

Ngành điện

Báo cáo cập nhật

30 tháng 9, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **25.300**

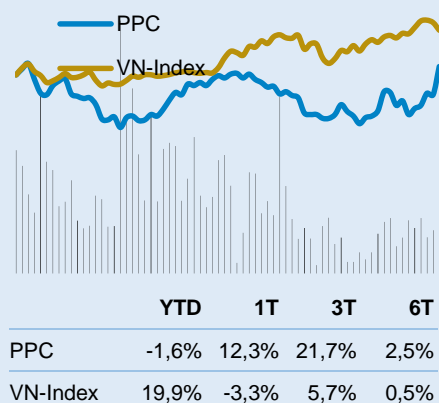
Giá thị trường (30/09/2014) 24.900

Lợi nhuận kỳ vọng 1,6%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	18.600 - 27.100
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	7.858
SL cổ phiếu lưu hành	318.154.614
KLGD bình quân 10 ngày	1.383.665
% sở hữu nước ngoài	17,5%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,1%
Beta	1,04

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

CTCP Nhiệt điện Phả Lại

Mã giao dịch: PPC

Reuters: PPC.HM

Bloomberg: PPC VN

Tỷ giá JPY/VND giảm mạnh tạo lợi nhuận đột biến trong Q3/2014 cho PPC

Trong quý 3/2014, lợi nhuận sau thuế của PPC dự báo tăng trưởng 323% so với cùng kỳ 2013 đạt 424 tỷ đồng do trong kỳ PPC được hưởng lãi chênh lệch tỷ giá khi đồng Yên giảm giá khoảng 8% so với VNĐ.

- Doanh thu.** Sản lượng điện tiêu thụ trong quý 3/2014 ước đạt hơn 1 tỷ kwh điện. Giá bán điện của PPC trong Q3 dự báo khoảng 1.304 VNĐ/kwh.
- Lãi từ chênh lệch tỷ giá.** Tỷ giá mua chuyển khoản VNĐ/JPY của Vietcombank (tỷ giá tham chiếu của PPC) ngày 29/9 là 193,3; giảm 16 điểm so với thời điểm cuối Q2/2014. Nếu giả định tại thời điểm cuối tháng 9, tỷ giá vẫn ở mức hiện nay thì PPC có thể được hạch toán khoảng 418 tỷ VNĐ lãi tỷ giá trong Q3/2014 (trong đó 13 tỷ từ lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện và phần còn lại từ đánh giá lại khoản vay).

Triển vọng 2014. Chúng tôi dự báo PPC có thể đạt 6.897 tỷ VNĐ doanh thu và 729 tỷ LNST trong năm 2014, tăng 5% về doanh thu tuy nhiên lợi nhuận giảm 56% do đồng Yên nhiều khả năng sẽ chỉ giảm nhẹ so với VNĐ khiến doanh thu tài chính giảm mạnh so với năm 2013.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, tỷ giá đồng Yên giảm có thể giúp kết quả kinh doanh của PPC trong Q3/2014 rất thuận lợi. Đây cũng là nguyên nhân khiến giá cổ phiếu PPC đã tăng tương đối mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên xét đến kết quả kinh doanh cả năm của PPC, giá điện đàm phán với EVN có thể sẽ thấp hơn so với giá mà PPC tạm hạch toán trong Q1/2014, do đó, lợi nhuận sau thuế của PPC cho cả năm 2014 dự báo vẫn sụt giảm mạnh. Giá hợp lý của PPC theo mô hình định giá DCF của chúng tôi ở mức 25.300 VNĐ/cổ phần. Do đó chúng tôi giữ nguyên đánh giá NEUTRAL đối với cổ phiếu PPC.

