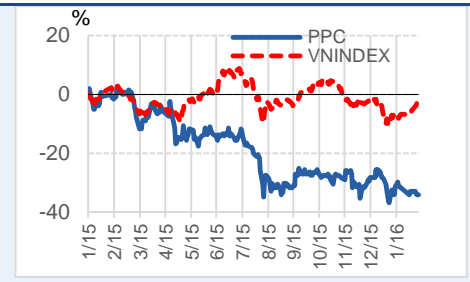


Ngày:	26/02/2016	2015	2016F	2017F	
Giá hiện tại:	16.800 VND	Tăng trưởng DT	2,4%	0,7%	-8,7%
Giá mục tiêu:	21.700 VND	Tăng trưởng	61,8%	21,2%	-26,0%
Giá mục tiêu trước đây:	21.700 VND	Biên LN gộp	12,6%	16,6%	14,0%
		Biên LN ròng	6,1%	14,0%	10,6%
		(VND)	2015	2016F	2017F
TL tăng:	+29,2%	EPS	3,411	4,136	3,062
Lợi suất cổ tức:	11,9%	Cổ tức / CP	1,500	2,000	2,000
Tổng mức sinh lời:	+41,1%				

		PPC	CT cùng ngành	VNI	
Ngành:	Tiện ích				
GT vốn hóa:	237,5 tr USD	P/E (trượt)	7,6x	9,3x	11,9x
Room NN:	80,3 tr USD	P/E (dự phóng)	5,1x	12,7x	N/M
GTGD trung bình/ngày (30 ngày):	0,1 tr USD	P/B (hiện tại)	0,9x	2,1x	1,7x
		Nợ ròng / Vốn			
Cổ phần Nhà nước:	52%	CSH	0,2	0,7	N/M
SL cổ phiếu lưu hành (tr)	326,2	ROE	19,4%	20,0%	14,2%
Pha loãng hoàn toàn (tr)	326,2	ROA	9,9%	7,0%	2,5%



Xu hướng kỹ thuật trung hạn: Trung tính
 Ngưỡng kháng cự: N/a

Mô tả công ty: PPC là một nhà máy điện than (công suất 1.040MW) tại miền Bắc. PPC có lần lượt 26% và 16% cổ phần tại 2 nhà máy điện than mới (Nhà máy điện Hải Phòng & Nhà máy điện Quảng Ninh)

Đinh Thị Thùy Dương
 Chuyên viên cao cấp

Giá theo hợp đồng mua bán điện cho Nhà máy Phả Lại 1 sẽ chỉ giảm nhẹ, giá mục tiêu không đổi

Chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu dành cho CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) tại mức 21.700VND/cổ phiếu (vì việc bao gồm định giá theo phương pháp P/E đã bù đắp lại cho việc giá tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền giảm do phân bù rủi ro thị trường cao hơn) và tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA.

LNST 2015 chuẩn hóa vượt dự báo của chúng tôi 14%. Chủ yếu vì chi phí bảo dưỡng thấp hơn 20% so với ước tính của chúng tôi, bù đắp cho việc tổng sản lượng thấp hơn 5% so với ước tính của chúng tôi. Chi phí bảo dưỡng thấp vì: (1) PPC bảo trì một tổ máy thay vì ba; (2) Việc tham gia của REE trong khâu quản lý đã giúp giảm chi phí bảo dưỡng.

Dự phòng cho Nhà máy điện Quảng Ninh là quá thận trọng. PPC đã dự phòng thêm 322 tỷ đồng cho khoản đầu tư này trong năm 2015, nâng giá trị dự phòng lũy kế lên đến 406 tỷ đồng, tương đương 50% giá trị đầu tư ban đầu. Việc dự phòng mạnh cho Nhà máy điện Quảng Ninh (QNPP) không phù hợp với Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS) và không hợp lý nếu nhìn vào lợi nhuận hoạt động sản xuất điện cũng như triển vọng kinh doanh của QNPP. PPC mua QNPP với giá 10,000 đồng, trong khi lỗ lũy kế của nhà máy điện này hoàn toàn là lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện.

Rủi ro lớn nhất của PPC liên quan đến việc thương lượng lại hợp đồng mua bán điện cho nhà máy điện Phả Lại 1 có thể sẽ không lớn như lo ngại. PPC ước tính trong kịch bản xấu nhất, giá theo hợp đồng mua bán điện cho nhà máy Phả Lại 1 sẽ chỉ giảm nhẹ khoảng 18VND/kWh, thấp hơn 1% so với giá cũ (tương đương mức giảm 7% trong phần cố định của công thức của hợp đồng mua bán điện). Chúng tôi ước tính mức giảm giá này sẽ khiến lợi nhuận chuẩn hóa của PPC chỉ giảm 5%. Thời điểm ký kết hợp đồng mua bán điện mới vẫn chưa được công bố.

Chúng tôi vẫn cho rằng PPC có thể trả cổ tức tại mức 1.500VND/cổ phiếu cho năm 2015 và cổ tức có thể tăng lên 2.000VND/cổ phiếu trong tương lai. Tuy LNST theo báo cáo của PPC thấp hơn 27% so với dự báo của chúng tôi do khoản dự phòng dành cho nhà máy điện Quảng Ninh, một thành viên HĐQT của PPC cho biết chắc chắn PPC sẽ trả mức cổ tức trên (tỷ lệ trả cổ tức 105%) vì PPC có dự trữ tiền mặt lớn và Tổng công ty phát điện 2 yêu cầu mức cổ tức cao. Chúng tôi ước tính PPC có thể tăng mạnh cổ tức lên 2.000VND/cổ phiếu trong tương lai nếu đồng

yen Nhật và đồng USD không tăng giá quá 5% so với tiền đồng Việt Nam. Mức cổ tức này cho thấy tỷ lệ trả cổ tức sẽ lên đạt đỉnh tại mức 87% trong năm 2017.

