

### BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 11 tháng 04 năm 2016

**Chuyên viên phân tích**

**Đàm Sỹ Đức**

dsduc@vcbs.com.vn

(+84) 0985451394

### KQKD Q4.2016 và cả năm 2016

**SL điện bán trong Q4.2016 đạt 954 triệu kWh (-18,5% yoy). DT Q4.2016 đạt 1.488,5 tỷ đồng (-8,1% yoy). Tuy nhiên, LNTT Q4.2016 đạt 956,8 tỷ đồng (+2.193,5% yoy).**

Trong Q4.2016, SL điện của PPC giảm so với cùng kỳ 2015 do ảnh hưởng của La Nina khiến nguồn cung điện từ thủy điện rất cao và hai nhà máy của PPC không được huy động sản xuất nhiều. Trong Q4.2016, PPC chỉ bán phần sản lượng Qc (sản lượng điện hợp đồng với EVN) của hai nhà máy và không bán điện trên thị trường cạnh tranh.

Do giá bán hợp đồng của PPC nhìn chung cao hơn giá điện công ty bán trên thị trường điện cạnh tranh nên DT Q4.2016 tuy giảm so với cùng kỳ nhưng không giảm nhiều như SL điện.

LNTT của PPC tăng đáng kể do 2 nguyên nhân chính:

- (1) Đồng JPY sau thời gian tăng giá mạnh so với VND trong 9 tháng đầu năm đã giảm lại trong Q4.2016. PPC ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá hối đoái 555 tỷ đồng trong Q4.2016 trong khi lãi chênh lệch tỷ giá hối đoái trong Q4.2015 là 8 tỷ đồng.
- (2) Chi phí dự phòng đầu tư tài chính của PPC là 6 tỷ đồng trong Q4.2016 nhưng là 325 tỷ đồng trong Q4.2015 do Nhiệt điện Quảng Ninh, đơn vị mà PPC sở hữu 16,35% chịu lỗ lớn trong 2015.

|                                 | Q4.2015 | Q4.2016 | yoy    | 2015  | 2016  | yoy    |
|---------------------------------|---------|---------|--------|-------|-------|--------|
| SL điện Phả Lại 1 (triệu kWh)   | 464     | 304     | -34,5% | 2.157 | 1.467 | -32,0% |
| SL điện Phả Lại 2 (triệu kWh)   | 707     | 650     | -8,0%  | 3.554 | 3.279 | -7,7%  |
| Tổng sản lượng điện (triệu kWh) | 1.171   | 954     | -18,5% | 5.712 | 4.745 | -16,9% |
| Doanh thu công ty mẹ (tỷ đồng)  | 1.538   | 1.417   | -7,9%  | 7.556 | 5.866 | -22,4% |
| Giá điện bình quân (VNĐ/kWh)    | 1.314   | 1.484   | +13,0% | 1.323 | 1.236 | -6,6%  |

**Lũy kế cả năm 2016, SL điện đạt 4.722 triệu kWh (-17,3% yoy, đạt 88,4% KH năm). DT 2016 đạt 5.977,4 tỷ đồng (-22,0% yoy, đạt 84,9% KH năm). LNTT đạt 616,0 tỷ đồng (+1,9% yoy, đạt 98,7% KH năm).**

SL điện 2016 thấp hơn đáng kể so với 2015 do:

- (1) Nhà máy Phả Lại 1 có SL điện thấp trong 6T.2016 do chưa có hợp đồng bán điện với EVN.
- (2) Điều kiện thủy văn thuận lợi nửa cuối 2016 (El Nino kết thúc tháng 5/2016, La Nina bắt đầu tháng 10/2016) khiến SL điện PPC được huy động thấp trong giai đoạn này.
- (3) Một số nhà máy nhiệt điện than mới với hiệu quả tốt (Mông Dương 1, Duyên Hải 1) đi vào hoạt động trong năm 2016. Do đó sản lượng điện PPC được huy động sản xuất thấp hơn.

DT 2016 giảm so với 2015, do (1) SL điện giảm và (2) giá bán trên thị trường cạnh tranh 2016 nhìn chung thấp hơn 2015 – giá trần thị trường cạnh tranh 2016 là 1.171 đồng/kWh so với trong 2015 là 1.280 đồng/kWh.

