BAOVIET Securities

Ngành điện

Báo cáo cập nhật

23 tháng 5, 2017

Khuyến nghị	**NEUTRAL**
Giá kỳ vọng (VND)	**22.040**
Giá thị trường (23/05/2017)	20.250
Lợi nhuận kỳ vọng	9,1%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	13900 - 21500
Vốn hóa	6.443
SL cổ phiếu lưu hành	318.154.614
KLGD bình quân 10 ngày	219.433
% sở hữu nước ngoài	17,3%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,8%
Beta	0,67

BIẾN ĐỘNG GIÁ

	YTD	1T	3T	6T
PPC	21,3%	19,1%	21,6%	29,8%
Vn-index	11,4%	4,0%	3,4%	8,5%

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 202

chethimaitrang@baoviet.com.vn

CTCP Nhiệt điện Phả Lại

Mã giao dịch: PPC Reuters: PPC.HM Bloomberg: PPC VN

Giá bán đã phản ánh thông tin tích cực từ trả nợ ngoại tệ, rủi ro từ nâng cấp, thay thế Phả Lại 1

Chính sách trả nợ trước hạn JPY sẽ có tác động tích cực tới lợi nhuận của PPC. PPC sẽ trả 16 tỷ JPY trong năm 2017 và phần còn lại trong 2 năm 2018 – 2019. Chính sách này sẽ giúp hoạt động sản xuất kinh doanh của PPC ổn định hơn, tránh phụ thuộc vào sự thay đổi của tỷ giá JPY vốn biến động khá thất thường. Ngoài ra, với diễn biến tỷ giá JPY/VND như hiện nay thì phần chi phí tài chính của PPC cũng sẽ giảm mạnh bù đắp cho phần sụt giảm của doanh thu tài chính khi tiền gửi ngân hàng và cho vay giảm để trả nợ JPY.

Sản lượng điện tiêu thụ năm 2017 có thể không hoàn thành kế hoạch năm tuy nhiên giá bán tăng có thể giúp doanh thu thuần và lợi nhuận gộp tăng. PPC đặt kế hoạch sản lượng điện sản xuất và tiêu thụ năm 2017 tương ứng đạt 5,59 tỷ kwh và 5,04 tỷ kwh, tăng 6% so với 2016. Với mức sản lượng tiêu thụ khá thấp trong Q1/2017, chúng tôi cho rằng PPC có thể chỉ tiêu thụ được khoảng 4,7 tỷ kwh, hoàn thành 93% kế hoạch năm 2017. Tuy nhiên, giá bán điện năm 2017 có thể tăng so với 2016 do tỷ trọng sản lượng điện theo giá hợp đồng PPA cao hơn so với 2016, giá than đầu vào điều chỉnh tăng và giá trần thị trường điện năm 2017 cao hơn so với 2016.

Lợi nhuận của PPC có thể tăng trưởng tốt trong năm 2017. Chúng tôi ước tính HND có thể đóng góp 114 tỷ VNĐ lợi nhuận từ liên doanh liên kết cho PPC trong năm 2017, tăng 74% so với 2016. Ngoài ra, PPC có thể tiếp tục được hoàn nhập dự phòng khoản đầu tư tài chính vào QTP khoảng 82 tỷ VNĐ trong năm 2017. Theo đó, chúng tôi ước tính năm 2017, PPC có thể đạt 6.479 tỷ VNĐ doanh thu và 709 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng 8,4% về doanh thu và 28% về lợi nhuận so với năm 2016.

Rủi ro từ nâng cấp Phả Lại 1 khiến dòng tiền nhàn rỗi của PPC giảm mạnh và gia tăng nợ vay tài chính. Nhà máy Phả Lại 1 có chi phí biến đổi cao và khó chào giá trên thị trường điện cạnh tranh, do đó PPC đang đưa ra 2 phương án: đầu tư nâng cấp Phả Lại 1 để giảm tiêu hao hoặc tiến hành đầu tư dây chuyền mới để thay thế. Hiện tại PPC vẫn đang trong quá trình nghiên cứu phương án đầu tư. Cả 2 phương án này đều sẽ gây nên gánh nặng tài chính và chi phí lãi vay cho PPC, khi nguồn tiền nhàn rỗi vốn khá dồi dào đã được sử dụng để trả nợ vay đồng yên trong năm 2017 và 2018 – 2019.

