

# BÁO CÁO CÔNG TY

CÔNG TY CP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI -  
PPC

Ngày 07 tháng 04, 2009

---

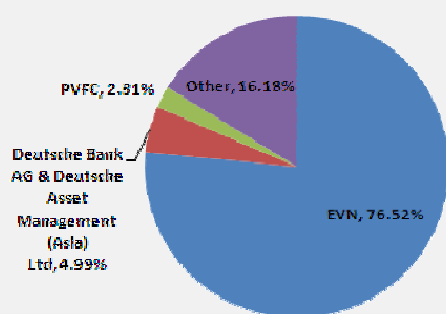


# CÔNG TY CP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (PPC)

## THÔNG TIN CHUNG

Ngành	Năng lượng
Niêm Yết	HOSE
Mã	PPC
Vốn điều lệ (VND bn)	3,262.3
Giá cao nhất 52 tuần	41,88
Giá thấp nhất 52 tuần	15,30
KLGD bình quân 10 ngày	142,955

## CƠ CẤU CỔ ĐỒNG



Nguồn: PPC, ngày 12/12/2008

## CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ

Giá (03/04/2009)	28,800
Vốn hóa (Tỷ đồng)	9.364
EPS (2008)	(654)
P/E (2008)	N/A
P/B (2008)	2.73
ROE 2008 (%)	(6.20)
ROA 2008 (%)	(1.97)
EV/EBITDA 2008	20.20

## DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: Reuters

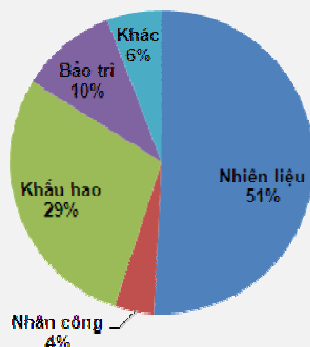
## SƠ LƯỢC

Công ty CP Nhiệt Điện Phả Lại (PPC), đặt tại tỉnh Hải Dương, cách Hà Nội 100 km, là một trong những công ty nhiệt điện lớn nhất Việt Nam. PPC có 2 dây chuyền sản xuất (gồm 6 tổ máy) với tổng công suất đạt 1.040 MW, sản xuất lượng điện bình quân khoảng 6.9 tỷ Kwh/năm, đóng góp vào khoảng 10% tổng lượng điện trên toàn quốc, chiếm xấp xỉ 18% tổng lượng nhiệt điện ước tính năm 2008. Ngày 19/05/2006, hơn 310 triệu cổ phiếu của công ty được niêm yết trên sàn HOSE.