Mức chiết khấu 60% của PPC so với các công ty điện khác trong khu vực, và lợi suất cổ tức lên đến 11,9% sẽ bù đắp cho áp lực về giá do bị loại khỏi danh mục ETF. PPC hiện đang giao dịch với P/B chỉ 0,9 lần và P/E dự phóng 5,1 lần, trong khi trung bình điều chỉnh của các công ty điện khác là 12.7 lần. Mức chiết khấu này, cùng với lợi suất cổ tức cao, sẽ bù đắp cho lực bán do PPC bị loại khỏi danh mục ETF vì thanh khoản thấp.

Nhìn lại năm 2015

Lợi nhuận chuẩn hóa 2015 đạt 1.115 tỷ đồng/49,8 triệu USD, cao hơn 14% so với dự báo của chúng tôi vì sản lượng thấp hơn 5% so với dự báo, nhưng bù lại chi phí bảo trì thấp hơn 20%.

Chi phí bảo trì giảm 32% so với năm 2014 vì PPC chỉ bảo trì một tổ máy thay vì ba (thực hiện 2 năm một lần, mỗi lần 60 ngày). Hạn hán năm 2015 đã ảnh hưởng đến sản lượng của nhà máy thủy điện nên Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia đã phải huy động thêm điện của PPC và yêu cầu công ty không bảo trì cả ba tổ máy như kế hoạch. Ngoài ra, việc REE tham gia vào khâu quản lý cũng giúp giảm bớt chi phí bảo trì.

Hình 1: KQKD năm 2015 của PPC

Khoản mục (tỷ đồng)	2014	2015A	2015F	2015 vs. 2014	Thực tế vs Dự báo 2015
Sản lượng điện (triệu kWh)	5.694	5.712	6.006	0%	-5%
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.314	1.342	1.314	2%	0%
Doanh thu	7.482	7.665	7.998	2%	-4%
Lợi nhuận gộp	497	969	859	95%	13%
EBIT	391	867	739	122%	17%
Tiền lãi tiết kiệm	246	343	314	40%	9%
Chi phí lãi vay	(138)	(119)	(115)	-14%	3%
Lãi/lỗ từ chênh lệch tỷ giá & dự phòng	813	(570)	(277)	-170%	106%
Trong đó: dự phòng	-84	-406	0	383%	N,a
Lợi nhuận từ liên doanh	(10)	(7)	10	-33%	-167%
Lợi nhuận trước thuế	1.302	513	671	-61%	-24%
LNST theo báo cáo	1.045	465	636	-56%	-27%
LNST chuẩn hoá (điều chỉnh khoản lỗ tỷ giá & dự phòng)	747	1.115	977	59%	14%

Nguồn: PPC & VCSC

Lợi nhuận từ HĐKD tăng trưởng đầy ấn tượng trong năm 2015 nhờ 3 yếu tố chính: Chi phí khấu hao giảm (tương đương khoảng 2/3 phần lợi nhuận tăng thêm), chi phí bảo trì giảm (tương đương 1/3 còn lại), và giá bán trung bình tăng 2%.

Tuy nhiên, LNST báo cáo lại thấp hơn 27% so với dự báo của chúng tôi do khoản dự phòng dành cho khoản đầu tư vào Nhà máy Điện Quảng Ninh (QNPP) dường như quá thận trọng.

Chúng tôi không thể hiểu cơ sở nào cho khoản dự phòng trị giá 406 tỷ đồng/18 triệu USD cho khoản đầu tư vào QNPP vì PPC sử dụng phương pháp giá vốn để báo cáo khoản đầu tư này. Vì vậy, không thể ghi nhận lỗ/lãi theo tỷ lệ với cổ phần 16% tại QNPP theo yêu cầu của phương pháp chủ sở hữu trong kế toán, trừ khi có thay đổi đáng kể về giá trị tài sản hợp lý. Tuy nhiên, chúng tôi không nhận thấy yếu tố nào có thể làm giảm giá trị hợp lý của QNPP vì các chỉ báo cơ bản về hoạt động của nhà máy này vẫn lành mạnh và lỗ lũy kế là do lỗ chưa ghi nhận từ chênh lệch tỷ giá liên quan đến các khoản nợ bằng ngoại tệ của nhà máy.

Chúng tôi áp dụng hai phương pháp khác nhau như dưới đây để ước tính mức dự phòng hợp lý dành cho QNPP và lưu ý rằng khoản dự phòng lũy kế tối đa hợp lý dành cho khoản đầu tư vào QNPP chỉ là 235 tỷ đồng/10,4 triệu USD, trong khi tổng giá trị dự phòng đã ghi nhận đến nay là 406 tỷ đồng/18 triệu USD.

Hình 2: Khoản đầu tư của PPC vào QNPP

Năm	2014	2015
Giá trị sổ sách gộp (tỷ đồng)	817	817
Dự phòng (tỷ đồng)	(84)	(406)
Giá trị sổ sách thuần (tỷ đồng)	733	411

Nguồn: PPC & VCSC

Hình 3: Phương thức dự phòng cho khoản đầu tư của PPC vào QNPP (16% cổ phần)

Tỷ đồng	
Cách 1: Ghi nhận khoản lỗ pro-rata dựa trên khoản lỗ tỷ giá tổng 1.125 tỷ đồng trên bảng cân đối kế toán của QNPP	
Khoản lỗ tỷ giá tổng cộng của QNPP	(1,125)
Khoản lỗ tỷ giá pro-rata tổng cộng của PPC	(180)
Cách 2: Ghi nhận khoản dự phòng dựa theo điều chỉnh giá trị sổ sách cho QNPP	
Giá vốn của QNPP theo giá trị sổ sách	3,638
Lợi ích của cổ phần của PPC theo tỷ lệ	582
QNPP Số tiền chi phí tại QNPP của PPC vượt khoản giá trị sổ sách thuần của QNPP theo tỷ lệ	(235)

Nguồn: QNPP & VCSC; (*) PPC có 16% cổ phần tại QNPP

Lưu ý rằng ngay cả khi giả định PPC dự kiến sẽ chuyển sang áp dụng phương pháp kế toán chủ sở hữu để báo cáo khoản đầu tư vào QNPP, khoản dự phòng đã thực hiện trong năm 2015 vẫn khá lớn. QNPP ghi nhận lỗ ròng 576 tỷ đồng/26 triệu USD trong năm 2015. Như vậy, khoản lỗ do PPC báo cáo tương ứng với cổ phần 16% tại nhà máy này sẽ chỉ đạt 92 tỷ đồng, rất nhỏ so với khoản dự phòng mới 322 tỷ đồng đã ghi nhận năm 2015 cho khoản đầu tư vào PPC.

