hữu Nhà Nước	37,81%
Sở hữu khác	51,00%

Tóm tắt nội dung

- Giá bán điện chính thức cho năm 2013 dự kiến sẽ điều chỉnh 5% so với giá tạm tính của cả năm, doanh thu và lợi nhuận cả năm 2013 sẽ được điều chỉnh giảm, và việc điều chỉnh này sẽ được phản ánh vào kết quả Q4'13.
- Giá bán năm 2014 dự kiến sẽ giảm thấp hơn bình quân năm 2013 do điều chỉnh công thức tính giá bán trong hợp đồng. Hiện PPC đang trong quá trình đàm phán giá bán cho năm 2014.
- Ghi nhận Lãi từ chênh lệch tỷ giá cả năm 2013 cao, dẫn đến giảm dòng tiền trong Q1'2014 do doanh nghiệp phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp từ hoạt động tài chính.
- **Đầu tư:** PPC chủ trương muốn tăng thêm vốn góp cổ phần tại Nhiệt điện Hải Phòng tới mức tối đa có thể đầu tư. Với chiến lược này và dòng tiền hiện có, khả năng PPC sẽ có thể mua thêm 2,4 triệu cổ phiếu Nhiệt điện Hải Phòng nếu đàm phán được mức giá hợp lý.
- **Biên LN sẽ giảm trong tương lai:** Trong cấu thành giá bán mới từ năm 2014, % lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ bị giảm xuống và giá biến đổi sẽ giảm do chỉ có giá nguyên vật liệu khác không điều chỉnh theo biến đổi của giá than như trước đây. Do đó, BLNG của doanh nghiệp sẽ giảm trong tương lai.
- **Triển vọng trong năm 2014:** PPC dự kiến đại tu tổ máy 3 và trung tu tổ máy 1, với kinh phí dự trù khoảng 500 tỷ VND. Sản lượng sản xuất và thương phẩm do đó sẽ không đạt được công suất thiết kế, ước tính chỉ đạt 6,2 tỷ kWh, tương đương với năm 2013. LNST ước tính khoảng gần 500 tỷ VND đối với hoạt động kinh doanh thuần.

Khuyến nghị: PPC có hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định nhờ hoạt động sửa chữa thường xuyên và chất lượng máy móc tốt. Ngoài ra, PPC có tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành nhờ tiềm năng tăng trưởng của công ty con - CTCP Nhiệt điện Hải Phòng và PPC có chủ trương sẽ tăng thêm tỷ lệ sở hữu của công ty này trong tương lai. Tuy nhiên, rủi ro tỷ giá và rủi ro chính sách có ảnh hưởng lớn tới doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp này. Hạch toán từ chênh lệch tỷ giá đã làm giảm dòng tiền của doanh nghiệp khi phải trả thuế TNDN và cơ chế giá bán bị điều chỉnh ảnh hưởng không nhỏ tới biên lợi nhuận trong tương lai. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với mức giá hiện tại khá sát với 25.851 VND dựa trên kết quả định giá.

Chỉ tiêu	Đvt	2011	2012	2013E
Doanh thu	Tỷ đồng	3.738	4.131	6.405
LN thuần	Tỷ đồng	8	513	2.017
EPS	Đồng	12	1.586	5.482
Cổ tức	Đồng	0	1.000	1.000
Tăng trưởng doanh thu	%	-10,64	10,50	55
Tăng trưởng LN gộp	%	-33,3	-2,55	200
Tăng trưởng LNTT	%	60,4	7.956,3	132
Tăng trưởng EPS	%	5,02	13.044,8	254
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	12,74	11,24	21,8
ROE	%	0,12	14,2	37,2
ROA	%	0,21	4,23	14,6
P/E	Lần			4,76
P/B	Lần			1,56
Tỷ suất cổ tức	%			3,84

