

CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI

Ngày 12 Tháng 8, 2014

BÁO CÁO CẬP NHẬT QUÝ: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (8/12/2014):	21.100 đồng
Giá mục tiêu:	22.100 đồng
Khuyến nghị đầu tư kỹ thuật ngắn hạn	NĂM GIỮ
Ngưỡng kháng cự	23.000 đồng
Ngưỡng hỗ trợ	22.800 đồng
Mã Bloomberg: PPC VN	Sàn niêm yết: HSX
Ngành:	Năng lượng
Beta	0,85
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)	18.600 – 26.200
Số lượng cổ phiếu (triệu)	318
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.968
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)	80,3
KLGDBQ 12 tháng	1.137.628
Sở hữu nước ngoài (%)	15,06%

Năm	Cổ tức	EPS (đồng)
2014 VPBS dự báo	8%	1.955
2013	5%	5.121
2012	4,5%	1.587
2011	0%	12

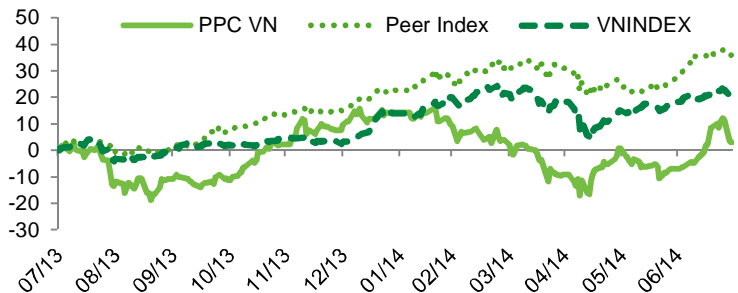
Chỉ số	PPC	Cùng ngành	VNI
PE	7,7	8,3	14,1
PEG	(0,2)	0,1	NA
P/B	1,24	1,18	1,98
EBIT/I	7,77	6,75	NA
EV/EBITDA	5,33	3,86	10,76
ROE	17%	17,2%	14,5%

Giới thiệu về công ty:

Các hoạt động kinh doanh của Công ty : Sản xuất và kinh doanh điện. Trong đó, 90% sản lượng để bán cho EVN và 10% để sử dụng nội bộ.

Lịch sử công ty: PPC được thành lập vào năm 1982 tại tỉnh Hải Dương. Công ty ban đầu thuộc sở hữu của Công ty Điện lực số 1, Tổng cục Năng lượng. Từ năm 1995 đến năm 2004, dưới sự quản lý của EVN, PPC hoạt động dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên. Đến năm 2005, PPC được cổ phần hóa và niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội, và chuyển sang niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh hai năm sau đó.

Quy mô: Tính đến cuối năm 2013, tổng tài sản là 11.890 tỷ đồng và tổng vốn chủ sở hữu là 5.396 tỷ đồng.



Chúng tôi thay đổi khuyến nghị dài hạn của PPC từ MUA sang NĂM GIỮ dựa trên những yếu tố sau:

- ❖ **Kết quả kinh doanh năm 2013 đã được thông qua và hơi thấp hơn kỳ vọng:** Vào ngày 22/5/2014, sau khi PPC chính thức ký kết giá bán điện năm 2013 với EVN, doanh thu hợp nhất của PPC đã tăng thêm 18 tỷ đồng (845 nghìn đô), và khoản tăng thêm này sẽ được ghi nhận trong báo cáo tài chính năm 2014.
- ❖ **Giá bán điện năm 2014 đang được đàm phán với EVN:** PPC đặt mục tiêu sản lượng điện là 5,57 tỷ kwh, thấp hơn 10% so với sản lượng năm 2013 do có sự cạnh tranh lớn từ các nhà máy điện mới. Tuy nhiên, giá bán điện năm 2014 vẫn đang trong quá trình đàm phán với EVN.
- ❖ **Lợi nhuận quý 1 năm 2014 sụt giảm do giảm biên lợi nhuận và lỗ tỷ giá:** Mặc dù doanh thu thuần trong quý 1 tăng 22% so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng công ty chỉ thu được 221 tỷ đồng (10,4 triệu đô) lợi nhuận sau thuế, giảm 77% so với cùng kỳ. Mặc dù PPC ghi nhận lỗ tỷ giá hối đoái trong quý 1, và tỷ giá VND/JPY tiếp tục tăng đến 209 vào cuối quý 2/2014, cho thấy khoản lỗ tỷ giá dự báo khoảng 150 tỷ đồng (7 triệu đô) trong quý này, nhưng chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định trong báo cáo phân tích lần đầu rằng đồng JPY sẽ giảm giá so với VND vào cuối năm 2014. Trong nửa đầu năm 2014, VPBS dự báo rằng doanh thu của PPC sẽ đạt khoảng 3.000 tỷ đồng (141 triệu đô) và lợi nhuận ròng đạt 171 tỷ đồng (8 triệu đô).
- ❖ **Những giả định trong mô hình định giá vẫn không chắc chắn:** do bị hạn chế thông tin nên chúng tôi duy trì dự báo kết quả kinh doanh của công ty không đổi so với báo cáo ban đầu và chỉ cập nhật các chỉ số vĩ mô tương ứng và phương pháp so sánh tương đối, kết quả đạt được giá mục tiêu mới là 22.800 đồng/cổ phiếu. Giá sẽ là 21.100 đồng sau khi điều chỉnh chia cổ tức bằng tiền mặt thêm 7% vào T8/2014. Giá cổ phiếu PPC vào 12/8/2014 là 21.100 đồng, thấp hơn 4.5% so với mức giá mục tiêu. Như vậy với giá mục tiêu mới, chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ thay vì MUA đối với PPC.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

