

# PPC [MUA 27,5%] - Một công ty nhiệt điện nữa hưởng lợi từ hạn hán - Cập nhật

Đinh Thị Thùy Dương  
Chuyên viên cao cấp

## CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC), Sản xuất điện

Giá: 18.200VND      Giá mục tiêu: 21.700VND      TL tăng + Cổ tức: 27,5%  
Giá trị vốn hóa: 257 tr USD      GTGD/ngày (30 ngày): 0,1tr USD      Room KN: 15%

30/11/2015

### Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	34%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	326,2 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	326,2 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	28.400
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	17.200

### Cơ cấu cổ đông

EVN Genco 2	52,3%
REE Corp	22,3%
Halley Sicav	6,0%
Khác	19,4%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.589	7.482	7.998	8.172
LNST - sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.630	1.045	636	1.329
Tăng trưởng doanh thu	59,5%	13,6%	6,9%	2,2%
Tăng trưởng EBIT	152,7%	-57,9%	89,3%	56,7%
Tăng trưởng EPS (*)	66,5%	-29,9%	42,0%	40,3%
PER theo giá thị trường	6,1	8,6	9,5	5,0
PBR theo giá thị trường	1,1	1,0	1,0	0,9
ROE	20,4%	12,3%	16,9%	22,1%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	8,2%	13,7%	8,2%	11,0%
Nợ ròng/Vốn CSH	0,8	0,6	0,5	0,4

Ghi chú: (\*) Tăng trưởng EPS trừ LN bất thường trong khi PER được tính dựa theo EPS báo cáo của công ty, đã điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi.

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 4% giá mục tiêu dành cho PPC và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên MUA vì hiện có nhiều yếu tố thuận lợi cho PPC, từ tình hình hạn hán đến kinh tế tăng trưởng mạnh, cùng góp phần tăng hiệu suất sử dụng bất kể tình trạng dư cung tạm thời tại miền Bắc. Việc giá cổ phiếu PPC giảm trong thời gian qua càng khiến tỷ lệ tăng cao hơn.

- Việc hoàn tất khấu hao tài sản sẽ giúp tăng trưởng EPS lên đến 40,3% trong năm 2016, trong khi một số tín hiệu từ phía công ty cho thấy giá điện của Nhà máy Phả Lại 1 trong năm tới (nhưng chỉ áp dụng từ năm 2017) sẽ tích cực.

- Chúng tôi giữ nguyên dự báo cổ tức năm 2015 tại mức 1.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 8,2%) so với mục tiêu của công ty là 2.000 đồng/cổ phiếu do lỗ từ chênh lệch tỷ giá. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo trong năm 2016, PPC có thể trả 2.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 11%) nếu các tỷ giá JPY/VND và USD/VND không tăng quá 5%. Đáng chú ý, dự báo đồng yen Nhật sẽ giảm giá trong năm 2016.

- PPC hiện đang giao dịch tại mức PER 5 lần, thấp hơn 50% so với các công ty điện khác.

Tình hình hạn hán và tăng trưởng kinh tế tăng cao năm sau sẽ có lợi cho cả PPC và HPPP. Sản lượng điện của PPC trong Quý 3 tăng mạnh 28% nhờ hạn hán, qua đó giúp sản lượng 9 tháng đầu năm tăng 4% dù trong 6 tháng đầu năm giảm 4%. Chúng tôi điều chỉnh tăng giá định hiệu suất sử dụng dành cho PPC và HPPP từ 62%-65% lên 70%-73% cho hai năm 2015 và 2016. Vì vậy, LNST từ hoạt động cốt lõi của PPC được điều chỉnh tăng 42%.

Giá theo hợp đồng mua bán điện cho Nhà máy Phả Lại 1 sẽ không đổi. Một thành viên HĐQT của PPC cho biết giá theo hợp đồng mua bán điện cho Nhà máy Phả Lại 1 dự kiến sẽ không đổi sau khi thương lượng lại sau năm 2015. Điều này hạn chế rủi ro kết quả kinh doanh của Nhà máy Phả Lại 1 giảm, khiến PPC phải huy động Nhà máy Phả Lại 2. Ngoài ra, thành viên HĐQT này còn cho biết áp lực thoái vốn khỏi HPPP đối với PPC không đáng kể.