Lợi nhuận chuẩn hóa của Nhà máy Điện Hải Phòng (HPPP) thấp hơn 10% so với dự báo của chúng tôi vì chi phí lãi vay dành cho các tổ máy khác giảm khi nợ giảm nhưng bù lại, phát sinh chi phí lãi vay liên quan đến các khoản vay mới cho Tổ máy 4, là tổ máy cuối cùng đi vào hoạt động. Chúng tôi đã ước tính khoản nợ để tài trợ Tổ máy 4 thấp hơn so với thực tế. Ngoài ra, sản lượng điện bán ra cũng thấp hơn 4% so với dự báo của chúng tôi. Tuy nhiên, lợi nhuận theo báo cáo thấp hơn nhiều so với dự báo vì số dư nợ cao hơn so với dự kiến cũng khiến lỗ từ chênh lệch tỷ giá cao hơn so với dự báo (nợ của HPPP bằng USD và JPY)

Hình 4: KQKD 2015 của nhà máy Hải Phòng

Khoản mục (tỷ đồng)	2014	2015A	2015F	2015 vs. 2014	Thực tế vs Dự báo 2015
Sản lượng điện (triệu kWh)	5.764	6.269	6.532	9%	-4%
Doanh thu	8.295	9.130	9.400	10%	-3%
Lợi nhuận gộp	1.532	1.600	1.629	4%	-2%
EBIT	1.439	1.504	1.531	4%	-2%
Thu nhập/chi phí tài chính	(1.109)	(1.489)	(1.393)	34%	7%
Chi phí lãi vay	(781)	(831)	(805)	6%	3%
Lãi/lỗ tỷ giá	(328)	(658)	(588)	101%	12%
LNST theo báo cáo	330	13	138	-96%	-90%
LNST chuẩn hóa	685	682	754	0%	-10%

Nguồn: HPPP & VCSC

Triển vọng 2016

Hiệu suất hoạt động dự kiến sẽ giảm nhẹ

Chúng tôi điều chỉnh giảm hiệu suất hoạt động của PPC năm 2016 từ 73% xuống 69% chủ yếu do sản lượng theo hợp đồng của Nhà máy Điện Phả Lại 1 giảm (sản lượng cam kết/sản lượng bao tiêu) nhưng vẫn giữ giả định hiệu suất hoạt động dành cho HPPP.

Điều này không phải do tình hình hạn hán cải thiện hay nhu cầu điện giảm, mà do sản lượng theo hợp đồng được ấn định thấp hơn nhiều so với năm 2016 (Hình 7). Đáng chú ý, sản lượng điện trong tháng 01/2016 của PPC tăng 15% so với cùng kỳ năm ngoái.

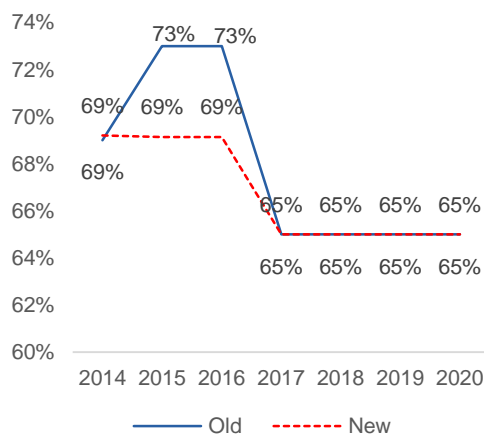
Sản lượng theo hợp đồng năm 2016 giảm do việc thử nghiệm tự do hóa thị trường điện Việt Nam giai đoạn 2 và Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia đã giảm sản lượng hợp đồng (sản lượng cam kết) đối với tất cả các nhà máy điện để khuyến khích các nhà máy cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Vì vậy, sản lượng thị trường của PPC dự kiến sẽ chiếm khoảng 40% tổng sản lượng của họ trong năm 2016 thay vì khoảng 15% như trong hai năm qua vì sản lượng theo hợp đồng giảm dần. Cụ thể, công ty cho biết sản lượng theo hợp đồng của Nhà máy Điện Phả Lại 1 ước đạt 1 tỷ kWh, giảm 44% so với năm 2015 (PPC vẫn chưa ký hợp đồng mua bán điện mới với Tập đoàn Điện lực Việt Nam vì hai bên vẫn còn thương lượng). Trong khi đó, sản lượng theo hợp đồng dành cho Nhà máy Điện Phả Lại 1 năm 2016 là 2,3 tỷ kWh (giảm 23% so với năm 2015).

Sản lượng thị trường tăng là tín hiệu tích cực dành cho Nhà máy Điện Phả Lại 2 vì giá PPA thấp hơn so với giá trên CGM nhưng bất lợi cho Nhà máy Điện Phả Lại 1 vì giá PPA của nhà máy này cao hơn khoảng 5% so với giá CGM. Hoạt động sản xuất thủy điện phục hồi chắc chắn sẽ kéo theo rủi ro giá trên thị trường phát điện cạnh tranh giảm, nhưng chúng tôi không cho rằng đây là vấn đề nghiêm trọng vì hạn hán vẫn tiếp tục kéo dài và sản lượng thủy điện khó có thể tăng mạnh so với hiện nay do không còn nhiều khu vực tiềm năng có thể khai thác thủy điện.