## TIÊU ĐIỂM

- Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2008 khá tốt, tuy nhiên lợi nhuận sau thuế lại hoàn toàn không như mong đợi do dự phòng tỷ giá.** Trong năm 2008, PPC sản xuất xấp xỉ 6.9 tỷ Kwh điện, trong đó hơn 6.3 tỷ Kwh điện được bán cho EVN, doanh thu tăng 2% so với năm 2007. Tuy nhiên, do tỷ giá JPY/VND tăng từ 142,3 (thời điểm 31/12/2007) lên 184,96 vào thời điểm 31/12/2008, nên PPC phải lập dự phòng hơn 1.543 tỷ đồng cho khoản vay 36.2 tỷ yên, và do đó lợi nhuận sau thuế âm hơn 213 tỷ đồng.
- Triển vọng kinh doanh:**
  - Do phát sinh khoản đại tu lớn trong năm này, PPC dự kiến chỉ sản xuất khoảng 5.9 tỷ Kwh điện (tương ứng với 5700 giờ), giảm 13% so với sản lượng năm ngoái là 6.9 tỷ Kwh. Tuy nhiên, sự sụt giảm được hỗ trợ một phần bởi giá bán điện bình quân tăng từ 622.5 đồng/Kwh lên giá dự kiến 680 đồng/Kwh. Tổng doanh thu do đó sẽ vào khoản 3.636 tỷ đồng, giảm 6,36% so với năm 2008.
  - Trong khi đó, giá vốn hàng bán tăng 9,95% do nhiều yếu tố khác nhau, mà trong đó khoản đại tu lớn và giá than tăng là 2 nguyên nhân chủ yếu. Thật vậy, chi phí bảo trì, đại tu năm nay tăng mạnh 52.6%, từ 213 tỷ năm 2008, đến 325 tỷ (đại tu lại 2 tổ máy trong dây chuyền 1 và 1 tổ máy trong dây chuyền 2). Giá than tăng hơn 27% từ ngày 01/03/2009, từ bình quân 379.500 đồng lên 482.000 đồng. Không thể không kể đến việc chi phí nhân công cũng tăng đáng kể hơn 20%, khi lương tối thiểu được gia tăng từ ngày 01/05/2009.
  - Tổng hợp các yếu tố này đã làm giảm mạnh lợi nhuận gộp biên, từ 27.9% năm 2008 xuống còn 13.5% năm 2009. Giả sử rằng tỷ giá không thay đổi so với thời điểm 31/12/2008, lợi nhuận sau thuế của PPC do chúng tôi dự kiến sẽ vào khoảng 487 tỷ đồng, EPS dự kiến sẽ là 1.499 đồng, P/E năm 2009 vào khoảng 19.2 (vào ngày 03/04/2009).
  - Vào ngày 07/04/2009, tỷ giá JPY/VND được thông báo theo NHNN là 176,6 đồng/yên, giảm 8,36 đồng so với tỷ giá cuối năm 2008. Nếu Nhật Bản tiếp tục làm suy yếu đồng Yên để kích thích xuất khẩu, thì vào cuối năm PPC sẽ chần chẫn hoàn nhập một khoản dự phòng khá lớn. Việc sử dụng hoặc phân chia khoản tiền này đang là vấn đề chưa có lời giải đáp với công ty và có thể sẽ được thảo luận trong ĐHCĐ 2008 của công ty.
  - Một vấn đề khác đáng chú ý là việc dây chuyền 1, hiện đang chiếm 1/3 khẩu hao, sẽ kết thúc khấu hao vào năm 2010, và do vậy, sau năm 2010, giá vốn hàng bán của PPC sẽ giảm đáng kể. Do vậy, lợi nhuận gộp biên sẽ gia tăng trở lại. Tuy nhiên, cần lưu ý là vào thời điểm đó PPC có thể sẽ phải điều chỉnh giảm giá bán điện, và do đó lợi nhuận gộp biên có thể sẽ không đổi.

## CƠ CẤU GVHB 2009



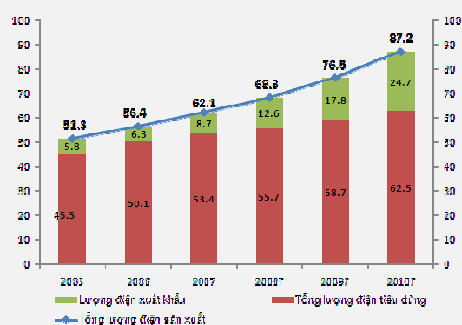
Nguồn: PPC

## BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ JPY/VND



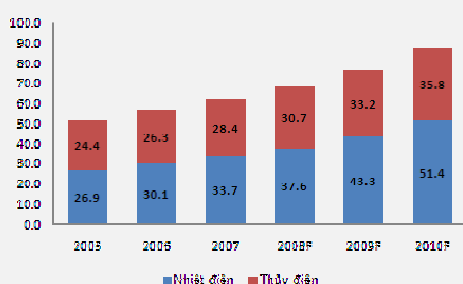
Nguồn: Reuters

## TỔNG LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT, TIÊU DÙNG VÀ XUẤT KHẨU TẠI VN (Tỷ Kwh)



Nguồn: BMI

## NHIỆT ĐIỆN – THỦY ĐIỆN (Tỷ Kwh)



Nguồn: BMI

▪ **Kế hoạch đầu tư:** PPC hiện chưa có kế hoạch mở rộng năng lực sản xuất điện của mình. Tuy vậy, trong năm 2009, công ty dự kiến sẽ góp 450 tỷ cho dự án Nhiệt điện Quảng Ninh (khoảng 10% vốn điều lệ) và đóng góp từ 750 tỷ -> 1000 tỷ cho dự án Nhiệt điện Hải Phòng 1-2 (từ 15%-20% vốn điều lệ). Chi tiết vận hành của hai dự án này như sau:

- Quảng Ninh (Tổng công suất 1.200 MW)
  - o Tổ máy 1 (300MW) và tổ máy 2 (300MW) sẽ bắt đầu hoạt động trong Q3/2009 và Q1/2010;
  - o Tổ máy 3 (300MW) tổ máy 4 (300MW) sẽ bắt đầu hoạt động Q3/2012 and Q1/2013.
- Hải Phòng 1-2 (Tổng công suất 2.400 MW)
  - o Tổ máy 1 sẽ bắt đầu hoạt động trong Q3/2009; Kế hoạch hoạt động của các tổ máy khác chưa khác định.
- Trong 1,2 quý đầu tiên khi các tổ máy mới đưa vào hoạt động, năng suất chỉ đạt khoản 60%-70% so với điều kiện bình thường.
- Khoản vốn này sẽ được tài trợ từ nhiều nguồn tiền khác nhau (tiền mặt, tiền từ các hợp đồng ủy thác hết hạn, v.v.)