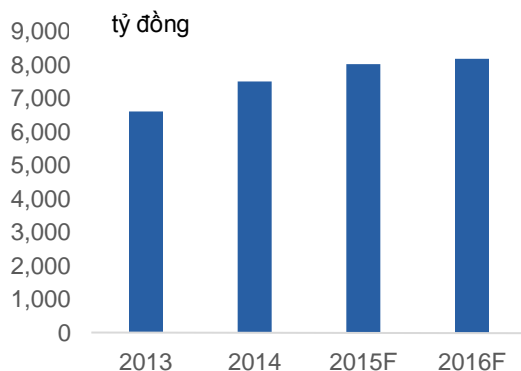
PPC không thể trả cổ tức tại mức 2.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2015 nhưng có thể trả mức này cho năm 2016. Chúng tôi dự báo LNST năm 2015 theo báo cáo của PPC sẽ đạt 636 tỷ đồng, nếu tỷ giá JPY/VND từ nay đến cuối năm không biến động đáng kể. Điều này sẽ chỉ cho phép PPC trả cổ tức 1.500 đồng/cổ phiếu, thấp hơn so với mục tiêu hiện nay là 2.000 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, công ty hoàn toàn có thể trả mức cổ tức này cho năm 2016.

## Sơ lược về Công ty

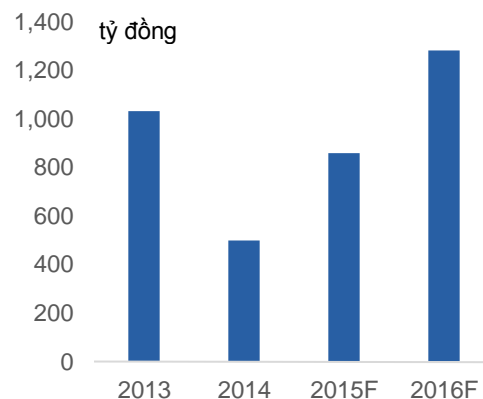
<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Sản xuất điện
<b>Yếu tố doanh thu chính</b>	Công suất hoạt động và giá điện
<b>Yếu tố chi phí chính</b>	Giá than và chi phí bảo trì
<b>Yếu tố rủi ro chính</b>	Tình trạng thừa cung tại miền Bắc & đồng Yên ăng giá
<b>Các khách hàng chính</b>	Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)
<b>Lãnh đạo</b>	Ông Phạm Kim Lâm (Chủ tịch HĐQT) & Ông Phạm Văn Thư (TGD)
<b>Địa chỉ</b>	Xã Phả Lại, Huyện Chí Linh, tỉnh Hải Dương
<b>Website</b>	<a href="http://www.ppc.evn.vn">www.ppc.evn.vn</a>
<b>Email</b>	<a href="mailto:ngoclt@evn.com.vn">ngoclt@evn.com.vn</a>
<b>Điện thoại</b>	(+84) 320 3881 126

### CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

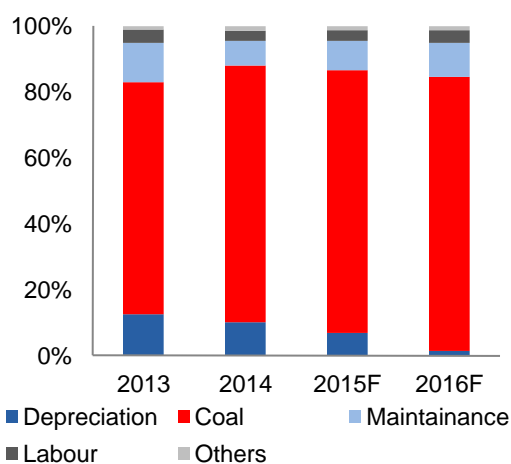
#### Doanh thu



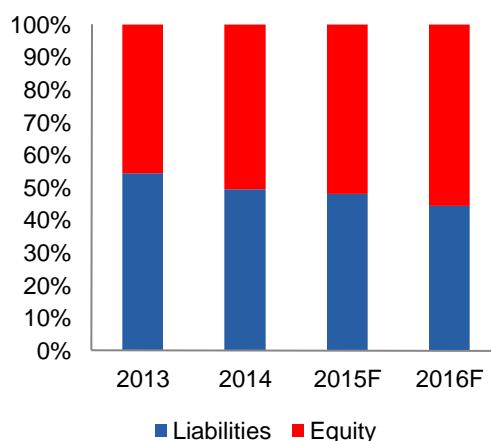
#### Lợi nhuận gộp



#### Cơ cấu chi phí



#### Cơ cấu vốn



Nguồn: Báo cáo tài chính PPC và VCSC

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	7.482	7.998	8.172
Giá vốn hàng bán	-6.985	-7.139	-6.891
Lợi nhuận gộp	497	859	1.281
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-107	-120	-122
LN thuần HĐKD	391	739	1.159
Doanh thu tài chính	1.055	314	342
Chi phí tài chính	-143	-400	-114
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	-138	-115	-108
Lợi nhuận từ công ty LDLC	-10	10	69
Lợi nhuận/(chi phí) khác	8	8	0
LNTT	1.302	671	1.457
Thuế TNDN	-247	-30	-118
LNST trước CĐTS	1.054	641	1.339
Lợi ích CĐ thiểu số	-9	-5	-10
<b>LN ròng trừ CĐTS . báo cáo</b>	<b>1.045</b>	<b>636</b>	<b>1.329</b>
<b>LN ròng trừ CĐTS. điều chỉnh</b>	<b>688</b>	<b>977</b>	<b>1.370</b>
EBITDA	1.086	1.187	1.239
EPS cơ bản báo cáo. VND	3.202	1.949	4.074
EPS cơ bản điều chỉnh (1). VND	2.108	2.994	4.200
EPS pha loãng hoàn toàn (2). VND	2.108	2.994	4.200

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng doanh thu	13,6%	6,9%	2,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	-57,9%	89,3%	56,7%
Tăng trưởng LNTT	-42,2%	-48,4%	117,1%
Tăng trưởng EPS	-29,9%	42,0%	40,3%

### Khả năng sinh lời

Biên LN gộp %	6,6%	10,7%	15,7%
Biên LN từ HĐ %	5,2%	9,2%	14,2%
Biên EBITDA	14,5%	14,8%	15,2%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	14,0%	8,1%	16,3%
ROE	12,3%	16,9%	22,1%
ROA	5,9%	8,5%	11,6%

### Chỉ số hiệu quả vận hành

Số ngày tồn kho	42,9	39,5	43,7
Số ngày phải thu	86,5	92,0	85,6
Số ngày phải trả	15,8	16,2	16,0
TG luân chuyển tiền	113,7	115,3	113,2

### Thanh khoản

CS thanh toán hiện hành	4,9	4,6	4,6
CS thanh toán nhanh	4,4	4,1	4,2
CS thanh toán tiền mặt	0,8	0,8	0,9
Nợ/Tài sản	0,4	0,4	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,4	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,6	0,5	0,4
Khả năng thanh toán lãi vay	2,8	6,5	10,2

BẢNG CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	1.187	1.473	1.612
Đầu tư TC ngắn hạn	3.446	3.753	3.753
Các khoản phải thu	2.138	1.895	1.936
Hàng tồn kho	705	840	811
TS ngắn hạn	4	4	4
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>7.480</b>	<b>7.965</b>	<b>8.116</b>
TS dài hạn (gộp)	13.673	13.943	14.213
- Khấu hao lũy kế	-12.587	-13.035	-13.115
TS dài hạn (ròng)	1.086	908	1.098
Đầu tư TC dài hạn	1.431	1.431	1.431
TS dài hạn khác	1.327	1.327	1.327
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>3.844</b>	<b>3.666</b>	<b>3.856</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>11.324</b>	<b>11.631</b>	<b>11.972</b>
Phải trả ngắn hạn	326	308	297
Nợ ngắn hạn	327	349	349
Nợ ngắn hạn khác	873	1.081	1.105
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.526</b>	<b>1.739</b>	<b>1.751</b>
Nợ dài hạn	4.083	4.018	3.669
Nợ dài hạn khác	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>4.083</b>	<b>4.018</b>	<b>3.669</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>5.608</b>	<b>5.757</b>	<b>5.420</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn cổ phần	3.262	3.262	3.262
Thặng dư vốn CP	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại & Vốn khác	2.412	2.570	3.248
Lợi ích CĐTS	42	42	42
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.716</b>	<b>5.874</b>	<b>6.552</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>11.324</b>	<b>11.631</b>	<b>11.972</b>