Mặc dù DT 2016 giảm đáng kể so với 2015, LN của PPC trong 2016 tương đương với trong 2015 do:

- (1) Chi phí khấu hao của PPC giảm đáng kể, chỉ còn 71 tỷ đồng trong 2016 so với 456 tỷ đồng trong 2015. Lý do là PPC đã khấu hao xong nhà máy Phả Lại 2 trong năm 2015.
- (2) Lỗ chênh lệch tỷ giá của PPC là 207 tỷ đồng trong 2016 so với 283 tỷ đồng trong 2015.
- (3) Công ty Nhiệt điện Quảng Ninh mà PPC sở hữu 16,35% lỗ 1.321 tỷ đồng trong năm 2015 và lãi 366 tỷ đồng trong 2016. Do vậy, lợi nhuận tài chính của PPC tăng đáng kể.

### MỘT SỐ THÔNG TIN ĐÁNG CHÚ Ý KHÁC

**PPC hiện đang xúc tiến dự án nâng cấp nhà máy Phả Lại 1 với tổng vốn đầu tư khoảng 2.000 tỷ đồng.** Theo ban lãnh đạo PPC, dự án nâng cấp này có hai mục tiêu chính là (1) giảm ảnh hưởng ô nhiễm môi trường của nhà máy Phả Lại 1 và (2) tăng hiệu quả hoạt động của nhà máy, giúp giảm chi phí nguyên liệu đầu vào. Theo ban lãnh đạo PPC, trong ngắn hạn và trung hạn, PPC sẽ dùng vốn tự có để đầu tư vào dự án. Ban lãnh đạo PPC dự kiến dự án nâng cấp Phả Lại 1 sẽ được thực hiện và hoàn thành trong năm 2018.

**El Nino có khả năng sẽ diễn ra trong nửa cuối năm 2017.** Theo cập nhật mới nhất ngày 09/03/2017 của Viện nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội (IRI) và Trung tâm Dự báo Khí hậu Mỹ (CPC), hiện tại chu kỳ El Nino – La Nina đang ở trong giai đoạn trung tính và xác suất khoảng 55% là chu kỳ El Nino sẽ diễn ra trong tháng 7/2017. El Nino diễn ra sẽ khiến nguồn cung điện năng từ thủy điện suy giảm, tăng nhu cầu huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện. Đây là yếu tố có lợi cho PPC về cuối năm.

**TKV tăng giá than.** Trong tháng 11/2016, Tập đoàn Than - Khoáng sản Việt Nam quyết định điều chỉnh giá bán (tăng khoảng 6%) một số chủng loại than tại thị trường trong nước, bao gồm than 1, 2, 3, 6, 7a, 7b, và 7c. PPC sử dụng than cám 5a và 5b nên đợt điều chỉnh giá này không ảnh hưởng tới giá nguyên liệu của PPC.

### ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

#### Triển vọng 2017

Trong năm 2017, PPC đặt mục tiêu SL điện bán là khoảng 5.050 triệu kWh (+6,9% yoy). Với kế hoạch SL điện bán này của PPC, chúng tôi dự phóng công ty có thể đạt DT 2017 là 6.419 tỷ đồng (+7,4% yoy). Chúng tôi dự phóng LNTT chưa bao gồm lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá đạt 691 tỷ đồng, trong đó chúng tôi giả định ROI của các khoản đầu tư tài chính của PPC là 10%, tương đương lãi từ hoạt động đầu tư tài chính là 231 tỷ đồng.

#### Ảnh hưởng của tỷ giá JPY/VND tới triển vọng lợi nhuận 2017 của PPC:

Đầu năm 2017, tỷ giá JPY/VND là 191,27 trong khi cuối Q1.2017, tỷ giá JPY/VND là 200,20 (tăng khoảng 4,7%). Do PPC có khoản nợ JPY tương đương khoảng 4.200 tỷ đồng tính vào thời điểm cuối năm 2016, chúng tôi ước tính việc đồng JPY tăng giá so với VND trong Q1.2017 đã khiến PPC lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 196 tỷ đồng.