Định giá theo phương pháp Hệ số nhân

Doanh nghiệp cùng ngành	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Biên LN thuần	P/E	P/B
Nishat Chunian Power Ltd.	Pakistan (KASE)	127,3	9,99%	5,1	1,9
SJVN Limited	Ấn Độ (NSEI)	1.397,1	63,50%	7,8	0,9
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	Việt Nam	386,3	30,96%	4,7	1,6
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	Việt Nam	11,2	3,60%	8,4	1,1
CTCP Thủy điện Cần Đơn	Việt Nam	106,5	56,85%	4,4	1,1
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	Việt Nam	39,1	8,18%	6,3	0,8
Bình quân				6,1	1,2

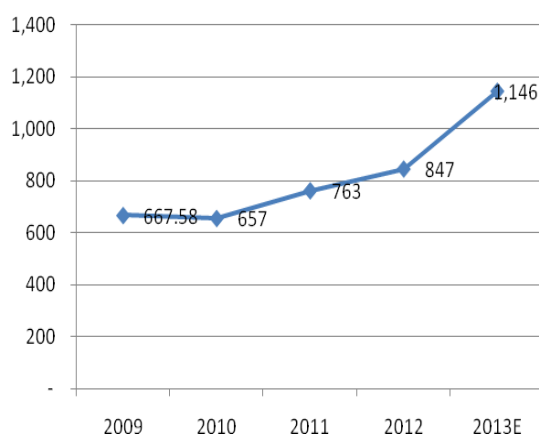
Với kết quả hoạt động kinh doanh PPC năm 2013, ước tính EPS năm 2013 đạt 5.482 đồng và giá trị sổ sách tính đến hết Q3'13 là 16.626 VND/cổ phiếu, chúng tôi đưa ra bảng tổng hợp giá trị PPC theo phương pháp hệ số thị trường như sau:

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
P/E	33.440	50%	16.720
P/B	19.951	50%	9.975
Giá bình quân		100%	26.695

Rủi ro đầu tư

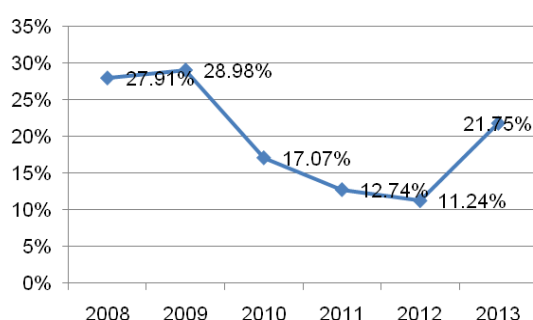
Rủi ro tỷ giá cao: Hiện PPC đang có khoản nợ khoảng gần 26 tỷ JPY (tương đương với gần 6 nghìn tỷ đồng), theo đó PPC phải đánh giá lại khoản chênh lệch tỷ giá cuối mỗi kỳ kế toán. Trong Q4'13, tỷ giá JPY/VND giảm khoảng 7,5% so với quý trước, giúp khoản nợ PPC giảm khoảng trên 400 tỷ VND, được ghi nhận vào doanh thu chênh lệch tỷ giá. Khoản ghi nhận này không làm tăng dòng tiền thực tế của doanh nghiệp, ngược lại làm giảm dòng tiền khi doanh nghiệp phải nộp thuế khi ghi nhận doanh thu tài chính vào cuối năm 2013.

Rủi ro chính sách: Chính sách giá bán điện cho EVN phụ thuộc vào đàm phán giữa doanh nghiệp với EVN nhưng phải dựa trên các quy định của Bộ Công Thương về giá mua điện. Vì vậy, các chính sách về giá mua điện của EVN ảnh hưởng lớn tới doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp. Diễn hình, giá bán năm 2013 bình quân sẽ điều chỉnh giảm 5% so với giá tạm tính ban đầu và giá 2014 sẽ thấp hơn giá 2013 (sau khi đã điều chỉnh) do % lợi nhuận của doanh nghiệp giảm.