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q3/2013	Q3/2014F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.131	6.583	6.897	1.201	1.341
EBITDA (tỷ đồng)	904	3.088	1.000	371	667
EBIT (tỷ đồng)	232	2.383	1.000	203	491
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	513	1.641	729	100	424
EPS (đồng/cổ phần)	1.573	5.030	2.233	307	1.299
P/E (x)	12,4	3,9	8,7	80,3	19,0
P/B (x)	1,53	1,18	1,63	1,49	1,6
ROA (%)	4%	14%	7%	1%	4%
ROE (%)	12%	30%	15%	2%	9%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	51%
Sở hữu nước ngoài	13,23%
Sở hữu khác	35,77%

CƠ ĐỒNG LỚN

Tổng công ty Phát điện 2	52,3%
REE CORP.	22,37%

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	6.583	6.897
Giá vốn	3.469	3.262	3.666	5.575	6.398
Lợi nhuận gộp	714	461	464	1.008	499
Doanh thu tài chính	409	460	658	1.628	620
Chi phí tài chính	1.053	842	269	235	136
Lợi nhuận sau thuế	3	-	513	1.641	729

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013F	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.371	1.183	1.007	1.186	1.007
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.148	957	1.337	1.408	1.956
Hàng tồn kho	667	689	785	939	1.172
Tài sản cố định hữu hình	3.436	2.793	2.105	1.522	725
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.653	2.664	2.706	2.721	2.843
Tổng tài sản	11.541	11.766	12.024	11.852	11.164
Nợ ngắn hạn	419	495	447	371	359
Nợ dài hạn	6.912	7.678	6.485	5.004	4.486
Vốn chủ sở hữu	3.728	2.952	4.149	5.396	4.943
Tổng nguồn vốn	11.541	11.766	12.024	11.852	11.164

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-5,4	-11	11,0	59,4	4,8
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-99,7	-100	-	219,8	-55,6
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	17,1	12,4	11,2	15,3	7,2
Lợi nhuận thuần biên (%)	0,1	-	12,4	24,9	10,6
ROA (%)	0,0	-	4,3	13,8	6,5
ROE (%)	0,1	-	12,4	30,4	14,7
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	67,5	74,7	65,3	54,3	55,6
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	209,1	298,6	189,8	119,6	125,9
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	9	-	1.573	5.030	2.233
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.117	9.049	12.717	16.540	15.151

Cập nhật KQKD Q2/2014

Lợi nhuận tiếp tục sụt giảm mạnh trong Q2. Trong Q2/2014, PPC tiêu thụ được khoảng 1,68 tỷ kwh điện, đạt 2.111 tỷ đồng doanh thu và lỗ 64 tỷ đồng. So với cùng kỳ năm 2013, doanh thu thuần tăng 13% tuy nhiên lợi nhuận giảm mạnh (-118%) do lợi nhuận tài chính giảm và giá điện tăng không đủ bù đắp mức tăng của giá than đầu vào.

- *Lợi nhuận tài chính giảm mạnh.* PPC chịu chi phí lỗ tỷ giá khoảng 156 tỷ VNĐ trong Q2/2014 do đồng Yên tăng giá (tỷ giá VNĐ/JPY tăng từ mức 203.47 vào 31/3/2014 lên mức 209,46 vào ngày 30/6/2014). Trong khi cùng kỳ năm 2013, Công ty ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá 235 tỷ VNĐ do đồng JPY đã giảm giá 4% trong quý 2/2013 so với thời điểm cuối quý 1/2013.
- *Giá điện tăng không đủ bù đắp mức tăng của giá than đầu vào.* Giá bán điện bình quân được hạch toán trong quý 2/2014 ở mức 1.257 VNĐ/kwh, mặc dù tăng 11% so với cùng kỳ 2013, nhưng giảm 8% so với quý 1/2014 do PPC thực hiện điều chỉnh giảm doanh thu trong quý 2/2014 để giá điện hạch toán trong nửa đầu 2014 về sát với giá điện theo thương thảo gần nhất với EVN. Trong khi đó, giá than bán cho điện bình quân đã tăng khoảng 60% so với cùng kỳ 2013, đẩy chi phí nhiên liệu của PPC tăng mạnh.

