


<http://www.ppc.evn.vn>

## CTCP NHIỆT ĐIỆN PHÀ LẠI

Pháo Sơn, thị trấn Phà  
Lại, Chí Linh, Hải Dương

Mã chứng khoán: PPC

Ngành: Sản xuất & cung cấp điện

Sàn giao dịch: HsX

Lĩnh vực: Sản xuất, phân phối điện

### Khuyến nghị dài hạn: MUA

Giá mục tiêu: 15,200 VNĐ

Giá ngày 15/12/2010: 12,300 VNĐ

Vn Index (15/12/2010): 493.47 điểm



BÁN

MUA

EPS\_2010(F): 693 VNĐ

P/E: 17.7

BVPS (30/9/2010): 13,324 VNĐ

P/B: 0.85

### THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CÔNG TY



Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	323,154,614
Số lượng cổ phiếu niêm yết	326,000,000
Khối lượng giao dịch bình quân tháng	381,602
Giá cao nhất trong 52 tuần	28,700
Giá thấp nhất trong 52 tuần	11,100
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	2,019,110.4
Sở hữu nước ngoài hiện tại	9,501,696
Tỷ lệ cổ tức/Giá hiện tại	12.19%

Khoản mục	Đơn vị	2007	2008	2009
Tổng tài sản	Tỷ đồng	9,682	10,802	11,744
Vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	3,822	3,437	4,317
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	3,807	3,882	4,421
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	1,114	1,083	1,281
LN từ hoạt động chính	Tỷ đồng	773	-482	885
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	825	-208	892
Biên lãi gộp	%	29.27	27.91	28.98
Biên LN sau thuế	%	21.66	-5.35	20.18
ROA	%	8.52	-1.92	7.60
ROE	%	21.56	-6.04	20.65
EPS	đồng	2,537	-639	2,743

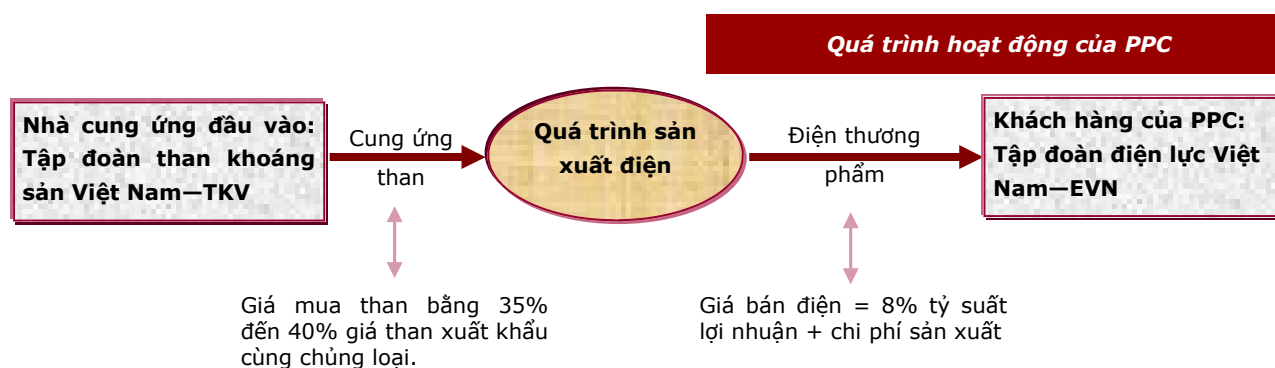
Hệ thống số liệu của TVSI được áp dụng theo tiêu chuẩn của quốc tế

- ◆ Lĩnh vực kinh doanh chính: Sản xuất kinh doanh điện thương phẩm.

#### Những điểm nổi bật

- ◆ Chiến lược dài hạn: tập trung đầu tư vào các dự án ngành điện, nâng cao năng lực cạnh tranh với các DN trong ngành.
- ◆ Về dài hạn, cổ phiếu PPC vẫn cơ bản tốt do được hỗ trợ từ phía TKV và EVN nên thị trường đầu vào và đầu ra đều ổn định.
- ◆ Yếu tố tác động mạnh đến lợi nhuận của PPC gần đây là khoản nợ trên 32 tỷ Yên Nhật khi tỷ giá tăng cao (tại 30/9/2010). Dự báo kết quả kinh doanh 2010 PPC sẽ đạt 225.39 tỷ đồng LNTT.
- ◆ Hợp đồng mua bán điện mới với EVN trên cơ bản đã đàm phán xong, giá bán điện trong những năm 2010—2013 là 692 đồng. Tuy nhiên mức giá bán này sẽ được điều chỉnh theo sự thay đổi của giá nguyên vật liệu đầu vào.
- ◆ Nhắm hạn chế rủi ro tỷ giá, PPC đang đề nghị EVN cho phép điều chỉnh giá bán theo sự thay đổi của tỷ giá và lạm phát trong thời gian tới.
- ◆ Định giá PPC theo mô hình FCFE 2 giai đoạn, giá cổ phiếu PPC trong dài hạn ở mức 14,300 VNĐ. Cổ phiếu PPC thích hợp cho các nhà đầu tư có chiến lược đầu tư dài hạn.