Khuyến nghị đầu tư. Hiện tại PPC đang được giao dịch với mức P/E forward 2017 ở mức 9,11 lần, thấp hơn khoảng 10% so với P/E của ngành điện hiện nay. Tuy nhiên, với rủi ro doanh thu tài chính tiếp tục giảm và vay nợ tăng trong các năm tới do phải đầu tư nâng cấp hoặc thay thế dây chuyền Phả Lại 1, chúng tôi cho rằng mức P/E giao dịch hiện tại của PPC là hợp lý nếu so với bình quân ngành. Ngoài ra, ngay cả khi áp dụng mức P/E bình quân ngành là 10 lần thì giá trị hợp lý của PPC khoảng 22.040 VNĐ/cổ phần, chỉ cao hơn khoảng 10% so với giá giao dịch hiện tại và không phải là mức hấp dẫn để ra quyết định đầu tư. Do đó, chúng tôi giảm khuyến nghị từ OUTPERFORM xuống **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PPC.

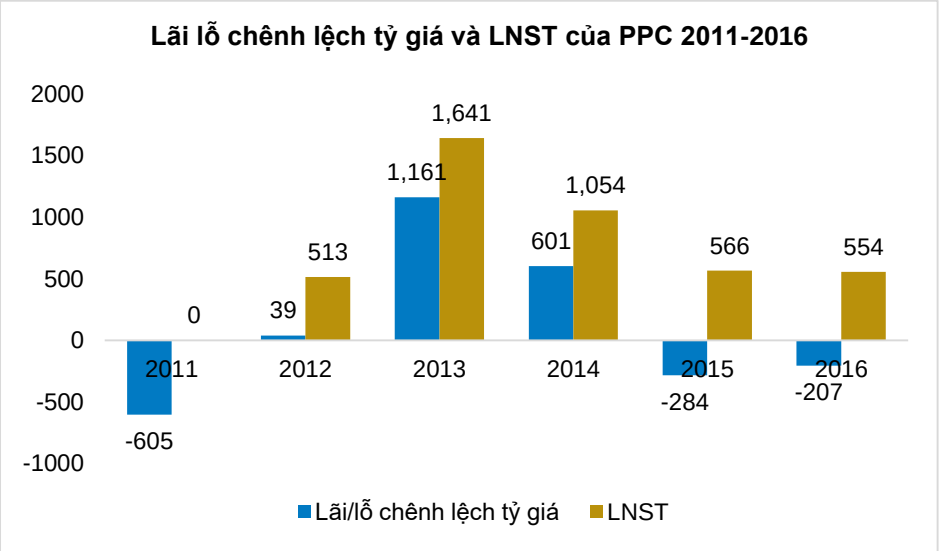
Trả nợ Yên sẽ giúp ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh và giảm đáng kể chi phí tài chính cho PPC

PPC sẽ trả 16 tỷ JPY trong năm 2017 và phần còn lại trong 2018 – 2019. Đến cuối 2016, PPC còn khoản nợ 21,35 tỷ JPY với Ngân hàng hợp tác quốc tế Nhật Bản (JBIC), tương đương 4.189 tỷ VNĐ. Khoản nợ này đến 2028 mới hết hạn, tuy nhiên PPC đã đàm phán với EVN để tiến hành trả nợ trước dự kiến. Theo đó, PPC sẽ tiến hành trả nợ bằng VNĐ cho EVN và EVN sẽ tiếp tục sử dụng hợp đồng vay nợ này để chuyển giao cho một dự án đầu tư nguồn điện mới thuộc Tập đoàn. Trong Q1/2017, PPC đã trả nợ khoảng 8,1 tỷ JPY, tương ứng 1.484 tỷ VNĐ, hạch toán lỗ chênh lệch tỷ giá thực hiện khoảng 65 tỷ VNĐ và lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay nợ cuối kỳ là 103 tỷ VNĐ.