KẾT QUẢ TÀI CHÍNH NĂM 2013	3
KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2014 – VẪN LÀ DẤU CHẤM HỎI	3
KẾT QUẢ QUÝ 1/2014 SỤT GIẢM.....	4
LỖ TỶ GIÁ TIẾP DIỄN TRONG QUÝ 2 NĂM 2014.....	4
CẬP NHẬT CÁC KHOẢN ĐẦU TƯ – GHI NHẬN LỢI NHUẬN.....	5
ĐỊNH GIÁ	7
So sánh với các công ty trong ngành.....	7
Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)	8
Phân tích độ nhạy	9
Cập nhật Phân tích kỹ thuật.....	9
KẾT LUẬN	11

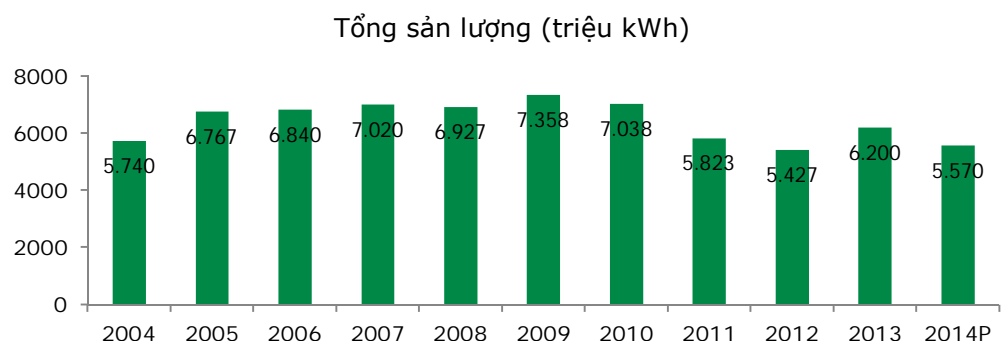
KẾT QUẢ TÀI CHÍNH NĂM 2013

Ngày 22/5/2014, PPC đã ký hợp đồng với EVN để chốt giá bán điện 2013, mức giá này chỉ tăng nhẹ so với giá tạm tính trong báo cáo kiểm toán. Theo kết quả kinh doanh đã được kiểm toán, doanh thu hợp nhất của PPC đạt 6.588 tỷ đồng (309 triệu đô) và doanh thu thuần hợp nhất đạt 1.639 tỷ đồng (76,9 triệu đô). Doanh thu tăng 60% và lợi nhuận ròng cũng tăng gấp ba lần so với cùng kỳ nhờ lãi tỷ giá hối đoái 1.161 tỷ đồng (54,5 triệu đô). Sau khi PPC chính thức ký kết giá bán điện năm 2013 với EVN, doanh thu hợp nhất của PPC tăng thêm 18 tỷ đồng (845 nghìn đô) và số tiền này sẽ được ghi nhận trong báo cáo tài chính năm 2014. Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt năm 2013 được cổ đông thống nhất là 15%, trong đó 8% đã được thanh toán trước. 7% cổ tức bằng tiền còn lại sẽ được trả vào 15/8/2014.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2014 – VẪN LÀ DẤU CHẤM HỎI

Trong năm 2014, PPC đặt mục tiêu sản lượng điện là 5,57 tỷ kwh, trong đó gần 90% lượng điện được bán cho EVN. Sản lượng điện đề ra thấp hơn 10% so với sản lượng năm 2013 do các nhà máy nhiệt điện mới đã đi vào hoạt động làm tăng sự cạnh tranh. Giá bán điện năm 2014 chưa được thống nhất do vẫn còn một số tranh cãi trong đàm phán như: 1/Theo công văn số 11474/BCT-DTDL của Bộ Công thương, lợi nhuận định mức sẽ được tính dựa trên vốn điều lệ sau khi trừ khấu hao lũy kế, do đó, lợi nhuận định mức cho PPC là rất thấp. 2/Giá bán điện cố định (phụ thuộc vào vốn đầu tư) cho nhà máy PPC1 và PPC2 sẽ được thỏa thuận trong suốt vòng đời hoạt động của nhà máy, trong đó nhà máy PPC1 còn hai năm và nhà máy PPC2 còn lại 18 năm. Ngoài ra, giá bán điện cũng dựa trên chi phí biến đổi (giá than) và chi phí này thay đổi hàng năm. Việc đàm phán giá bán điện cố định áp dụng trong vòng đời còn lại của nhà máy là rất quan trọng; do đó phải mất một thời gian dài đàm phán giữa các bên liên quan. Vì vậy, mục tiêu doanh thu và lợi nhuận 2014 vẫn chưa được đặt ra và được ủy quyền cho ban quản trị quyết định khi PPC thỏa thuận xong giá bán điện. Tại thời điểm viết báo cáo này, VPBS đã liên lạc với đại diện của PPC và được thông báo rằng giá bán điện với EVN hiện vẫn chưa được chốt.