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.186</b>	<b>1.187</b>	<b>1.473</b>
Lợi nhuận sau thuế	1.045	648	1.330
Khấu hao	701	448	80
Thay đổi vốn lưu động	-227	298	1
Điều chỉnh khác	-736	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>782</b>	<b>1.394</b>	<b>1.411</b>
Chi mua sắm TSCĐ	-200	-270	-270
Đầu tư	280	-307	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>80</b>	<b>-577</b>	<b>-270</b>
Cổ tức đã trả	-481	-489	-652
Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-380	-41	-349
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-	-	-
Tiền từ các hoạt động TC khác	-	-	-
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-860</b>	<b>-531</b>	<b>-1.002</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>1</b>	<b>286</b>	<b>139</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>1.187</b>	<b>1.473</b>	<b>1.612</b>

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS được điều chỉnh có khấu trừ lợi nhuận bất thường và khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo Thông tư 200.

## KQLN hàng quý

2015F	Q1	Q2	Q2	Q4	KQ từ đầu năm	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	2.002	2.262	1.782	1.952	6.046	7.419	7.998
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	51	317	73	195	441	613	636
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	149	327	270	230	746	n.a.	977
Biên lợi nhuận gộp	6,7%	8,3%	14,4%	14,4%	9,6%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,4%	7,3%	13,1%	11,9%	8,4%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	2,6%	14,0%	4,1%	10,0%	7,3%		
Tăng trưởng doanh thu	-7,3%	7,2%	30,4%	6,1%			
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-61,9%	n.a.	n.a.	-12,3%			
<b>2014A</b>							
Doanh thu, tỷ đồng	2.160	2.111	1.366	1.840	7.482		
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh					1.045		
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh					516		
Biên lợi nhuận gộp	14,4%	0,6%	-8,9%	16,1%	6,6%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	13,2%	-0,6%	-10,8%	14,3%	5,2%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	10,3%	-2,3%	24,8%	29,8%	14,0%		
Tăng trưởng doanh thu	21,5%	13,1%	13,8%	5,5%	13,6%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-19,6%	n.a.	n.a.	251,8%	-57,9%		

Lưu ý: NPAT điều chỉnh = NPAT trừ lợi ích CĐTS, lợi nhuận bất thường và khoản trích vào quỹ khen thưởng – phúc lợi

## Dự báo KQLN

	KQ 2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (hiện nay)	Dự báo 2015 so với KQ 2014	Lý do điều chỉnh dự báo
Tỷ đồng					
<b>Doanh thu</b>	<b>7.482</b>	<b>7.230</b>	<b>7.998</b>	<b>6,9%</b>	Điều chỉnh tăng hiệu suất sử dụng từ 65% lên 73%
Lợi nhuận gộp	497	634	859	72,7%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	0	0	0	n.a.	
Chi phí quản lý	-107	-108	-120	12,2%	
Lợi nhuận từ HĐKD	<b>391</b>	<b>526</b>	<b>739</b>	<b>89,3%</b>	
Lợi nhuận từ lãi vay	362	314	314	-13,3%	
Chi phí lãi vay	-138	-115	-115	-16,9%	
LN ngoài HĐKD	696	-151	-278	n.a.	Lỗi từ chênh lệch tỷ giá tăng do đồng yen tăng giá so với đồng VND
Lợi nhuận từ các công ty liên kết	-10	93	10	n.a.	Thu nhập theo báo cáo từ HPPP giảm do ảnh hưởng của việc tỷ giá USD/VND tăng 5%.
LN trước thuế	1.302	674	671	-48,4%	
<b>LN sau thuế</b>	<b>1.054</b>	<b>632</b>	<b>641</b>	<b>-39,2%</b>	
<b>LNST (sau lợi ích CĐTS), chưa điều chỉnh</b>	<b>1.045</b>	<b>628</b>	<b>636</b>	<b>-39,1%</b>	
<b>LNST (sau lợi ích CĐTS), đã điều chỉnh</b>	<b>688</b>	<b>687</b>	<b>977</b>	<b>42,0%</b>	
EBITDA	1.086	974	1.187	9,4%	
				Tăng/giảm điểm cơ bản	
Biên LN gộp %	6,6%	8,8%	10,7%	4,1%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Chi phí quản lý / doanh thu	1,4%	1,5%	1,5%	0,1%	
Biên EBIT %	5,2%	7,3%	9,2%	4,0%	
Biên EBITDA %	14,5%	13,5%	14,8%	0,3%	
Biên LNST %	14,0%	8,7%	8,0%	-6,0%	
Thuế suất %	19,0%	6,2%	4,5%	-14,5%	