▪ **Cập nhật mới nhất:** Tính đến 31/03/2009, PPC đã sản xuất hơn 1.9 tỷ Kwh điện, khoảng 32% kế hoạch trong năm 2009. Cụ thể, lợi nhuận trước thuế lũy kế 2 tháng đầu năm PPC đã đạt được 176 tỷ đồng, tương ứng 60% kế hoạch. Những số liệu này cho thấy, PPC gần như có thể chắc chắn về khả năng có thể đạt được kế hoạch đề ra (doanh thu là 3.848 tỷ, lợi nhuận trước thuế là 297 tỷ). Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, mùa mưa và việc đại tu sẽ ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng điện sản xuất của công ty.

▪ **Rủi ro:** Rủi ro lớn nhất mà PPC phải đối mặt là biến động tỷ giá JPY/VND và sự tăng giá các chi phí (trừ nhiên liệu) trong cơ cấu giá vốn hàng bán. Có điều, rủi ro tỷ giá này lại không được đảm bảo (hedge) do PPC chưa tìm ra được giải pháp ven toàn nào, và do vậy, nếu tỷ giá này vượt hơn mức 184.96, thì PPC sẽ tiếp tục đối mặt với khoản dự phòng bổ sung. Ngoài ra, nếu các chi phí khác như bảo trì, nhân công, cũng sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến lợi nhuận của PPC do đây là các chi phí không được đảm bảo trong giá.

▪ **Khuyến nghị:** với mức giá hiện tại là 28.800 đồng/cổ phiếu (03/04/2009), PPC hiện đang giao dịch với P/E 2009 forward là 19.2x, cao hơn 15.2% so với mức giá mục tiêu là 25.000 đồng/cổ phiếu. Trong năm 2009, PPC dự kiến sẽ trả 5% cổ tức bằng tiền mặt, tương ứng với khoản tiền là 163 tỷ. Điều này hoàn toàn khả thi, do dự kiến năm 2009, công ty sẽ đạt được khoản lợi nhuận xấp xỉ 487 tỷ đồng. Thêm vào đó, mức lợi tức cổ tức hiện tại khoảng 1.7% được xem là khá thấp khi so với lãi suất huy động hiện tại. Do vậy, chúng tôi cho rằng cổ phiếu PPC hiện đang được đánh giá tương đối cao hơn giá trị thực và do đó sẽ không hấp dẫn lắm đối với các nhà đầu tư, trừ khi nền kinh tế tiếp tục trì trệ và lãi suất cơ bản tiếp tục giảm.

SO SÁNH	PPC	VSH	TBC	SJD
Vốn điều lệ (Triệu đồng) - 2008	3,262,350	1,374,943	635,000	298,996
Giá (đồng) 03/04/2009	28,800	31,500	18,800	14,800
Vốn hóa (Triệu đồng)	9,364,453	4,331,070	1,193,800	442,515
Công suất (2008) (MW)	1,040	136	120	77.6
<b>CHỈ TIÊU HOẠT ĐỘNG</b>				
Lượng điện sản xuất (2008E) (Triệu Kwh)	6,900	859	476	360.7
Lượng điện bán (2008E) (Triệu Kwh)	6,300	853	460	360
% tiêu hao	8.7%	0.7%	3.36%	0.2%
Doanh thu 2008 (Triệu đồng)	3,881,915	483,680	244,566	240,447
Tăng trưởng	1.97%	30.67%	43.78%	(0.54%)
LNST 2008 (Triệu đồng)	(212,784)	370,841	155,283	35,437
Tăng trưởng	(125.81%)	44.39%	94.78%	(47.99%)
Lợi nhuận sau thuế biên 2008	(5.35%)	76.67%	63.49%	14.74%
ROE 2008	(6.20%)	17.32%	19.78%	9.55%
ROA 2008	(1.97%)	14.93%	18.40%	3.11%
D/E 2008	195.13%	4.87%	0.00%	188.57%
<b>CHỈ TIÊU ĐỊNH GIÁ</b>				
P/E 2007	11.36	16.86	14.97	5.65
P/E 2008	(44.01)	11.68	7.69	12.49
P/B 2008	2.73	2.02	1.52	1.19
EPS 2008 (Đồng)	(654)	2,697	2,445	1,185
Tăng trưởng EPS 2008	(125.82%)	44.39%	94.78%	(54.78%)
EV/EBITDA 2008	20.20	6.84	4.27	11.01
EV/MW 2008 (Tỷ đồng/MW)	12,320	26,189	7,830	14,696