PPC dự kiến sẽ trả tiếp 8 tỷ JPY trong Q2/2017 và phần còn lại (khoảng 5,3 tỷ JPY) trong năm 2018 – 2019. Nguồn tiền để giả nợ sẽ được lấy từ các khoản tiền và tương đương tiền khá dồi dào cuối 2016 (gần 2.900 tỷ VNĐ) và một phần khoản cho vay GENCO 2 và EVN được đáo hạn trong năm 2017 (khoảng 1.053 tỷ VNĐ).

Chính sách trả nợ JPY trước hạn sẽ có tác động tích cực tới PPC

- *Thứ nhất*: giúp cho hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định hơn, tránh việc phụ thuộc vào sự thay đổi của tỷ giá JPY vốn biến động khá thất thường trong các năm trở lại đây. Nếu cùng mức tăng giảm tỷ giá VND/JPY 1% vào thời điểm cuối năm, PPC sẽ chỉ phải hạch toán lỗ/lãi chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại chỉ khoảng 10,5 tỷ VNĐ cuối năm 2017 so với mức 41,9 tỷ VNĐ cuối năm 2016.

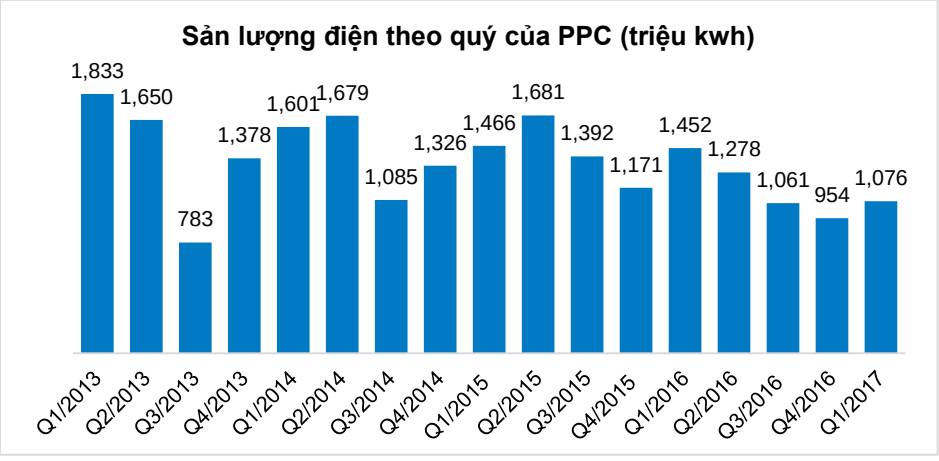


- *Thứ hai:* với diễn biến tỷ giá JPY/VND như hiện nay, chi phí tài chính 2017 sẽ giảm mạnh đủ để bù phần sụt giảm của doanh thu tài chính do lãi tiền gửi và cho vay giảm.

Chúng tôi ước tính, doanh thu tài chính của PPC sẽ giảm khoảng 140 tỷ VNĐ trong năm 2017 so với 2016. Với giả định tỷ giá VND/JPY cuối 2017 ở mức 202, tăng 3% so với cuối 2016 (dựa trên dự báo tỷ giá USD/JPY cuối 2017 là 115 của các chuyên gia tài chính lớn trên thế giới theo tổng hợp của Bloomberg và giả định tỷ giá USD sẽ tăng 2% so với VND trong năm 2017), chi phí lỗ tỷ giá và chi phí lãi vay trong năm 2017 của PPC theo ước tính của BVSC là 132 tỷ, giảm 200 tỷ VNĐ so với năm 2016, bù đắp được phần sụt giảm từ doanh thu tài chính do lượng tiền nhàn rỗi giảm.