Diễn biến giá điện của PPC (2009-13)


Thời hạn ký kết hợp đồng với EVN của 2 dây chuyền sản xuất khác nhau

Từ năm 2014, % lợi nhuận sẽ bị giảm và chi phí nguyên vật liệu sẽ không được điều chỉnh theo biến đổi của giá than

BLNG PPC qua các năm (2008-13E)


Phân tích hoạt động kinh doanh

Giá bán điện bình quân trong năm 2013 sẽ bị điều chỉnh giảm bình quân 5% và mọi điều chỉnh từ đầu năm được phản ánh vào kết quả Q4'13. Tính tới ngày 27/12/2013, giá bán điện chính thức của PPC cho EVN trong năm 2013 vẫn chưa được thống nhất và doanh thu và lợi nhuận từ Q1'13 đều dựa trên mức giá tạm tính. Tuy nhiên theo ước tính của doanh nghiệp, mức giá bán chính thức sẽ bị điều chỉnh giảm 5% so mức giá tạm tính cả năm. Do đó, kết quả kinh doanh từ Q1'13 sẽ bị điều chỉnh lại cả doanh thu lẫn lợi nhuận. Việc điều chỉnh này, sẽ được hạch toán vào kết quả kinh doanh Q4'13 thay vì điều chỉnh lần lượt từng quý. Vì vậy, kết quả sản xuất kinh doanh thuần trong quý này sẽ giảm so với cùng kỳ năm trước.

Cơ chế ký kết hợp đồng mua bán điện với EVN:

- ✓ **Thời gian ký kết:** PPC có hai dây chuyền nhà máy sản xuất điện và sẽ ký hợp đồng riêng về giá bán và sản lượng cho từng dây chuyền sản xuất: dây chuyền 1 – đã khấu hao hết, được ký hợp đồng từng năm 1; Dây chuyền 2 – sẽ khấu hao hết trong năm 2015, sẽ được ký hợp đồng cố định về công thức giá tới năm 2015.
- ✓ **Giá bán và sản lượng:** Đối với sản lượng thương phẩm mua từ EVN, EVN sẽ dựa trên kế hoạch sửa chữa các tổ máy của doanh nghiệp và ước tính sản lượng sản xuất tối ưu doanh nghiệp có thể cung cấp trong năm để đưa ra mức sản lượng thương phẩm mua trong hợp đồng năm đó. Với mức sản lượng đã ký kết, EVN có thể huy động thấp hoặc cao hơn mức sản lượng đã ký kết, với hệ số từ 0.9 đến 1,1. Trong năm 2013, EVN huy động được 96-97% sản lượng đã ký kết từ đầu năm.

Đối với giá bán: Giá bán bao gồm 2 phần chính – giá cố định và giá biến đổi. Giá cố định được tính theo chi phí khấu hao tài sản cố định, chi phí biến đổi gồm có chi phí nguyên vật liệu đầu vào để sản xuất ra điện và % lợi nhuận của doanh nghiệp.

Biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp dự kiến giảm trong tương lai do % lợi nhuận tính trong giá bán sẽ bị điều chỉnh giảm.

Theo văn bản hướng dẫn từ Bộ Công Thương, giá bán điện sẽ bị điều chỉnh như sau: Trước đây, giá chi phí của các nguyên vật liệu sản xuất điện đều được điều chỉnh tăng cùng tỷ lệ với mức tăng của giá than. Mức giá mới, mức giá của các nguyên vật liệu này sẽ không điều chỉnh theo mức biến đổi của giá than. Đồng thời, % lợi nhuận của các nhà máy sẽ bị giảm xuống dần theo quy định do lợi nhuận của doanh nghiệp đã được tính trên lợi suất của phần trích lập khấu hao đã được trả.

Với quy định mới này, mức giá bán của PPC cho EVN trong năm 2013 sẽ điều chỉnh lại chi phí giá vốn cố định không thay đổi theo biến đổi của giá than, và giá bán bình quân năm 2014 sẽ giảm thêm

cả % lợi nhuận của doanh nghiệp.