Tổng sản lượng của PPC



Nguồn: VPBS

KẾT QUẢ QUÝ 1/2014 SỤT GIẢM

Lợi nhuận quý 1 năm 2014 tuột dốc do lợi nhuận hoạt động giảm và lỗ tỷ giá. Doanh thu thuần trong quý 1 đạt 2.166 tỷ đồng (101,7 triệu đô) (tăng 22% so với cùng kỳ năm ngoái), tương đương 39% dự báo của VPBS. Trong khi đó giá vốn hàng bán được ghi nhận là 1.856 tỷ đồng (10,4 triệu đô) (tăng 33% so với cùng kỳ). Tăng trưởng doanh thu và giá vốn hàng bán được lý giải bằng việc giá than đầu vào tăng mạnh, dẫn đến giá bán điện cho EVN cũng tăng theo. Tuy nhiên, do giá vốn tăng nhanh hơn tăng trưởng doanh thu nên lợi nhuận gộp của PPC chỉ đạt 310 tỷ đồng, giảm 18% so với cùng kỳ năm ngoái.

Trong khi đó, do tỷ giá VND/JPY tăng từ 199 vào cuối năm 2013 lên đến 203,4 trong Q1/2014 nên PPC không ghi nhận lãi tỷ giá chưa thực hiện, do đó, doanh thu tài chính giảm mạnh từ 691 tỷ đồng trong Q1/2013 xuống còn 101 tỷ đồng trong Q1/2014. Ngoài ra, PPC cũng ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 104 tỷ đồng, đẩy chi phí tài chính lên đến 141 tỷ đồng, tăng ba lần so với cùng kỳ. Do đó, vào cuối quý 1, PPC chỉ thu được 221 tỷ đồng lợi nhuận ròng, giảm 77% so với cùng kỳ và hoàn thành 35% dự báo lợi nhuận cả năm của chúng tôi.

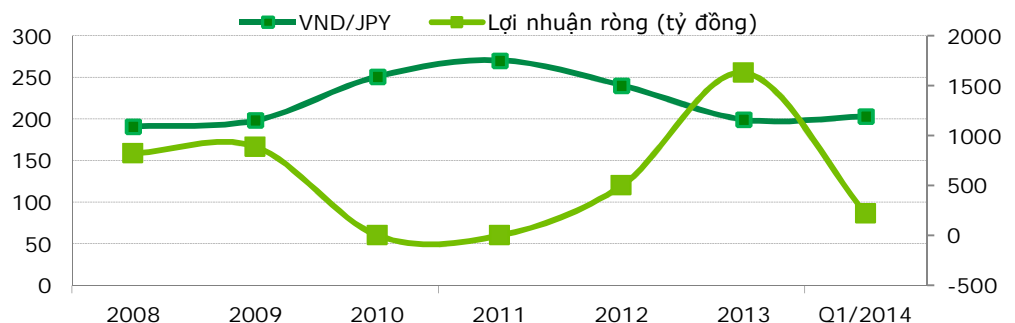
(Tỷ đồng)	Q1/2014	Q1/2013	% y-o-y
Doanh thu thuần	2166	1778	22%
Lợi nhuận gộp	310	378	-18%
DT tài chính	101	691	-85%
CP tài chính	141	35	303%
LN hoạt động	246	1012	-76%
LN ròng	221	944	-77%

Nguồn: PPC

LỖ TỶ GIÁ TIẾP DIỄN TRONG QUÝ 2 NĂM 2014

VND/JPY tiếp tục tăng đến 209 vào cuối quý 2/2014, cho thấy PPC sẽ phải chịu lỗ tỷ giá dự báo khoảng 150 tỷ đồng (7 triệu đô) trong quý. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ giả định trong báo cáo lần đầu rằng tỷ giá VND/JPY sẽ giảm vào cuối năm 2014, nghĩa là PPC có khả năng ghi nhận lãi tỷ giá vào cuối năm tài chính.

Xu hướng tỷ giá VND/JPY và lợi nhuận ròng của PPC



Nguồn: VCB, PPC

VPBS dự báo PPC có thể đạt doanh thu thuần 3.000 tỷ đồng (141 triệu đô) và lợi nhuận sau thuế 171 tỷ đồng (8 tỷ đô) trong nửa đầu 2014, lần lượt hoàn thành 51% và 29% dự báo cả năm của chúng tôi.