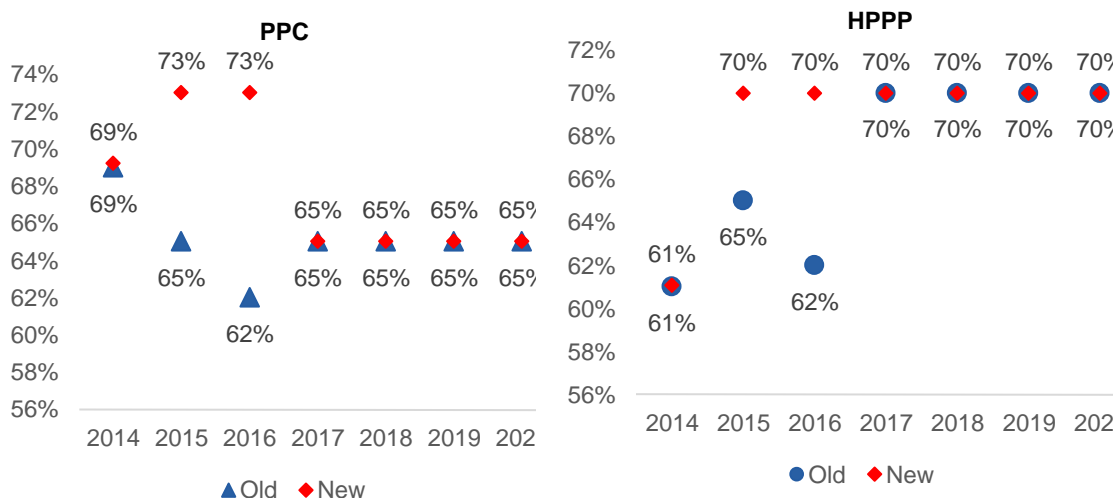
## Hạn hán có lợi cho cả PPC lẫn HPPP

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định hiệu suất sử dụng của PPC từ 65% lên 73% cho năm 2015 và từ 62% lên 73% cho năm 2016. Theo đó, hiệu suất sử dụng của HPPP được điều chỉnh tương ứng.

Trong 10 tháng đầu năm 2015, tỷ lệ điện than trong hệ thống điện cả nước tăng từ 32% lên 36%. Điều này cho thấy vì sao sản lượng điện của PPC và HPPP tính từ đầu năm đến nay đạt mức cao.

Việc lượng nước tại các bể chứa cả ba miền hiện chỉ đạt 20%-50% công suất thiết kế cho thấy các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong năm 2016. Như vậy, các nhà máy nhiệt điện sẽ tiếp tục gặp thuận lợi.

**Hình 1: Điều chỉnh giả định hiệu suất sử dụng của PPC và HPPP**



Nguồn: PPC, HPPP và VCSC

## KQLN 9 tháng đầu năm: Lĩnh vực kinh doanh cốt lõi đạt kết quả cao nhưng bị lu mờ do lỗ từ chênh lệch tỷ giá

Trong Quý 3, doanh thu của PPC tăng 31% và lợi nhuận từ HĐKD đạt 234 tỷ đồng, so với khoản lỗ 146 tỷ đồng hồi cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận từ lĩnh vực cốt lõi tăng mạnh lên 270 tỷ đồng, gấp khoảng sáu lần Quý 3/2014. Sản lượng điện Quý 3 tăng mạnh 28%, giúp sản lượng 9 tháng đầu năm tăng 4% dù giảm 4% trong 6 tháng đầu năm 2015. Hạn hán nghiêm trọng cũng như tăng trưởng GDP mạnh đã mang lại thuận lợi lớn cho PPC dù thị trường miền Bắc tạm thời bị dư cung như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo lần đầu. Tuy nhiên, PPC lỗ 214 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá sau khi lãi 420 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá năm ngoái, khiến LNST Quý 3/2015 giảm 78% so với cùng kỳ năm ngoái.

