

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

Báo cáo lần đầu 26/07/2018

Khuyến nghị:	MUA
Giá mục tiêu (VND):	22.500
Tiềm năng tăng giá:	22,6%
Cổ tức:	10-12%
Lợi suất cổ tức:	6%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu 26/07/2018

Giá hiện tại (VND):	18.350
Số lượng CP niêm yết:	326.235.000
Vốn điều lệ (tỷ VND):	3.260,24
Vốn hóa TT(tỷ VND):	5.883
% Sở hữu nước ngoài:	15,29%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	1.542	1.580	2.618
BV (vnd)	17.591	16.325	17.083
Cổ tức	12%	25%	12%
ROA(%)	5,01%	5,07%	9,42%
ROE(%)	9,82%	10%	16%

Hoạt động chính

Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại là một trong những nhà máy nhiệt điện than có công suất lớn nhất cả nước. Các hoạt động của nhà máy chủ yếu là sản xuất, kinh doanh điện năng.

Nguồn: VNCS tổng hợp

TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN KHẢ QUAN SAU KHI THANH TOÁN ĐƯỢC KHOẢN NỢ VAY DÀI HẠN

Một số chỉ tiêu kinh doanh của CTCP Nhiệt Điện Phả Lại - PPC

Chỉ tiêu	2015	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần (tỷ vnd)	7.664	5.977	6.235	6.402
Tăng trưởng doanh thu	2%	-22%	4%	3%
Lợi nhuận gộp (tỷ vnd)	963	503	790	832
Biên lợi nhuận gộp	13%	8%	13%	13%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ vnd)	565	554	854	939
Tăng trưởng LNST	-46%	-2%	54%	10%
Biên LNST	7%	9%	14%	15%
EPS (vnd)	1.542	1.580	2.618	2.879

Luận điểm đầu tư:

- **Tiềm năng phát triển ngành điện Việt Nam vẫn còn đang rất rộng mở**, tốc độ tăng trưởng sản lượng điện của nước ta đạt mức trên 11% trong những năm gần đây. Bên cạnh đó, nhu cầu sử dụng năng lượng điện của nước ta dự báo sẽ tăng 8%/năm cho đến năm 2035 trong khi nước ta vẫn phải nhập khẩu điện từ các quốc gia khác, đây là những yếu tố thuận lợi cho việc phát triển khả quan của các doanh nghiệp trong ngành điện.
- Các nhà máy điện nước ta tập trung theo ba nhóm chính : nhiệt điện than, nhiệt điện khí và thủy điện. Theo đó, tính đến năm 2020, **sản lượng điện sản xuất và tổng công suất của các nhà máy nhiệt điện than sẽ chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu ngành điện nước ta.**
- Với tổng công suất toàn nhà máy là **1.040 MW**, sản lượng điện trung bình mỗi năm **từ 5-6 tỷ kWh**, PPC luôn thuộc nhóm các nhà máy nhiệt điện có công suất lớn nhất cả nước, giữ **vai trò quan trọng trong lưới điện quốc gia.**
- Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế (LNST) của PPC có nhiều biến động, **nguyên nhân là do biến động từ giá vốn đầu vào** ảnh hưởng tới chi phí sản xuất và **khoản nợ vay dài hạn** bằng đồng làm JPY khiến PPC phải chịu một khoản chi phí tài chính lớn do chênh lệch tỷ giá. Kết thúc năm 2017, sau khi thanh toán được gần hết khoản nợ vay dài hạn, LNST của doanh nghiệp có sự tăng trưởng tích cực **khi LNST tăng 54% so với năm 2016.**
- Sau 2 quý đầu năm 2018, PPC đã hoàn thành **vượt mức kế hoạch khi doanh thu tăng 27% và LNST tăng 21%** so với cùng kỳ năm 2017. Với kết quả tích cực này, chúng tôi đánh giá khả quan về việc PPC có thể hoàn thành vượt mức kế hoạch kinh doanh năm 2018, với **LNST vượt mức 10%** so với thực hiện năm 2017 tương ứng với LNST là **939 tỷ đồng.**
- Đến hết năm 2017, **tỷ trọng nợ phải trả trên tổng nguồn vốn chiếm 27%**, điều này giúp cho sức khỏe tài chính của doanh nghiệp trong ngưỡng an toàn.

Rủi ro của công ty:

- Rủi ro từ biến động giá nguyên vật liệu đầu vào sẽ làm ảnh hưởng tới chi phí sản xuất của doanh nghiệp.

Khuyến nghị: Bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi ước tính trị giá hợp lý của cổ phiếu PPC là 22.500 VNĐ/CP tương ứng với P/E trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành là 7,8. Mức giá khuyến nghị của chúng tôi cao hơn 22,6% so với giá trị hiện tại. Do vậy chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu PPC cho mục tiêu đầu tư trung- dài hạn trong 6-12 tháng tới.

TỔNG QUAN NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

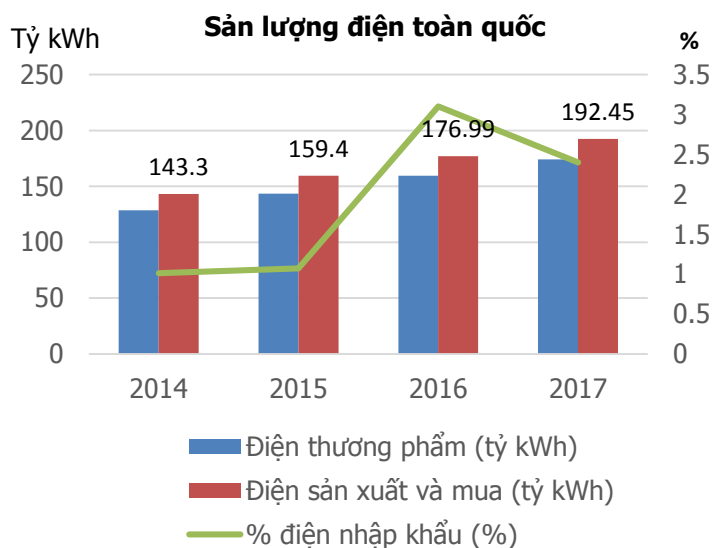
Tổng quan ngành điện

Tiềm năng phát triển của ngành điện

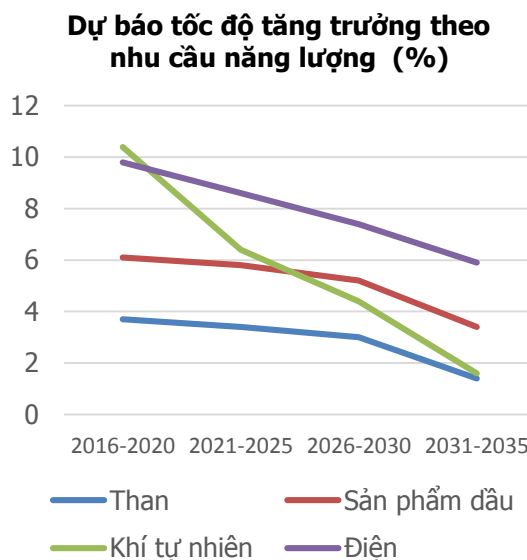
Với vai trò quan trọng có ảnh hưởng trực tiếp tới hoạt động sản xuất và kinh doanh của cả nước, ngành điện trong những năm qua đã có những bước tiến rõ rệt, tổng sản lượng điện thương phẩm cũng như điện sản xuất và mua tăng trung bình trên 11% mỗi năm. Nếu như năm 2014 sản lượng điện thương phẩm, điện sản xuất và mua toàn nước lần lượt là 128,43 tỷ kWh, 143,3 tỷ kWh thì đến năm 2017 sản lượng lần lượt là 174,05 và 192,45 tỷ kWh điện thương phẩm và điện sản xuất. Điện nhập khẩu chiếm tỉ trọng ổn định dao động từ 1-3%/năm. Như vậy, có thể thấy nhu cầu về cung- ứng điện năng của nước ta đang tăng trưởng mạnh mẽ và ổn định qua từng năm.

Theo kết quả tính toán của viện Năng lượng Việt Nam, tổng nhu cầu năng lượng sẽ tăng ở mức 4,7% trong giai đoạn 2015-2035 và đạt 134,5 triệu TOE vào năm 2035. Trong các loại nhiên liệu, điện có mức tăng cao nhất với 8%/năm trong giai đoạn 2016-2035. Khí tự nhiên, các sản phẩm dầu và than lần lượt có tốc độ tăng là 5,7%/năm, 5,1%/năm và 2,9%/năm. Việc gia tăng nhu cầu điện là một điều tất yếu do các hoạt động sản xuất của các ngành nước ta đang trong đà phát triển, theo đó sản lượng điện tiêu dùng được phân theo từng ngành năm 2020:

- Ngành công nghiệp xây dựng chiếm 55,3%.
- Quản lý tiêu dùng dân cư chiếm 33,3%.
- Dịch vụ thương mại là 5,8%.
- Nông lâm thủy sản và các hoạt động khác lần lượt chiếm 1,7% và 4,0%.