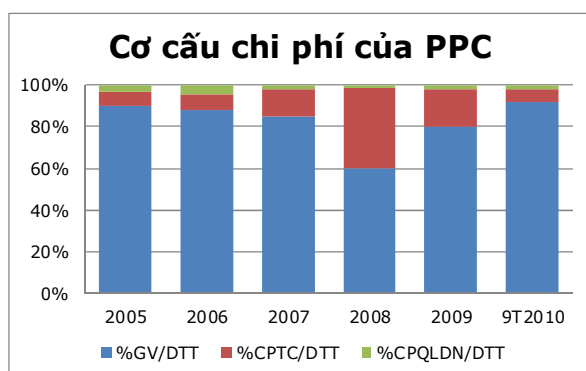
## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY



Kể từ khi thành lập 1982, trải qua gần 30 năm hoạt động trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh điện năng CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) là một trong những nhà máy phát điện có công suất lớn nhất cả nước, ngang hàng với nhà máy thủy điện Hòa Bình và nhiệt điện Phú Mỹ. Đến năm 2005, công ty chuyển sang hình thức hoạt động là CTCP và bắt đầu niêm yết trên TTGDCK Hà Nội, nay là Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội vào ngày 15/5/2006; đến ngày 26/1/2007 thì công ty chuyển sang giao dịch trên SGDK thành phố Hồ Chí Minh.

**Hoạt động chính của PPC** là sản xuất và kinh doanh điện thương phẩm với doanh thu từ hoạt động chính chiếm 99% tổng doanh thu. Công ty có 6 tổ máy hoạt động tại 2 nhà máy Phả Lại 1 và Phả Lại 2 với tổng công suất 1,040 MW, hàng năm nhiệt điện Phả Lại cung cấp khoảng 6 tỷ kWh điện cho lưới điện quốc gia, chiếm khoảng 7% tổng sản lượng điện trung bình của cả nước và khoảng 20% sản lượng điện Miền Bắc. Nhà máy Phả Lại 1 gồm bốn tổ máy có công suất thiết kế mỗi tổ máy là 110 MW đã phải đi vào giai đoạn phải bảo dưỡng, sửa chữa hàng năm khi TSCĐ đã khấu hao hết nên hiệu suất chỉ đạt 80% công suất thiết kế. Hàng năm công ty tiết giảm được một lượng lớn chi phí sửa chữa bảo dưỡng dưới sự hỗ trợ của EVN. Theo đó, hàng năm EVN sẽ hỗ trợ khoảng 200 tỷ đồng cho PPC để tiến hành sửa chữa lớn, nếu chi phí sửa chữa này vượt quá mức 200 tỷ thì EVN cấp bù. Và theo tính toán của PPC thì chi phí sửa chữa hàng năm chỉ ước chừng 300—340 tỷ đồng/năm, nghĩa là khả năng PPC được EVN bù đắp khoản chi phí sửa chữa lớn hàng năm khoảng 100 – 140 tỷ đồng và khoản này được hạch toán vào KQKD của PPC.

Nhà máy Phả Lại 2 gồm hai tổ máy có công suất 300 MW/tổ máy với công nghệ hiện đại hơn, gồm nhiều thiết bị tiên tiến đến từ các nước lớn như Mỹ, Nhật, Anh... nhưng vì mới đi vào hoạt động nên hiệu suất cũng chỉ đạt 90% công suất thiết kế.



Điểm thuận lợi trong hoạt động sản xuất của công ty là vị trí địa lý. Trụ sở của công ty đặt trên trục đường Hải Dương—Quảng Ninh, khá gần hai mỏ cung cấp nguyên vật liệu chính là mỏ than Vàng Danh và Mạo Khê, giúp công ty giảm bớt khá nhiều chi phí vận chuyển cả về đường sắt và đường sông, đặc biệt khi chi phí vận chuyển đang có sự biến động cùng chiều với sự tăng giá của xăng dầu trong nước.

Chi phí nhiên liệu (than, dầu) và khấu hao tài sản cố định là yếu tố chủ yếu cấu thành nên tổng chi phí của công ty, chiếm khoảng 80% - 90% tổng chi phí. Các chi phí khác như chi phí nhân công, dịch vụ mua ngoài, bảo dưỡng chiếm tỷ lệ không đáng kể trong tổng chi phí.

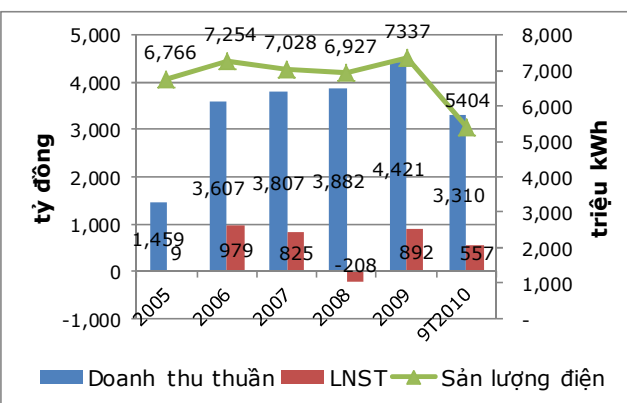
Tỷ trọng chi phí NVL bình quân chiếm khoảng 53% giá thành sản phẩm, trong đó, chi phí nhiên liệu than là 94% và chi phí nhiên liệu dầu DO là 6%. Mặc dù giá NVL này có xu hướng tăng nhưng nhờ cơ chế giá bán điện đầu ra cho EVN trong hợp đồng đã ký kết nên PPC không gánh chịu nhiều rủi ro từ việc tăng giá bán NVL đầu vào.

## TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

## Quá trình hoạt động của PPC

Thị trường NVL đầu vào chủ yếu là than được các thành viên của tập đoàn than khoáng sản Việt Nam TKV cung cấp với giá bán ưu đãi bằng 35% - 40% giá xuất khẩu than cùng chủng loại. Trải qua quá trình sản xuất, điện thương phẩm sẽ được bán với giá cố định trong hợp đồng đã ký kết với EVN để truyền tải lên lưới điện quốc gia. Hiện nay, than là nguyên vật liệu đầu vào chính của PPC và giá than phụ thuộc khá nhiều vào trữ lượng cũng như khả năng khai thác than trong nước. Hiện nay, do các dự án trong ngành điện vẫn còn triển khai khá chậm so với kế hoạch ban đầu nên nhu cầu sử dụng than không nhiều, khả năng đến năm 2015 Việt Nam mới cần phải nhập khẩu than. Tuy nhiên, đây cũng không phải là vấn đề đáng lo ngại đối với PPC vì khi giá bán than tăng lên, chi phí tăng thêm này sẽ được điều chỉnh vào phần chi phí được định ra để tính giá bán điện cho EVN của PPC.

