PPC – CTCP NHIỆT ĐIỆN PHẢ LẠI (HOSE)

Ngày 28/12/2009

Quan điểm đầu tư của ARTEX

Hành động	Giá mua	Giá mục tiêu	Chiến lược đầu tư
Mua	**17x – 19x**	**25,800**	**Trung hạn**

Ngành*: Năng lượng/ *Nhiệt điện

Tổng quan Doanh nghiệp

PPC là một trong những công ty nhiệt điện lớn nhất Việt Nam. Với nhà máy nhiệt điện Phả Lại 1 và 2, công suất lắp đặt tương ứng là 1040 MW và 600 MW. Cùng với việc góp vốn vào các dự án nhiệt điện Hải phòng (15%-20%); Nhiệt điện Quảng Ninh (10%-15%), nhiệt điện Mông Dương. PPC sẽ trở thành nhà máy nhiệt điện có quy mô lớn nhất cả nước.

Những thống kê chính, *4 quý gần nhất*

Giá cao nhất 52 tuần	35.500	Beta (120 ngày gần nhất)	0.81	ROA	N/A	Vốn điều lệ	3,262.35 tỷ đồng
Giá thấp nhất 52 tuần	15.200	EPS	N/A	ROE	N/A	Cổ đông nhà nước	65.44%
Khối lượng lưu hành	325,154,614	P/E	N/A	Công nợ/Vốn CSH	1.61 lần	Cổ đông khác	16.6%
Vốn hóa	5,365.05	DIV	N/A	Giá sổ sách	13.503 đồng	Cổ đông nước ngoài	17.9%

Thông tin quan trọng

Hiên là doanh nghiệp sản xuất nhiệt điện than lớn nhất cả nước, với tình trạng cung không đáp ứng đủ cầu như hiện nay, hoạt động kinh doanh của PPC trong những năm tới theo chúng tôi sẽ khả quan ngoại trừ rủi ro tỷ giá đến từ khoản vay ngoại tệ bằng đồng JPY. Theo tính toán của chúng tôi năm 2009 PPC phải trích lập 540.65 tỷ đồng cho khoản vay bằng đồng JPY.

Hoạt động kinh doanh chính của PPC khá tốt và ổn định. Tiền mặt tương đối lớn, khả năng thanh toán nhanh tốt sẽ đảm bảo khả năng trả nợ. Quỹ khấu hao lớn, lợi nhuận để lại là đáng kể.

Được ưu đãi thuế TNDN. Chính sách thuế TNDN ở mức 15%/năm trong suốt 12 năm kể từ khi chuyển sang cổ phần, trong đó 5 năm đầu được miễn hoàn toàn, 6 năm tiếp theo giảm 50%.

Với tiềm lực tài chính, kinh nghiệm quản lý của ban lãnh đạo PPC, chúng tôi tin chắc rằng kết quả kinh doanh những năm tới của PPC rất khả quan nếu PPC khắc phục được rủi ro đến từ khoản nợ bằng đồng Yên Nhật. Chúng tôi xin đưa ra giải pháp hạn chế rủi ro đối với khoản vay này ở phần sau của báo cáo.

Biểu đồ PPC



TỔNG QUAN NGÀNH

Một trong những ngành then chốt.

Ngành điện được coi là một trong những ngành then chốt, nhận được nhiều sự quan tâm của nhà nước. Ngành điện phấn đấu đẩy nhanh tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của ngành điện xấp xỉ gấp 2 lần tốc độ tăng trưởng GDP chung của cả nước.

Cung khổng đủ cầu

Mặc dù các công ty trong ngành điện đang hoạt động hết công suất nhưng vẫn không đáp ứng đủ nhu cầu tiêu dùng điện trong nước. Tình trạng thiếu điện vẫn tiếp diễn do một số dự án phát triển nguồn điện mới bị chậm tiến độ, đồng thời sự cố xảy ra làm các nhà máy đang vận hành phải ngưng hoạt động dẫn tới sản lượng điện sản xuất không đạt so với kế hoạch.

