

## Ngành điện

Báo cáo cập nhật

20 tháng 1, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **23.500**

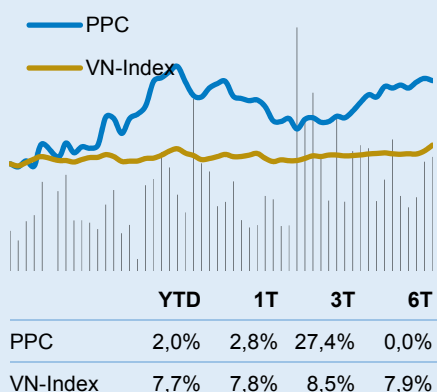
Giá thị trường (20/01/2014) 25.600

Lợi nhuận kỳ vọng -8%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	13.300 - 27.700
Vốn hóa	8.145 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	318.154.614 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.600.246 CP
% sở hữu nước ngoài	11,64%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,91%
Beta	1,49

### 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

## Tiếp tục ghi nhận lãi tỷ giá trong Q4/2013

Q4/2013 tiếp tục là quý thuận lợi đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của PPC khi sản lượng điện tiêu thụ tăng và tỷ giá đồng Yên giảm mạnh. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PPC trong cả năm 2013 đạt tương ứng 6.743 tỷ và 1.828 tỷ đồng, tăng 63% về doanh thu và 256% về lợi nhuận so với 2012.

- Doanh thu.** Sản lượng của PPC tăng mạnh trong Q4/2013, có thể đạt khoảng 1,37 tỷ kwh, tăng 75% so với Q3/2013. Giá bán điện của PPC trung bình trong Q4/2013 có thể đạt khoảng 1.377 VNĐ/kwh.
- Giá thành sản xuất.** Chúng tôi ước tính chi phí nhiên liệu trong Q4/2013 của PPC khoảng 1.129 tỷ đồng, tăng 83% so với Q3/2013 do sản lượng sản xuất và giá than đầu vào tăng. Chi phí sửa chữa lớn có thể được hạch toán khoảng 95 tỷ trong Q4/2013. Chi phí nhân công được giả định sẽ tăng 30% so với Q3/2013 do chi phí lương thưởng cuối năm.
- Chênh lệch tỷ giá.** Tỷ giá mua chuyển khoản VNĐ/JPY của Vietcombank (tỷ giá tham chiếu của PPC) ngày 31/12 là 199,64; đã giảm 14,69 điểm so với thời điểm cuối Q3/2013 (214,33). Chúng tôi ước tính PPC sẽ được ghi nhận lãi từ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ khoảng 395 tỷ VNĐ trong Q4/2013.

**Triển vọng 2014.** Năm 2014, tỷ giá VNĐ/JPY có thể tiếp tục diễn biến có lợi cho PPC tuy nhiên đồng JPY có thể sẽ chỉ giảm giá nhẹ so với VNĐ, do đó lợi nhuận chính của PPC chủ yếu được đóng góp từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện và doanh thu từ tiền gửi nhân rồi. Chúng tôi dự báo năm 2014, PPC có thể đạt 7.499 tỷ đồng doanh thu và 929 tỷ lợi nhuận sau thuế, mặc dù tăng về doanh thu nhưng lợi nhuận giảm do lãi từ chênh lệch tỷ giá hồi đoái giảm mạnh.

**Khuyến nghị đầu tư.** Trong ngắn hạn, sản lượng tiêu thụ điện tăng và tỷ giá đồng Yên giảm giúp kết quả kinh doanh của PPC trong Q4/2013 rất thuận lợi. Đây cũng là nguyên nhân khiến giá cổ phiếu PPC đã tăng tương đối mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên, với triển vọng lợi nhuận 2014 dự báo sẽ giảm mạnh so với 2013, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PPC.

### Một số chỉ tiêu tài chính của PPC

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013F	Q4/2012	Q4/2013F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.723	4.131	6.743	1.237	1.898
EBITDA (tỷ đồng)	944	904	3.314	859	794
EBIT (tỷ đồng)	252	232	2.609	691	618
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	-	513	1.828	548	425
EPS (đồng/cổ phần)	-	1.573	5.603	2.043	1.681
P/E (x)	n,a	16,3	4,6	12,5	15,2
P/B (x)	2,83	2,01	1,55	2,01	1,55
ROA (%)	0%	4%	15%	5%	3%
ROE (%)	0%	12%	34%	13%	8%