(Nguồn: VNCS tổng hợp)



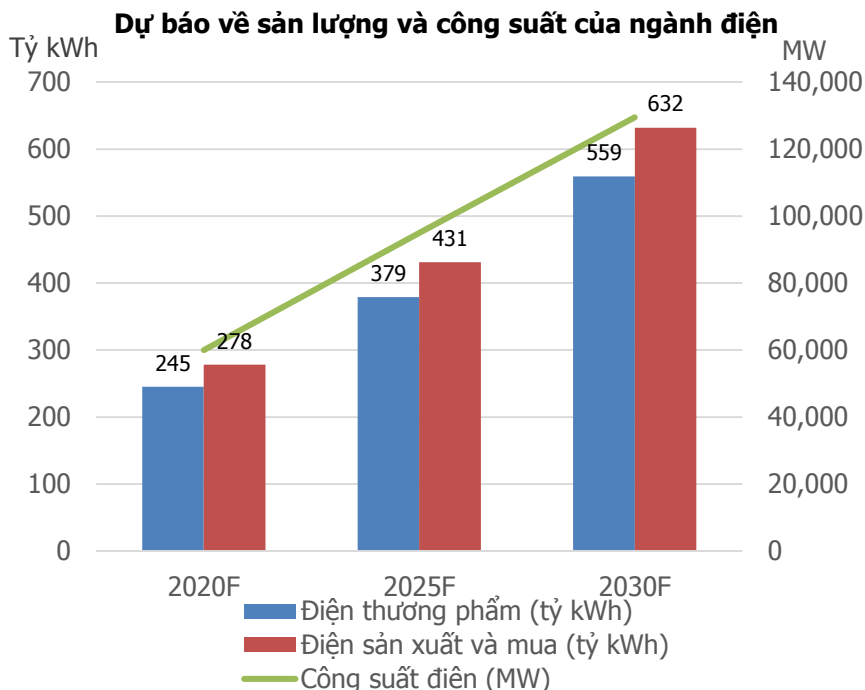
(Theo báo cáo phát triển năng lượng 2017)

Với dự báo nhu cầu sử dụng năng lượng sẽ tiếp tục tăng, ngành điện được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong những năm tới đây. Điện năng đang ngày càng chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu tiêu thụ năng lượng, nhu cầu dự kiến sẽ tăng 8% mỗi năm cho đến năm 2035, trong đó điện thương phẩm được dự báo tăng ở mức 7,9% trong giai đoạn 2016-2035. Theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh:

- Điện thương phẩm: Năm 2020 khoảng 235 - 245 tỷ kWh; năm 2025 khoảng 352 - 379 tỷ kWh; năm 2030 khoảng 506 - 559 tỷ kWh.
- Điện sản xuất và nhập khẩu: Năm 2020 khoảng 265 - 278 tỷ kWh; năm 2025 khoảng 400 - 431 tỷ kWh và năm 2030 khoảng 572 - 632 tỷ kWh.

- Công suất điện toàn nước năm 2020, 2025 và 2030 lần lượt là 60.000MW, 96.500MW và 129.500MW.

Với dự báo nhu cầu điện tăng trưởng cùng việc nước ta vẫn phải nhập khẩu điện trung bình 2,4%/năm từ Trung Quốc và Lào cho thấy điện sản xuất từ các nhà máy điện trong nước luôn được đảm bảo về thị trường đầu ra.



(Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh)

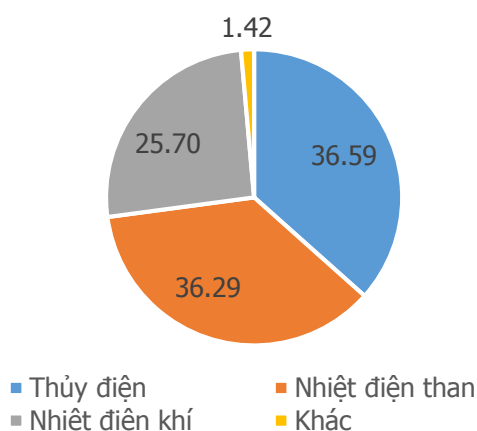
Cơ cấu ngành điện

Các nhà máy sản xuất điện ở Việt Nam tập trung vào ba nhóm chính: thủy điện, nhiệt điện chạy than và nhiệt điện khí.

Theo số liệu năm 2016, về cơ cấu công suất của ba nhóm nhà máy, thủy điện có tổng công suất lớn nhất trên 17.000 MW, nhiệt điện than chiếm gần 13.000MW và nhiệt điện khí là 8.000MW.

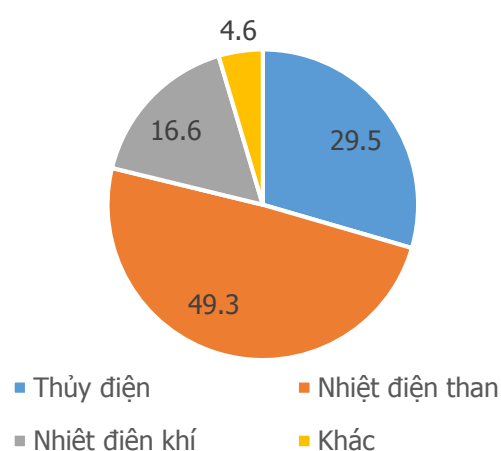
Về cơ cấu sản lượng, lũy kế 11 tháng đầu năm 2016, thủy điện chiếm 36,59% tổng sản lượng điện toàn quốc, nhiệt điện than chiếm 36,29% tổng sản lượng, theo sau đó là nhiệt điện khí và các nguồn cung cấp điện khác chiếm 25,7% và 1,42% tổng sản lượng điện sản xuất toàn quốc.

Cơ cấu sản lượng điện theo nhóm năm 2016 (%)



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Sản lượng điện theo nhóm năm 2020 (%)



(Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh)

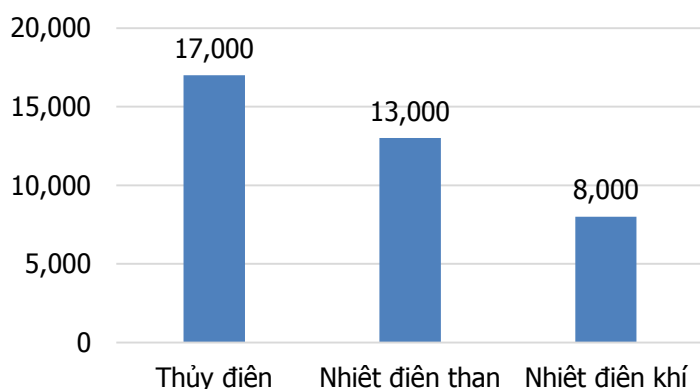
Theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh, ngành sản xuất điện ở Việt Nam đang có xu hướng chuyển đổi phát triển đầu tư vào các nhà máy nhiệt điện than.

Về sản lượng, thủy điện sẽ chiếm 29,5% tổng sản lượng sản xuất, nhiệt điện than chiếm tỉ trọng lớn nhất với 49,3% tổng sản lượng và cuối cùng là nhiệt điện khí với 16,6% vào năm 2020.

Về công suất, tổng công suất của các nhà máy thủy điện là 21.600MW, nhiệt điện khí có tổng công suất là 9.000MW và nhiệt điện than có tổng công suất lớn nhất là 26.000MW vào năm 2020.

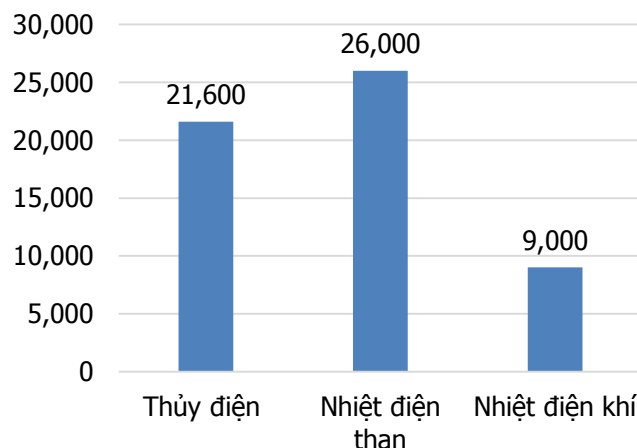
Với nguồn tài nguyên năng lượng dồi dào, đặc biệt là nguồn nguyên liệu than với trữ lượng lớn của nước ta là lí do chủ yếu cho việc dịch chuyển đầu tư từ các nhà máy thủy điện sang các nhà máy nhiệt điện than. Bên cạnh đó ảnh hưởng từ thời tiết cũng là một nhược điểm của thủy điện mà chúng ta khó thể dự báo được.