Sản lượng điện sản xuất của cả nước trong những năm gần đây tăng nhanh chóng từ 26,7 triệu MWh từ năm 2000 đến năm 2008 sản lượng điện sản xuất đạt tới 77 triệu MWh. Ngành điện có tốc độ tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm trung bình mỗi năm 14,3% trong giai đoạn từ 2000-2008.

Mang tính độc quyền, cạnh tranh giữa các doanh nghiệp rất thấp.

Ngành điện được xem như ngành mang tính độc quyền cao với Tập đoàn điện lực (EVN) là người mua và người bán điện duy nhất đến người tiêu dùng. Các công ty sản xuất điện không được bán trực tiếp cho người tiêu dùng mà bán cho EVN theo hợp đồng do đó sự cạnh tranh giữa các công ty sản xuất điện là không có. Giá điện mà EVN mua theo giá thỏa thuận với từng nhà máy, thay đổi theo từng mùa vụ. Sau khi mua điện của các nhà máy phát điện, EVN sẽ truyền tải và cung cấp điện đến người tiêu dùng theo biểu giá quy định.

Đối tượng tiêu dùng đa dạng, nhiệt điện chiếm tỷ trọng lớn trong thời gian qua.

Đối tượng dịch vụ của ngành điện khá đa dạng: người dân, cơ quan hành chính sự nghiệp, doanh nghiệp và mỗi đối tượng này lại có một yêu cầu khác nhau.

Về cơ cấu nguồn điện, sản lượng điện được sản xuất chủ yếu từ các nhà máy thủy điện và nhiệt điện than, dầu, tuabin khí dầu và các nguồn phát điện độc lập (IPP). Nhiệt điện chiếm tỷ trọng lớn qua các năm.

Một số công ty trong ngành chịu ảnh hưởng lớn về biến động tỷ giá

Ngành điện chịu ảnh hưởng ít nhất từ những biến động thị trường tài chính trong thời gian qua so với các ngành kinh tế khác, do khả năng cung cấp điện hiện nay vẫn chưa đáp ứng đầy đủ nhu cầu về điện của người tiêu dùng. Tuy nhiên, có một số công ty chịu ảnh hưởng lớn về biến động tỷ giá do vay vốn từ các tổ chức tín dụng để xây dựng nhà máy và các công ty nhiệt điện chạy dầu chịu rủi ro do sự biến động về giá dầu .

Rủi ro về nguyên liệu than đối với các nhà máy nhiệt điện

Mặc dù chi phí nhiên liệu chạy than cao hơn thủy điện, nhưng xét về tính ổn định nhiệt điện chạy than vẫn được lựa chọn. Nhu cầu than cho sản xuất điện ngày càng tăng, dự kiến nhu cầu than vào năm 2020 sẽ tăng gấp 7 lần so với năm 2008. Với nhu cầu này, nguồn than trong nước cho các dự án điện chỉ có thể đáp ứng tới hết năm 2011. Tương lai nhiệt điện chạy than sẽ phải đối mặt với tình trạng không đủ than cho sản xuất. Theo chiến lược phát triển ngành điện từ nay đến 2015 tăng dần tỷ trọng nhiệt điện than trong tổng công suất sản xuất điện của cả nước.

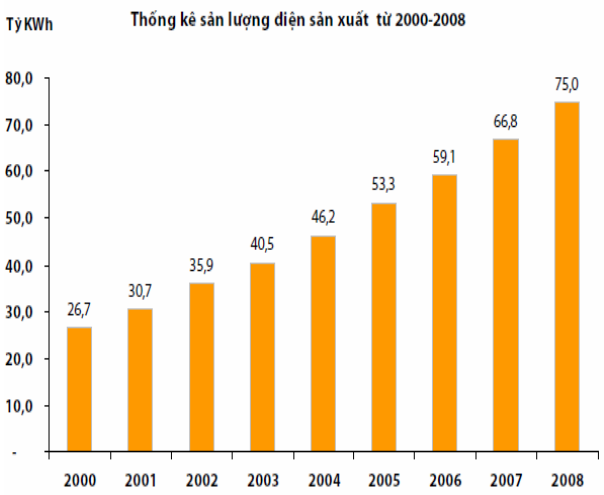
Thách thức về vốn

Thách thức lớn nhất cho ngành điện hiện nay là vấn đề về vốn. Để đáp ứng đủ nhu cầu thì vốn đầu tư cho ngành điện phải ở mức 3 tỷ USD/năm, với khoảng 70% cho phát triển nguồn điện, còn lại là cho lưới điện.