**Doanh thu và lợi nhuận của công ty hầu như khá ổn định** qua các năm nhờ có hợp đồng mua bán điện với EVN. Theo đó, giá bán điện cho EVN được tính bằng chi phí sản xuất 1 kWh điện cộng thêm 8% tỷ suất lợi nhuận. Do đó, phần chi phí đầu vào tăng thêm sẽ được chuyển qua phần chi phí trong việc tính toán giá bán điện cho EVN. Hiện nay, PPC đang đối mặt với vấn đề rủi ro tỷ giá giữa VNĐ và Yên Nhật, nên công ty đang đề xuất lên EVN có thể điều chỉnh giá bán điện theo sự thay đổi của lạm phát và tỷ giá nhằm giảm thiểu rủi ro này mang lại.



**Chi phí tài chính:** Sau khi tiếp nhận dây chuyền 2, EVN đã chuyển khoản vay ngoại tệ từ ngân hàng hợp tác quốc tế Nhật Bản JBIC sang phía PPC, kỳ hạn 22 năm kể từ năm 2006, lãi suất 2.5%/năm và phí cho vay lại của EVN là 0.2%/năm. Trước khủng hoảng 2008, nền kinh tế không có nhiều biến động, tỷ giá giữa VNĐ và JPY khá ổn định thì đây được coi là một khoản vay ngoại tệ ưu đãi với lãi suất thấp, chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá không ảnh hưởng nhiều tới kết quả kinh doanh của PPC. Tuy nhiên, từ năm 2008 đến nay, nền kinh tế chịu tác động mạnh trong thời kỳ suy thoái cùng với đó là việc VNĐ liên tục mất giá so với USD, còn USD lại mất giá so với JPY càng khiến cho VNĐ ngày càng trở nên mất giá hơn so với JPY. Từ đó, khiến cho khoản vay ngoại tệ này trở thành một gánh nặng trong hoạt động của PPC. Khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá được hạch toán vào kết quả kinh doanh cuối năm của công ty tăng đột biến, lợi nhuận của công ty giảm sút, thậm chí lỗ trong năm 2008.

Hiện nay, PPC khoản vay này đang có giá trị tại ngày 30/9/2010 là 32.49 tỷ Yên, tỷ giá VNĐ/JPY được Ngân hàng Nhà nước công bố tại thời điểm cuối quý 3/2010 là 220.88 VNĐ/JPY thì hiện PPC đang chịu một khoản lỗ chênh lệch tỷ giá so với thời điểm cuối năm 2009 là 200.7 VNĐ/JPY vào khoảng 655.64 tỷ đồng.

**Doanh thu tài chính:** Do chính sách của ngành điện, nên công ty không được phép đầu tư các lĩnh vực ngoài ngành mà chỉ được tập trung đầu tư vào các dự án ngành điện. Hiện công ty đang góp vốn vào CTCP Nhiệt điện Hải Phòng 15.5%, CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh 16.35%, CTCP Dịch vụ sửa chữa Miền Bắc 15% và CTCP EVN Quốc tế 10%. Ngoài ra công ty cũng đầu tư vào trái phiếu hai ngân hàng BIDV và Habubank với tổng giá trị lên tới 217.975 tỷ đồng với kỳ hạn 3 năm cũng sẽ là những nguồn thu nhập từ hoạt động tài chính chủ yếu của PPC. Tuy nhiên, việc đầu tư vào 670,000 cổ phiếu của CTCP Nhiệt điện Bà Rịa (BTP) tương đương sở hữu 1.11% vốn cổ phần của BTP trên sàn với giá mua trung bình 64,000 đ/CP và hiện đang giảm giá xuống 9,600 đ/CP khiến PPC phải trích lập dự phòng giảm giá chứng khoán lên hơn 39 tỷ đồng cho thấy việc đầu tư tài chính này không thực sự hiệu quả.

**TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY****Dự báo kết quả kinh doanh và lợi nhuận**

Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm 2010 của PPC đạt 3,310 tỷ đồng doanh thu và 556 tỷ đồng LNST. So với cùng kỳ năm 2009, thì cả hai chỉ tiêu này đều giảm, doanh thu giảm 1.6%, LNST giảm 42.3%. Nguyên nhân chủ yếu là giá bán điện trung bình giảm 50 đồng/kWh cùng với sản lượng điện cũng thấp hơn 2009. Sản lượng điện lũy kế 9 tháng 2010 đạt 5.4 tỷ kWh điện trong khi lũy kế 6 tháng 2009 là 5.6 tỷ kWh.

Ngoài ra, việc PPC đang dừng một số tổ máy đến kỳ hạn phải bảo dưỡng, sửa chữa mất khoảng hơn 100 ngày và theo dự kiến của PPC thì phải đầu tháng 1/2011 công việc sửa chữa lớn mới hoàn thành và đưa các tổ máy này đi vào hoạt động trở lại. Điều này sẽ làm giảm sản lượng những tháng cuối năm 2010. Tuy sản lượng năm 2010 không cao như năm 2009 do tình hình thời tiết gặp nhiều khó khăn nhưng khả năng PPC vẫn hoàn thành kế hoạch sản lượng đề ra là khá lớn, đạt 6.25 tỷ kWh. Thêm vào đó, PPC cơ bản đã đàm phán xong giá mua bán điện mới với EVN trong giai đoạn từ 2009—2013 với giá 692 đồng/kWh thì chúng tôi ước lượng doanh thu cả năm 2010 của PPC sẽ đạt 3,892.5 tỷ đồng sau khi loại trừ 10% điện tự dùng.