Do chính sách duy trì tỷ giá USD/VND ổn định của Ngân hàng nhà nước Việt Nam, tỷ giá JPY/VND có diễn biến tương đối sát với diễn biến USD/JPY. Trong Q1.2017, đồng JPY lên giá so với USD. Đây là một đợt điều chỉnh sau khi đồng USD đã lên giá mạnh trong Q4.2016 sau cuộc bầu cử tổng thống Mỹ. Tuy vậy, theo Bloomberg, dự phóng chung của thị trường là trong giai đoạn còn lại của 2017, đồng JPY sẽ mất giá trở lại và tỷ giá USD/JPY vào cuối năm 2017 sẽ quay lại mức tỷ giá thời điểm đầu năm. Nguyên nhân là do:

- (1) Việc điều chỉnh tỷ giá USD/JPY đã hoàn tất và tỷ giá hiện tại phản ánh tương đối hợp lý triển vọng của chính quyền Trump.
- (2) Kinh tế Mỹ vẫn tăng trưởng tốt và Fed theo lộ trình tăng lãi suất 3 lần trong năm 2017.
- (3) Ngân hàng Nhật Bản (BoJ) vẫn tiếp tục chính sách nới lỏng tiền tệ.

Do tỷ giá USD/JPY vào cuối năm 2017 dự báo sẽ quay trở lại mức đầu năm, chúng tôi cũng cho rằng tỷ giá JPY/VND vào cuối năm 2017 sẽ quay lại mức đầu năm và PPC sẽ không chịu lỗ do chênh lệch tỷ giá. Với giả định gốc là tỷ giá JPY/VND cuối năm 2017 sẽ bằng mức đầu năm, chúng tôi dự phóng EPS forward 2017 là 1.955 đồng/cp và thực hiện phân tích độ nhạy của EPS forward 2017 dựa trên ảnh hưởng của tỷ giá:

| Thay đổi tỷ giá JPY/VND | -3,0% | -2,0% | 1,0%  | 0,0%  | +1,0% | +2,0% | +3,0% |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS forward 2017 (VND)  | 2.312 | 2.193 | 1.837 | 1.955 | 1.837 | 1.718 | 1.599 |

*(Nguồn: VCBS dự phóng)*

### Hoạt động ổn định, tuy nhiên tồn tại rủi ro về biến động tỷ giá

PPC nhìn chung có hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định.

Nhà máy Phả Lại 1 đã hoạt động được khoảng 30 năm nên hiệu suất hoạt động không cao. Tuy nhiên, với nhu cầu điện năng của Việt Nam liên tục tăng và ngành điện hiện ở trong tình trạng cung không theo kịp cầu, chúng tôi cho rằng PPC sẽ tiếp tục được huy động ở công suất cao trong các năm tới. Kế hoạch tu sửa Phả Lại 1 sẽ giúp PPC có hoạt động sản xuất ổn định.

Do cơ chế bán điện hợp đồng với EVN (chúng tôi ước tính khoảng 70% - 80% sản lượng điện của PPC bán theo hợp đồng) nên PPC có lợi nhuận và dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh thuần. Nhờ cơ chế hợp đồng, biến động giá than không ảnh hưởng quá lớn tới LN của PPC. Ngoài ra, công ty có chi phí khấu hao thấp do đã khấu hao xong hai nhà máy Phả Lại 1 và Phả Lại 2, tạo điều kiện cho PPC giữ mức trả cổ tức tương đối ổn định hàng năm.

Hiện PPC có tổng đầu tư tài chính khoảng 2.300 tỷ đồng. Do các khoản đầu tư của PPC là vào các công ty ngành điện nên chúng tôi cũng cho rằng về cơ bản các khoản đầu tư này ít rủi ro.

### Danh sách các nhà máy điện PPC đầu tư/sở hữu

|                            | Tỷ lệ sở hữu | Nhà máy      | Công suất (MW) | Loại nhà máy |
|----------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| CTCP Nhiệt điện Phả Lại    | 100%         | Phả Lại 1    | 440            | Nhiệt than   |
|                            |              | Phả Lại 2    | 600            | Nhiệt than   |
| <b>Công ty liên kết</b>    |              |              |                |              |
| CTCP Nhiệt điện Hải Phòng  | 25,97%       | Hải Phòng 1  | 600            | Nhiệt than   |
|                            |              | Hải Phòng 2  | 600            | Nhiệt than   |
| <b>Đầu tư tài chính</b>    |              |              |                |              |
| CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh | 16,35%       | Quảng Ninh 1 | 600            | Nhiệt than   |
|                            |              | Quảng Ninh 2 | 600            | Nhiệt than   |
| CTCP EVN Quốc tế           | 19,30%       | Hạ Sê San 2  | 400            | Thủy điện    |