Dự báo

Ngành điện Việt Nam là một trong những ngành hấp dẫn đầu tư nhất khu vực do tốc độ tăng trưởng kinh tế và nhu cầu điện năng của Việt Nam đang tăng cao.

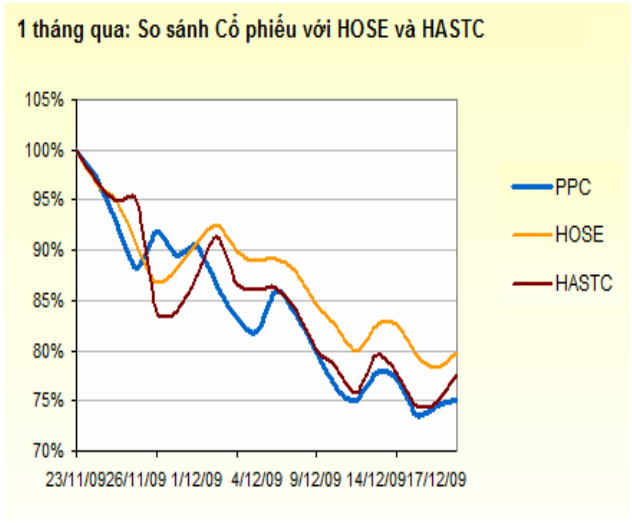
Nhu cầu sử dụng điện tại Việt Nam là rất lớn kể cả trong ngắn hạn, trung hạn và dài hạn. Với nhu cầu hằng năm tăng tới 16%-17%.



Biểu đồ kỹ thuật ngành điện nước



Biểu đồ PPC so với vnindex



Nhân tố ảnh hưởng đến cung ngành

Chiến lược phát triển nguồn điện của ngành điện. Các nguồn điện được khai thác hiện nay bao gồm: thủy điện, nhiệt điện than, dầu và khí. Trong tương lai, sẽ có thêm nhiều nguồn điện mới như: năng lượng hạt nhan, năng lượng gió v.v...

Gió, nhiệt độ và lượng mưa có ảnh hưởng trực tiếp tới sản xuất thuỷ điện. Nhiệt độ tăng làm tăng sự bốc hơi nước trong các hồ chứa (tốc độ gió cũng ảnh hưởng đến quá trình bốc hơi) và sự làm mát tuabin; lượng mưa ảnh hưởng đến lưu lượng dòng chảy. Biến đổi khí hậu đặt ra nhiều thách thức đối với ngành thuỷ điện do nguyên liệu đầu vào của các nhà máy thủy điện là nguồn nước thiên nhiên.

Giá cả các yếu tố đầu vào như giá nhiên liệu, tỉ giá, giá vật liệu xây dựng, máy móc thiết bị, yếu tố lạm phát ảnh hưởng đến sản lượng của nhà máy nhiệt điện, khí và than.

Chính sách giá mua điện của chính phủ, việc tăng giá mua điện ảnh hưởng đối với sản lượng điện sản xuất của các nhà máy cũng như thu hút đầu tư tham gia góp vốn vào các dự án phát triển nguồn điện.

Nhân tố ảnh hưởng đến cầu ngành

Sự tăng trưởng kinh tế những năm gần đay rất nhanh đã kéo theo nhu cầu về điện ngày càng cao.

Thu nhập của người dân ngày càng tăng, đời sống người dân được cải thiện dẫn tới nhu cầu cho điện sinh hoạt tăng cao.