CẬP NHẬT CÁC KHOẢN ĐẦU TƯ – GHI NHẬN LỢI NHUẬN

Công ty liên kết của PPC	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (MW)	Tiến độ	Đầu tư (tỷ đồng)
CTCP NPS	50%			27,5
Nhiệt điện Hải Phòng	25%	4x300	3 tổ máy đã đi vào hoạt động từ 2012- 2013. Tổ máy thứ 4 sẽ đi vào hoạt động Q2/2014	1.450,6

Nguồn: PPC

CTCP Dịch vụ Sửa chữa Nhiệt điện Miền Bắc (NPS) tại Hải Dương: chuyên về sửa chữa và bảo trì cho các nhà máy điện. NPS có vốn điều lệ là 50 tỷ đồng và PPC sở hữu 50% NPS. Theo đó, NPS là công ty con của PPC và kết quả kinh doanh của NPS hợp nhất với kết quả kinh doanh của PPC. Mỗi năm NPS thu về lợi nhuận khoảng 20 tỷ đồng.

Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng: Năm 2013, Nhiệt điện Hải Phòng báo cáo lợi nhuận ròng 279,5 tỷ đồng (13,3 triệu đô). Trong năm 2014, nhà máy Hải Phòng đề ra mục tiêu sản xuất 4,8 tỷ kWh (tăng 41% so với cùng kỳ) và đạt doanh thu thuần 6.421 tỷ đồng (306 triệu đô), cao hơn 51% doanh thu năm ngoái. Do nhà máy Hải Phòng vừa đi vào hoạt động và nhà máy phải chịu chi phí sản xuất cao nên công ty đặt mục tiêu lợi nhuận ròng năm 2014 khá khiêm tốn là 278.4 tỷ đồng (13,3 triệu đô), xấp xỉ bằng lợi nhuận ròng năm 2013. Trong ba tháng đầu năm, nhà máy nhiệt điện Hải Phòng ghi nhận kết quả hoạt động khả quan với doanh thu 1.633 tỷ đồng (77,8 triệu đô) và lợi nhuận sau thuế 159 tỷ đồng (7,5 triệu đô), hoàn thành 25% doanh thu và 57% lợi nhuận đề ra. Về cổ tức, nhà máy Hải Phòng dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 5% (500 đồng/cổ phiếu) trong năm 2014. Trong tháng 6 năm 2014, PPC mua thêm 2,4 triệu cổ phiếu của Công ty Cổ phần nhiệt điện Hải Phòng, nâng tổng sở hữu của PPC tại công ty này lên đến 25,8%.

Đến cuối quý 1/2014, các khoản đầu tư tài chính dài hạn khác của PPC trị giá 1.555 tỷ đồng (73 triệu đô). Một vài khoản đầu tư chính được cập nhật dưới đây:

Công ty Cổ phần Nhiệt điện Quảng Ninh: Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh báo cáo lỗ trước thuế 535,8 tỷ đồng (25,1 triệu đô) trong năm 2013. Trong năm 2014, nhà máy đặt mục tiêu sản xuất 4,97 tỷ kWh. Tuy nhiên, chỉ trong sáu tháng đầu năm, nhà máy đã sản xuất 3,6 tỷ kWh (72,6% kế hoạch năm). Theo đó, trong nửa đầu 2014, nhà máy Quảng Ninh đạt doanh thu thuần là 4.319 tỷ đồng (202,8 triệu đô), gấp đôi doanh thu năm ngoái, và lợi nhuận ròng đạt 387 tỷ đồng (18,2 triệu đô) thay vì khoản lỗ như trong nửa đầu 2013.

Công ty Thủy điện Buôn Đôn, tỉnh Đắk Lắk: Hai tổ máy của Buôn Đôn đã bắt đầu hoạt động thí điểm từ cuối năm 2013. Vì vậy, không có doanh

thu đóng góp trong năm 2013 và hiện không có tin tức cập nhật về các khoản đầu tư khác.

Đầu tư tài chính dài hạn	Sở hữu của PPC	Công suất (triệu W)	Tình trạng hiện tại	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)
Nhà máy Nhiệt điện Quảng Ninh (Quảng Ninh I và II)	16,4%	4x300	Quảng Ninh I (2 tổ máy) hoạt động vào năm 2010. Đơn vị đầu tiên của Quảng Ninh II hoạt động vào tháng 12 năm 2013. PPC đầu tư từ năm 2009	817,3
Công ty Thủy điện Buôn Đôn	15%	64	Shrepok 4A sẽ bắt đầu hoạt động thương mại vào năm 2014	50,25
<i>Ghi chú: Buôn Đôn đầu tư vào nhà máy thủy điện Srepok 4A</i>				
Công ty Cổ phần EVN Quốc tế	10%		PPC đầu tư từ năm 2010	70,8
Công ty Cổ phần Phát triển Điện lực Việt Nam	10%			100
Cho EVN vay			PPC đầu tư từ năm 2010	350
Cổ phiếu BTP	1%		PPC đầu tư từ năm 2007	46,5
Trái phiếu của BIDV			Lãi suất 10,2%/năm	118,5
Khác				2,29
Tổng				1.555

Nguồn: PPC

ĐỊNH GIÁ

Để định giá PPC, chúng tôi đã sử dụng ba phương pháp gồm P/E, EV/EBITDA và DCF. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy phương pháp P/E không hiệu quả với lý do sẽ được giải thích bên dưới. Do đó, chúng tôi chỉ sử dụng phương pháp EV/EBITDA và DCF để định giá.