So sánh một số chỉ tiêu hoạt động của PPC

Chỉ tiêu	Q2/2013	Q2/2014	%yoy
Sản lượng tiêu thụ (triệu kwh)	1.650	1.679	2%
Giá bán bình quân (VNĐ/kwh)	1.131	1.257	11%
LN từ hoạt động sx điện (triệu VNĐ)	347.664	-11.967	-103%
Doanh thu tài chính (triệu VNĐ)	378.181	87.698	-77%
- Lãi chênh lệch tỷ giá (triệu VNĐ)	234.785	0	
Chi phí tài chính (triệu VNĐ)	43.169	193.128	347%
- Lỗ chênh lệch tỷ giá (triệu VNĐ)	0	155.706	

Dự báo KQKD Q3/2014

Trong quý 3/2014, lợi nhuận sau thuế của PPC dự báo tăng trưởng 323% so với cùng kỳ 2013 đạt 424 tỷ đồng do trong kỳ PPC được hưởng lãi chênh lệch tỷ giá khi đồng Yên giảm giá khoảng 8% so với VNĐ.

- **Sản lượng điện.** Sản lượng điện tiêu thụ trong tháng 7 và tháng 8/2014 của PPC đạt khoảng 831 triệu kwh, tăng 41% so với cùng kỳ do trong thời gian từ tháng 6 đến tháng 8/2013, PPC tiến hành dừng 2 tổ máy 4 và 6 để sửa chữa định kỳ. Chúng tôi giả định sản lượng điện trong tháng 9 ở mức tương đương với cùng kỳ 2013. Theo đó PPC có thể tiêu thụ được khoảng 1 tỷ kwh điện trong quý 3/2014.

- ❑ **Giá bán điện.** Trong năm 2014, PPC tiếp tục tham gia thị trường phát điện cạnh tranh với kế hoạch bán khoảng 10% sản lượng cho thị trường này. Đối với phần điện bán theo hợp đồng cho EVN, theo đại diện của PPC, hiện tại PPC đã đàm phán xong giá bán điện với EVN trong suốt vòng đời hoạt động của nhà máy, tuy nhiên, PPC vẫn chưa chính thức ký hợp đồng với EVN. Theo đó, giá điện cho năm 2014 được xác định khoảng 1.200 VNĐ/kwh. Việc điều chỉnh sẽ chỉ được tiến hành khi có văn bản thỏa thuận chính thức về giá điện của năm 2014, mà điều này có thể sẽ kéo dài đến cuối năm nay. Tuy nhiên, nếu giá điện cho cả năm 2014 ở mức 1.200 VNĐ/kwh, chỉ tăng khoảng 4% so với mức giá bán điện của năm 2013, chúng tôi cho rằng đây là bất lợi lớn cho PPC do từ đầu năm đến nay giá than đã tăng khoảng 15%. Đối với giá bán điện trong quý 3/2014, hiện tại chúng tôi tạm thời sử dụng mức giá điện bình quân trong 6 tháng đầu năm 2014, đạt khoảng 1.304 VNĐ/kwh.
- ❑ **Chênh lệch tỷ giá.** Tỷ giá mua chuyển khoản VNĐ/JPY của Vietcombank (tỷ giá tham chiếu của PPC) ngày 29/9 là 193,3; giảm 16 điểm so với thời điểm cuối Q2/2014 - đồng nghĩa với việc PPC sẽ được hưởng lãi tỷ giá trong Q3/2014. Trong Q3/2014, PPC trả khoản gốc vay khoảng 928,3 triệu JPY vào ngày 20/9/2014 và dư nợ vay ngoại tệ cuối quý vào khoảng 25,07 tỷ JPY. Với chênh lệch tỷ giá như trên, chúng tôi ước tính PPC sẽ được hạch toán khoảng 418 tỷ VNĐ lãi tỷ giá trong Q3/2014 (trong đó 13 tỷ từ lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện và phần còn lại từ đánh giá lại khoản vay).