Cổ phiếu ngành – đặc điểm cổ phiếu PPC

Hiện nay, một số cổ phiếu ngành điện lớn đang niêm yết gồm: Nhiệt điện Phả Lại (PPC), Thủy điện Cần Đơn (SJD), Thủy điện Thác Bà (TBC), Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh (VSH)v.v...

Khối lượng trung bình phiên của PPC từ 1/10/2009 tới ngày 22/12/2009 đạt 845.152 cổ phiếu/ phiên. Phiên giao dịch ít nhất đạt 293.180 cổ phiếu/phiên vào ngày 5/10/2009 và khối lượng nhiều nhất đạt 6.113.230 cổ phiếu/phiên vào ngày 16/10/2009.

PPC là một trong số những cổ phiếu blue cheap trên sàn HOSE. Tính thanh khoản tốt.

Theo thống kê của chúng tôi trong vòng 1 năm trở lại đây tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài thường giao động trong khoảng từ 17%-20.19%. Tính tới ngày 22/12/2009 tỷ lệ nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài đạt 17.7%.

Trong lịch sử giao dịch, giá thấp nhất PPC đạt được là 15.200 đồng/cổ phiếu. Giá ngày giao dịch đầu tiên đạt 105.000 đồng/ cổ phiếu vào ngày 26/01/2007.

Trong vòng 2 tháng trở lại đây PPC là một trong những cổ phiếu có giá giao dịch về gần với giá thấp nhất trong lịch sử giao dịch của nó.

Vùng giá giao dịch từ 17x- 19x diễn ra khá lâu trong lịch sử giao dịch (từ nửa cuối tháng 12/2008 đến giữa tháng 3/2009).

PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

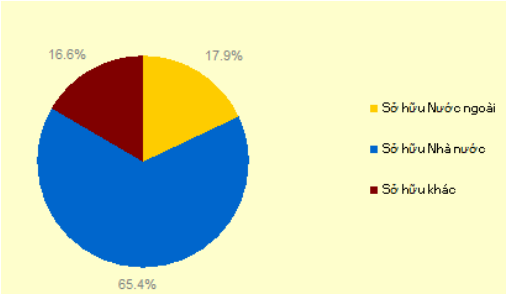
TỔNG QUAN

Cổ đông

Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)

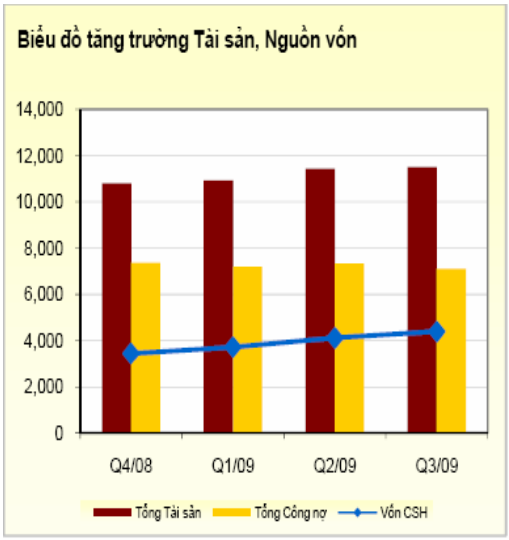
Deutsche bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd

Tổng Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam (PVFC)



Công ty con

PPC chiếm 60% vốn điều lệ CTCP Nhiệt điện Hải Phòng



Sản phẩm dịch vụ chính

Sản xuất kinh, doanh điện năng. Quản lý, vận hành, bảo dưỡng, sửa chữa, cải tạo các công trình nhiệt điện, công trình kiến trúc của nhà máy điện.

Vị thế

Hiện tại, Phả Lại vẫn là nhà máy nhiệt điện Than lớn nhất nước và là một trung tâm sản xuất nhiệt điện lớn ở khu vực phía Bắc. Với sản lượng điện sản xuất và cung cấp cho hệ thống khoảng 6 tỷ KWh/năm, sản lượng điện của Công ty chiếm khoảng 10% sản lượng điện sản xuất của cả nước và khoảng 40% sản lượng điện của Miền Bắc.