So sánh với các công ty trong ngành

Do không có đủ số liệu của các công ty nhiệt điện than nào trong nước để so sánh với PPC, chúng tôi lựa chọn các công ty trong khu vực để thực hiện so sánh tương quan. Ngoài ra, chúng tôi đã loại những công ty nhiệt điện than có hệ số quá cách biệt với các công ty còn lại và chọn được sáu công ty để so sánh.

- **CTCP Nhiệt điện Ninh Bình (Việt Nam)** sản xuất điện từ than.
- **CT TNHH Shanghai Electric Power (Trung Quốc)** vận hành nhà máy nhiệt điện than để cung cấp điện và nhiệt cho khu vực Thượng Hải.
- **CT TNHH China Resources Power Holdings (Hongkong)** là công ty sản xuất điện. Công ty đầu tư, phát triển, sở hữu và vận hành các nhà máy nhiệt điện than ở Trung Quốc.
- **Tập đoàn Huaneng Power International (Hongkong)** phát triển, xây dựng, sở hữu và vận hành các nhà máy nhiệt điện than ở Trung Quốc.
- **CT TNHH Adani Power (Ấn Độ)** phát triển, xây dựng, vận hành các dự án điện ở Ấn Độ.
- **CT TNHH Reliance Power (Ấn Độ)** xây dựng, phát triển và vận hành các dự án điện cả ở Ấn Độ và nước ngoài.

Chúng tôi so sánh PPC với các nhà máy điện than khác trong khu vực theo các tỷ lệ tài chính EV/EBITDA, P/E và ROE. Như chúng ta có thể thấy, tỷ lệ giao dịch P/E của PPC năm 2013 là tương đối thấp so với mức P/E trung bình, trong khi ROE lại ở mức cao hơn do Công ty có một khoản thu nhập tài chính đáng kể từ chênh lệch tỷ giá. Chúng tôi dự báo trong năm 2014 Công ty sẽ không có lời từ chênh lệch và chỉ số P/E sẽ gần hơn với chỉ số P/E của các công ty trong ngành.

Nếu chỉ so sánh đơn thuần các hệ số P/E sẽ không chính xác do khác nhau về thị trường giao dịch cổ phiếu của các công ty so sánh, khác biệt về rủi ro và tình hình vĩ mô. Để chính xác hơn, chúng tôi thực hiện tính toán giá trị P/E tương đối của các công ty (dùng P/E Công ty so sánh chia cho P/E thị trường tương ứng) và tính ra trung vị của các công ty từ các giá trị P/E tương đối này. Giá trị tương đối tìm được của PPC là 22.144 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên mức giá này không phản ánh chính xác được giá trị cổ phiếu của PPC do lợi nhuận ròng của PPC biến động theo tỷ giá hối đoái. Ngoài ra, có sự khác biệt lớn giữa ngành điện Trung Quốc và ngành điện Việt Nam. Theo quan sát, Nhiệt điện Ninh Bình, doanh nghiệp điện Việt Nam đưa vào bảng so sánh, đang được giao dịch hoàn toàn

khác biệt với ba doanh nghiệp so sánh còn lại. Nhà đầu tư nên xem xét kỹ những khác biệt này trước khi đầu tư.

Sử dụng phương pháp EV/EBITDA, chúng tôi có được giá trị cổ phiếu cho PPC là 14.805 đồng/cổ phiếu. EV/EBITDA so sánh giá trị của doanh nghiệp, tính bằng vốn hóa cộng với giá trị nợ vay, chia cho lợi nhuận trước lãi vay, thuế, khấu hao. Chúng tôi cho rằng đây là phương pháp phù hợp hơn để đánh giá giá trị của PPC do EBITDA đã loại trừ lãi tỷ giá vốn là nguyên nhân gây “méo mó” giá trị của PPC và rất khó để dự báo.

Tên	P/E 2014	P/E thị trường	Tỷ lệ P/E so với P/E thị trường	ROE (%)	EV/EBITDA 2014	EV/EBITDA trung bình từng thị trường	Tỉ lệ/trung bình thị trường
CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	6,97	14,53	0,48	14%	N/A	10,82	N/A
CT TNHH Shanghai Electric Power	8,34	10,76	0,78	16%	N/A	N/a	-
CT TNHH China Resources Power Holdings	9,55	10,82	0,88	19%	7,61	8,90	0,85
Tập đoàn Huaneng Power International	8,48	10,82	0,78	19%	5,92	8,90	0,67
CT TNHH Adani Power	-	18,52	-	-5%	14,20	11,40	1,25
CT TNHH Reliance Power	25,49	18,52	1,38	6%	22,56	11,40	1,98
Trung vị	8,41	12,67	0,78	15%	10,90	10,82	0,85
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	7,63	14,53	0,53	17%	5,65	10,82	0,76
Giá trị cổ phiếu (đồng/cp)	22.144						14.805

Nguồn: VPBS, Bloomberg

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi tính toán giá trị nội tại của PPC theo phương pháp chiết khấu dòng tiền. VPBS tin rằng đây là một trong những phương pháp phù hợp nhất để đánh giá một doanh nghiệp tiện ích. Chúng tôi tính ra chỉ số WACC là 11% cho PPC với Beta 1,03, là chỉ số Beta trong một năm thu thập từ Bloomberg. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng dài hạn 5% được áp dụng do tăng trưởng của PPC. Lãi suất phi rủi ro áp dụng là 6,8%, là lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm. Chúng tôi tính toán được giá trị nội tại của PPC là **30.731 đồng/cổ phiếu**.