Doanh thu tài chính của PPC vẫn chủ yếu đến từ các nguồn góp vốn liên doanh, liên kết và đầu tư tài chính vào trái phiếu doanh nghiệp. Khoản đầu tư vào trái phiếu BIDV và Habubank tuy đem lại lợi nhuận khá ổn định và an toàn nhưng hiệu quả không cao. Cùng với đó các khoản góp vốn vào dự án nhiệt điện sẽ làm giảm doanh thu từ hoạt động tài chính khi lợi nhuận không đem lại ngay được cộng thêm kết quả hoạt động kinh doanh của một số nhà máy như nhiệt điện Hải Phòng không hiệu quả càng làm giảm hiệu quả đầu tư tài chính của PPC. Dự báo doanh thu từ hoạt động tài chính đem về cho PPC 281 tỷ đồng trong năm 2010.

Diễn biến tỷ giá VNĐ/IPY vẫn đang trong chiều hướng bất lợi cho PPC, dù đã có dấu hiệu chững lại. Giả sử đến thời điểm cuối năm 2010 tỷ giá vẫn giữ nguyên ở mức 220.88 VNĐ/JPY (tăng thêm 11% so với thời điểm cuối năm 2009) thì chi phí tài chính trong năm của PPC sẽ là 935.74 tỷ đồng. Như vậy, theo ước lượng của chúng tôi thì cuối năm 2010 PPC sẽ đạt 225.39 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Công ty vẫn đang trong thời gian được miễn thuế TNDN cho đến hết năm nay 2010 và với khoản lợi nhuận thu được này thì công ty cũng khó có khả năng trả cổ tức 5% như kế hoạch đề ra.

**Lợi thế cạnh tranh của công ty****Áp lực từ phía nhà cung cấp**

Nguồn cung cấp đầu vào chính cho PPC là nguyên liệu than chỉ được cung cấp bởi thành viên của tập đoàn Than Khoáng Sản Việt Nam—TKV và chỉ có TKV có quyền cung cấp than cho các công ty sản xuất điện nên quyền lực áp đặt giá của TKV khá cao. Tuy nhiên, ngành điện lại là một ngành trọng điểm của cả nước, được chú trọng đầu tư phát triển, nên vẫn được hưởng sự ưu đãi về giá từ phía TKV. Thực tế, giá than bán cho các doanh nghiệp ngành điện chỉ bằng 60—70% so với giá bán cho các ngành khác như giấy, xi măng và bằng 35% - 40% giá than xuất khẩu cùng chủng loại.

**Áp lực từ phía khách hàng**

Do EVN là người mua điện duy nhất trên thị trường hiện nay từ các công ty sản xuất điện nên khả năng áp đặt giá lên các công ty phát điện cao. Song việc tăng giá bán lẻ điện sinh hoạt sẽ là yếu tố làm giảm khả năng áp đặt giá của EVN lên PPC trong quá trình thương thảo hợp đồng mua bán điện.

**Nhờ cơ chế giá bán điện đầu ra được tính bằng chi phí cộng thêm tỷ suất lợi nhuận cố định ở mức 8% nên khi giá than tăng, chi phí đầu vào PPC tăng thì giá bán đầu ra lúc đó cũng được điều chỉnh tăng. Vì thế, doanh thu và lợi nhuận của PPC không bị tác động nhiều và tương đối ổn định dù chịu áp lực cao từ phía TKV và EVN.**

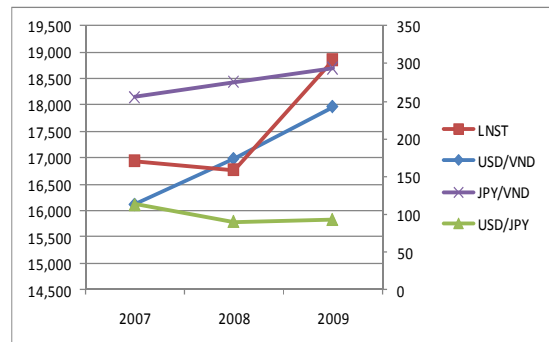
**YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN KQKD CỦA PPC****Tính mùa vụ, đặc trưng trong hoạt động công ty**

Phân tích kết quả kinh doanh cũng như đặc thù ngành, chúng tôi nhận thấy hoạt động của các công ty ngành điện mang tính chất chu kỳ và mùa vụ. Việc sản xuất và cung cấp điện năng của PPC phụ thuộc phần lớn vào việc ra quyết định của EVN. Thông thường vào mùa khô, nhu cầu sử dụng điện khá cao, năng lực của các nhà máy thủy điện không thể đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ điện của người tiêu dùng. Do đó, EVN phải huy động toàn bộ năng lực của các nhà máy nhiệt điện trong mùa khô để phục vụ nhu cầu tiêu thụ điện, sản lượng điện của các công ty nhiệt điện cao hơn các công ty thủy điện trong thời kỳ này. Thông thường sản lượng của nhiệt điện sẽ giảm và sản lượng thủy điện tăng vào những tháng cuối năm dẫn đến lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện trong quý 4 thường thấp hơn so với 3 quý còn lại của năm và PPC cũng không phải trường hợp ngoại lệ.

**Rủi ro biến động tỷ giá**

Tỷ giá là một trong những nguyên nhân ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động kinh doanh của PPC trong những năm gần đây, kể từ cuộc khủng hoảng 2008. Việc tỷ giá giữa VNĐ và JPY tăng cao đã khiến VNĐ giảm giá liên tục làm cho gánh nặng trả lãi của khoản nợ ngoại tệ với ngân hàng JBIC của Nhật ngày càng tăng đối với công ty.