Công suất điện theo nhóm năm 2016 (MW)



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Công suất điện theo nhóm năm 2020 (MW)

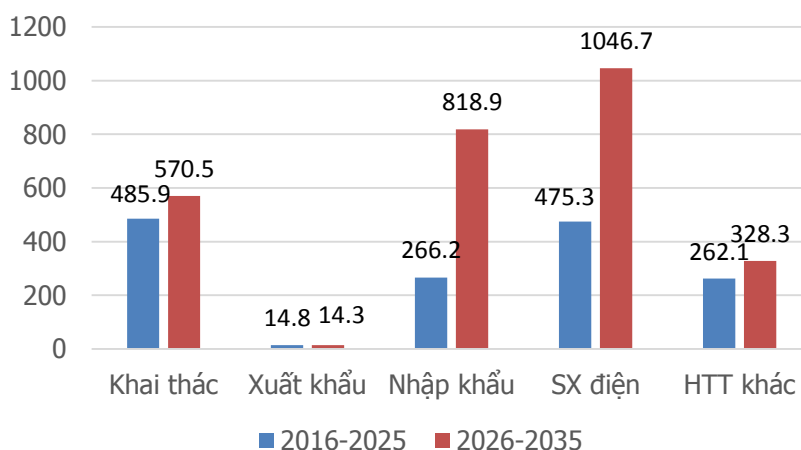


(Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh)

Nguồn nhiên liệu đảm bảo đủ để đáp ứng nhu cầu sản xuất điện năng

a.Than

Dự báo về sản lượng than (Đ/vị triệu tấn)



(Theo báo cáo triển vọng năng lượng 2017)

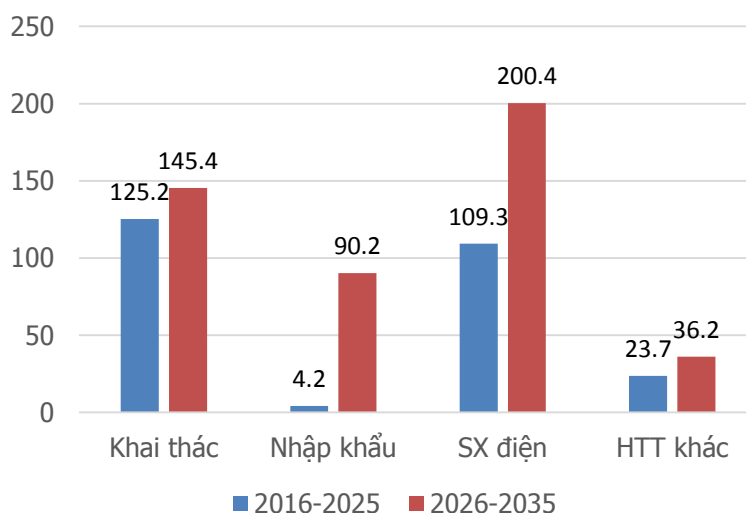
Theo dự báo của Bộ Công thương, tổng sản lượng than khai thác và nhập khẩu trong giai đoạn 2016-2025 sẽ là 485,9 triệu tấn và 278,7 triệu tấn than, sản lượng than dùng cho hộ tiêu thụ khác là 262.1 triệu tấn (HTT khác). Tổng sản lượng khai thác và nhập khẩu trong giai đoạn 2016-2035 là 1,056.4 và 1,085.1 triệu tấn.

Theo kết quả tính toán, than trong nước sẽ được khai thác triệt để với mức khai thác đạt khoảng 60 triệu tấn than mỗi năm vào năm 2030 trong khi năm 2016, sản lượng than khai thác rơi vào 41-44 triệu tấn/năm. Sản lượng than nhập khẩu tăng từ 13,3 triệu tấn/năm vào năm 2016 lên 50,4 triệu tấn/năm vào năm 2025 và 107,2 triệu tấn/năm vào năm 2035.

Với nhu cầu sản xuất điện tăng cao, tổng sản lượng than khai thác và than nhập khẩu đủ để đảm bảo phục vụ cho nhu cầu sản xuất điện.

b.Khí

Dự báo về sản lượng khí (tỷ m³)



(Theo báo cáo triển vọng năng lượng 2017)

Theo dự báo của Bộ Công Thương, tổng sản lượng khí trong nước giai đoạn 2016-2025 đạt mức 125,2 tỷ m³. Giai đoạn 2026-2035, sản lượng khí khai thác tăng lên 145,4 tỷ m³, tăng 16% so với giai đoạn trước.

Sản lượng khí dành cho sản xuất điện năng lần lượt là 109,3 và 200,4 tỷ m³, sản lượng khí dành cho hộ tiêu thụ khác là 23,7 và 36,2 tỷ m³ vào các giai đoạn từ 2016-2025 và 2026-2035. Với việc khai thác và nhập khẩu khí một cách hiệu quả sẽ giúp đảm bảo nguồn năng lượng cho việc phát triển điện khí nói riêng và ngành điện nói chung. Theo đó, việc khai thác khí nước ta sẽ cải thiện qua từng giai đoạn:

- Giai đoạn 2016-2020 đạt 11-15 tỷ m³/năm
- Giai đoạn 2021-2025 đạt 13-27 tỷ m³/năm
- Giai đoạn 2026-2035 đạt 23-31 tỷ m³/năm

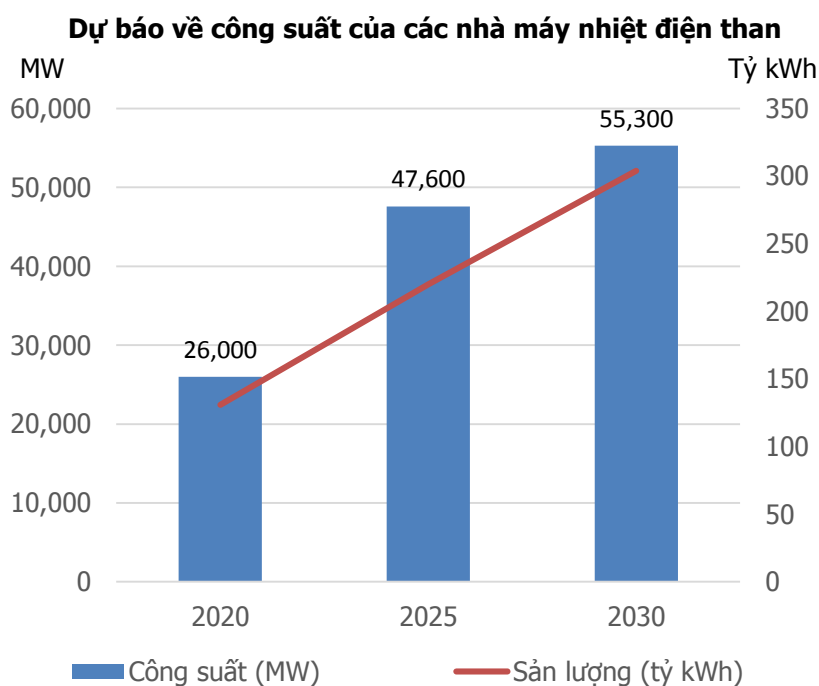
Vị thế của các nhà máy nhiệt điện càng được nâng cao

Theo các con số thống kê trên, nhiệt điện chiếm tỉ trọng trên 50% trên tổng công suất nguồn điện của cả nước, đặc biệt nhiệt điện than chiếm tới 40% trong số đó.

Theo quy hoạch điện VII, đối với nhiệt điện than: Khai thác tối đa nguồn than trong nước cho phát triển các nhà máy nhiệt điện, ưu tiên sử dụng than trong nước cho các nhà máy nhiệt điện khu vực miền Bắc. Theo đó:

Đến năm 2020, tổng công suất các nhà máy nhiệt điện than khoảng 26.000 MW, sản xuất khoảng 131 tỷ kWh điện, chiếm khoảng 49,3% tổng sản lượng điện sản xuất.

Năm 2025, tổng công suất nhà máy nhiệt điện than khoảng 47.600 MW, sản xuất khoảng 220 tỷ kWh điện, chiếm khoảng 55% tổng sản lượng điện sản xuất. Năm 2030, các nhà máy nhiệt điện than có tổng công suất khoảng 55.300 MW, sản xuất khoảng 304 tỷ kWh, chiếm khoảng 53,2% tổng sản lượng điện sản xuất.



(Theo quy hoạch điện VII điều chỉnh)

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI PPC

Giới thiệu chung

Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại (mã cổ phiếu PPC niêm yết sàn HSX) là nhà máy nhiệt điện chạy than có công suất lớn nhất cả nước, với hai nhà máy sản xuất điện, gồm 6 tổ máy có công suất 1.040 MW. Từ khi nhà máy 2 đi vào hoạt động năm 2002, nhiệt điện Phả Lại đóng vai trò quan trọng trong hệ thống lưới điện quốc gia, sản lượng hàng năm đạt trên 6 tỷ kWh chiếm khoảng 10% tổng sản lượng điện toàn quốc, 40% tổng sản lượng điện miền Bắc.