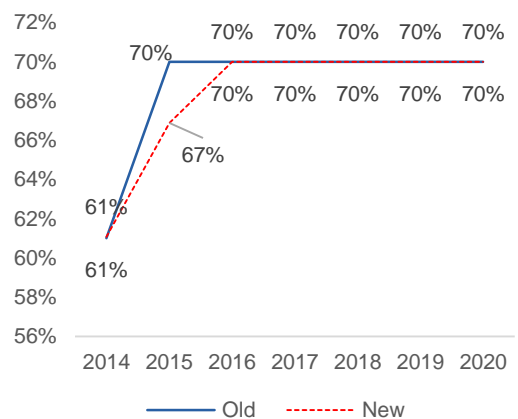
Chúng tôi ước tính tổng hiệu suất hoạt động của PPC sẽ giảm xuống 65% do sản lượng từ nhà máy thủy điện tăng trở lại, thị trường miền Bắc dư cung nhẹ, và tuổi thọ khá cao của Nhà máy Điện Phả Lại 1.

Chúng tôi cũng cho rằng từ năm 2016 trở đi, HPPP sẽ đạt hiệu suất hoạt động cao hơn vì tất cả các tổ máy đều sẵn sàng hoạt động.

Hình 5: Hiệu suất hoạt động của PPC



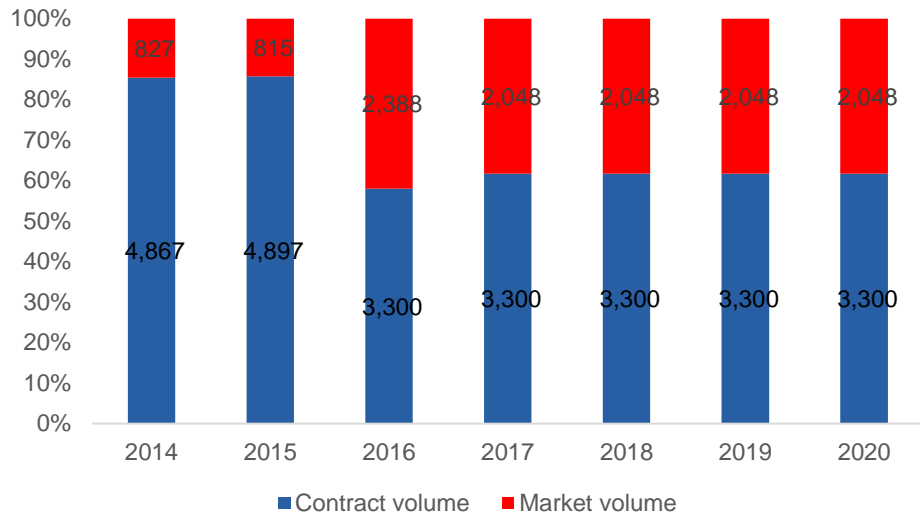
Hình 6: Hiệu suất hoạt động của HPPP (%)



Nguồn: PPC, HPPP & VCSC

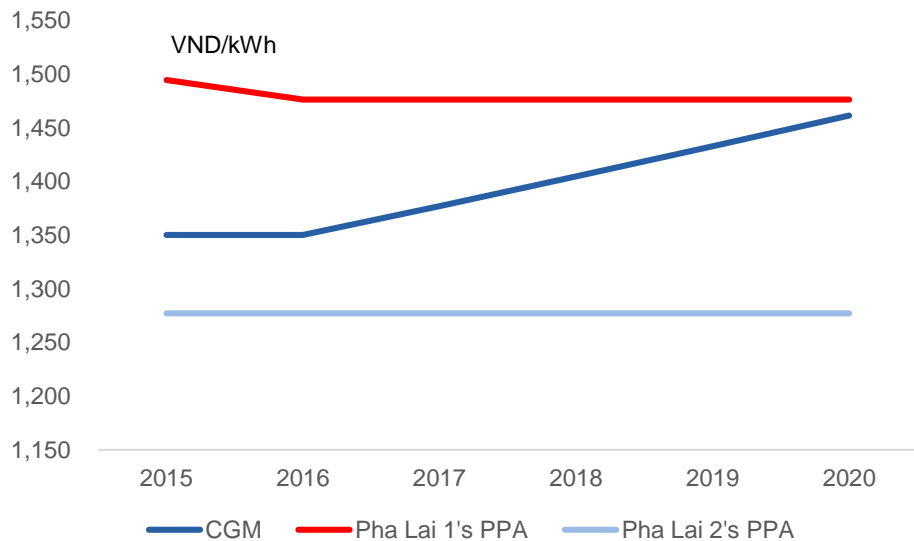
Cuối cùng, việc bảo trì lớn Tổ máy 1 (tháng 8 - tháng 10) và Tổ máy 5 (từ tháng 7 - tháng 9) sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng 2016 vì các giai đoạn này là mùa mưa, thời điểm lượng điện bán ra của PPC thường ở mức thấp.

Hình 7: Cơ cấu sản lượng của PPC (sản lượng hợp đồng so với sản lượng thị trường)



Nguồn: PPC & VCSC

Hình 8: Giá CGM và giá PPA của PPC



Nguồn: PPC & VCSC

Hợp đồng PPA mới của Phả Lại 1 không có nhiều rủi ro

Rủi ro lớn nhất của PPC là việc tái thương thảo lại hợp đồng PPA, có khả năng sẽ không quá rủi ro như dự kiến. Theo thông tin từ phía công ty, PPC vẫn đang trong quá trình đàm phán cuối cùng hợp đồng PPA với EVN, nhưng không cho biết chi tiết thời gian dự kiến hoàn thành. Tuy nhiên, công ty vẫn ước tính trong trường hợp xấu nhất, giá PPA của nhà máy Phả Lại 1 chỉ giảm khoảng 18 đồng/kWh, giảm 1% so với giá PPA cũ (tương ứng với mức giảm 7% thành tố cố định trong công thức tính PPA). Theo kịch bản này, chúng tôi ước tính lợi nhuận cốt lõi của PPC sẽ chỉ giảm 5%.