Thực tế, ngoài tác động trực tiếp của tỷ giá JPY/VNĐ lợi nhuận của PPC còn chịu ảnh hưởng gián tiếp qua chính sách tỷ giá niêm yết USD/VNĐ của Ngân hàng Nhà nước. Việc tỷ giá tăng hay giảm cũng là một trong những yếu tố hỗ trợ cho PPC giảm bớt gánh nặng chi trả lãi vay trong thời gian tới. Vì hiện tại đồng Yên đang có giá hơn so với đồng USD, và đồng USD lại có giá hơn so với VNĐ càng tỏ rõ VNĐ đang rất mất giá so với đồng Yên. Chúng ta có thể thấy rõ sự thay đổi tỷ giá USD/JPY tác động đến lợi nhuận của PPC qua biểu đồ bên cạnh trong khi hai tỷ giá chéo USD/VNĐ và JPY/VNĐ không tác động nhiều tới lợi nhuận.



Như vậy thực tế dù VNĐ có giá hay mất giá đối với đồng dollar cũng không ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của PPC mà phụ thuộc vào biến động của 2 tỷ giá chéo USD/JPY khi chịu tác động cùng chiều của biến này, thông qua đó gián tiếp tác động đến tỷ giá JPY/VNĐ và ảnh hưởng tới KQKD của công ty.

Để tìm hiểu rõ hơn tác động của tỷ giá lên chi phí lãi vay cũng như lợi nhuận của doanh nghiệp, chúng tôi có bảng phân tích độ nhạy như sau giữa tỷ giá JPY/VNĐ và chi phí lãi vay trong năm 2010 với giả định ban đầu là tỷ giá giữa VNĐ và JPY tăng 5% so với năm 2009, chi phí tài chính chỉ gồm lãi vay phải trả dài hạn và lỗ chênh lệch tỷ giá, không bao gồm lỗ tỷ giá thực hiện và dự phòng các khoản đầu tư tài chính dài hạn.

Chỉ tiêu	% tỷ giá JPY/VNĐ tăng thêm					
	5%	7%	9%	11%	13%	15%
CPTC 2010 (tỷ đồng)	534.80	668.45	802.10	935.74	1,069.39	1,203.04
LNTT 2010 (tỷ đồng)	626.33	492.69	359.04	225.39	91.74	-41.91

Qua đây, chúng ta có thể thấy, nếu tỷ giá giữa VNĐ và Yên Nhật tăng từ 15% trở lên so với năm 2009 thì kết quả hoạt động kinh doanh của PPC năm 2010 sẽ âm.

**YẾU TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN KQKD CỦA PPC****Rủi ro khi đầu tư vào cổ phiếu PPC**

Vì PPC cũng tham gia niêm yết trên TTCK nên diễn biến giao dịch trên thị trường chứng khoán cũng tác động đến giá cổ phiếu của PPC. Dựa theo chuỗi số liệu quan sát trong quá khứ giữa VN Index và giá cổ phiếu PPC, chúng tôi nhận thấy giữa PPC và VN Index có mối quan hệ tương quan dương, nhỏ hơn 1. Vì thế, diễn biến giá của PPC thường biến động ít hơn và cùng chiều với VN Index.

Biến động giá cổ phiếu PPC còn phụ thuộc khá nhiều vào tình hình kết quả kinh doanh cũng như chính sách quản lý giá bán điện của EVN. Tuy nhiên PPC là một cổ phiếu ngành điện, được hỗ trợ yếu tố đầu vào, đảm bảo thị trường đầu ra, là một trong những ngành trọng điểm của Việt Nam nên doanh thu và lợi nhuận của PPC không biến động nhiều. **Do vậy, PPC là cổ phiếu thích hợp cho những nhà đầu tư không ưa rủi ro cao.**

**ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Vì đặc điểm của PPC được sự hỗ trợ về giá cả đầu vào lẫn đầu ra nên lợi nhuận ổn định. Doanh thu và lợi nhuận thay đổi chủ yếu do sự tăng giảm sản lượng và tỷ giá VNĐ/JPY. Với giá định than trong nước sẽ phải nhập khẩu từ năm 2015 và cũng từ năm 2015, PPC sẽ thu được khoản lợi tức ổn định hơn từ việc tái đầu tư. Tỷ lệ tái đầu tư hàng năm của PPC trung bình đang ở mức 45.32%. Cho nên, chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu PPC dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền trên vốn chủ sở hữu FCFE 2 giai đoạn.

- Giai đoạn 1: từ 2010—2015 tốc độ tăng trưởng bằng 0%.

Như đã giả định, trong khoảng thời gian này giá than dù có biến động như thế nào thì PPC vẫn giữ được dòng lợi nhuận ổn định nhờ giá bán điện cố định trong hợp đồng. Nghĩa là biến động giá đầu vào không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận của công ty. Thêm vào đó, quan sát chuỗi số liệu quá khứ, chúng tôi nhận xét giai đoạn trước và trong 2010-2015 dòng tiền sẽ không tăng trưởng. Dựa theo mô hình CAPM, chúng tôi tính được suất chiết khấu Ks thực trong giai đoạn này là 3.94% với hệ số Beta = 0.77, lãi suất phi rủi ro Rf = 11.2%, phần bù rủi ro Rp = 3%. Giá trị dòng tiền trên vốn chủ giai đoạn này đạt 4,853 tỷ đồng.