Lịch sử hình thành

Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại tiền thân là nhà máy Nhiệt điện Phả Lại thuộc Tổng công ty Điện lực Việt Nam, chuyên kinh doanh trong lĩnh vực điện năng thành lập năm 1982.

- Năm 1982-1985: dây chuyền 1 được đưa vào vận hành.
- Năm 2001-2002: dây chuyền 2 được đưa vào vận hành.
- Năm 2005, nhà máy Nhiệt điện Phả lại được chuyển thành Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả lại theo quyết định của Bộ Công nghiệp, hạch toán độc lập.
- Năm 2006, cổ phiếu của Công ty Cổ phần nhiệt điện Phả Lại chính thức được giao dịch trên TTGDCK Hà Nội.
- Năm 2007, cổ phiếu của Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại được chuyển sang niêm yết tại TTGDCK Hồ Chí Minh.

Các lĩnh vực hoạt động chính của doanh nghiệp

- Sản xuất, kinh doanh điện năng.
- Quản lý, vận hành, bảo dưỡng, sửa chữa, cải tạo các công trình nhiệt điện, công trình kiến trúc của nhà máy điện.
- Lập dự án đầu tư xây dựng, quản lý xây dựng, tư vấn giám sát thi công xây lắp các công trình điện.

Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả lại đang liên kết cùng Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng với vốn điều lệ là 5.000 tỷ đồng trong đó tỷ lệ góp vốn của Phả lại là 25,97%.

Cơ cấu cổ đông của công ty

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Tổng Công ty Phát điện 2	52%
Công ty Cổ phần cơ điện lạnh	24%
Halley Sicav	9%
Tổng Công ty Tài chính cổ phần Dầu khí Việt Nam	2%
Khác	13%

Tên	Chức vụ	Số lượng	Tỷ lệ phần trăm
Lê Thế Sơn	Kế toán trưởng	7.140	0,00%
Phạm Kim Lâm	Chủ tịch Hội đồng Quản trị	105.840	0,03%
Nguyễn Văn Thanh	Thành viên Hội đồng Quản trị	34.020	0,01%
Phạm Văn Thư	Thành viên Hội đồng Quản trị/Tổng Giám đốc	90.050	0,03%
Nguyễn Văn Tuấn	Phó Tổng Giám đốc	75.810	0,02%
Đình Thị Thảo	Phó Tổng Giám đốc	21.705	0,01%

TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN TRONG TƯƠNG LAI

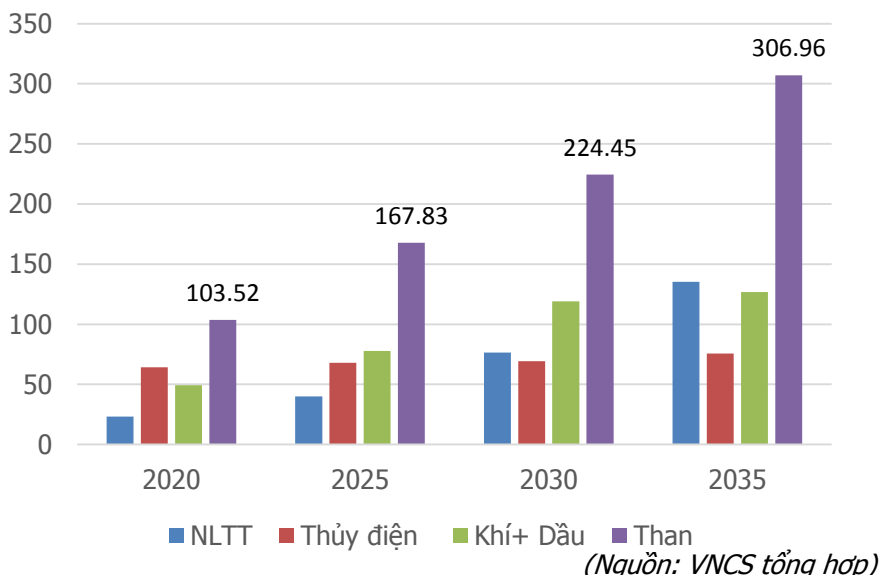
Thị trường đầu ra ổn định

Trong thực trạng nhu cầu điện năng ngày càng tăng và nhất là trong bối cảnh nước ta vẫn phải nhập khẩu điện từ Trung Quốc và Lào với tỉ trọng 2% so với tổng điện tiêu thụ của cả nước, điện thương phẩm của ngành điện nói chung cũng như ngành nhiệt điện nói riêng sẽ luôn có một thị trường được đảm bảo đầu ra. Theo số liệu năm 2016, điện thương phẩm toàn quốc là 159,45 tỷ kWh, điện sản xuất và nhập khẩu là 176,99 tỷ kWh trong đó nhiệt điện than chiếm tới 70,86 tỷ kWh.

Theo báo cáo triển vọng năng lượng Việt Nam năm 2017, nhiệt điện than lần lượt sản xuất 103,52; 167,83; 224,45 và 306,96 tỷ kWh trên tổng sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu của toàn nước theo các năm 2020, 2025, 2030 và 2035. Điều đó thể hiện nhiệt điện than có vai trò quan trọng trong việc cung cấp điện năng của toàn ngành điện khi nó chiếm tới 50% tổng sản lượng.

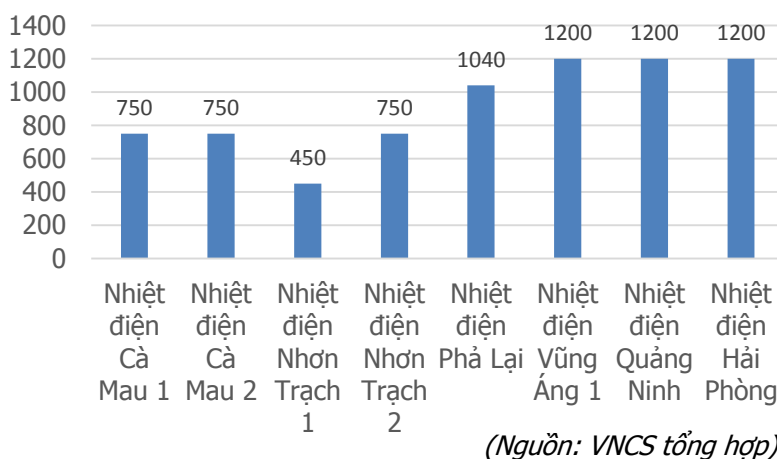
Như vậy, việc phát triển của nhu cầu ngành điện năng trong tương lai sẽ mang đến một thị trường ổn định cho ngành nhiệt điện than, trong đó có PPC.

Sản lượng điện theo các dạng nhiên liệu (tỷ kWh)



VỊ THẾ CỦA PPC TRONG NGÀNH

Công suất của các nhà máy nhiệt điện (MW)

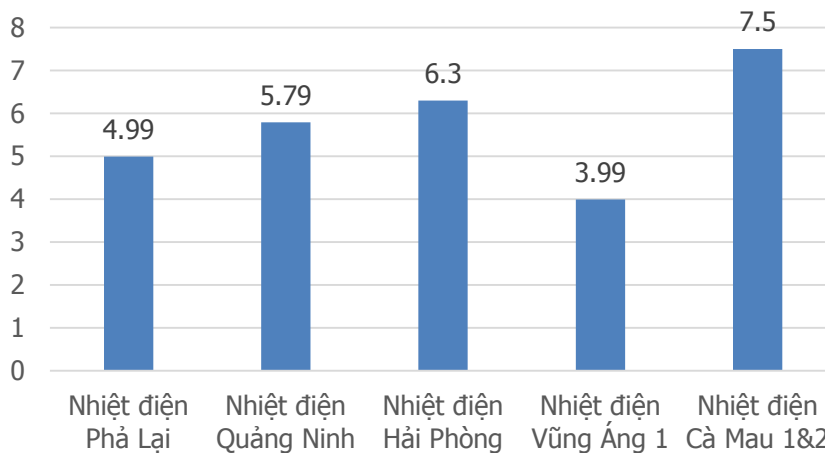


Với tổng công suất toàn nhà máy là 1.040 MW, PPC luôn thuộc nhóm các nhà máy nhiệt điện có công suất lớn nhất cả nước, giữ vai trò quan trọng trong lưới điện quốc gia.

Sản lượng điện của nhà máy Nhiệt điện Phả Lại trung bình mỗi năm từ 5-6 tỷ kWh. Sản lượng điện tuy có dấu hiệu suy giảm vào năm 2017 khi doanh nghiệp

chỉ đạt 4,99 tỷ kWh nhưng vẫn giữ được ở mức trung bình so với các nhà máy nhiệt điện than có công suất lớn, tiêu biểu là nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh sản xuất được 5,79 tỷ kWh và nhà máy nhiệt điện Hải Phòng sản xuất đạt 6,3 tỷ kWh vào năm 2017.