|                                   |        |            |       |           |
|-----------------------------------|--------|------------|-------|-----------|
| CTCP Thủy điện Buôn Đôn           | 15,00% | Sêrêpôk 4A | 64    | Thủy điện |
| CTCP Phát triển Điện lực Việt Nam | 16,61% | Nậm Má     | 3,2   | Thủy điện |
|                                   |        | Bắc Bình   | 33    | Thủy điện |
|                                   |        | Khe Bô     | 100   | Thủy điện |
| CTCP Nhiệt điện Bà Rịa            | 1,00%  | Bà Rịa     | 388,9 | Nhiệt khí |

*(Nguồn: VCBS tổng hợp)*

**Rủi ro lớn nhất của PPC là về biến động tỷ giá.** Rủi ro này ảnh hưởng tới lợi nhuận hoạt động kinh doanh của PPC cũng như lãi thu được từ khoản đầu tư tài chính vào các công ty nhiệt điện khác. Đáng chú ý:

- (1) PPC còn khoản nợ JPY tương đương khoảng 4.200 tỷ đồng.
- (2) Nhiệt điện Hải Phòng (PPC nắm giữ 25,97%) còn khoản nợ USD tương đương khoảng 8.800 tỷ đồng và khoản nợ JPY tương đương khoảng 1.200 tỷ đồng.
- (3) Nhiệt điện Quảng Ninh (PPC nắm giữ 16,35%) còn khoản nợ USD tương đương khoảng 9.300 tỷ đồng.

Do vậy, diễn biến của tỷ giá JPY/VND và USD/VND sẽ ảnh hưởng lớn, trực tiếp và gián tiếp, tới lợi nhuận của PPC.

Hiện tại, Ngân hàng nhà nước Việt Nam duy trì chính sách ổn định tỷ giá USD/VND. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng đồng JPY sẽ mất giá trong giai đoạn tới. Do đó, chúng tôi cho rằng PPC sẽ không chịu lỗ lớn do chênh lệch tỷ giá trong năm 2017. Tuy vậy, diễn biến tỷ giá luôn có biến động khó dự đoán nên nhà đầu tư cần theo dõi sát sao diễn biến USD/VND và JPY/VND để đưa ra quyết định đầu tư hợp lý.

### **Quan điểm đầu tư**

Chúng tôi dự báo cổ tức 2016 của PPC là 1.700 đồng/cp. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng PPC có thể giữ mức cổ tức khoảng 1.700 đồng - 2.000 đồng/cp hàng năm trừ khi diễn biến tỷ giá đồng JPY và USD so với VND có biến động mạnh. Chúng tôi cho rằng PPC là một lựa chọn đầu tư ít rủi ro cho nhà đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư vẫn cần lưu ý tới diễn biến tỷ giá để đưa ra quyết định đầu tư hợp lý với PPC.

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu PPC.

**Bảng so sánh định giá tương đối các công ty nhiệt điện**

| Mã cổ phiếu | TTS (tỷ đồng) | Nợ/TTS | Hệ số biên EBITDA ttm | Hệ số biên LNST ttm | ROE ttm | EV/ Sales trailing | EV/ EBITDA trailing | P/E trailing | P/B   |
|-------------|---------------|--------|-----------------------|---------------------|---------|--------------------|---------------------|--------------|-------|
| NT2         | 12.980        | 36,5%  | 24,9%                 | 13,6%               | 22,0%   | 1,39x              | 5,59x               | 8,47x        | 1,83x |
| PPC         | 10.592        | 39,7%  | 7,7%                  | 9,1%                | 10,0%   | 1,11x              | 14,49x              | 10,08x       | 1,06x |
| BTP         | 1.795         | 29,9%  | 7,4%                  | 7,1%                | 10,9%   | 0,31x              | 4,19x               | 6,86x        | 0,73x |
| NBP         | 373           | 0%     | 4,1%                  | 2,8%                | 7,0%    | 0,15x              | 3,52x               | 10,43x       | 0,74x |

(Nguồn: Bloomberg, VCBS – cập nhật ngày 03/04/2017)

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Đàm Sỹ Đức**

Chuyên viên Phân tích

dsduc@vcbs.com.vn