**Báo cáo cập nhật Q4/2013**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	51,00%
Sở hữu nước ngoài	11,64%
Sở hữu khác	37,36%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Doanh thu	4.183	3.723	4.131	6.743	7.499
Giá vốn	3.469	3.262	3.666	5.608	6.622
Lợi nhuận gộp	714	461	464	1.135	877
Doanh thu tài chính	409	460	658	1.696	437
Chi phí tài chính	1.053	842	269	200	137
Lợi nhuận sau thuế	3	-	513	1.828	929

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & tương đương tiền	1.371	1.183	1.007	1.893	2.105
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.148	957	1.337	1.186	2.062
Hàng tồn kho	667	689	785	1.146	1.274
Tài sản cố định hữu hình	3.436	2.793	2.105	1.384	725
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.653	2.664	2.706	2.864	2.864
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11.541</b>	<b>11.766</b>	<b>12.024</b>	<b>12.153</b>	<b>12.268</b>
Nợ ngắn hạn	419	495	447	373	369
Nợ dài hạn	6.912	7.678	6.485	5.039	4.614
Vốn chủ sở hữu	3.728	2.952	4.149	5.396	5.789
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>11.541</b>	<b>11.766</b>	<b>12.024</b>	<b>12.153</b>	<b>12.268</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	(5,39)	(11,00)	10,95	63,26	11,21
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	(99,68)	(100,00)	-	256,14	(49,19)
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	17,07	12,37	11,24	16,83	11,70
Lợi nhuận thuần biên (%)	0,07	-	12,42	27,10	12,39
ROA (%)	0,02	-	4,26	15,00	7,57
ROE (%)	0,08	-	12,37	33,87	16,04
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	67,54	74,73	65,31	55,44	52,81
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	209,11	298,59	189,84	125,23	111,93
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	9	-	1.573	5.603	2.847
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.117	9.049	12.717	16.539	17.744

## Tiếp tục ghi nhận lãi tỷ giá trong Q4/2013

Q4/2013 tiếp tục là quý thuận lợi đối với hoạt động sản xuất kinh doanh của PPC khi sản lượng điện tiêu thụ được huy động tăng, và tỷ giá đồng Yên giảm mạnh giúp PPC ghi nhận lợi nhuận từ lãi chênh lệch tỷ giá.

- ❑ **Sản lượng.** Sản lượng của PPC tăng mạnh so với Q3/2013 do PPC đã hoàn thành xong việc đại tu các tổ máy, đồng thời mùa mưa kết thúc khiến EVN phải tăng cường huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện. Sản lượng điện trong Q4/2013 của PPC ước đạt khoảng 1,37 tỷ kwh, tăng 75% so với Q3/2013.
- ❑ **Giá bán điện.** Giá than bán cho điện không thay đổi trong Q4/2013, tuy nhiên giá than đầu vào trung bình trong Q4 cao so với mức trung bình trong Q3 do giá than trong tháng 7/2013 ở mức thấp (giá chỉ bắt đầu điều chỉnh tăng 15% - 17% từ 1/8/2013). Do giá than cao hơn, giá bán điện của PPC trung bình trong Q4/2013 có thể đạt khoảng 1.377 VNĐ/kwh.
- ❑ **Giá thành sản xuất.** Chúng tôi ước tính chi phí nhiên liệu trong Q4/2013 của PPC khoảng 1.129 tỷ đồng, tăng 83% so với Q3/2013 do sản lượng sản xuất và giá than đầu vào tăng. Chi phí sửa chữa lớn có thể được hạch toán khoảng 95 tỷ trong Q4/2013. Chi phí nhân công được giả định sẽ tăng 30% so với Q3/2013 do chi phí lương thưởng nhân viên cuối năm.
- ❑ **Chênh lệch tỷ giá.** Tỷ giá mua chuyển khoản VNĐ/JPY của Vietcombank (tỷ giá tham chiếu của PPC) ngày 31/12 là 199,64; đã giảm 14,69 điểm so với thời điểm cuối Q3/2013 (214,33). Cứ mỗi điểm thay đổi tăng/giảm của tỷ giá VNĐ/JPY sẽ khiến PPC ghi nhận thêm 27 tỷ lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay nợ bằng đồng JPY. Trong Q4/2013, chúng tôi ước tính PPC sẽ được ghi nhận lãi từ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay có nguồn gốc ngoại tệ khoảng 395 tỷ VNĐ.

Với hoạt động sản xuất kinh doanh điện khả quan trong Q4 và tỷ giá VNĐ/JPY diễn biến có lợi cho PPC, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PPC trong năm 2013 đạt tương ứng 6.743 tỷ và 1.828 tỷ đồng, tăng 63% về doanh thu và 256% về lợi nhuận so với 2012.