- Giai đoạn 2: từ 2015: tăng trưởng ổn định với tốc độ  $g = ROE \cdot b = 8\% \cdot 45.32\% = 3.63\%$

Trong giai đoạn này, với tình hình nền kinh tế như hiện nay, chúng tôi giả định lạm phát trong thời kỳ này trung bình ở mức 6.5% —mức lạm phát trung bình dài hạn, suất chiết khấu giai đoạn này là 10.44% và giá trị dòng tiền trên vốn chủ giai đoạn 2 ước lượng đạt 63.38 tỷ đồng. Tổng giá trị dòng tiền trên vốn chủ 2 giai đoạn quy về hiện tại là 4,917.36 tỷ đồng. **Từ đó, giá một cổ phiếu PPC được định giá ở mức 15,200 VNĐ với số lượng cổ phiếu đang lưu hành trên thị trường là 323,154,614 cổ phiếu.**

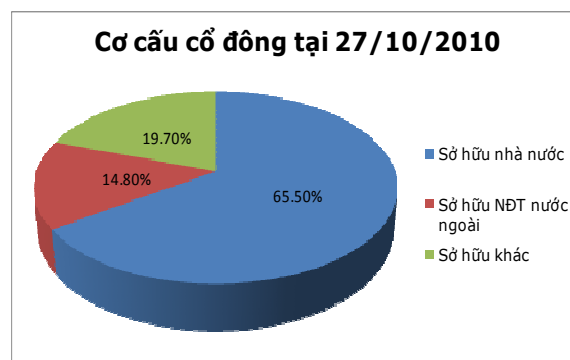
**Vậy, với đặc điểm diễn biến thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay, cổ phiếu PPC không thực sự hấp dẫn đối với nhà đầu tư ngắn hạn bởi nhiều yếu tố tác động bất lợi về tỷ giá, tính mùa vụ, việc ngừng một số tổ máy để bảo dưỡng, sửa chữa. Do đó những nhà đầu tư không ưa thích rủi ro có thể quan tâm và đầu tư vào cổ phiếu PPC.**

## PHỤ LỤC

### Cổ đông lớn

Tên Cổ đông lớn	SLCP nắm giữ
TCT Tài chính CP dầu khí Việt Nam (PVFC)	4,956,435
Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)	213,500,226
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	16,219,723

### Cơ cấu cổ đông



### Ban lãnh đạo

Họ tên	Chức vụ	SLCP
Nguyễn Khắc Sơn	Tổng Giám đốc	107,310
Vũ Xuân Cường	Phó Tổng GĐ	30,350
Nguyễn Văn Thanh	Phó Tổng GĐ	34,020
Lê Thế Sơn	Kế toán trưởng	0

### Hội đồng quản trị

Họ tên	Chức vụ	SLCP
Phạm Kim Lân	Chủ tịch HĐQT	105,840
Nguyễn Khắc Sơn	Thành viên	107,310
Nguyễn Tường Tấn	Thành viên	350
Phạm Linh	Thành viên	0
Nguyễn Việt Hà	Thành viên	0

### Tỷ lệ trả cổ tức

Năm	Tỷ lệ	Hình thức
2006	22%	Tiền mặt
2007	15%	Tiền mặt
2008	-	-
2009	15%	Tiền mặt
2010F	5%	Tiền mặt



**Chi tiêu tài chính (hiện tại)**

Chi tiêu	Đơn vị	2006	2007	2008	2009	9T2010
<b>1. Khả năng thanh toán</b>						
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	11.58	3.29	4.00	5.66	5.89
Khả năng thanh toán nhanh	lần	10.42	2.62	3.44	4.99	5.18
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	1.73	0.45	0.51	1.53	1.25
<b>2. Khả năng hoạt động</b>						
Vòng quay khoản phải thu	vòng	1.36	7.70	4.17	5.04	2.03
Kỳ thu tiền bình quân	ngày	264.74	46.73	86.28	71.41	133
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	6.65	5.74	5.02	5.22	4.48
Số ngày lưu kho bình quân	ngày	54.14	62.76	71.68	69.01	60
Vòng quay tổng tài sản	vòng	0.34	0.39	0.36	0.38	0.29
Vòng quay tài sản cố định	vòng	0.51	0.61	0.71	0.99	0.89
Vòng quay vốn lưu động	vòng	1.02	1.65	0.97	0.87	0.64
<b>3. Khả năng cân đối vốn</b>						
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	%	185.80	153.13	213.90	171.86	162.18
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	%	65.01	60.49	68.14	63.22	61.86
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	%	2.88	7.25	9.31	7.68	7.71
<b>4. Khả năng sinh lời</b>						
Biên lợi nhuận gộp	%	34.92	29.27	27.91	28.98	15.72
Biên lợi nhuận hoạt động	%	26.71	20.30	-12.42	20.02	17.63
Biên lợi nhuận trước thuế	%	26.76	20.44	-12.09	20.05	17.60
Biên lợi nhuận sau thuế	%	27.15	21.66	-5.35	20.18	16.82
ROA	%	9.23	8.52	-1.92	7.60	4.90
ROE	%	26.39	21.56	-6.04	20.65	12.85
<b>5. Tỷ số giá trị thị trường</b>						
EPS	đồng	3,152	2,537	-639	2,743	1,713
Book value	đồng	11,901	11,753	10,570	13,277	13,324
<b>6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản</b>						
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	%	27.15	21.66	-5.35	20.18	16.82
Doanh thu/ Tổng tài sản	%	34.01	39.32	35.94	37.64	29.14
Vòng quay tài sản cố định	Vòng	0.51	0.61	0.71	0.99	0.89
Tài sản cố định/ Tài sản	%	66.54	64.19	50.93	37.91	32.66
Tổng tài sản/ VCSH	lần	2.87	2.53	3.14	2.72	2.62