Sản lượng điện sản xuất năm 2017 (tỷ kWh)



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

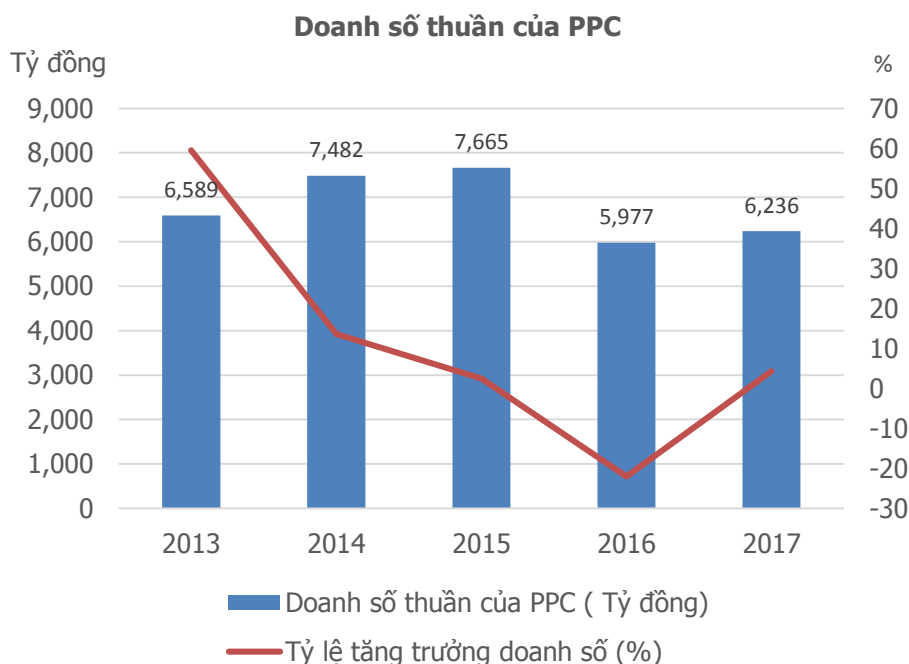
Bảng so sánh một số chỉ tiêu tài chính quan trọng của các doanh nghiệp ngành sản xuất điện năng

Mã CK	Số lượng CP đang lưu hành (Triệu CP)	Giá trị sổ sách/CP (VND)	Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	Doanh số/CP (VND)	EPS (VND)	P/E	P/B	ROA (%)	ROE (%)
HND	500.000.000	10.371	5.500	18.190	791	13,9	1,06	2,45%	8,00%
NT2	287.876.029	17.317	9.154	23.486	2.815	11,30	1,84	7,06%	16,38%
PPC	326.235.000	16.788	6.704	19.115	2.618	7,85	1,22	9,42%	16,01%
QTP	450.000.000	8.247	4.550	18.245	1.575	6,42	1,23	4,80%	21,53%
CHP	125.999.511	14.912	3.100	6.830	3.257	7,55	1,65	13,26%	23,12%
TMP	70.000.000	14.412	2.310	10.002	4.488	7,35	2,29	23,75%	30,88%

Với vị thế là một trong những nhà máy nhiệt điện có công suất lớn của cả nước, tương đương 4-5% tổng công suất các nhà máy nhiệt điện đang vận hành, PPC được kì vọng có mức tăng trưởng ổn định và duy trì khả năng cạnh tranh với các nhà máy khác trong những năm sắp tới.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PPC

Kết quả hoạt động kinh doanh có chuyển biến tích cực

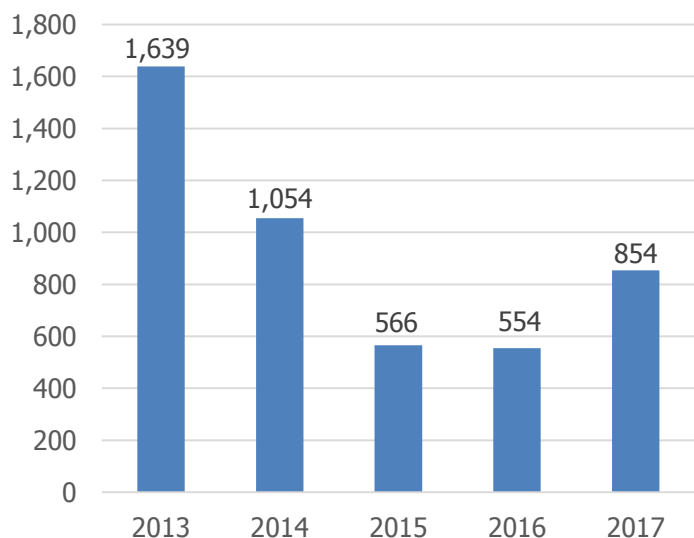


(Nguồn: VNCS tổng hợp)

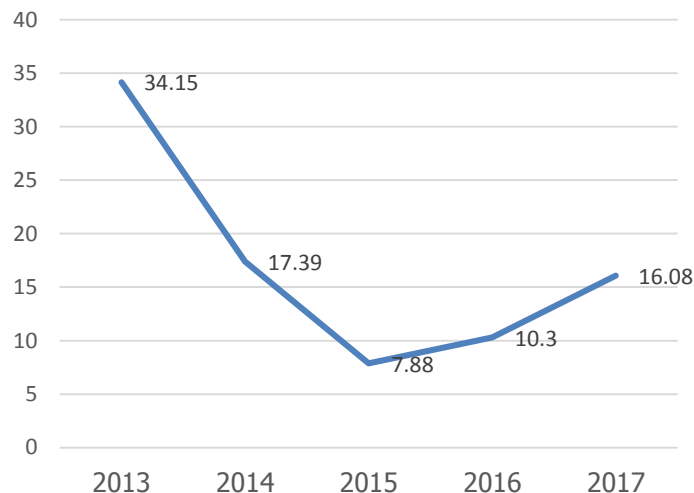
Trong giai đoạn 2013-2016, hoạt động sản xuất kinh doanh của PPC không ổn định bởi biến động giá vốn bán hàng đầu vào và tác động từ chi phí tài chính do chênh lệch tỉ giá từ nguồn vay dài hạn. Tuy nhiên, tình hình kinh doanh của công ty đang có chuyển biến tích cực, doanh thu thuần 2017 bằng 104% so với 2016, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh từ 617,53 tỉ lên hơn 1.002 tỷ đồng năm 2017.

Doanh số thuần tăng 16% trong giai đoạn từ năm 2013-2015, có sự sụt giảm trong năm 2016 do hiện tượng El Nino kéo dài ảnh hưởng tới sản xuất toàn ngành điện. Tuy nhiên, đến năm 2017, công ty có sự phục hồi khi đạt được 6.236 tỷ về doanh số.

Lợi nhuận sau thuế (đ/vị tỷ đồng)



Biên lợi nhuận ròng (%)



(Nguồn : VNCS tổng hợp)

Lợi nhuận sau thuế có sự sụt giảm trong giai đoạn từ 2013-2016 do hai yếu tố chính là giá vốn bán hàng của công ty cùng chi phí tài chính tăng do sự chênh lệch tỉ giá từ nguồn vốn vay dài hạn JPY. Tuy nhiên vào năm 2017, lợi nhuận sau thuế của công ty là 854 tỷ tăng 54% so với năm 2016 báo hiệu sự hồi phục và khả năng tăng trưởng trong những năm tiếp theo của PPC.

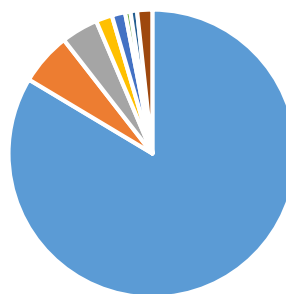
Biên lợi nhuận ròng cũng có sự biến động lớn giảm từ 34,15% năm 2013 xuống còn 7,88% năm 2015. Nguyên nhân của sự biến động này là do trong năm 2015 công ty phải thanh toán một khoản chi phí tài chính lên tới 733 tỷ do chênh lệch tỉ giá từ nguồn vốn vay dài hạn. Đến năm 2017, khi chi phí tài chính của doanh nghiệp có dấu hiệu giảm do thanh toán được khoản nợ vay dài hạn, biên lợi nhuận của doanh nghiệp có xu hướng tăng trở lại và đạt mức 16,08%. Đến năm 2018, lợi nhuận của doanh nghiệp được đánh giá có sự tăng trưởng khả quan khi PPC đã thanh toán hầu hết được khoản nợ vay dài hạn vào cuối năm 2017 làm giảm rủi ro về chênh lệch tỉ giá.