Triển vọng lợi nhuận

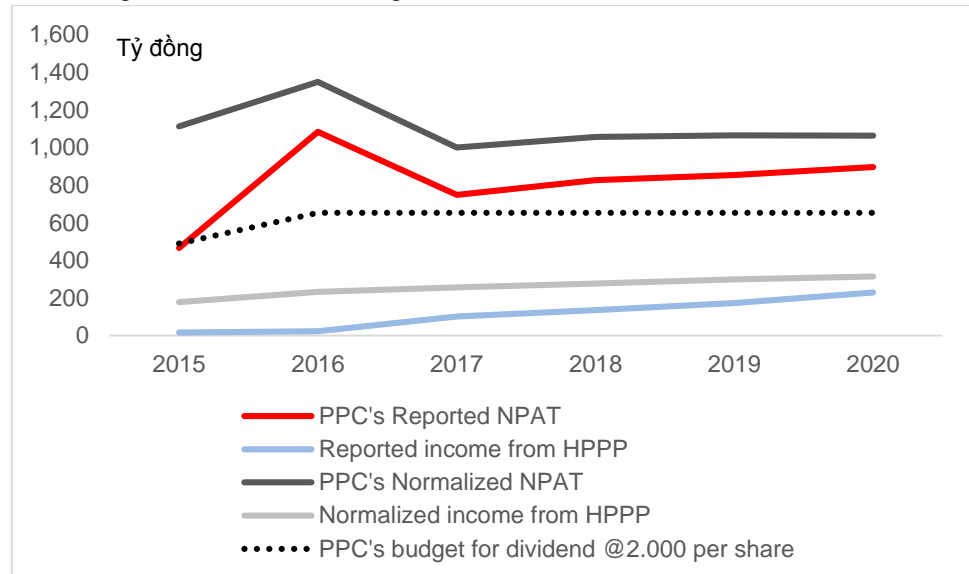
Chúng tôi ước tính LNST chuẩn hóa của PPC sẽ tăng 21,1% trong năm 2016 dù hiệu suất hoạt động giảm 4 điểm %, và mức giá chung tăng nhẹ 1%. Điều này chủ yếu là do mức giảm mạnh chi phí khấu hao khi các tài sản giờ đây đã được khấu hao gần hết.

Đối với nhà máy HPPP, chúng tôi ước tính mức LNST chuẩn hóa sẽ tăng trưởng 38% trong năm 2016 khi hiệu suất hoạt động tăng từ 67% lên 70%, và chi phí lãi vay giảm tương ứng với cán cân nợ. Trong những năm tiếp theo, với việc sản lượng đi ngang, lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện từng bước qua từng năm khi dư nợ tiếp tục giảm.

Chúng tôi giả định đồng JPY sẽ tăng 5% so với VND và USD tăng 5% so với VND trong mô hình của chúng tôi, và ước tính sẽ không có khoản dự phòng nào khác cho QNPP khi PPC đã trích dự phòng lớn trong năm 2015. Dựa trên các yếu tố này, chúng tôi cho rằng LNST của PPC có thể hỗ trợ cho chính sách cổ tức 2.000 đồng/CP trong vòng 5 năm tới, theo yêu cầu của Genco 2 (cổ đông lớn nhất của PPC với 52% cổ phần). Mức cổ tức này tương ứng với tỷ lệ chi trả cao nhất 87% trong năm 2017 khi LNST dự kiến sẽ chạm mức thấp nhất trong chu kỳ dự báo.

Chúng tôi lưu ý rằng trong năm 2015, PPC đã không thể chia cổ tức 2.000 đồng/CP như kế hoạch do khoản lỗ tỷ giá và khoản dự phòng lớn cho đầu tư vào QNPPP. Tuy nhiên, một thành viên HĐQT cho biết khá tự tin vào khả năng chia cổ tức 1.500 đồng, phù hợp với dự báo của chúng tôi.

Hình 9: Triển vọng lợi nhuận và khả năng chi trả cổ tức của PPC



Nguồn: PPC & VCSC

* Ghi chú: LNST đã được chuẩn hóa để loại trừ tác động của tất cả khoản lỗ tỷ giá từ khoản vay bằng ngoại tệ

Định giá

Chúng tôi giữ nguyên mức giá mục tiêu 21.700 đồng/CP dành cho PPC (khi việc tính gộp phương thức định giá P/E đã bù đắp chi mức giá DCF thấp do ảnh hưởng của phần bù rủi ro cao hơn) và giữ khuyến nghị MUA (Tổng mức sinh lời 41,1%).

Phân tích so sánh của chúng tôi cho thấy PPC hiện đang giao dịch với P/E trượt 11,7 lần so với mức trung bình trượt điều chỉnh của các công ty cùng ngành 9,3 lần. Tuy nhiên, với việc lợi nhuận năm 2015 của PPC tiêu cực do khoản dự phòng bất thường lớn cho khoản đầu tư vào QNPP, chúng tôi tính được P/E trượt dựa theo lợi nhuận chuẩn hóa 2015 đạt 7,6 lần, tương ứng với mức thấp hơn 33% so với mức trung bình điều chỉnh của các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, chúng tôi không điều chỉnh chuẩn hóa tác động của khoản lỗ tỷ giá khi đây là khoản mục tuần hoàn và các nhà đầu tư thường có xu hướng phản ứng với các khoản lãi hoặc lỗ tỷ giá. Chúng tôi cũng nhận

thấy PPC thường giao dịch thấp hơn các công ty cùng ngành, trung bình thấp hơn 33% trong vòng 3 năm qua. Do đó, chúng tôi cho rằng mức P/E hiện tại phù hợp với các xu hướng từ trước đến nay và áp dụng mục tiêu P/E 7,6 lần đối với lợi nhuận 2015 chuẩn hóa.