Chi phí vốn	Giá trị
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	6.4%
Beta	1.03
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15.00%
Chi phí vốn	15.26%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	
Thuế suất	5%
Chi phí lãi vay sau thuế	26%
Giá hiện tại (VND)	3.7%
Khối lượng cổ phiếu lưu hành	22,400
Vốn hóa (tỷ đồng)	318
Nợ (tỷ đồng)	7,126.67
WACC	4,745.44
Tăng trưởng dài hạn	5.0%
Giá trị cổ phiếu	30.731

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Phân tích độ nhạy

Độ nhạy của giá DCF đối với tỷ giá VND/JPY

Dựa theo dự báo tỷ giá như đã đề cập ở trên chúng tôi phân tích độ nhạy của lợi nhuận PPC đối với biến động của đồng Yên. Tuy nhiên dự báo đồng Yên giảm giá 2,8% trong 2014 và 0,8% trong 2015. Đối với những năm tiếp theo, đồng Yên dự báo chỉ tăng 0,2%/năm từ 2016 đến 2018. Bảng phân tích độ nhạy tỷ giá cho thấy không có sự thay đổi đáng kể trong giá DCF nếu tỷ giá năm cuối năm nay biến động trong khoảng 2% so với giá dự báo của chúng tôi.

Độ nhạy tỷ giá JPY/VND							
Tỷ giá JPY/VND	187,15	190,97	194,86	198,28	202,82	206,87	211,01
Giá DCF	31.093	31.339	31.616	30.731	30.077	30.323	30.570
Tăng giảm tỷ giá	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%
Tăng giảm giá DCF	-2,3%	-1,5%	-0,7%		1,0%	1,8%	2,7%

Nguồn: VPBS

Độ nhạy của giá DCF đối với biến động của biên lợi nhuận gộp

Do giá bán điện tương đương với chi phí sản xuất điện cộng với lợi nhuận định mức, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu với biên lợi nhuận gộp. Bảng dưới cho thấy giá trị của cổ phiếu có sự biến động tương đối bằng với thay đổi của biên lợi nhuận gộp.

Biên LN gộp (%)	Thay đổi (%)	Giá DCF (VND)	Thay đổi (%)
15%	7%	33.190	8%
11%	3%	31.961	4%
8%	0%	30.731	0%
5%	-3%	29.810	-3%
2%	-6%	28.888	-6%

Nguồn: VPBS

Cập nhật Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu PPC đã tạo đáy trong khoảng 17,700-18,800 vào đầu tháng Năm sau đó hồi phục lên 21.800 tại ngày 29 tháng 5 năm 2014. Sau khi tích lũy trong một kênh đi ngang từ 19.500 đến 20.400, dao động xung quanh đường trung bình động MA50 trong khoảng thời gian từ ngày 4 tháng 6 đến ngày 4 tháng 7, PPC đã tăng lên mức giá cao nhất tại 24.000, điều chỉnh rồi tăng trở lại trong hai phiên gần đây. Giá của PPC hiện đang giao dịch trên vùng hỗ trợ 20,700-20,900, được hình thành bởi đường MA50 và đường MA100. Khối lượng giao dịch của nó thời gian gần đây cũng ở mức thấp giúp củng cố ngưỡng hỗ trợ này.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng PPC sẽ có thể tăng lên để kiểm tra lại mức kháng cự gần nhất nằm tại 23.000 đồng/cp trong một vài tuần tới.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu PPC tại thời điểm cập nhật báo cáo.

Diễn biến giá

Mã	PPC
Kỳ hạn	3 to 6 tháng
3 tháng cao nhất	24.000
3 tháng thấp nhất	17.700
Đường MA50 ngày	20.900
Đường MA100 ngày	20.700
Ngưỡng kháng cự trung hạn	23.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	22.800
Khuyến nghị	NẮM GIỮ



Nguồn: VPBS

KẾT LUẬN

Trong báo cáo phân tích lần đầu của chúng tôi ngày 23/4/2014, khi đó, cổ phiếu PPC giao dịch với giá 21.100 đồng/cổ phiếu. Kể từ đó, giá cổ phiếu giảm dần và giảm mạnh chỉ còn 17.700 đồng/cổ phiếu 8/5/2014 (giảm 16%) do tình hình căng thẳng tại Biển Đông. Tuy nhiên, cùng với sự phục hồi của thị trường, cổ phiếu PPC tăng trưởng trở lại và đạt 23.700 đồng/cổ phiếu trong 25/7/2014 (tăng 34%). Trong khi đó, do bị hạn chế thông tin nên chúng tôi duy trì dự báo kết quả kinh doanh của công ty không đổi so với báo cáo ban đầu và chỉ cập nhật các chỉ số vĩ mô tương ứng và phương pháp so sánh tương đối, kết quả đạt được giá mục tiêu mới là 22.800 đồng/cổ phiếu. Giá sẽ là 21.100 đồng sau khi điều chỉnh chia cổ tức bằng tiền mặt thêm 7% vào T8/2014. Giá cổ phiếu PPC vào 12/8/2014 là 21.100 đồng, thấp hơn 4.5% so với mức giá mục tiêu. Như vậy với giá mục tiêu mới, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** thay vì **MUA** đối với PPC.