Cơ cấu giá vốn bán hàng

Chi phí nguyên vật liệu chiếm hơn 80% giá vốn bán hàng của doanh nghiệp. Điều đó cho thấy chi phí giá vốn bán hàng của PPC phụ thuộc vào biến động của giá nguyên vật liệu đầu vào mà cụ thể là giá than.

Nguyên vật liệu chính của PPC là than cám antracite loại 5, có nguồn gốc từ bể than Đông Bắc, Quảng Ninh.

Cơ cấu giá vốn bán hàng PPC 2017



- Chi phí NVL
- Chi phí nhân công
- Chi phí bảo trì
- Chi phí điện mua ngoài
- Chi phí sửa chữa tai sản cố định
- Dự phòng giảm giá hàng tồn kho
- Chi phí khấu hao và phân bổ
- chi phí khác

(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Nguồn nguyên liệu đầu vào ổn định

Mặc dù than antracite 5 cho hiệu suất thấp nhưng loại than này lại có giá thành thấp và sản lượng khai thác lớn so với các loại khác. Cho đến thời điểm hiện tại, nguồn cung than đầu vào của PPC tới từ Tập đoàn Công nghiệp than-khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tổng Công ty Đông Bắc.

Mỗi năm mức tiêu thụ của PPC rơi vào khoảng từ 2.7-3 triệu tấn than, với sự cam kết hợp đồng giữa PPC và TKV, nhà máy luôn được đảm bảo cung cấp đủ than phục vụ cho hoạt động sản xuất.

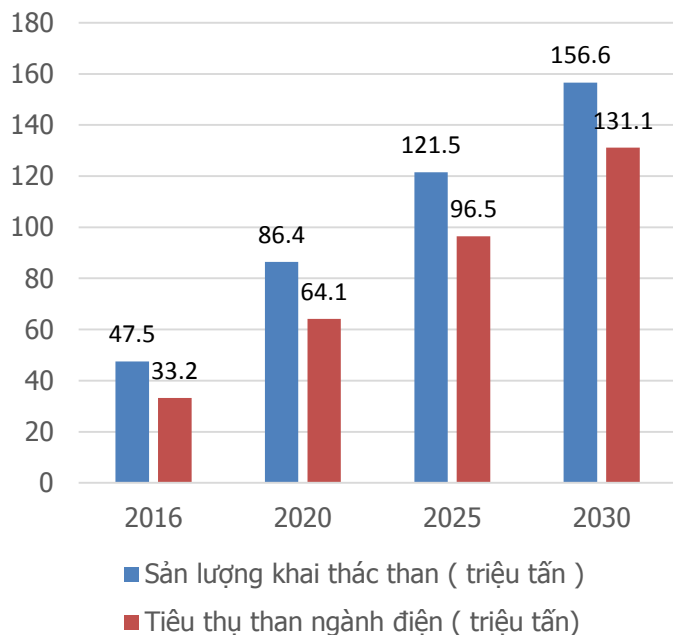
Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào trong tầm kiểm soát

Theo dự báo quy hoạch than của Bộ Công thương, nhu cầu tiêu thụ than của cả nước sẽ dự đoán tăng cao trong những năm sắp tới khi năm 2016 mức tiêu thụ than là 47,5 triệu tấn, trong đó ngành điện chiếm 33,2 triệu tấn thì đến năm 2020, mức tiêu thụ than đạt 86,4 triệu tấn, 121,4 triệu tấn vào năm 2025 và 156,6 triệu tấn vào năm 2030, ngành điện lần lượt chiếm mức tiêu thụ là 64,1;96,5 và 131,1 triệu tấn trong các năm 2020,2025 và 2030.

Trong khi nhu cầu sử dụng than ngày càng cao thì khả năng cung ứng than trong nước chỉ chiếm khoảng 50% trong các năm sắp tới. Điều đó sẽ làm ảnh hưởng trực tiếp tới sự tăng giá của ngành than.

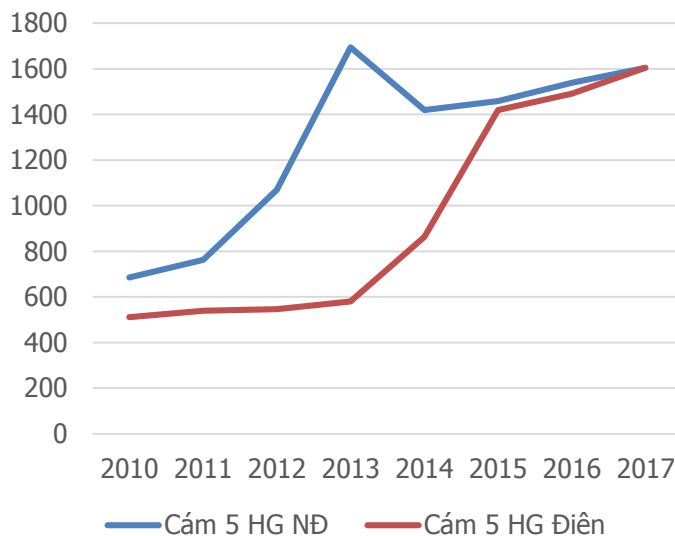
Với việc chịu thêm 2 mức phí bảo vệ môi trường cho việc khai thác than, giá than trong nước được dự báo tăng từ 3-5%. Giá than tăng làm ảnh hưởng tới chi phí nguyên vật liệu của PPC hay giá vốn bán hàng sẽ tăng từ 1-2% so với thời điểm hiện tại.

Nhu cầu sử dụng than của ngành điện so với cả nước



(Nguồn: quy hoạch phát triển ngành than)

Giá than trong nước và giá bán than cho điện



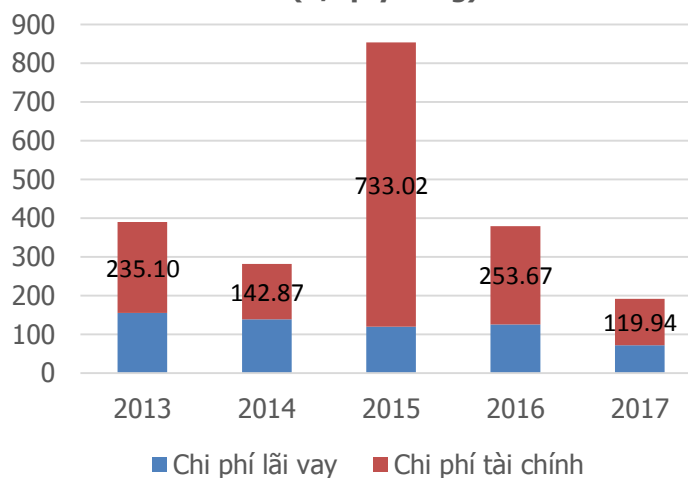
(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Tình hình tài chính chuyển biến tích cực sau khi thanh toán khoản nợ vay dài hạn

Trước khi thanh toán được khoản nợ vay dài hạn đồng JPY, tình hình tài chính của PPC có nhiều biến động nguyên nhân chủ yếu là do rủi ro về chênh lệch tỉ giá dẫn đến chi phí tài chính tăng. Chi phí tài chính tăng trong giai đoạn 2013-2015 mà chủ yếu là do lỗ từ chênh lệch tỉ giá của khoản nợ vay dài hạn. Đến năm 2017, khi công ty đã thanh toán hầu hết khoản nợ vay dài hạn, chi phí tài chính của công ty giảm xuống còn 119 tỷ.

Chi phí lãi vay chiếm tỉ trọng lớn trong chi phí tài chính (trên 50 %), vì vậy việc giảm chi phí này sẽ có ảnh hưởng tích cực tới lợi nhuận của công ty. Cụ thể, năm 2013 chi phí lãi vay 155,07 tỷ VND thì đến năm 2017 con số này giảm xuống còn 72,13 tỷ. Nhìn chung, sau khi thanh toán được khoản nợ vay dài hạn, giảm rủi ro từ lãi/lỗ do chênh lệch tỉ giá, tình hình tài chính của PPC được đánh giá sẽ chuyển biến tích cực.

**Chi phí tài chính của PPC
(đ/vị tỷ đồng)**



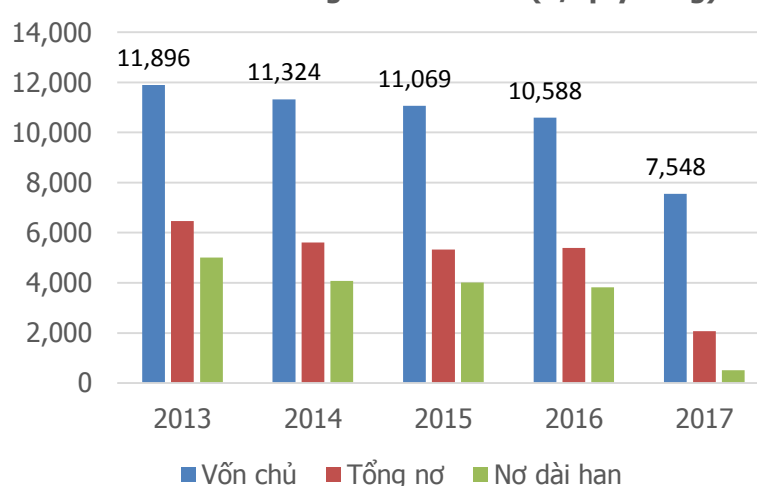
(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Từ năm 2013-2016, tỉ trọng nợ phải trả trên tổng nguồn vốn chiếm hơn 50% trong đó nợ dài hạn chiếm hơn 70% tổng nợ, khoản nợ vay dài hạn đến từ đồng JPY khiến chi phí tài chính của doanh nghiệp tăng cao do chênh lệch tỉ giá.