Hình 10: Tổng hợp giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng/CP)	Trọng số	Đóng góp vào giá mục tiêu (đồng/cp)
DCF	20.700	80%	16.560
P/E với P/E mục tiêu trượt 7,6 lần	25.926	20%	5.185
Giá mục tiêu (đồng/CP)			21.700
TL tăng (%)			29,2%
Tổng mức sinh lời (%)			41,1%

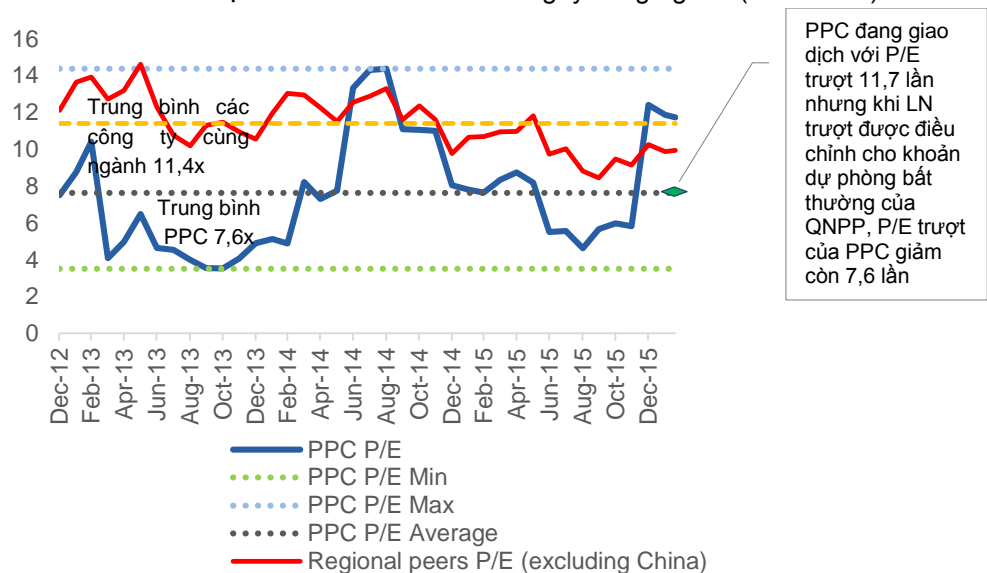
Nguồn: PPC & VCSC

Hình 11: P/E trượt điều chỉnh của PPC

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa	DT thuần 12 tháng gần nhất	Y-o-Y %	LNST 12 tháng gần nhất	Y-o-Y %	ROE (%)	DIV yield(%)	P/E trượt	P/E điều chỉnh	P/E dự phóng điều chỉnh	P/B
TENAGA NASIONAL	Malaysia	17.666,9	11.254,3	(3,0)	1.714,5	(18,8)	12,1	2,4	13,0	9,0	10,9	1,5
MANILA ELECTRIC	Philippines	7.843,4	5.679,3	(3,0)	419,7	5,8	25,8	4,5	18,7	11,9	23,1	4,7
K-ELECTRIC LTD	Pakistan	1.806,9	1.814,3	(6,6)	279,4	58,7	30,4	2,4	5,5	7,7	6,6	1,4
POWER GRID CORP	Ấn Độ	10.120,5	2.888,9	12,7	825,6	11,0	13,8	1,5	13,8	9,3	n,a	1,8
SJVN LTD	Ấn Độ	1.714,8	460,9	50,4	274,3	50,4	17,4	3,7	7,0	4,7	n,a	1,2
HENAN YUNENG-A	Trung Quốc	1.276,5	548,9	1,0	60,1	38,2	20,2	-	16,2	13,3	n,a	2,2
Trung bình		6.738,2	3.774,5	8,6	595,6	24,2	20,0	1,7	12,4	9,3	12,7	2,1
PPC	Việt Nam	237,5	350,0	2,4	21,4	(55,5)	19,4	8,8	11,7	11,7	5,1	0,9

Nguồn: Bloomberg, PPC & VCSC

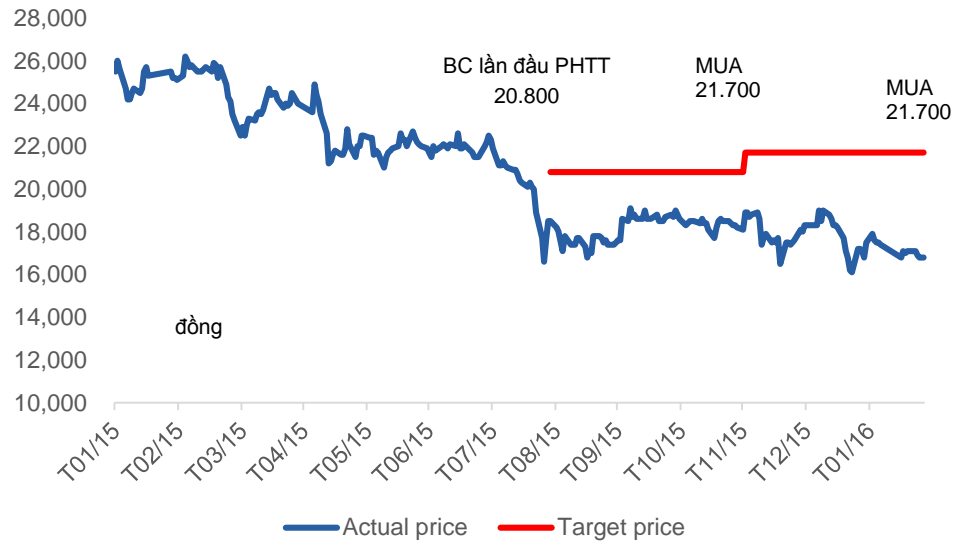
Hình 12: Diễn biến P/E trượt của PPC so với các công ty cùng ngành (điều chỉnh)



Nguồn: Bloomberg, PPC & VCSC

Lịch sử khuyến nghị

Hình 13: Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg & VCSC

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị giá PPC giảm về gần vùng hỗ trợ trung hạn 16,100, đây là vùng hỗ trợ mạnh và đồ thị giá chưa giảm dưới mức này kể từ 2013 đến nay.

Trong ngắn hạn, đồ thị giá đang bước vào giai đoạn tích lũy trên vùng hỗ trợ 16,100. Đồng thời, chúng tôi đánh giá xu hướng ngắn hạn ở mức TĂNG. Tuy nhiên, rủi ro ngắn hạn của cổ phiếu này là quỹ ETF có thể sẽ loại cổ phiếu này ra khỏi danh mục trong Q1/2016.