Doanh thu 9 tháng đầu năm 2015 tăng 7%. Trong khi đó, lợi nhuận từ HĐKD tăng mạnh 304% nhờ sản lượng điện tăng cũng như chi phí khấu hao giảm xuống 91 tỷ đồng. Ngoài ra, LNST 9 tháng đầu năm 2015 từ lĩnh vực cốt lõi tăng 71% so với cùng kỳ năm ngoái, dù LNST theo báo cáo giảm 11% do đồng yen tăng giá 7% so với tiền đồng Việt Nam.

**Hình 2: KQLN Quý 3 và 9 tháng đầu năm của PPC (tỷ đồng)**

Khoản mục	Q3/2014	Q3/2015	Tăng/giảm	9T2014	9T2015	Tăng/giảm
<b>Sản lượng điện (triệu kWh)</b>	1.086	1.391	28%	4.367	4.538	4%
<b>Doanh thu</b>	1.365	1.782	31%	5.642	6.045	7%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	-121	257	n.a.	200	578	189%
<b>EBIT</b>	<b>-146</b>	<b>234</b>	<b>n.a.</b>	<b>126</b>	<b>509</b>	<b>304%</b>
Tiền lãi tiết kiệm	173	88	-49%	371	243	-35%
Chi phí lãi vay	-34	-31	-9%	-108	-90	-17%
Lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá	420	-214	-151%	170	-290	-271%
Lợi nhuận từ liên doanh	0	0	n.a.	35	95	171%
Lợi nhuận trước thuế	413	77	-81%	594	472	-21%
<b>LNST theo báo cáo</b>	<b>338</b>	<b>73</b>	<b>-78%</b>	<b>495</b>	<b>441</b>	<b>-11%</b>
<b>LNST từ lĩnh vực cốt lõi</b>	<b>34</b>	<b>270</b>	<b>698%</b>	<b>436</b>	<b>746</b>	<b>71%</b>

Nguồn: PPC và VCSC

Tương tự, lợi nhuận của công ty liên kết là CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (HPPP), mà PPC sở hữu 26%, cũng bị ảnh hưởng do tính đến ngày 30/09/2015 tiền đồng Việt Nam mất giá 5%. Trong Quý 3/2015, công ty này lỗ lớn 395 tỷ đồng do khoản nợ 463 triệu USD bằng đồng USD. Vì vậy, trong 9 tháng đầu năm, lợi nhuận từ lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của HPPP đạt 474 tỷ đồng nhưng LNST theo báo cáo lại âm 139 tỷ đồng.

Trong 9 tháng đầu năm, HPPP cũng gặp thuận lợi nhờ hạn hán và doanh thu tăng 21% nhờ sản lượng tăng. Tuy nhiên, LNST chỉ tăng nhẹ 2% do một số chi phí liên quan đến các năm đầu hoạt động.