### Ước tính kết quả kinh doanh Q4/2013 của PPC

Chỉ tiêu	Q4/2012	Q4/2013	% thay đổi	2012E	2013E	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	1.158	1.898	64%	4.131	6.743	63%
LNTT (tỷ đồng)	796	583	-27%	780	2.432	212%
LNST (tỷ đồng)	666	425	-36%	513	1.828	256%

## Triển vọng 2014, dự báo lãi từ chênh lệch tỷ giá sẽ giảm mạnh so với 2013

Năm 2014, tỷ giá VNĐ/JPY có thể tiếp tục diễn biến có lợi cho PPC tuy nhiên đồng Yên cũng có thể chỉ giảm giá nhẹ so với VNĐ, do đó lợi nhuận chính của PPC chủ yếu được đóng góp từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện và doanh thu từ tiền gửi nhàn rỗi. Chúng tôi dự báo năm 2014, PPC có thể đạt 7.499 tỷ đồng doanh thu và 929 tỷ lợi nhuận sau thuế, mặc dù tăng về doanh thu so với 2013 do giá điện tăng, tuy nhiên lợi nhuận giảm do lãi từ chênh lệch tỷ giá hồi đoái giảm mạnh.

Dự báo KQKD 2014 của PPC (tỷ đồng)				
Chỉ tiêu	2013F	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	6.743	7.499	11%	<p><b>Sản lượng.</b> Sản lượng điện huy động của PPC năm 2013 ở mức cao, vượt khoảng 10% so với sản lượng đã đăng ký phát với EVN. Nguyên nhân chính là do điều kiện thời tiết hạn hán nghiêm trọng đã ảnh hưởng tới sản lượng các nhà máy thủy điện, do đó EVN phải tăng huy động từ các nhà máy nhiệt điện. Năm 2014, chúng tôi giả định sản lượng điện của PPC sẽ chỉ tương đương với sản lượng đã đăng ký của năm 2013, vào khoảng 5,7 tỷ kwh.</p> <p><b>Giá bán điện.</b> Giá than đầu vào cho điện đã tăng 2 lần trong năm 2013 với mức tăng trung bình hơn 50% và hiện đã bằng giá thành sản xuất than. Trong năm 2014, TKV dự kiến sẽ tiếp tục tăng giá than bán cho điện với mục tiêu ngành than bắt đầu có lợi nhuận. Chúng tôi giả định giá than bán cho điện trong năm 2014 sẽ tăng 10% so với mức hiện tại, đạt khoảng 1,3 – 1,5 triệu VNĐ/tấn tùy từng loại. Theo đó giá bán điện của PPC trong năm 2014 cũng sẽ tăng khoảng 22% so với 2013, trung bình khoảng 1.461 VNĐ/kwh.</p>
Giá vốn	5.608	6.622	18%	Do giá than đầu vào tăng, chúng tôi ước tính chi phí nguyên liệu của PPC trong năm 2014 có thể khoảng 4.905 tỷ đồng, tăng 27% so với năm 2013.
Lợi nhuận gộp	1.135	877	-23%	
Doanh thu tài chính	1.696	437	-74%	<p>Đồng Yên được dự báo sẽ tiếp tục giảm giá so với USD trong năm 2014 do 2 nguyên nhân chính: thứ nhất là chính sách nới lỏng tiền tệ mạnh tay của chính phủ Nhật Bản; và thứ hai là đồng USD được dự báo sẽ mạnh dần lên khi cung tiền USD ra thị trường giảm do FED giảm dần quy mô gói nới lỏng định lượng. Theo dự báo của các tổ chức tài chính lớn được tổng hợp bởi Bloomberg, đồng Yên được dự báo sẽ tiếp tục giảm giá khoảng 7% so với USD trong năm 2014. Tuy nhiên VNĐ cũng được dự báo sẽ giảm giá khoảng 3% so với USD trong năm sau, do đó tỷ giá tính chéo VNĐ/JPY cuối năm 2014 có thể đạt 198,78,</p>

				không giảm nhiều so với cuối 2013. Theo đó doanh thu tài chính của PPC năm 2014 được đóng góp từ 2 nguồn: khoảng 57 tỷ từ lãi chênh lệch tỷ giá và 368 tỷ từ tiền gửi nhàn rỗi. Doanh thu tài chính 2014 giảm mạnh do lãi chênh lệch tỷ giá giảm (năm 2013 PPC thu được 1.093 tỷ từ lãi chênh lệch tỷ giá).
Chi phí tài chính	200	137	-31%	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	2.432	1.075	-56%	
LN sau thuế	1.828	929	-49%	

## Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn, sản lượng tiêu thụ điện tăng và tỷ giá đồng Yên giảm giúp kết quả kinh doanh của PPC trong Q4/2013 rất thuận lợi. Đây cũng là nguyên nhân khiến giá cổ phiếu PPC đã tăng tương đối mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên, với triển vọng lợi nhuận 2014 dự báo sẽ giảm mạnh so với 2013, chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PPC. Mức giá hợp lý của PPC theo mô hình định giá của chúng tôi ở mức **23.500 VNĐ/cổ phần**.