Sản lượng tiêu thụ thấp trong Q1/2017 làm hạ triển vọng sản lượng năm

Sản lượng điện tiêu thụ Q1/2017 giảm 26% so với Q1/2016 và 31% so với bình quân 5 năm gần nhất. Trong Q1/2017, PPC tiêu thụ được 1,076 tỷ kwh, giảm 26% so với cùng kỳ 2016. So với bình quân Q1 của 5 năm gần nhất (2012 -2016), sản lượng điện Q1/2017 giảm khoảng 31%. Đây là kết quả tiêu thụ khá thất vọng, trong bối cảnh sản lượng thủy điện miền Bắc Q1/2017 không thuận lợi, và các nhà máy nhiệt điện than niêm yết khác tại miền Bắc (Nhiệt điện Hải Phòng, Nhiệt điện Quảng Ninh) đều tăng trưởng sản lượng tiêu thụ 10% - 15% so với cùng kỳ 2016. Tuy nhiên điểm tích cực bù lại là giá bán bình quân trong Q1/2017 tăng khá tốt so với Q1/2016 (+16%yoy) do có phần doanh thu từ sản lượng theo hợp đồng Qc (trong nửa đầu năm 2016, Phả Lại 1 chưa ký được hợp đồng điện nên doanh thu của Phả Lại 1 chỉ được tính theo giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh mà không có phần doanh thu từ sản lượng điện theo hợp đồng PPA). Ngoài ra, PPC cũng cho biết năm 2017 công ty thay đổi chiến lược chào giá trên thị trường điện cạnh tranh: đặt mục tiêu đảm bảo biên lợi nhuận thay vì tối đa sản lượng tiêu thụ, do đó sản lượng tiêu thụ có thể ở mức thấp tuy nhiên giá bán sẽ tốt hơn so với 2016. Trong Q1/2017, biên lợi nhuận gộp của PPC tăng lên mức 16,7% so với mức 2,7% trong Q1/2016. Cùng với việc lãi tiền gửi tăng và lỗ chênh lệch tỷ giá giảm, lợi nhuận Q1/2017 đạt 142 tỷ VNĐ, khá tích cực so với cùng kỳ 2016 (lỗ 157 tỷ VNĐ) mặc dù sản lượng tiêu thụ giảm.



Sản lượng điện tiêu thụ năm 2017 có thể không hoàn thành kế hoạch năm. PPC đặt kế hoạch sản lượng điện sản xuất và tiêu thụ năm 2017 tương ứng đạt 5,59 tỷ kwh và 5,04 tỷ kwh, tăng 6% so với 2016. Tuy nhiên, với mức sản lượng thấp trong Q1/2017, chúng tôi cho rằng PPC sẽ không hoàn thành được kế hoạch tiêu thụ năm. Trong cả năm 2017, chúng tôi ước tính PPC có thể chỉ tiêu thụ được khoảng 4,7 tỷ kwh, hoàn thành 93% kế hoạch năm.

Tuy nhiên doanh thu thuần và lợi nhuận gộp có thể tăng nhờ giá bán điện tăng

Giá bán điện năm 2017 có thể tăng khoảng 10% so với 2016. Chúng tôi ước tính giá bán điện của PPC bình quân năm 2017 có thể đạt khoảng 1.350 VNĐ/kwh, tăng 10% so với 2016 do các nguyên nhân sau:

- *Thứ nhất: tỷ trọng sản lượng điện theo giá hợp đồng PPA (Qc) cao hơn so với 2016.* Năm 2016, giá bán điện bình quân của PPC giảm 7% so với 2015 chủ yếu do sản lượng Qc được giao ở mức thấp (3,48 tỷ kwh, giảm khoảng 29% so với 2015). Trong khi giá bán điện theo hợp đồng PPA thường cao hơn so với giá chào trên thị trường điện cạnh tranh, tỷ trọng sản lượng Qc trên tổng sản lượng giảm đã khiến giá bình quân của PPC giảm so với 2015. Năm 2017, sản lượng Qc được giao cho PPC là 4,6 tỷ kwh, tăng 33% so với 2016 sẽ giúp giá bán điện bình quân của PPC tăng lên so với 2016.
- *Thứ hai: giá điện hợp đồng PPA và giá trần thị trường điện năm 2017 đều cao hơn so với 2016.* Giá than bán cho điện đã được điều chỉnh tăng bình quân 7% từ 24/12/2016. Theo hợp đồng điện PPA, PPC sẽ được chuyển phần chi phí than tăng lên vào giá điện hợp đồng. Chúng tôi ước tính với mức tăng giá than 7% trong năm 2017, giá bán điện theo hợp đồng của PPC năm 2017 sẽ tăng 5% so với 2016. Ngoài ra, giá trần trên thị trường điện cạnh tranh năm 2017 cũng được quy định lên 1.266 VNĐ/kwh, tăng 8% so với giá trần năm 2016.

Doanh thu thuần và lợi nhuận gộp có thể tăng 9% và 25% so với 2016. Với giá bán tăng, doanh thu thuần của PPC có thể đạt khoảng 6.538 tỷ VNĐ, tăng 9,4% so với 2016 và lợi nhuận gộp đạt 631 tỷ VNĐ, tăng 25% so với 2016.

Lợi nhuận từ liên doanh liên kết tốt hơn và hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính trong năm 2017

Nhiệt điện Hải Phòng (HND) và Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP) đều tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ và giá bán trong Q1/2017. Trong Q1/2017, Nhiệt điện Hải Phòng đạt tăng trưởng 12,4% về doanh thu và 118% về lợi nhuận sau thuế so với Q1/2016 nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán trên thị trường điện cạnh tranh tốt hơn. Nhiệt điện Quảng Ninh đạt 2.120 tỷ VNĐ doanh thu, tăng 29,1% so với Q1/2016 do sản lượng điện tăng 11,4% và giá bán tăng 16%.

Nhiệt điện Hải Phòng có thể đóng góp 114 tỷ VNĐ lợi nhuận từ liên doanh liên kết cho PPC trong năm 2017, tăng 74% so với 2016. Chúng tôi ước tính năm 2017, nhiệt điện Hải Phòng có thể đạt 10.263 tỷ VNĐ doanh thu và 439 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng 12% về doanh thu và 53% về lợi nhuận so với 2016 nhờ giá bán và sản lượng điện tiêu thụ tăng.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017 của Nhiệt điện Hải Phòng

Chỉ tiêu	2016	2017F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	9.157	10.263	12%	Năm 2017, HND được giao sản lượng điện 7,545 tỷ kwh, tăng 6,7% so với 2016. Chúng tôi giả định giá bán điện của HND trong năm 2017 sẽ tăng khoảng 5% so với 2016 do giá điện theo hợp đồng tăng theo giá than đầu vào (tương tự như PPC) và giá bán trên thị trường điện cạnh tranh tăng lên
Giá vốn	7.799	8.563	10%	Giá bán than cho điện đã tăng 7% từ cuối năm 2016. Cùng với mức sản lượng điện tăng, chi phí nhiên liệu 2017 của HND ước tính khoảng 6.149 tỷ VNĐ, tăng 14% so với 2016. Chi phí nhiên liệu chiếm khoảng 70% giá vốn của HND
Lợi nhuận gộp	1.358	1.700	25%	
Doanh thu tài chính	34	40	18%	
Chi phí tài chính	981	1.157	18%	Giả định tỷ giá JPY tăng 3% và USD tăng 2% so với VNĐ trong năm 2017, chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá của HND ước tính khoảng 859 tỷ VNĐ, giảm 70 tỷ VNĐ so với 2016. Tuy nhiên, tính đến cuối 2016, HND còn khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa phân bổ trong giai đoạn đầu tư xây dựng cơ bản là 355 tỷ VNĐ, sẽ hết hạn phân bổ trong năm 2018 và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay nợ cuối kỳ chưa phân bổ của năm 2015 là 359 tỷ VNĐ (hết hạn phân bổ trong năm 2019). Giả định các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá này sẽ được phẩn bổ đều trong thời gian còn lại, chi phí tài chính của HND năm 2017 ước tính khoảng 1.157 tỷ VNĐ, tăng 18% so với 2016.
Chi phí bán hàng	-	-		
Chi phí QLDN	107	120	12%	
LNTT	303	462	52%	
LNST	287	439	53%	
Lợi nhuận đóng góp cho PPC	**64**	**114**	**78%**	