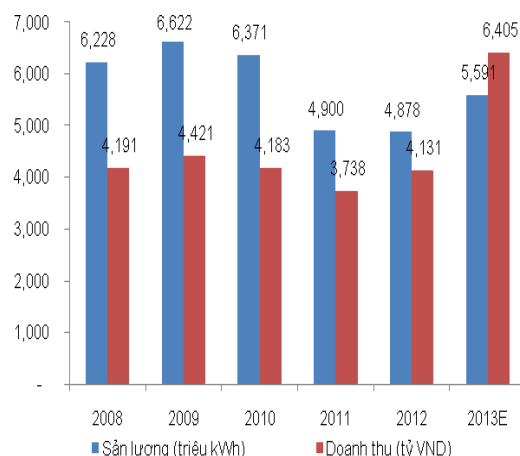
Hợp đồng mua bán điện của công ty con – Nhiệt điện Hải Phòng với EVN: Đây là dự án mới, được ký kết hợp đồng với EVN cho cả dự án và chi phí lãi vay được tính vào cơ cấu giá thành sản xuất điện. Cơ chế hợp đồng được ký kết về giá bán và sản lượng được ký kết cho tới hết chu kỳ của dự án trong vòng 25 năm kể từ năm 2012.

Định hướng phát triển và đầu tư: Đối với dự án Nhiệt điện Hải Phòng với chất lượng tài sản cố định tốt, tiềm năng tăng trưởng ổn định, PPC có định hướng muốn tăng thêm cổ phần tại công ty này. Hiện tại, tổng mức đầu tư dài hạn của PPC là 2,7 nghìn tỷ đồng gần tương đương với 3,2 nghìn tỷ đồng nguồn vốn chủ sở hữu và PPC định hướng chỉ đầu tư tối đa gần bằng với nguồn vốn chủ sở hữu, vì vậy mức đầu tư tối đa của PPC còn vào khoảng 500 tỷ đồng. Cụ thể, trong tương lai PPC có thể đầu tư thêm vào Nhiệt điện Hải Phòng khoảng 25-28 triệu cổ phần, tương đương thêm 7-8% sở hữu tăng thêm tại công ty này. Trong năm 2014, PPC có kế hoạch mua thêm 2,4 triệu cổ phiếu của công ty này và đang chờ Đại hội Cổ đông thông qua.

Ngoài ra, PPC còn chủ trương nâng cấp dây chuyền sản xuất 1 – tuy nhiên do dự án có quy mô lớn và cần thời gian nghiên cứu vì vậy sẽ cần nhiều thời gian để xem xét trước khi triển khai.

Tình hình hoạt động của các công ty con và liên doanh – liên kết: CTCP Nhiệt điện Hải Phòng – đã bắt đầu có lãi từ năm 2012 và đang trong quá trình chạy hoàn thành đúng công suất thiết kế. Đối với CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh, trong năm 2013 đã thực hiện chạy thử trong vòng 2 tháng trước khi bàn giao chính thức nhưng vẫn không hoàn thành, hiện tại vẫn phải ngừng hoạt động và trong quá trình nâng cấp sửa chữa.

Chủ trương đầu tư thêm vào CTCP Nhiệt điện Hải Phòng trong dài hạn.

Doanh thu và sản lượng PPC (2008-13E)

Cập nhật kết quả kinh doanh Q4'13
Doanh thu và Lợi nhuận

Sản lượng Q4'13 đạt 1200 triệu kWh, giá bán điện bình quân khoảng 1.583VND/kWh, cao hơn so với Q3'13, doanh thu ước đạt 1900 tỷ VND. LNST ước đạt xấp xỉ 700 tỷ VND, trong đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh thuần đạt khoảng 300 tỷ VND và lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá khoảng 400 tỷ VND.

Chỉ tiêu	Quý 1/2013	Quý 2/2013	Quý 3/2013	Quý 4/2013	Ước Lũy kế cả năm
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	1,71	1,78	0,891	1,2	5,59
Giá bán bình quân (VND/kWh)	1.044	1.044	1.347	1.583	1.154*
Doanh thu (tỷ VND)	1.788	1.866	1.200	1.560*	6.405*
LNST (tỷ VND)	944	357	100	360*	1.801*

* Ước tính sau khi điều chỉnh giảm 5%

Tổng sản lượng sản xuất cả năm 2013 ước đạt 6,2 tỷ kWh, sản lượng thương phẩm đạt 5,6 tỷ kWh, tăng 20% so với cùng kỳ và hoàn thành kế hoạch cả năm.