**Chỉ tiêu tài chính (dự báo)**

	Đơn vị	2010	2011	2012	2013	2014
<b>1. Khả năng thanh toán</b>						
Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	4.18	3.12	2.35	1.78	1.37
Khả năng thanh toán nhanh	lần	3.69	2.76	2.08	1.59	1.23
Khả năng thanh toán bằng tiền	lần	1.29	1.09	0.92	0.77	0.65
<b>2. Khả năng hoạt động</b>						
Vòng quay khoản phải thu	vòng	4.42	4.72	5.04	5.37	5.74
Kỳ thu tiền bình quân	ngày	81	76	71	67	63
Vòng quay hàng tồn kho	vòng	4.30	3.75	3.54	3.34	3.15
Số ngày lưu kho bình quân	ngày	84	96	102	108	114
Vòng quay tổng tài sản	vòng	0.31	0.30	0.29	0.27	0.25
Vòng quay tài sản cố định	vòng	1.02	1.27	1.59	1.99	2.49
Vòng quay vốn lưu động	vòng	0.67	0.62	0.57	0.53	0.47
<b>3. Khả năng cân đối vốn</b>						
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	%	174.34	181.38	194.90	217.67	253.74
Nợ phải trả/ Tổng nguồn vốn	%	63.55	64.46	66.09	68.52	71.73
Nợ ngắn hạn/Tổng nguồn vốn	%	11.04	15.63	21.65	29.17	38.03
<b>4. Khả năng sinh lời</b>						
Biên lợi nhuận gộp	%	24.60	30.27	30.27	30.27	30.27
Biên lợi nhuận hoạt động	%	5.64	13.58	13.58	13.58	13.58
Biên lợi nhuận trước thuế	%	0.15	13.72	13.72	13.72	13.72
Biên lợi nhuận sau thuế	%	5.79	12.69	12.69	12.69	12.69
ROA	%	1.79	3.85	3.71	3.47	3.14
ROE	%	4.91	10.85	10.93	11.02	11.11
<b>5. Tỷ số giá trị thị trường</b>						
Book value (đồng)	đồng	14,119	15,007	15,950	16,954	18,021
EPS (đồng)	đồng	693	1,627	1,744	1,868	2,001
<b>6. Phân tích Dupont (ROE) cơ bản</b>						
Lợi nhuận sau thuế/ Doanh thu	%	5.79	12.69	12.69	12.69	12.69
Doanh thu/Tổng tài sản	%	30.91	30.37	29.21	27.33	24.74
Vòng quay tài sản cố định	vòng	1.02	1.27	1.59	1.99	2.49
Tài sản cố định/ Tài sản	%	30.31	23.84	18.35	13.74	9.95
Tổng tài sản/ VCSH	lần	2.74	2.81	2.95	3.18	3.54

**Báo cáo tài chính (quá khứ)**

ĐVT: Triệu đồng

Chỉ tiêu	2006	2007	2008	2009	9T2010
<b>Tài sản</b>	<b>10,604,813</b>	<b>9,682,285</b>	<b>10,802,365</b>	<b>11,743,843</b>	<b>11,358,190</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3,534,499</b>	<b>2,307,029</b>	<b>4,021,469</b>	<b>5,099,163</b>	<b>5,158,002</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	528,618	312,798	512,801	1,383,303	1,093,381
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	0	1,030,000	2,020,000	2,205,000	1,810,000
Các khoản phải thu ngắn hạn	2,652,598	494,195	930,374	876,954	1,630,071
Hàng tồn kho	353,033	469,445	557,198	601,820	623,234
Tài sản ngắn hạn khác	249	592	1,096	32,086	1,317
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>7,070,314</b>	<b>7,375,255</b>	<b>6,780,896</b>	<b>6,644,680</b>	<b>6,200,188</b>
Các khoản phải thu dài hạn					
Tài sản cố định	7,056,102	6,215,533	5,502,036	4,452,376	3,710,128
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	1,098,370	955,007	1,869,919	2,163,440
Tài sản dài hạn khác	14,212	61,353	317,410	322,384	0
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
<b>Nguồn vốn</b>	<b>10,604,813</b>	<b>9,682,285</b>	<b>10,802,365</b>	<b>11,743,843</b>	<b>11,358,190</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>6,894,208</b>	<b>5,857,297</b>	<b>7,361,025</b>	<b>7,424,075</b>	<b>7,025,925</b>
Nợ ngắn hạn	305,219	701,804	1,006,054	901,350	876,074
Nợ dài hạn	6,588,989	5,155,493	6,354,971	6,522,725	6,149,850
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>3,710,605</b>	<b>3,824,988</b>	<b>3,441,340</b>	<b>4,319,768</b>	<b>4,332,265</b>
Vốn chủ sở hữu	3,697,500	3,821,704	3,437,042	4,317,000	4,332,265
Nguồn kinh phí và quỹ khác	13,105	3,284	4,299	2,768	0
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>3,607,073</b>	<b>3,807,068</b>	<b>3,881,915</b>	<b>4,420,950</b>	<b>3,310,240</b>
Các khoản giảm trừ doanh thu					
<b>Doanh thu thuần về bán hàng &amp; CCDV</b>	<b>3,607,073</b>	<b>3,807,068</b>	<b>3,881,915</b>	<b>4,420,950</b>	<b>3,310,240</b>
Giá vốn hàng bán	2,347,512	2,692,735	2,798,493	3,139,704	2,789,796
<b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và CCDV</b>	<b>1,259,561</b>	<b>1,114,333</b>	<b>1,083,423</b>	<b>1,281,246</b>	<b>520,445</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	11,720	125,401	291,459	379,646	313,529
Chi phí tài chính	189,170	409,021	1,795,419	703,119	192,240
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	167,303	167,312	170,961	175,713	151,013
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	118,557	57,972	61,719	72,738	58,255
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐSXKD</b>	<b>963,554</b>	<b>772,741</b>	<b>-482,257</b>	<b>885,035</b>	<b>583,478</b>
Lợi nhuận khác	1,878	5,514	12,816	1,436	-717
Phần lãi (lỗ) trong công ty liên kết liên doanh	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>965,431</b>	<b>778,255</b>	<b>-469,440</b>	<b>886,470</b>	<b>582,762</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-13,908	-46,532	-261,713	-5,544	25,902
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>979,340</b>	<b>824,787</b>	<b>-207,728</b>	<b>892,014</b>	<b>556,859</b>