PPC có thể tiếp tục hoàn nhập dự phòng khoản đầu tư tài chính vào QTP. Chúng tôi ước tính, năm 2017 QTP có thể đạt 9.256 tỷ VNĐ, tăng 6% so với 2016 và đạt 370 tỷ VNĐ lợi nhuận, tăng 1% so với 2016. PPC có thể tiếp tục hoàn nhập dự phòng đầu tư vào QTP khoảng 82 tỷ VNĐ trong năm 2017.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017 của Nhiệt điện Quảng Ninh				
Chỉ tiêu	**2016**	**2017F**	**%**	**Cơ sở dự báo**
Doanh thu	8.738	9.256	6%	Giả định sản lượng điện của QTP có thể đạt công suất thiết kế năm 2017 (7,2 tỷ kwh), tăng so với 2016 (7,09 tỷ kwh). Giá bán điện bình quân giả định tăng 5% do giá than tăng và giá trần trên thị trường điện cạnh tranh tăng lên.
Giá vốn	7.287	7.788	7%	Giá vốn tăng do chi phí than tăng và sản lượng điện tăng.
Lợi nhuận gộp	1.451	1.468	1%	
Doanh thu tài chính	15	18	17%	
Chi phí tài chính	1.014	1.044	3%	Giả định tỷ giá USD tăng 2% so với VNĐ trong năm 2017, chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá của QTP ước tính khoảng 914 tỷ VNĐ, giảm 53 tỷ VNĐ so với 2016. Tuy nhiên, tính đến cuối 2016, QTP còn khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa phân bổ là 386 tỷ VNĐ, hết hạn phân bổ trong năm 2019. Giả định khoản lỗ chênh lệch tỷ giá này sẽ được phân bổ đều trong giai đoạn 2017-2019, chi phí tài chính của QTP năm 2017 ước tính khoảng 1.044 tỷ VNĐ, tăng 3% so với 2016.
Chi phí bán hàng	-	-	-	
Chi phí QLDN	68	73	6%	
LNTT	366	370	1%	
LNST	366	370	1%	
Hoàn nhập dự phòng cho PPC	**87**	**82**	**-6%**	

Dự báo lợi nhuận 2017

Chúng tôi ước tính năm 2017, PPC có thể đạt 6.479 tỷ VNĐ doanh thu và 709 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng 8,4% về doanh thu và 28% về lợi nhuận so với năm 2016. Việc trả phần lớn nợ vay bằng đồng JPY trong năm 2017 sẽ giúp ổn định lợi nhuận của PPC. Giữ nguyên các giả định về sản lượng điện, giá bán và tỷ giá USD tăng 2% so với VNĐ trong năm 2017, mô hình phân tích độ nhạy giữa tỷ giá VND/JPY với lợi nhuận của PPC cho thấy, ngay trong trường hợp tỷ giá JPY tăng 10% trong năm 2017, lợi nhuận của PPC vẫn tăng trưởng khá tích cực so với 2016 (+15%).