Cơ cấu doanh thu

Nguồn thu chủ yếu của PPC là từ việc bán điện cho EVN. Doanh thu bán điện thường chiếm trên 99% còn lại là doanh thu tiêu thụ sản phẩm khác.

Doanh thu hoạt động tài chính chủ yếu từ khoản đầu tư ngắn hạn bao gồm tiền gửi kỳ hạn trên 3 tháng và hoạt động ủy thác đầu tư. Năm 2010 theo đánh giá của chúng tôi, doanh thu từ hoạt động đầu tư tài chính ngắn hạn sẽ tăng khá so với các năm trước. Do PPC có khoản tiền gửi ngân hàng khá lớn, tính tới cuối quý III/2009, khoản tiền gửi có kỳ hạn trên 3 tháng là 2.465 tỷ đồng. Khả năng lãi suất tiền gửi năm 2010 sẽ tăng đáng kể năm 2009, do vậy doanh thu từ hoạt động tài chính của doanh nghiệp sẽ tăng lên đáng kể.

Doanh thu thuần từ hoạt động bán hàng và cung cấp dịch vụ 3 năm 2006, 2007, 2008 của PPC tương đương 3.607, 3.807, 3.881. Mức doanh thu thuần khá ổn định trong các năm gần đây.

Khoản đầu tư tài chính dài hạn của PPC khá lớn nhưng chủ yếu là đầu tư dưới dạng ủy thác qua các quỹ chuyên nghiệp, PVFC, Quỹ đầu tư chứng khoán Bảo Việt, Quỹ Đầu tư chứng khoán Việt Nam, Công ty quản lý quỹ SSI... Tính tới 30/9/2009 là 1,142.9 tỷ.

Ngoài ra PPC còn đầu tư vào các nhà máy nhiệt điện Hải Phòng, Quảng Ninh, khoản đầu tư này dự kiến mang lại lợi nhuận không nhỏ cho PPC trong những năm sắp tới.

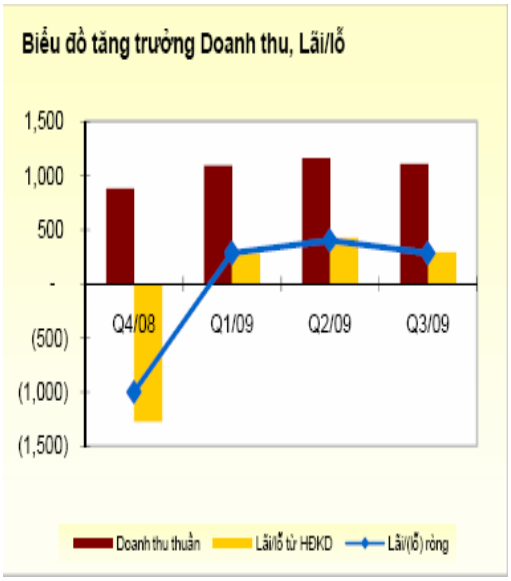
Chi phí sản xuất

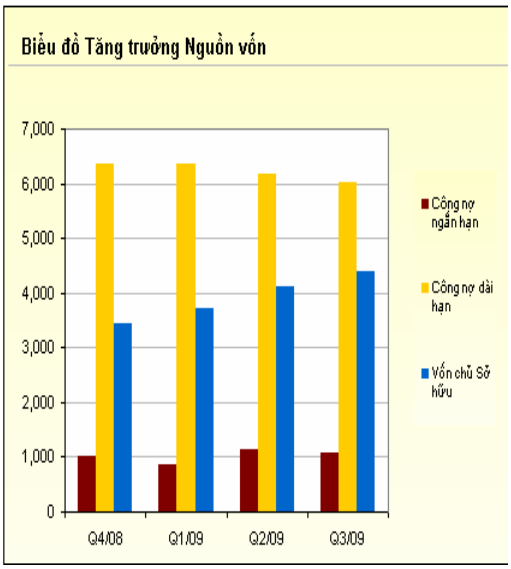
Chi phí nhiên liệu (than, dầu) và khấu hao tài sản cố định là yếu tố cấu thành chủ yếu của tổng chi phí sản xuất (khoảng trên 80% tổng chi phí). Các chi phí khác như: chi phí bảo dưỡng và vận hành, vật liệu phụ, lương công nhân, các dịch vụ mua ngoài… chiếm tỷ lệ không đáng kể trong tổng chi phí.