Phương pháp	Giá	Tỷ lệ	Giá tương ứng
EV/EBITDA	14.805	50%	7.402
DCF	30.731	50%	15.366
Giá mục tiêu			22.768

Nguồn: VPBS

Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	4.131	6.588	5.849	6.303	6.017	6.106	5.931
Tổng doanh thu	4.131	6.588	5.849	6.303	6.017	6.106	5.931
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>	10%	59%	-11%	8%	-5%	1%	-3%
Giá vốn hàng bán							
Chi phí nguyên liệu	2.107	3.788	3.871	4.240	4.224	4.277	4.201
Chi phí lao động và chi phí khác	867	1.106	864	1.067	1.071	1.098	1.011
Khấu hao	693	694	671	430	183	184	185
Giá vốn hàng bán	3.666	5.558	5.406	5.737	5.478	5.560	5.398
Trừ: khấu hao trong giá vốn hàng bán	693	694	671	430	183	184	185
Giá vốn hàng bán	2.973	4.864	4.735	5.307	5.295	5.375	5.213
Lợi nhuận gộp	1.157	1.724	1.113	995	721	730	718
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	17%	13%	11%	16%	8%	9%	9%
Chi phí bán hàng & tổng hợp	97	103	120	141	165	193	226
EBITDA	1.044	1.552	963	845	607	658	643
<i>Biên lợi nhuận EBITDA</i>	25%	24%	16%	13%	10%	11%	11%
Khấu hao cho tài sản cố định	693	694	660	420	182	182	183
Khấu hao cho tài sản vô hình		-	-	-	-	-	-
EBIT	351	857	303	425	425	475	460
Doanh thu tài chính	658	1.625	494	460	469	479	505
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay	206	155	132	115	105	96	88
Lỗ tỷ giá (Lãi tỷ giá)	63	0	(137)	(39)	1	1	2
CP tài chính khác		80					
Lợi nhuận tài chính ròng	389	1.390	499	384	363	382	416
Lợi nhuận trước thuế	780	2.228	802	809	788	858	876
Thuế thu nhập doanh nghiệp	267	587	176	178	187	194	199
<i>Thuế suất thực tế</i>	34%	26%	22%	22%	23%	22%	23%
Thu nhập trước lỗ bất thường	234	199	626	631	601	664	676
Lợi nhuận của cổ đông thiểu số	8	10	4	4	4	4	4
Lợi nhuận ròng	505	1.629	622	627	598	660	672
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	12%	25%	11%	10%	10%	11%	11%

Bảng cân đối tài sản (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản cố định							
Tiền và tương đương tiền	1.007	1.186	550	333	141	99	20
Đầu tư ngắn hạn	3.466	3.753	4.053	4.353	4.653	4.953	5.253
Phải thu	1.244	1.410	1.587	1.593	1.577	1.502	1.555
<i>Vòng quay phải thu</i>	<i>110</i>	<i>78</i>	<i>99</i>	<i>92</i>	<i>96</i>	<i>90</i>	<i>96</i>
Hàng tồn kho	785	939	1.237	1.284	1.268	1.247	1.290
<i>Vòng quay hàng tồn kho</i>	<i>96</i>	<i>70</i>	<i>95</i>	<i>88</i>	<i>87</i>	<i>85</i>	<i>90</i>
Tài sản ngắn hạn khác	139	10	78	76	55	69	67
Tổng tài sản ngắn hạn	6.641	7.297	7.505	7.639	7.694	7.871	8.184
Tài sản dài hạn							
Tài sản cố định	13.753	13.749	13.979	14.329	14.484	14.634	14.789
Khấu hao	11.214	11.893	12.553	12.972	13.154	13.336	13.520
Tài sản ròng	2.539	1.856	1.426	1.356	1.330	1.297	1.269
Đầu tư dài hạn	1.511	1.313	1.313	1.313	1.313	1.313	1.313
Tài sản cố định vô hình			-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	1.382	1.430	1.447	1.420	1.432	1.433	1.428
Tổng tài sản dài hạn	5.432	4.598	4.185	4.089	4.074	4.043	4.010
Tổng tài sản	12.073	11.896	11.690	11.727	11.768	11.914	12.195
Nợ ngắn hạn							
Phải trả	203	277	324	352	342	344	386
<i>Vòng quay phải trả</i>	<i>25</i>	<i>21</i>	<i>25</i>	<i>24</i>	<i>24</i>	<i>23</i>	<i>27</i>
Chi phí phải trả	738	799	935	1.094	1.279	1.497	1.751
Nợ ngắn hạn	447	371	368	365	366	321	322
Nợ phải trả khác	8	9	10	9	9	9	9
Tổng nợ ngắn hạn	1.396	1.456	1.637	1.820	1.996	2.170	2.467
Nợ dài hạn							
Nợ dài hạn	6.485	5.004	4.377	3.986	3.634	3.328	3.021
Nợ dài hạn khác							
Tổng nợ dài hạn	6.485	5.004	4.377	3.986	3.634	3.328	3.021
Tổng nợ	7.881	6.460	6.015	5.806	5.631	5.498	5.488
<i>Nợ/ Vốn</i>	<i>63%</i>	<i>50%</i>	<i>46%</i>	<i>43%</i>	<i>40%</i>	<i>36%</i>	<i>33%</i>
Vốn chủ sở hữu							
Cổ phiếu ưu đãi							
Vốn chủ sở hữu	3.262	3.262	3.262	3.262	3.262	3.262	3.262
Lợi nhuận giữ lại	894	2.135	2.375	2.620	2.836	3.115	3.405
Vốn khác			-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	4.156	5.397	5.637	5.883	6.099	6.377	6.668
Quyền lợi cổ đông thiểu số	35	39	39	39	39	39	39
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	12.073	11.896	11.690	11.727	11.768	11.914	12.195