Phân tích độ nhạy lợi nhuận PPC 2017 theo tỷ giá JPY/VND				
Tăng/giảm	Tỷ giá JPY/VND	LNST (triệu VNĐ)	% tăng trưởng	EPS (VND/cp)
-10%	176,60	842.617	52%	2.583
-8%	180,52	821.994	48%	2.520
-6%	184,45	801.371	45%	2.456
-4%	188,37	780.747	41%	2.393
-2%	192,30	760.124	37%	2.330
0%	196,22	739.501	33%	2.267
2%	200,14	718.878	30%	2.204
4%	204,07	677.631	22%	2.077
6%	207,99	677.631	22%	2.077
8%	211,92	657.008	19%	2.014
10%	215,84	636.385	15%	1.951

Rủi ro từ nâng cấp Phả Lại 1 khiến dòng tiền nhàn rỗi của PPC giảm mạnh và gia tăng nợ vay tài chính

Nhà máy Phả Lại 1 có 4 tổ máy công suất 4x110 MW được đưa vào vận hành lần lượt từ năm 1983-1986 nên tuổi đời đã hơn 30 năm. Tiêu hao nhiên liệu và tỷ lệ tự động hóa thấp, sử dụng nhiều nhân công, chi phí sửa chữa hàng năm cao khiến chi phí biến đổi của dây chuyền 1 khá cao và khó chào giá trên thị trường điện cạnh tranh. Đơn giá biến đổi của dây chuyền 1 khoảng 1.200 VNĐ/kwh, cao hơn nhiều so với dây chuyền 2 và các nhà máy nhiệt điện than mới (Hải Phòng, Quảng Ninh) chỉ khoảng 700 – 900 VNĐ/kwh. Do đó PPC đang đưa ra 2 phương án: đầu tư nâng cấp Phả Lại 1 để giảm tiêu hao than (khoảng 10%) và điện tự dùng (khoảng 0,5%) hoặc tiến hành đầu tư dây chuyền mới trên mặt bằng sản xuất hiện tại, công suất khoảng 600 MW để thay thế dây chuyền 1. Hiện tại PPC vẫn đang trong quá trình nghiên cứu phương án đầu tư. Tuy nhiên, nếu tiến hành nâng cấp Phả Lại 1 thì nhu cầu vốn đầu tư khoảng 3.600 tỷ VNĐ (trong đó khoảng 2.000 tỷ VNĐ được sử dụng để đầu tư hệ thống giảm khí thải cho cả dây chuyền 1 và dây chuyền 2 để đảm bảo tiêu chuẩn mới quy định) còn trong trường hợp đầu tư nhà máy mới, theo chúng tôi ước tính với suất vốn đầu tư trung bình khoảng 38 tỷ VNĐ/kwh của các dự án nhiệt điện than sắp đi vào vận hành, thì PPC sẽ cần khoảng 20.000 tỷ VNĐ. Cả 2 phương án này đều sẽ gây nên gánh nặng tài chính và chi phí lãi vay cho PPC, khi nguồn tiền nhàn rỗi vốn đã được sử dụng để trả nợ vay đồng yên trong năm 2017 và 2018 – 2019. Ngoài ra, nếu như miền Nam vẫn đang thiếu điện thì nguồn cung điện ngoài miền Bắc hiện tại đang khá dồi dào, do đó nếu PPC đầu tư dây chuyền mới tại mặt bằng sản xuất hiện nay, thì việc nhà máy mới có các chi phí khấu hao và lãi vay cao cũng sẽ khó cạnh tranh trong điều kiện phụ tải đang dư thừa tại miền Bắc. Do đó, chúng tôi cho rằng, nhu cầu đầu tư nâng cấp hoặc

thay thế dây chuyền 1 trong thời gian tới là một rủi ro đối với hoạt động kinh doanh của PPC.

Các dự án nhiệt điện sắp đi vào vận hành

STT	Nhiệt điện	Năm vận hành	Tổng vốn đầu tư (tỷ VNĐ)	Công suất	Suất vốn đầu tư (tỷ VNĐ/MW)
1.	Thái Bình 1	2017	26.500	600 MW	44,17
2.	Thái Bình 2	2017	34.295	600 MW	57,16
3.	Vĩnh Tân 4	2018	36.728	1200 MW	30,61
4.	Long Phú 1	2018	29.580	1200 MW	24,65
5.	Sông Hậu 1	2019	43.043	1200 MW	35,87
	Trung bình				**38,49**