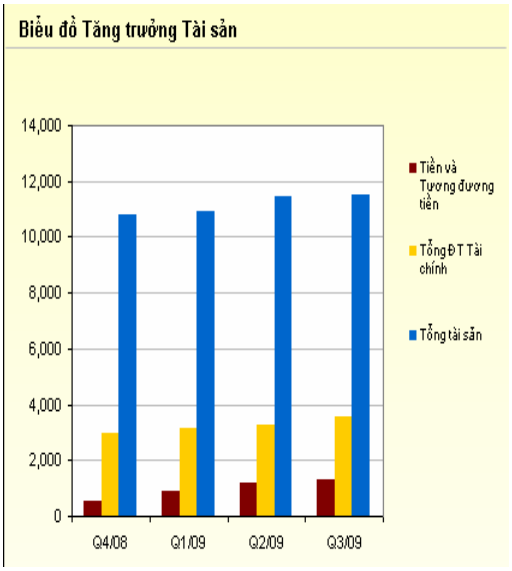
Chi phí than, dầu FO

Đây là 2 chi phí đầu vào chủ yếu của PPC. Năm 2010 dự đoán giá than, giá dầu sẽ tăng so với năm 2009, chi phí đầu vào năm 2010 sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Giá than cung ứng cho ngành điện thấp hơn giá than xuất khẩu và chỉ bằng 48% giá xuất khẩu do loại than sử dụng trong các nhà máy nhiệt điện là than cám có nhiệt lượng thấp, chỉ dùng để đốt lò không dùng trong công nghiệp luyện kim ,nên có giá thành thấp. Mặt khác trong cơ cấu giá bán điện cho EVN có thành phần biến đổi theo giá than (phần cố định + phần biến đổi theo chi phí mua than & dầu FO) nên PPC được chuyển phần tăng thêm này vào giá bán nên không ảnh hưởng nhiều đến tỷ lệ lợi nhuận gộp.







Khấu hao

Hiện nay, Công ty đang áp dụng tính khấu hao 5 năm cho Nhà máy Phả Lại 1 và 10 năm cho Nhà máy Phả Lại 2. Hàng năm Công ty có một nguồn vốn khấu hao tài sản rất lớn, trung bình 1.008,32 tỷ trong giai đoạn 2006 - 2009. Chi phí khấu hao giảm dần qua các năm, ước tính đến năm 2015 sẽ hết khấu hao.

Khấu hao lũy kế tính tới thời điểm 30/9/2009 của PPC đạt hơn 8,813 tỷ đồng, một con số rất lớn. Nguồn khấu hao này đảm bảo cho hoạt động đầu tư của công ty trong những năm tới. Giữa năm 2010 thì dây truyền 1 có công suất 440 MW sẽ hết khấu hao, giá vốn hàng bán sẽ giảm.

Tình hình tài chính

2 năm gần đây lợi nhuận sau thuế của PPC giảm sút khá mạnh, chủ yếu là từ rủi ro tỷ giá do khoản vay ngoại tệ bằng đồng JPY.

Từ năm 2006 trở lại đây tốc độ tăng trưởng giá vốn luôn lớn hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần. Tỷ lệ lãi gộp có xu hướng giảm tuy nhiên giảm với tỷ lệ nhỏ, năm 2008 tỷ lệ lãi gộp giảm 4.65% so với năm 2007.

Khả năng thanh toán nhanh, thanh toán hiện thời của PPC khá cao, trung bình đạt trên 4 lần.