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận sau thuế	780	2.240	622	627	598	660	672
Khấu hao tài sản cố định và tài sản vô hình	693	694	660	420	182	182	183
Thay đổi trên Vốn lưu động	(326)	(137)	(495)	(23)	43	83	(50)
Chênh lệch trên các khoản khác	(435)	(1.733)	119	186	173	216	259
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	712	1.065	906	1.209	995	1.142	1.064
Tiền thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	-	-	-	-
Tiền thu từ đầu tư, góp vốn vào các đơn vị khác	(383)	(141)	(230)	(350)	(155)	(150)	(155)
Chi phí từ thanh lý TSCĐ	(674)	(516)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Các hoạt động đầu tư khác	579	513					
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(478)	(144)	(530)	(650)	(455)	(450)	(455)
(Chi trả cổ tức)	(3)	(321)	(382)	(382)	(382)	(382)	(382)
Tiền vay ngắn hạn nhận được	-	-	(3)	(3)	1	(45)	1
Tiền vay dài hạn nhận được	(407)	(421)	(627)	(392)	(351)	(306)	(307)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu							
Tiền thu từ các hoạt động tài chính khác							
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(410)	(742)	(1,011)	(776)	(732)	(733)	(688)
Tiền tồn đầu kỳ	1.183	1.007	1.186	550	333	141	99
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(176)	179	(635)	(217)	(192)	(42)	(79)
<i>Số dư tiền mặt cuối kỳ</i>	<i>1.007</i>	<i>1.186</i>	<i>550</i>	<i>333</i>	<i>141</i>	<i>99</i>	<i>20</i>

Chỉ số	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số so sánh							
P/E	7,50	4,76	12,17	12,07	12,67	11,47	11,26
PEG	0,1	1,5	31,9	12,0	13,3	10,4	11,1
EV/EBIT	18,70	8,62	45	32	32	29	30
EV/EBITDA	6,29	4,70	14	16	22	21	21
P/B	0,91	1,44	1,3	1,3	1,2	1,2	1,1
Chỉ số sinh lợi							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	28%	26%	19%	16%	12%	12%	12%
Biên LN EBITDA	25%	24%	16%	13%	10%	11%	11%
Biên LN hoạt động	9%	13%	5%	7%	7%	8%	8%
Biên LN ròng	12%	25%	11%	10%	10%	11%	11%
ROA	4%	14%	5%	5%	5%	6%	6%
ROE	14%	34%	11%	11%	10%	11%	10%
Chỉ số nợ vay							
Chỉ số thanh toán lãi (EBIT/I)	1,70	5,53	2,30	3,69	4,05	4,96	5,24
EBITDA / (I + Cap Ex)	1,77	5,24	2,66	1,82	2,33	2,68	2,65
Nợ vay/vốn	0,63	0,50	0,46	0,43	0,40	0,36	0,33
Nợ vay/VCSH	1,67	1,00	0,84	0,74	0,66	0,57	0,50
Chỉ số thanh khoản							
Vòng quay tài sản	0,34	0,55	0,50	0,54	0,51	0,51	0,49
Vòng quay phải thu	3,32	4,67	3,69	3,96	3,81	4,06	3,82
Vòng quay phải trả	20,35	23,80	18,04	17,89	17,60	17,77	17,12
Vòng quay tồn kho	5,26	7,02	4,73	4,91	4,75	4,90	4,60
Hệ số thanh toán hiện thời	4,76	5,01	4,58	4,20	3,85	3,63	3,35
Hệ số thanh toán nhanh	4,19	4,37	3,83	3,49	3,22	3,05	2,82

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lê Mai Thùy Linh

Giám đốc – Phân tích cơ bản
linhlm@vpbs.com.vn

Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích
bant@vpbs.com.vn

Đoàn Thanh Trà

Trợ lý phân tích
tradt@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1 – Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên. Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc biến hướng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.