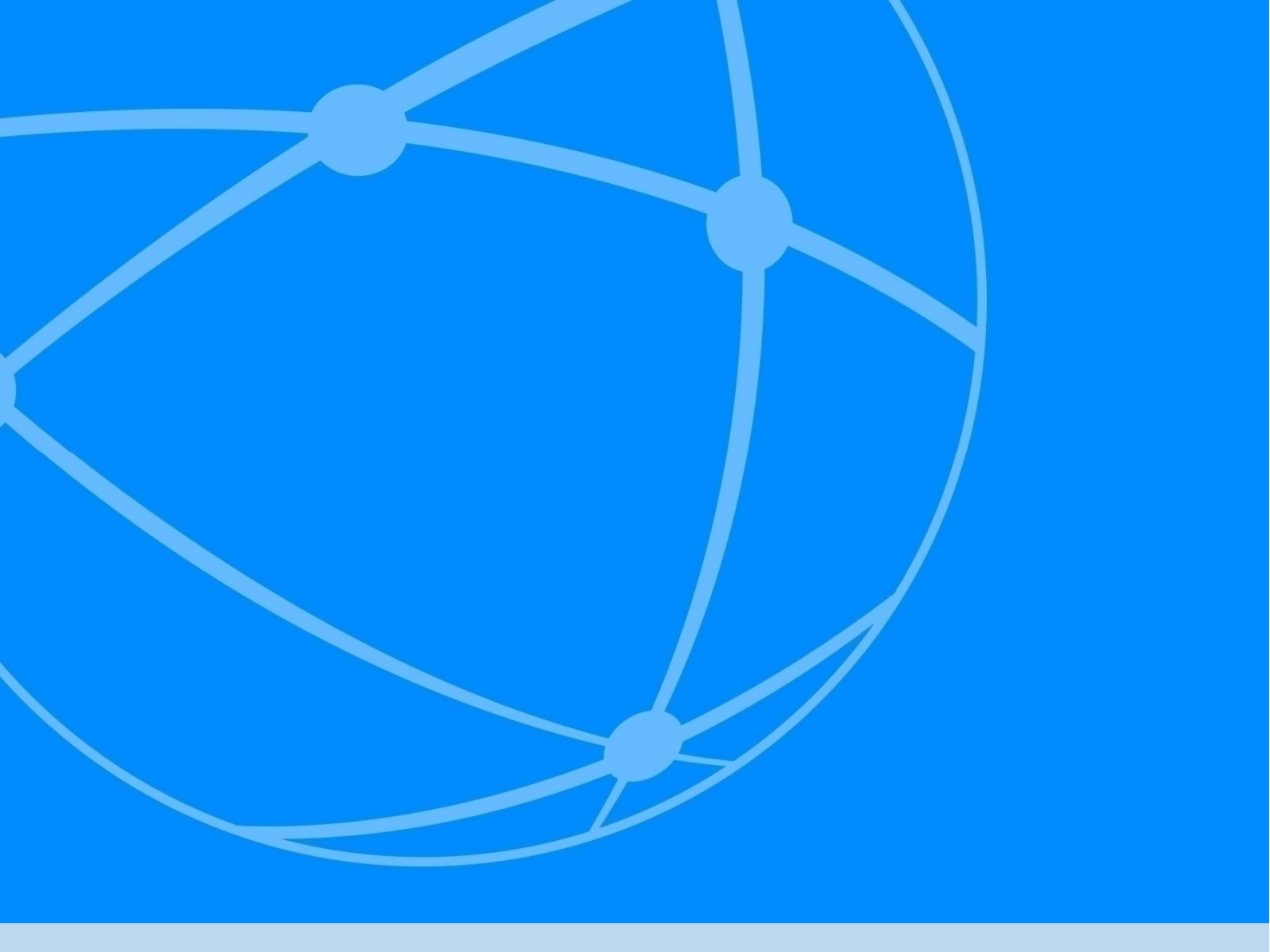
## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**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