Lũy kế cả năm, doanh thu đạt 6.745 tỷ đồng, tăng 63% so với năm 2012, và cao hơn 9% so với ước tính ban đầu của chúng tôi trong báo cáo quý trước. LNST cả năm ước đạt khoảng trên 2000 tỷ VND, tăng trên 30% so với ước tính ban đầu của chúng tôi.

Tuy nhiên, đây là kết quả dựa trên giá bán tạm tính khi hợp đồng vẫn chưa được thống nhất. Doanh nghiệp cho biết, sau khi đàm phán lại với EVN, giá bán chính thức cho EVN sẽ giảm 5% so với mức hiện tại, vì vậy, cả doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ bị giảm đi khoảng 340 tỷ (tương đương với 5% của tổng doanh thu cả năm). Mức điều chỉnh này sẽ được phản ánh vào kết quả kinh doanh Q4'13 của doanh nghiệp.

Vì vậy, mức doanh thu và lợi nhuận của PPC trong Q4'13 tương ứng là 1.560 tỷ và 360 tỷ VND. Lũy kế cả năm ước đạt 6.405 tỷ VND doanh thu và 1.801 tỷ VND LNST vượt xa so với 447 tỷ VND LNTT của doanh nghiệp.

Biến đổi tỷ giá JPY/VND trong năm 2013



Doanh thu hoạt động tài chính

Tỷ giá JPY/VND giảm từ 214,26 xuống 199,64 (giảm trên 7%), khiến khoản nợ vay hạch toán giảm khoảng trên 400 tỷ đồng, và được ghi nhận vào doanh thu từ hoạt động tài chính trong Q4'13.

Doanh thu từ hoạt động tài chính (chênh lệch tỷ giá) cả năm 2013 đạt trên 1.000 tỷ VND, do đó trong Q1'14 doanh nghiệp phải trả khoản thuế thu nhập doanh nghiệp khoảng 260 tỷ VND (25% thuế thu nhập doanh nghiệp – áp dụng cho hoạt động ngoài sản xuất điện).

Dự báo tỷ giá JPY/VND: Với chính sách nới lỏng tiền tệ của chính phủ Nhật Bản dự kiến được kéo dài tới năm 2015, chúng tôi vẫn giữ nguyên mức dự báo về xu hướng xuống giá của JPY với VND vẫn tiếp tục. Tuy nhiên, mức giảm này sẽ không sâu như năm 2013 do tỷ giá USD/JPY đã tăng khá mạnh (17,9% từ 89,22 lên 105,5) và VND cũng sẽ giảm nhẹ so với USD trong 2 năm tới theo dự báo của các tổ chức uy tín trên thế giới.

Kế hoạch cổ tức: Với kết quả kinh doanh cao hơn so với mức kỳ vọng PPC dự kiến có khả năng sẽ trả cổ tức 10-15% thay vì 8% kế hoạch đầu năm. Tuy nhiên tỷ lệ này vẫn chưa được thống nhất và phải được Đại hội Cổ đông thông qua trong kỳ họp thường niên tới.

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013*
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	4.131	6.405
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	3.666	5.011
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	464	1.393
Biên lợi nhuận gộp	%	11,24%	21,75%
Lợi nhuận tài chính	Tỷ đồng	388	890
Chi phí lãi vay	Tỷ đồng	206	163
Chi phí bán hàng	Tỷ đồng	0	0
Chi phí quản lý DN	Tỷ đồng	97	125
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	505	1.801
Biên lợi nhuận ròng	%	12,22%	27,92%
EPS (đồng)	Đồng	1.547	5.482
ROA	%	4,23%	14,6%
ROE	%	14,2%	37,2%

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
07/10/2013	MUA	20.500	25.716
07/01/2014	THEO DÕI	26.000	26.695

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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, CTCP Chứng khoán FPT và chuyên viên phân tích 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 © 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**

100 Quang Trung, Phường Thạch Thang,
Quận Hải Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888