Lưu ý về khoản thuế TNDN phải nộp bổ sung. Theo BCTC kiểm toán Quý 2/2014, PPC có thể sẽ không được hưởng ưu đãi giảm 50% số thuế TNDN cho năm 2009. Theo BCTC kiểm toán năm 2009, toàn bộ số thuế mà PPC được miễn giảm là 136 tỷ đồng. Hiện tại, PPC đang kiến nghị lên Cục thuế tỉnh Hải Dương và chưa nhận được câu trả lời chính thức từ Cục thuế tỉnh Hải Dương. Do đó, nhiều khả năng khoản thuế bổ sung này sẽ chưa được hạch toán trong Q3/2014.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2014 của PPC

Chỉ tiêu	Q3/2013	Q3/2014F	% thay đổi	Lũy kế 2013	Lũy kế 2014F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	1.201	1.341	12%	4.846	5.618	16%
- Sản lượng tiêu thụ (tr.kwh)	783	1.029	31%	4.266	4.308	1%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	100	424	323%	1.403	583	-58%

Nguồn: PPC, BVSC ước tính

Dự báo KQKD 2014

Chúng tôi dự báo PPC có thể đạt 6.897 tỷ VNĐ doanh thu và 729 tỷ LNST trong năm 2014, tăng 5% về doanh thu tuy nhiên lợi nhuận giảm 56% do đồng Yên nhiều khả năng sẽ chỉ giảm nhẹ so với VNĐ khiến doanh thu tài chính giảm mạnh so với năm 2013.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của PPC			
Chỉ tiêu	2013	2014F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu	6.583	6.897	5% Sản lượng. Năm 2013 là năm hạn hán nặng nề khiến cho sản lượng thủy điện thấp và các doanh nghiệp nhiệt điện được huy động ở mức cao. Sản lượng điện năm 2014 của PPC có thể sẽ thấp hơn 2013 do tình hình thủy văn năm nay được dự báo có nhiều thuận lợi hơn. Chúng tôi giả định PPC có thể đạt 5,7 tỷ kwh điện, giảm 17% so với năm 2013. Giá bán điện. Giá than bán cho điện đã tăng thêm 5% vào cuối tháng 7/2014, và chúng tôi giả định đây sẽ là mức giá than trong 5 tháng cuối năm. Theo đó giá điện của PPC trong nửa cuối năm có thể khoảng 1.349 VNĐ/kwh và giá điện bình quân năm 2014 khoảng 1.344 VNĐ/kwh; tăng 17% so với năm 2013.
Giá vốn	5.575	6.398	15% Chi phí nhiên liệu trong năm 2014 ước tính khoảng 4.793 tỷ đồng, tăng 22% so với 2013 do sản lượng sản xuất và giá than đầu vào tăng.
Lợi nhuận gộp	1.008	499	-50%
Doanh thu tài chính	1.628	620	-62% Kể từ cuối tháng 8/2014, đồng Yên đã mất giá trở lại so với USD và được dự báo sẽ tiếp tục giảm sau khi có những dấu hiệu trì trệ trong nền kinh tế Nhật Bản cùng tuyên bố mới đây của Ngân hàng trung ương Nhật (BOJ) trong việc gia tăng hơn nữa các chính sách kích thích để hỗ trợ nền kinh tế thông qua các chương trình nới lỏng định lượng và định tính. Tại ngày 24/9/2014, tỷ giá JPY/VNĐ hiện ở mức 194,28. Nếu giả định tỷ giá JPY/VNĐ giữ nguyên tại mức hiện nay cho đến hết quý 4/2014, PPC có thể đạt 141 tỷ lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá hối đoái trong cả năm 2014.
Chi phí tài chính	235	136	-42% 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.
LNTT	2.228	863	-61%
LNST	1.641	729	-56%
EPS	5.001	2.233	-56%

Khuyến nghị đầu tư

Trong ngắn hạn, tỷ giá đồng Yên giảm có thể giúp kết quả kinh doanh của PPC trong Q3/2014 rất thuận lợi. Đây cũng là nguyên nhân khiến giá cổ phiếu PPC đã tăng tương đối mạnh trong thời gian qua. Tuy nhiên xét đến kết quả kinh doanh cả năm của PPC, giá điện đàm phán với EVN có thể sẽ thấp hơn so với giá mà PPC tạm hạch toán trong Q1/2014, do đó, lợi nhuận sau thuế của PPC cho cả năm 2014 dự báo vẫn sụt giảm mạnh. Giá hợp lý của PPC theo mô hình định giá DCF của chúng tôi ở mức 25.300 VNĐ/cổ phần. Do đó chúng tôi giữ nguyên đánh giá NEUTRAL đối với cổ phiếu PPC.