Đến hết năm 2017, khoản nợ vay dài hạn của công ty chỉ còn 950,12 tỷ VND và tổng nợ còn 2.071,50 tỷ VND. Nguồn trả nợ chủ yếu tới từ các khoản tiền gửi có kì hạn và các khoản phải thu về cho vay từ trước đó giữa công ty với công ty mẹ là GENCO2. Việc giảm nợ vay và đặc biệt là nợ vay dài hạn sẽ giúp công ty giảm bớt rủi ro về biến động tỉ giá, tình hình tài chính của công ty sẽ ổn định hơn.

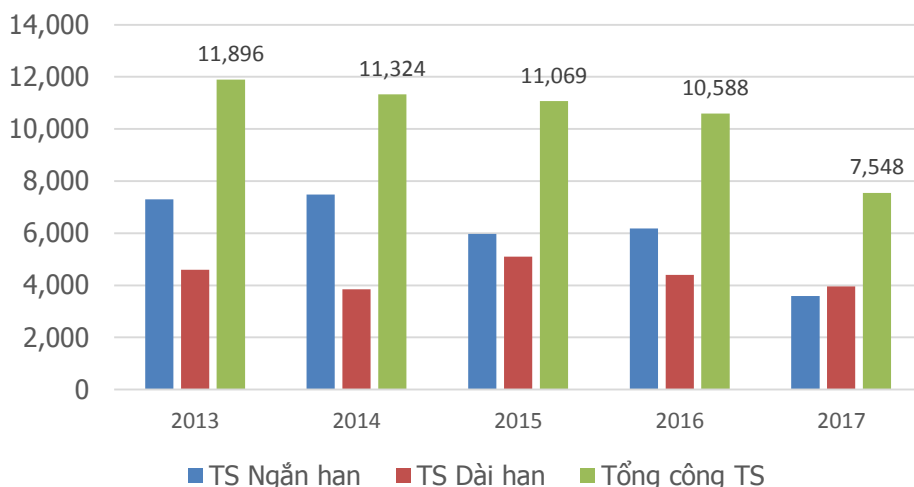
Tính đến hết năm 2017, tỉ trọng nợ phải trả trên tổng nguồn vốn chỉ còn chiếm 27%, và nợ dài hạn chiếm 24% tổng nợ, đây là một dấu hiệu đáng mừng dự báo cho sự hồi phục phát triển của PPC.

Cơ cấu nguồn- vốn PPC (đ/vị tỷ đồng)



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Cơ cấu tài sản của PPC (đ/vị tỷ đồng)

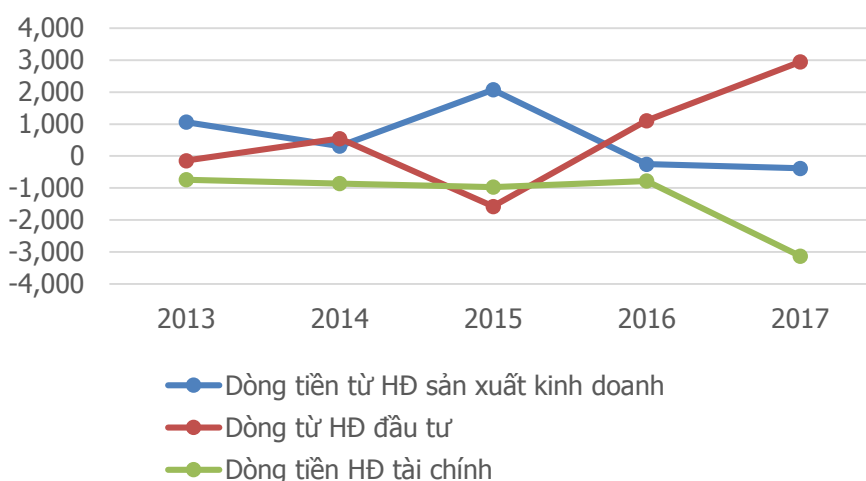


(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Cơ cấu tài sản của PPC được đánh giá duy trì ở mức ổn định, tuy nhiên trong những năm trở lại đây, tổng tài sản của doanh nghiệp có xu hướng giảm do PPC sử dụng các khoản tiền để thanh toán khoản nợ vay dài hạn. Về cơ cấu tài sản, tài sản ngắn hạn luôn chiếm tỉ trọng lớn trên 50% trên tổng tài sản của toàn doanh nghiệp. Trong năm 2017, cơ cấu tài sản của công ty có sự thay đổi khi tỉ trọng tài sản ngắn hạn chiếm dưới 50%, nguyên nhân là do doanh nghiệp sử dụng các khoản tiền gửi, tiền cho vay để trả nợ hầu hết khoản vay dài hạn hơn 15 tỷ yên Nhật.

Dòng tiền hoạt động

Dòng tiền hoạt động PPC (đ/vị tỷ đồng)



(Nguồn: VNCS tổng hợp)

Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh ở mức dương trong giai đoạn 2013-2015, tuy nhiên sau đó có xu hướng giảm vào hai năm 2016, 2017 mà nguyên nhân chính là do các khoản phải thu từ EVN tăng đột biến từ 4 tỷ đồng năm 2013 lên đến 915 tỷ đồng vào năm 2017.

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư có sự biến động qua các năm, từ năm 2015-2017, dòng tiền đầu tư có chuyển biến tích cực khi tăng trưởng ở mức dương. Kết quả của chuyển biến tích cực này là do PPC đã thu hồi về được các khoản tiền cho vay.

Dòng tiền từ hoạt động tài chính luôn ở mức âm do công ty thanh toán khoản nợ dài hạn bằng đồng JPY cũng như chi trả cổ tức. Trong giai đoạn 2013-2016, dòng tiền từ hoạt động tài chính không có nhiều biến động, tuy nhiên đến năm 2017, dòng tiền từ hoạt động tài chính giảm xuống mức -3,129.78 tỷ vì công ty đã trả hơn 3,500 tỷ đồng cho nguồn vay dài hạn. Như vậy, sau năm 2017, dòng tiền tài chính của PPC được đánh giá sẽ có chuyển biến khả quan hơn khi công ty đã thanh toán được hầu hết khoản vay dài hạn.

Nhìn chung với việc giải quyết được khoản nợ dài hạn, dòng tiền hoạt động của PPC được dự đoán sẽ có những biến chuyển tích cực, lành mạnh trong tương lai.

ĐỊNH HƯỚNG CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN CỦA PPC TRONG TƯƠNG LAI

Các mục tiêu chủ yếu của công ty:

- Đảm bảo vận hành các tổ máy an toàn- liên tục-kinh tế. Sản lượng điện sản xuất hàng năm đạt từ 5,6 tỷ kWh trở lên
- Thực hiện tốt kế hoạch sửa chữa lớn, cải tạo, nâng cấp thiết bị máy móc, nâng cao độ sẵn sàng của thiết bị đáp ứng nhu cầu điện năng của hệ thống điện quốc gia
- Đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định và phấn đấu hoàn thành vượt mức đề ra
- Thực hiện các dự án về môi trường nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất điện đi liền với hoạt động bảo vệ môi trường.

Chiến lược phát triển trung và dài hạn:

- Tiếp tục việc thực hiện các dự án môi trường và dự án nâng cấp, cải tạo DC1
- Đầu tư tài chính dài hạn và ngắn hạn để sử dụng có hiệu quả nguồn vốn khấu hao cơ bản, lợi nhuận hàng năm để lại và các nguồn khác, tạo niềm tin và đem lại lợi ích cao nhất cho các cổ đông.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết thúc năm 2017, PPC đã đạt được một số kết quả kinh doanh như sau:

- Sản lượng điện: 4,99 tỷ kWh (89,39% kế hoạch).
- Doanh thu thuần : 6.235 tỷ bằng 104 % so với năm 2016.
- Lợi nhuận trước thuế : 1.003 tỷ đồng, tăng 62% so với năm 2016.

Kết quả kinh doanh của PPC năm 2017 cho thấy sự chuyển biến tích cực tình hình tài chính của công ty sau giai đoạn khó khăn.