**Hình 3: KQLN Quý 3/2015 và 9 tháng đầu 2015 của HPPP**

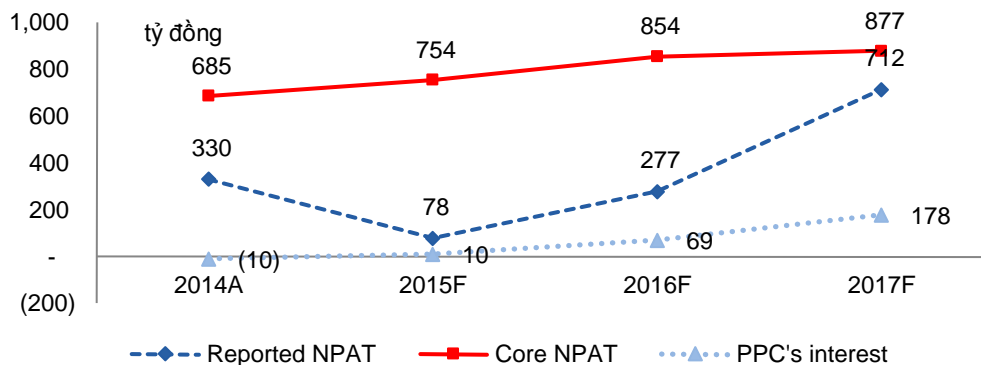
Khoản mục	Q3/2014	Q3/2015	Tăng/giảm	9T2014	9T2015	Tăng/giảm
<b>Doanh thu</b>	1.739	1.968	13%	5.843	7.042	21%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	163	192	18%	1.116	1.173	5%
<b>EBIT</b>	139	167	20%	1.064	1.106	4%
<b>Thu nhập/chi phí tài chính</b>	-183	-607	232%	-812	-1.246	53%
<b>Chi phí lãi vay</b>	-250	-212	-15%	-598	-632	6%
<b>Lỗ/lãi từ chênh lệch tỷ giá</b>	67	-395	-689%	-214	-614	187%
<b>LNST theo báo cáo</b>	<b>-45</b>	<b>-440</b>	<b>886%</b>	<b>252</b>	<b>-139</b>	<b>n.a</b>
<b>LNST từ lĩnh vực cốt lõi</b>	<b>-111</b>	<b>-45</b>	<b>5%</b>	<b>466</b>	<b>474</b>	<b>2%</b>

Nguồn: HPPP và VCSC

Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ lĩnh vực cốt lõi của HPPP sẽ cải thiện dần nhờ quản lý chi phí tốt hơn cũng như chi phí lãi vay từ nay trở đi sẽ giảm vì nợ giảm. Theo ước tính, mỗi năm HPPP đóng góp khoảng 200 tỷ đồng lợi nhuận từ kinh doanh cốt lõi cho PPC.

Về LNST theo báo cáo, chúng tôi cho rằng đóng góp của HPPP vào PPC sẽ chỉ đáng kể từ năm 2017 trở đi. Năm 2015, HPPP bị ảnh hưởng do tiền đồng Việt Nam trượt giá 5% còn sang năm 2016, chúng tôi giả định HPPP sẽ ghi nhận khoản lỗ cuối cùng từ chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn thi công là 392 tỷ đồng.

**Hình 4: Dự báo lợi nhuận của HPPP**



Nguồn: HPPP và VCSC

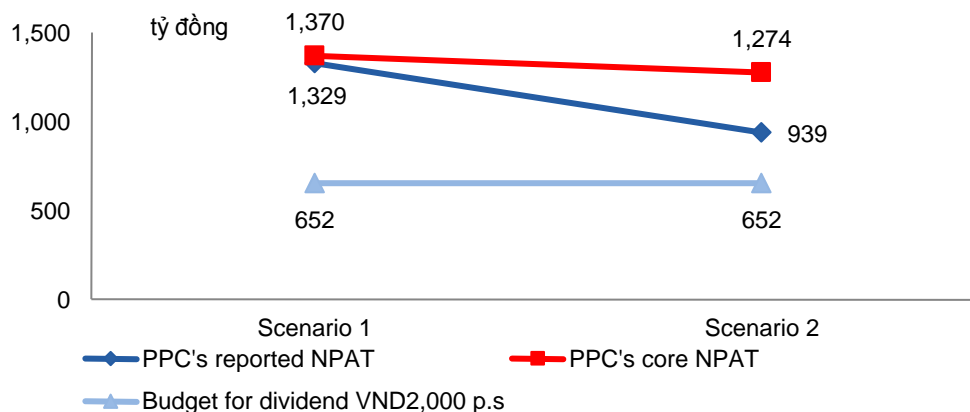
## Dự báo PPC sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt tại mức 2.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2016

Chúng tôi đưa ra hai kịch bản về tỷ giá USD/VND và JPY/VND để xem xét tác động của các tỷ giá này đối với khả năng trả cổ tức của PPC:

- Kịch bản 1: JPY/VND không đổi và USD/VND tăng 2%
- Kịch bản 2: JPY/VND tăng 5% và USD/VND tăng 5%

Chúng tôi nhận thấy PPC sẽ vẫn có thể duy trì mức cổ tức 2.000 đồng/cổ phiếu nếu đồng yen lẫn đồng USD không tăng giá quá 5%.