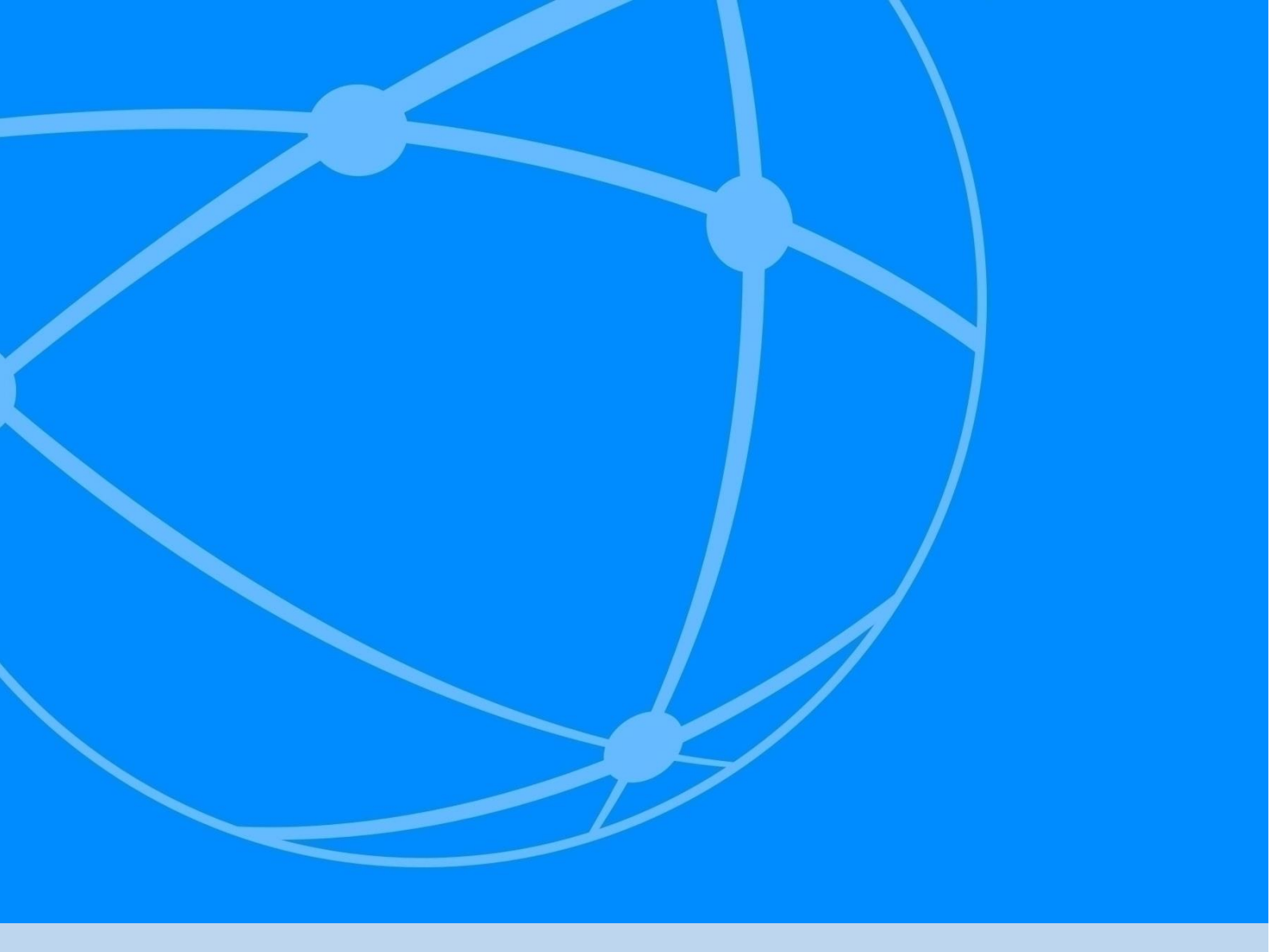
THUYẾT MINH BÁO CÁO

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