Với năm 2018 công ty, PPC ty đặt ra kế hoạch kinh doanh như sau :

- Doanh thu thuần: 6.402 tỷ bằng 102 % so với năm 2017.
- Lợi nhuận trước thuế : 735 tỷ đồng, bằng 73,2 % so với năm 2017.

Cập nhật hoạt động kinh doanh mới nhất, trong 6 tháng đầu năm 2018 PPC đã đạt được những kết quả tích cực trong hoạt động kinh doanh như sau:

- Doanh thu thuần: 4.016 tỷ tăng 27% so với cùng kì năm 2017.
- Lãi sau thuế: 715 tỷ tăng 21% so với cùng kì năm 2017.

Sau 6 tháng đầu năm 2018, PPC đã đạt được kết quả tích cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh. Kết quả này đạt được là nhờ sản lượng điện tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm 2018 tăng mạnh giúp cho doanh thu của doanh nghiệp có sự gia tăng. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay của doanh nghiệp giảm mạnh 65%, ghi nhận 7,5 tỷ đồng, chi phí quản lý doanh nghiệp cũng giảm từ 22 tỷ đồng xuống còn 18 tỷ đồng.

Định giá

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hóa tại 26.07.2018 (tỷ VND)	ROE (%)	ROA (%)	P/E
Công ty cổ phần Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2	7.600	16,38	7,06	9,7x
Công ty cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng	HND	5.150	8	2,45	11,5x
Công ty cổ phần Nhiệt điện Cẩm Phả	QTP	4.275	21,53	4,8	5,5x
Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn	VSH	3.567	9,9	4,42	11,2x
Trung bình					7,6x

Giá mục tiêu : 21.870(VND/cp)

Khuyến nghị

Với dự báo tăng trưởng mạnh của ngành điện nói chung cũng như ngành nhiệt điện nói riêng, cùng kết quả khả quan của công ty sau 6 tháng đầu năm 2018, chúng tôi dự báo PPC sẽ hoàn thành vượt mức kế hoạch kinh doanh năm 2018, với lợi nhuận sau thuế vượt mức 10% so với thực hiện 2017 là 939 tỷ đồng, tương ứng với mức EPS dự kiến là 2.879 VND.

Bằng cách định giá doanh nghiệp sử dụng phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi ước tính trị giá hợp lý của cổ phiếu PPC là 22.500 VND/CP tương ứng với P/E trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành là 7,8. Mức giá khuyến nghị của chúng tôi cao hơn 22,6% so với giá trị hiện tại. Do vậy chúng tôi khuyến nghị MUA với cổ phiếu PPC cho mục tiêu đầu tư trung- dài hạn trong 6-12 tháng tới.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH CTCP PPC

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh (Đ.V: tỷ đồng)

	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh số	6.588,54	7.481,94	7.664,95	5.977,37	6.235,98
Các khoản giảm trừ	0	0	0	0	0
Doanh số thuần	6.588,54	7.481,94	7.664,95	5.977,37	6.235,98
Giá vốn hàng bán	-	-6.984,69	-6.701,33	-5.473,57	-5.445,27
Lãi gộp	1.030,38	497,25	963,62	503,81	790,71
Thu nhập tài chính	1.625,15	1.055,23	343,39	411,09	412,27
Chi phí tài chính	-235,1	-142,87	-733,02	-253,67	-119,94
Trong đó: Chi phí lãi vay	-155,07	-138,84	-120,23	-125,45	-72,13
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm	0	0	0	64,44	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-103,08	-106,54	-103,65	-108,13	-80,67
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2.317,35	1.303,07	470,34	617,53	1.002,37
Thu nhập khác	4,79	20,14	20,51	2,71	10,17
Chi phí khác	-2,24	-11,71	-1,03	-4,26	-9,34
Thu nhập khác, ròng	2,55	8,44	19,48	-1,55	0,83
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-69,64	-9,99	114,68	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2.250,27	1.301,51	604,49	615,98	1.003,20
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hiện thời	-436,09	-247,4	-38,72	-61,63	-149,2
Thuế thu nhập doanh nghiệp – hoãn lại	-175,08	0	0	0	0
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-611,17	-247,4	-38,72	-61,63	-149,2
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1.639,10	1.054,11	565,77	554,35	854
Lợi ích của cổ đông thiểu số	9,57	9,41	5,12	5,78	0
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1.629,53	1.044,71	560,65	548,57	854
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	0	0	0	0	0
Lãi trên cổ phiếu pha loãng	0	0	0	0	0

Bảng Cân đối kế toán (Đ.V: tỷ đồng)

	2013	2014	2015	2016	2017
Tài sản ngắn hạn	7.298	7.48	5.973	6.184	3.586
Tiền và các khoản tương đương tiền	1.186	1.187	714	786	209
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	3.753	3.446	2.394	2.11	550
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.413	2.139	2.2	2.727	2.26
Hàng tồn kho	939	705	660	557	552
Tài sản ngắn hạn khác	7	3	5	5	16
Tài sản dài hạn	4.598	3.844	5.097	4.403	3.963
Tài sản cố định	1.871	1.096	425	362	303
Bất động sản đầu tư					
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.721	2.745	2.012	1.95	2.269
Tổng cộng tài sản	11.896	11.324	11.069	10.588	7.548
Nợ phải trả	6.46	5.608	5.33	5.394	2.072

Nợ ngắn hạn	1.456	1.526	1.319	1.568	1.565
Nợ dài hạn	5.004	4.083	4.011	3.825	507
Vốn chủ sở hữu	5.397	5.674	5.739	5.194	5.477
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	3.262	3.262	3.262	3.262	3.262
Thặng dư vốn cổ phần					12
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.717	1.899	1.913	1.496	1.579
Lợi ích của cổ đông thiểu số	39	42			
Tổng cộng nguồn vốn	11.896	11.324	11.069	10.588	7.548

Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	Đơn vị	2013	2014	2015	2016	2017
Nhóm hệ số sinh lời						
ROE%	%	34,11%	18,87%	9,82%	10,04%	16,01%
ROA%	%	13,60%	9,00%	5,01%	5,07%	9,42%
Doanh số/CP	VNĐ	20.196	22.934	23.495	18.322	19.115
EPS cơ bản	VNĐ	4.995	3.202	1.542	1.580	2.618
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	15,64%	6,65%	12,57%	8,43%	12,68%
Tỷ suất EBITDA	%	24,61%	14,59%	17,20%	7,83%	11,98%
Tỷ suất EBIT	%	14,07%	5,22%	11,22%	6,62%	11,39%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	%	34,15%	17,40%	7,89%	10,31%	16,09%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	24,88%	14,09%	7,38%	9,27%	13,69%
Nhóm hệ số khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán nhanh	Lần	4,36	4,44	2,21	2,24	1,58
Tỷ suất thanh toán hiện thời	Lần	5,01	4,9	4,53	3,94	2,29
Nhóm hệ số hiệu quả hoạt động						
Hệ số quay vòng tài sản	Lần	0,55	0,64	0,68	0,55	0,69
Hệ số quay vòng vốn CSH	Lần	1,38	1,35	1,34	1,09	1,17
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	Lần	4,96	4,21	4,25	3,8	4,15
Thời gian trung bình thu tiền khách hàng	Ngày	74	87	86	96	88
Hệ số quay vòng HTK	Lần	5,4	6,99	7,77	6,97	7,88
Cơ cấu tài sản						
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	Lần	0,93	0,72	0,7	0,74	0,09
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	Lần	0,42	0,36	0,36	0,36	0,07
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	Lần	1	0,78	0,76	0,81	0,17
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	Lần	0,45	0,39	0,39	0,4	0,13

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS: vncs.research@vn-cs.com

Người thực hiện: Vũ Thùy Dương

Chuyên viên Phân tích

Email: duongvt@vn-cs.com

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCS

Đỗ Bảo Ngọc

Phó Tổng giám đốc & Giám đốc trung tâm nghiên cứu

Email: ngocdb@vn-cs.com

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Bộ phận Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Chứng khoán

Nguyễn Đức Minh

Trần Vũ Phương Liên

Lưu Chí Kháng

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Chuyên viên phân tích

Chuyên viên Phân tích Cao cấp

Email: minhnd@vn-cs.com

Email: lientvp@vn-cs.com

Email: khanglec@vn-cs.com

Nguyễn Vĩnh Long

Vũ Thùy Dương

Đỗ Thị Hương

Chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích

Trợ lý Phân tích

Email: longnv@vn-cs.com

Email: duongvt@vn-cs.com

Email: huongdt@vn-cs.com

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của CTCP Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS) được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2018 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Kiến Thiết Việt Nam (VNCS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VNCS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VNCS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VNCS.

TRỤ SỞ VNCS

Tầng 3 Grand Plaza, số 117 Trần Duy Hưng, Cầu Giấy, Hà Nội

ĐT: + 84 24 3926 0099

Webiste: www.vn-cs.com