**Hình 5: Tổng số tiền trả cổ tức và LNST theo báo cáo của PPC**

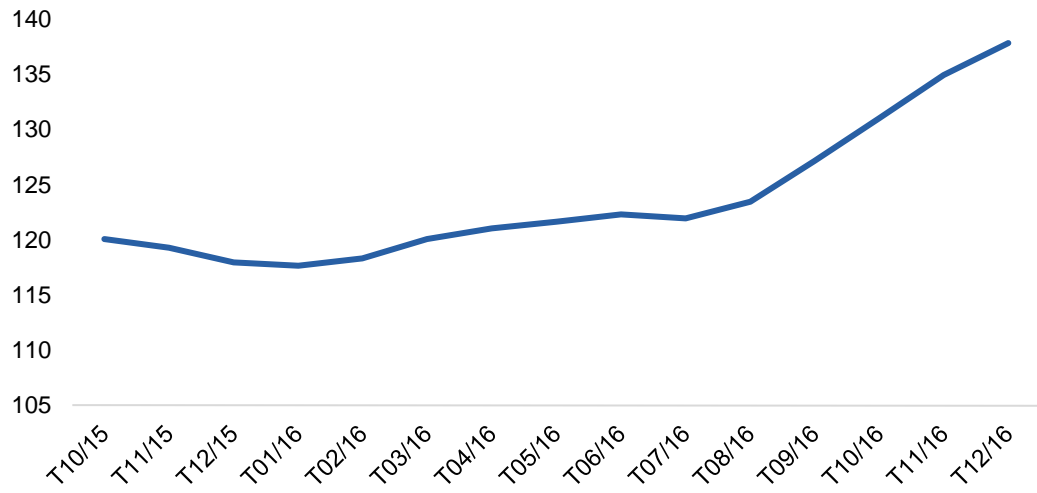


Nguồn: PPC, HPPP và VCSC

Trong khi đó, chúng tôi lưu ý rằng các chuyên gia tiền tệ dự báo tỷ giá USD/JPY có xu hướng tăng trong năm 2016 do Nhật Bản đang gặp khó khăn do chi đầu tư quốc gia thấp và tình hình thế giới bất lợi.

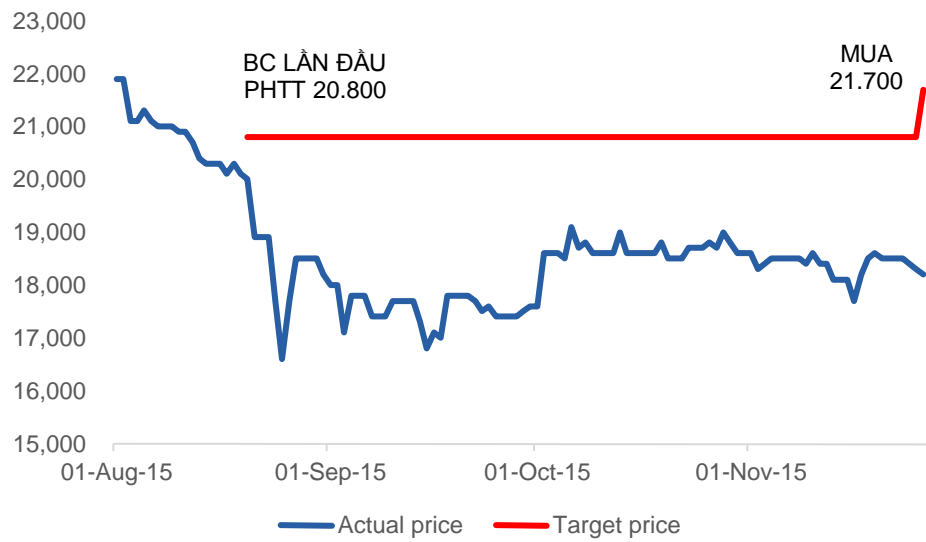


Hình 6: Diễn biến tỷ giá JPY/USD



Nguồn: The Economy forecast Agency

## Lịch sử Khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg và VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b> <b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

##### Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143  
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140  
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124  
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116  
Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149  
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

#### Vĩ mô và Thị trường

Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142  
Lê Ngọc Trâm, CV cao cấp ext 194  
Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181  
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Bất động sản, Hàng tiêu dùng

##### Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147  
Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138

#### Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185  
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135  
Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.