**Báo cáo tài chính (dự báo)**

ĐVT: Triệu đồng

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Tài sản</b>	<b>12,594,623</b>	<b>12,490,245</b>	<b>12,295,963</b>	<b>12,129,783</b>	<b>12,073,523</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>5,813,485</b>	<b>5,987,119</b>	<b>6,230,231</b>	<b>6,407,114</b>	<b>6,594,806</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	1,798,294	1,924,174	2,058,867	2,161,810	2,269,900
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	2,403,450	2,403,450	2,403,450	2,403,450	2,403,450
Các khoản phải thu ngắn hạn	880,313	883,686	887,071	890,469	893,880
Hàng tồn kho	683,299	775,809	880,844	951,385	1,027,576
Tài sản ngắn hạn khác	48,128	0	0	0	0
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>6,781,138</b>	<b>6,503,126</b>	<b>6,065,732</b>	<b>5,722,669</b>	<b>5,478,717</b>
Các khoản phải thu dài hạn					
Tài sản cố định	3,817,402	4,240,523	3,803,129	3,460,067	3,216,114
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2,056,911	2,262,603	2,262,603	2,262,603	2,262,603
Tài sản dài hạn khác	535,168	0	0	0	0
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0
<b>Nguồn vốn</b>	<b>12,594,623</b>	<b>12,490,245</b>	<b>12,295,963</b>	<b>12,129,783</b>	<b>12,073,523</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>8,003,674</b>	<b>7,610,794</b>	<b>7,109,660</b>	<b>6,617,169</b>	<b>6,213,950</b>
Nợ ngắn hạn	1,390,723	1,111,806	1,099,153	1,086,352	1,087,484
Nợ dài hạn	6,612,952	6,498,988	6,010,507	5,530,817	5,126,465
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,590,948</b>	<b>4,879,451</b>	<b>5,186,304</b>	<b>5,512,614</b>	<b>5,859,573</b>
Vốn chủ sở hữu	4,588,916	4,877,958	5,185,207	5,511,809	5,858,982
Nguồn kinh phí và quỹ khác	2,033	1,493	1,097	805	592
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>					
<b>Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>	<b>3,892,500</b>	<b>4,170,117</b>	<b>4,467,534</b>	<b>4,786,164</b>	<b>5,127,518</b>
Các khoản giảm trừ doanh thu	0				
<b>Doanh thu thuần về bán hàng &amp; CCDV</b>	<b>3,892,500</b>	<b>4,170,117</b>	<b>4,467,534</b>	<b>4,786,164</b>	<b>5,127,518</b>
Giá vốn hàng bán	2,934,945	2,907,823	3,115,212	3,337,392	3,575,418
<b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và CCDV</b>	<b>957,555</b>	<b>1,262,295</b>	<b>1,352,323</b>	<b>1,448,772</b>	<b>1,552,100</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	281,039	202,479	216,921	232,392	248,966
Chi phí tài chính	935,740	814,666	872,769	935,016	1,001,702
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	83,300	83,869	89,851	96,259	103,124
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>219,554</b>	<b>566,239</b>	<b>606,624</b>	<b>649,889</b>	<b>696,239</b>
Lợi nhuận khác	5,839	5,833	6,249	6,695	7,173
Phần lãi (lỗ) trong công ty liên kết liên doanh	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>225,393</b>	<b>572,072</b>	<b>612,457</b>	<b>655,722</b>	<b>702,073</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	0	42,905	45,934	49,179	52,655
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>225,393</b>	<b>529,167</b>	<b>566,523</b>	<b>606,543</b>	<b>649,417</b>



## CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

### Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

### PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

#### Phó phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

#### Chuyên viên phân tích:

Phan Hoàng Diệu

Email: [dieuph@tvs.com.vn](mailto:dieuph@tvs.com.vn)

### Thang đo khuyến nghị (\*)

	Dưới -30%	Bán với khối lượng lớn
	-10% đến 30%	Nên bán
	-10% đến 10%	Cầm giữ
	10% đến 30%	Nên mua
	Trên 30%	Mua với khối lượng lớn

Màu sắc của thang đo khuyến nghị được căn cứ vào tỷ suất sinh lợi giữa mức giá hiện tại của cổ phiếu và giá mục tiêu.

### Sản phẩm phòng Nghiên cứu và Tư vấn Đầu tư:

- Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích công ty

- Báo cáo thống kê

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch

I-trade Home

I-trade Pro

### Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Website: [www.tvs.com.vn](http://www.tvs.com.vn)

Email: [contact@tvs.com.vn](mailto:contact@tvs.com.vn)

Chi nhánh HCM	Chi nhánh Hoàn Kiếm	Chi nhánh An Đông, HCM	Chi nhánh Hải Phòng	Chi nhánh Đà Nẵng
193 Trần Hưng Đạo, Q. 1	26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm	95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5	19 Điện Biên Phủ	114 Quang Trung
ĐT: (08) 38386868	ĐT: (04) 39332233	ĐT: (08) 38306547	ĐT: (031) 3757556	ĐT: (0511) 3752282
Fax: (08) 39207542	Fax: (04) 39335120	Fax: (08) 38306547	Fax: (031) 3757560	Fax: (0511) 3752283