Trong trung hạn, đồ thị giá giao dịch tại vùng hỗ trợ mạnh và mô hình phân kỳ tăng giá đang hình thành trên các chỉ báo xung lượng cho nên chúng tôi nâng mức xu hướng trung hạn từ GIẢM lên TRUNG TÍNH và đây là vùng giá hấp dẫn cho các nhà đầu tư trung hạn.

Tính đến ngày 26/02/2016

(đồng/CP)

Chu kỳ phân tích trung hạn	3-6 tháng
Ngưỡng kháng cự trung hạn	21.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	16.100
Xu hướng trung hạn	TRUNG TÍNH

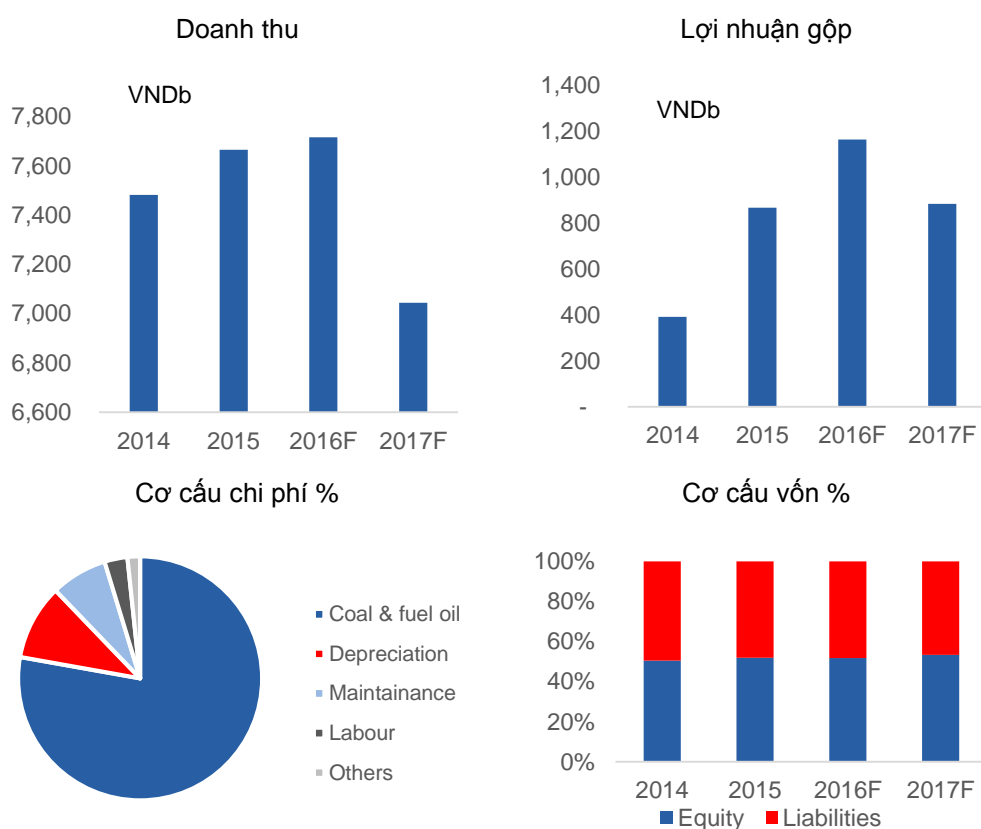


Nguồn: VCSC

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất điện
Yếu tố doanh thu chính	Hiệu suất hoạt động & giá điện
Yếu tố chi phí chính	Giá than và chi phí bảo trì
Yếu tố rủi ro chính	Tình trạng thừa cung tại miền Bắc & đồng JPY tăng giá
Các khách hàng chính	Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)
Địa chỉ	Xã Phả Lại, Huyện Chí Linh, tỉnh Hải Dương
Website	www.ppc.evn.vn
Email	ngoclt@evn.com.vn
Điện thoại	(+84) 320 3881 126

Các chỉ số chính



Nguồn: Báo cáo tài chính PPC và VCSC

KQLN (tỷ đồng)	2015A	2016F	2017F
Doanh thu thuần	7.665	7.716	7.044
Giá vốn hàng bán	-6.696	-6.438	-6.056
Lợi nhuận gộp	969	1.278	988
Chi phí bán hàng	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-103	-115	-105
LN thuần HĐKD	867	1.163	883
Doanh thu tài chính	343	295	274
Chi phí tài chính	-733	-328	-316
Trong đó, chi phí lãi vay	-120	-113	-110
Lợi nhuận từ công ty LDLK	16	23	101
Lợi nhuận/(chi phí) khác	21	0	0
LNTT	513	1.153	942
Thuế TNDN	-39	-63	-188
LNST trước CĐTS	474	1.090	753
Lợi ích CĐ thiểu số	-9	-8	-5
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	465	1.083	748
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	1.113	1.349	999
EBITDA	1.315	1.243	883
EPS cơ bản báo cáo, VND	1.425	3.319	2.293
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.411	4.136	3.062
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	3.411	4.136	3.062

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	2,4%	0,7%	-8,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	121,8%	34,2%	-24,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	61,8%	21,2%	-26,0%

Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp %	12,6%	16,6%	14,0%
Biên LN từ HĐ %	11,3%	15,1%	12,5%
Biên EBITDA	17,2%	16,1%	12,5%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	6,1%	14,0%	10,6%
ROE %	19,4%	22,6%	16,0%
ROA %	9,9%	11,7%	8,4%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	37,2	40,2	44,3
Số ngày phải thu	85,9	78,0	90,7
Số ngày phải trả	20,6	20,1	16,2
TG luân chuyển tiền	102,5	98,1	118,7

Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	6,2	3,9	3,9
CS thanh toán nhanh	5,5	3,5	3,4
CS thanh toán tiền mặt	0,7	1,0	1,1
Nợ/Tài sản	0,4	0,4	0,4
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,4	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,2	0,2	0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	7,2	10,3	8,0