## TÓM TẮT CÁC BÁO CÁO TÀI CHÍNH

KQKD (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F
Doanh thu	3,607,073	3,807,068	3,881,915	3,635,533
Giá vốn hàng bán	2,397,184	2,692,735	2,798,493	3,144,769
Lợi nhuận gộp	1,209,889	1,114,333	1,083,422	490,764
Lợi nhuận từ HĐKD chính	1,141,004	1,055,927	1,021,703	432,595
Lợi nhuận trước thuế	965,431	777,823	(468,054)	487,272
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>979,340</b>	<b>824,353</b>	<b>(212,785)</b>	<b>487,272</b>
BẢNG CĐKT (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F
Tiền và các khoản tương đương tiền	528,618	312,798	512,801	727,107
Đầu tư ngắn hạn	0	1,030,000	2,735,648	1,889,307
Khoản phải thu	2,652,598	494,195	931,922	946,235
Hàng tồn kho	353,033	469,445	557,198	516,948
Tài sản ngắn hạn khác	249	592	1,096	14,151
Tài sản cố định	7,056,102	6,215,533	5,502,035	4,545,064
Đầu tư dài hạn	0	1,098,370	239,200	1,674,400
<b>Tổng tài sản</b>	<b>10,604,813</b>	<b>9,682,285</b>	<b>10,797,310</b>	<b>10,662,363</b>
Nợ ngắn hạn	306,419	264,289	343,423	274,738
Nợ dài hạn	6,281,593	5,153,630	6,353,326	6,028,378
Vốn điều lệ	3,107,000	3,262,350	3,262,350	3,262,350
Lợi nhuận chưa phân phối	545,500	557,588	(127,460)	196,694
<b>Tổng vốn</b>	<b>10,604,813</b>	<b>9,682,285</b>	<b>10,797,310</b>	<b>10,662,363</b>
CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH	2006A	2007A	2008A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%)	147.25	5.54	1.97	(6.35)
Tăng trưởng LNST (%)	10,772	(15.83)	N/A	N/A
Lợi nhuận gộp biên (%)	33.54	29.27	27.91	13.50
Lợi nhuận sxkd biên (%)	31.63	27.74	26.32	11.90
ROA (%)	9.23	8.51	(1.97)	4.57
ROE (%)	26.49	21.57	(6.20)	12.97
EPS (VND)	3,152	2,534	(654)	1,499
EPS growth (%)	13,604	(19.61)	N/A	N/A

## KHUYỀN 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.

Trịnh Thanh Cần	<a href="mailto:can.trinh@vcsc.com.vn">can.trinh@vcsc.com.vn</a>
Hoàng Thị Hoa	<a href="mailto:hoa.hoang@vcsc.com.vn">hoa.hoang@vcsc.com.vn</a>
Nguyễn Xuân Giao	<a href="mailto:giao.nguyen@vcsc.com.vn">giao.nguyen@vcsc.com.vn</a>
Đinh Thị Như Hoa	<a href="mailto:hoa.dinh@vcsc.com.vn">hoa.dinh@vcsc.com.vn</a>
Ông Thị Thanh Thảo	<a href="mailto:thao.ong@vcsc.com.vn">thao.ong@vcsc.com.vn</a>
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	<a href="mailto:nhi.nguyen@vcsc.com.vn">nhi.nguyen@vcsc.com.vn</a>
Phạm Bảo Nguyễn Anh	<a href="mailto:anh.pham@vcsc.com.vn">anh.pham@vcsc.com.vn</a>
Võ Phúc Nguyên	<a href="mailto:nguyen.vo@vcsc.com.vn">nguyen.vo@vcsc.com.vn</a>
Võ Xuân Quỳnh	<a href="mailto:quynh.vo@vcsc.com.vn">quynh.vo@vcsc.com.vn</a>

### **BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT**

---

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam  
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209  
<http://www.vcsc.com.vn>