Khuyến nghị đầu tư

Giá giao dịch PPC đã tăng khoảng 29% sau báo cáo cập nhật Q4/2016 của chúng tôi. Hiện tại PPC đang được giao dịch với mức P/E forward 2017 ở mức 9,11 lần, thấp hơn khoảng 10% so với P/E của ngành điện hiện nay. Về cơ bản, việc trả nợ ngoại tệ trong năm 2017 sẽ giúp ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh và có tác động khá tích cực tới lợi nhuận của PPC trong năm 2017. Tuy nhiên, với rủi ro doanh thu tài chính tiếp tục giảm và vay nợ tăng trong các năm tới do phải đầu tư nâng cấp hoặc thay thế dây chuyền Phả Lại 1, chúng tôi cho rằng mức P/E giao dịch hiện tại của PPC là hợp lý nếu so với bình quân ngành. Ngay cả khi áp dụng mức P/E bình quân ngành là 10 lần thì giá trị hợp lý của PPC khoảng 22.040 VNĐ/cổ phần, chỉ cao hơn khoảng 10% so với giá giao dịch hiện tại và không phải là mức hấp dẫn để ra quyết định đầu tư. Ngoài ra, việc trả nợ Yên và nhu cầu vốn để đầu tư nâng cấp/thay thế dây chuyền 1 sẽ khiến một trong các yếu tố vốn hấp dẫn khi đầu tư vào PPC là tiền mặt lớn và tỷ lệ cổ tức cao sẽ không còn được duy trì trong các năm tới. Do đó, chúng tôi giảm khuyến nghị từ OUTPERFORM xuống **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PPC. Mức giá giao dịch hiện tại đã

P/E forward các doanh nghiệp điện 2017

Công ty	EPS 2017 (VND/cp)	Giá thị trường (23/5/2017)	P/E 2017
SJD	3.551	31.100	8,76
CHP	2.861	23.700	8,28
VSH	1.615	17.300	10,71
SHP	1.875	20.200	10,77
TMP	2.485	30.300	12,19
SBA	1.300	13.650	10,5
Trung bình			**10,2**

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**
Doanh thu	6.583	7.482	7.665	5.977	6.480
Giá vốn	5.575	6.985	6.701	5.474	5.862
Lợi nhuận gộp	1.008	497	964	504	617
Doanh thu tài chính	1.628	1.055	343	411	272
Chi phí tài chính	235	143	733	254	51
Lợi nhuận sau thuế	1.641	1.054	566	554	709

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**
Tiền & khoản tương đương tiền	1.186	1.187	714	786	614
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.408	2.139	2.200	2.727	1.573
Hàng tồn kho	939	705	660	557	674
Tài sản cố định hữu hình	1.522	845	421	361	307
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2.721	2.745	2.012	1.950	2.032
Tổng tài sản	**11.852**	**11.282**	**11.030**	**10.549**	**7.398**
Nợ ngắn hạn	371	327	349	382	-
Nợ dài hạn	5.004	4.083	4.011	3.825	1.063
Vốn chủ sở hữu	5.396	5.674	5.700	5.155	5.247
Tổng nguồn vốn	**11.852**	**11.282**	**11.030**	**10.549**	**7.398**

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	**2013**	**2014**	**2015**	**2016F**	**2017F**
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	59,4	13,7	2,4	-22,0	8,4
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	219,8	-35,8	-46,3	-2,0	27,8
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	15,3	6,6	12,6	8,4	9,5
Lợi nhuận thuần biên (%)	24,9	14,1	7,4	9,3	10,9
ROA (%)	13,8	9,3	5,1	5,2	9,5
ROE (%)	30,4	18,6	9,9	10,8	13,5
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	54,3	49,5	48,2	50,9	28,9
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	119,6	98,8	93,5	104,6	41,0
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	5.030	3.231	1.734	1.699	2.172
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.540	17.393	17.471	15.803	16.084

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Chế Thị Mai Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận.Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà, CFA
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường, Dầu khí
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendungbvsc@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến
Hàng hóa tiêu dùng
nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dệt may
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888