BẢNG CĐKT tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Tiền và tương đương	714	1.632	1.785
Đầu tư TC ngắn hạn	2.394	1.694	1.294
Các khoản phải thu	1.467	1.830	1.670
Hàng tồn kho	660	757	712
TS ngắn hạn khác	738	738	738
Tổng TS ngắn hạn	5.973	6.652	6.200
TS dài hạn (gộp)	13.824	14.094	14.364
- Khấu hao lũy kế	-13.093	-13.173	-13.173
TS dài hạn (ròng)	731	921	1.191
Đầu tư TC dài hạn	2.015	2.015	2.015
TS dài hạn khác	2.354	2.354	2.354
Tổng TS dài hạn	5.100	5.290	5.560
Tổng Tài sản	11.072	11.941	11.760

Phải trả ngắn hạn	430	278	261
Nợ ngắn hạn	-	367	387
Nợ ngắn hạn khác	532	1.043	952
Tổng nợ ngắn hạn	962	1.688	1.601
Nợ dài hạn	4.360	4.073	3.884
Nợ dài hạn khác	0	0	0
Tổng nợ	4.360	4.073	3.884

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	2.449	2.879	2.975
Lợi ích CĐTS	39	39	39
Vốn chủ sở hữu	5.750	6.180	6.276
Tổng cộng nguồn vốn	11.072	11.941	11.760

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng	2015A	2016F	2017F
Tiền đầu năm	1.187	714	1.632
Lợi nhuận sau thuế	465	1.083	748
Khấu hao	458	80	0
Thay đổi vốn lưu động	1.062	-102	97
Điều chỉnh khác	90	0	0
Tiền từ hoạt động KD	2.075	1.061	845

Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-294	-270	-270
Đầu tư, ròng	3.976	700	400
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.573	430	130

Cổ tức đã trả	-643	-652	-652
Tăng (giảm) vốn	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-332	80	-169
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-	-	1
Tiền từ các hoạt động TC khác	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	-975	-572	-822
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-473	919	153
Tiền cuối năm	714	1.632	1.785

	Q1	Q2	Q2	Q4	KQ từ đầu năm	Kế hoạch của công ty	Dự báo của VCSC
2016							
Doanh thu, tỷ đồng	1.929	2.315	1.543	1.929		n,a	7.716
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	71	405	270	337		n,a	1.083
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	337	405	270	337		n,a	1.349
Biên lợi nhuận gộp							
Biên lợi nhuận từ hoạt động							
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)							
Tăng trưởng doanh thu							
Tăng trưởng LN từ hoạt động							
2015							
Doanh thu, tỷ đồng	2.002	2.262	1.782	1.619	7.665	7.419	7.665
LNST kế hoạch, chưa điều chỉnh	51	317	73	24	465	613	465
LNST kế hoạch, đã điều chỉnh	149	327	270	366	1.113	n,a	1.113
Biên lợi nhuận gộp	6,7%	8,3%	14,4%	24,2%	12,6%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,4%	7,3%	13,1%	22,1%	11,3%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	2,6%	14,0%	4,1%	1,5%	6,1%		
Tăng trưởng doanh thu	-7,3%	7,2%	30,4%	-12,0%			
Tăng trưởng LN từ hoạt động	-61,9%	n,a	n,a	35,9%			
2014							
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					688		
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%	-3,0%	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%		

Dự báo KQLN

Tỷ đồng	KQ 2015	Dự báo 2016 (trước đây)	Dự báo 2016 (hiện nay)	Số sánh dự báo 2016 trước đây và hiện nay	Ghi chú
Doanh thu	7.665	8.172	7.716	-5,6%	Hiệu suất hoạt động điều chỉnh lên 73% từ 69%
LN gộp	969	1.281	1.278	-0,2%	Chi phí bảo trì thấp hơn bù đắp cho hiệu suất hoạt động thấp hơn
Chi phí bán hàng và tiếp thị	0	0	0	n,a	
Chi phí điều hành	-103	-122	-115	-5,5%	
LN từ HĐKD	867	1.159	1.163	0,4%	
Thu nhập từ lãi	343	342	295	-13,8%	Lãi suất tiền gửi thấp hơn
Chi phí lãi vay	-120	-115	-113	-1,4%	
LN ngoài HĐKD	-592	2	-214	n,a	
Lợi nhuận từ liên doanh	16	69	23	-67,2%	Giả định mức tăng 5% của đồng JPY đối với khoản nợ 21 tỷ JPY/188 triệu USD
LN trước thuế	513	1.457	1.153	-20,9%	
LNST và sau lợi ích CĐTS	465	1.329	1.083	-18,5%	Giả định mức trượt giá 5% của đồng VND đối với khoản nợ 463 triệu USD
LNST cốt lõi	1.113	1.370	1.349	-1,5%	
EBITDA	1.315	1.239	1.243	0,3%	

				Thay đổi điểm cơ bản	
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	12,6%	15,7%	16,6%	0,9%	Doanh thu thấp hơn như LN ròng vẫn giữ như cũ
Chi phí điều hành/Doanh thu %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Biên LN từ hoạt động %	1,3%	1,5%	1,5%	0,0%	
Biên EBITDA %	11,3%	14,2%	15,1%	0,9%	
Biên LNST %	17,2%	15,2%	16,1%	1,0%	
Thuế suất %	6,1%	16,3%	14,0%	-2,2%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị/Doanh thu %	7,6%	5,2%	5,4%	0,2%	

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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10%-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa 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.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

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

Barry Weisblatt, +848 3914 3588 ext 105
barry.weisblatt@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp, ext 145

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

Trịnh Ngọc Hoa, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Vật liệu xây dựng

Lý Thị Mỹ Dung, Chuyên viên ext 149

BDS và Xây dựng

Hoàng Văn Thọ, Chuyên viên ext 174
Vương Khắc Huy, Chuyên viên ext 139

Hàng tiêu dùng, Ôtô và Săm lốp

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng ext 143
Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
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

Anirban Lahiri, Trưởng phòng cao cấp ext 130

Logistics và Nông nghiệp

Hoàng Minh Hải, Chuyên viên ext 138
Nguyễn Thanh Nga, Chuyên viên ext 199

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

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

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
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.