Vay nợ ngắn hạn ít, tuy nhiên khoản vay nợ dài hạn bằng ngoại tệ khá lớn. Số dư cuối quý III/2009 PPC còn nợ dài hạn của Nhật là 34,349 tỷ JPY. Chính khoản nợ dài hạn này và sự biến động của tỷ giá VND/JPY sẽ ảnh hưởng quyết định đến lợi nhuận của PPC năm nay.

Lượng tiền mặt khá lớn, tính tới 30/9/2009 khoản tiền và tương đương tiền đạt hơn 1,310 tỷ đồng và khoản đầu tư ngắn hạn dưới dạng tiền gửi kỳ hạn trên 3 tháng đạt hơn 2,445.6 tỷ đồng.

Vì quý IV/2008 PPC trích lập dự phòng tỷ giá hối đoái lớn, khiến lợi nhuận quý IV âm 1.001 tỷ đồng. Nên chúng tôi không tính toán các chỉ tiêu sinh lời 4 quý gần nhất.

ROE 3 quý đầu năm 2009 đạt 29.89%, khá cao so với ngành nhưng ROA đứng ở mức thấp chỉ đạt 8.4% do quy mô tài sản của PPC khá lớn. So với các công ty trong ngành về quy mô cũng như hiệu quả hoạt động, các chỉ tiêu của PPC đều cao hơn NBP. Tuy nhiên do lợi thế từ điều kiện sản xuất kinh doanh của Nhiệt điện khác với Thủy điện nên hiệu quả hoạt động kinh doanh của PPC không bằng VSH, TBC, NLC.

RỦI RO ĐỐI VỚI HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PPC

Rủi ro về giá

Giá mua và bán điện phụ thuộc vào sự điều chỉnh giá của Nhà nước. Biến động về giá điện sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất kinh doanh của PPC. Biến động phức tạp của giá cả xăng dầu, giá làm ảnh hưởng đến giá thành sản xuất, giảm hiệu quả kinh doanh. Tuy nhiên nguyên vật liệu đầu vào và giá bán điện của PPC đều được nhà nước quy định nên rủi ro về giá ảnh hưởng không lớn tới kết quả kinh doanh của PPC.

Rủi ro về sự cố sản xuất

Do đặc thù Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại là đơn vị sản xuất điện, các tổ máy vận hành liên tục trong 24h/1ngày, chỉ dừng lại theo chu kỳ bảo dưỡng, đại tu. Nên khi bảo dưỡng sẽ ảnh hưởng đáng kể tới doanh thu của PPC.

Tốc độ mất giá của VNĐ so với JPY qua các năm như sau:

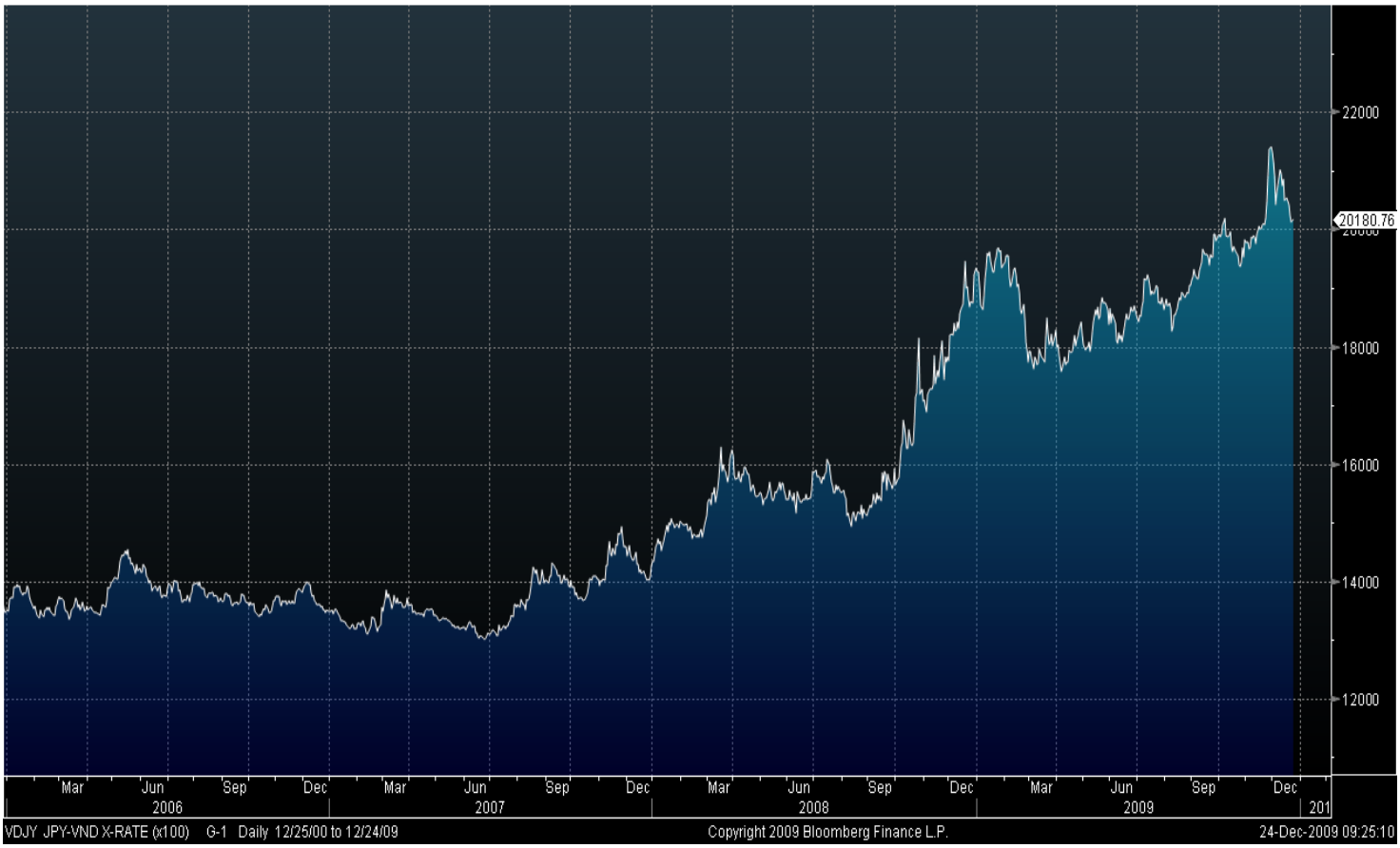
Năm	Tỷ lệ mất giá VNĐ
2007	5.56%
2008	34.93%
2009	4.64%

Nguồn: ART

Rủi ro tỷ giá

Hiện nay, Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại được cấp một nguồn vốn lớn của EVN (vốn đầu tư xây dựng) từ vốn vay ODA (là khoản vay của Chính phủ Nhật dành để đầu tư vào Nhà máy Phả Lại 2), đây là khoản vay bằng ngoại tệ (Yên Nhật). Hợp đồng vay này có thời hạn 25 năm (kể từ năm 2002), trả gốc và lãi mỗi năm 2 lần, bắt đầu trả nợ gốc và lãi từ tháng 9/2003. Tỷ giá đồng Yên Nhật so với Đồng việt nam đang có nhiều biến động theo xu hướng tăng do đó trong tương lai Công ty Nhiệt điện Phả Lại sẽ phải chịu rủi ro về tỷ giá đối với khoản vay này.

Biểu đồ tỷ giá VND/ JPY



Nguồn: Bloomberg

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

Nhà máy đặt tại Phả lại có vị trí thuận tiện cho việc vận chuyển nhiên liệu chính là than đá bằng cả đường sắt và đường sông (gần mỏ than Vàng Danh, Mạo Khê và nằm gần ngã sáu sông), tạo điều kiện nhập nhiên liệu với giá rẻ hơn do tiết kiệm được chi phí vận chuyển.

Nhà máy Phả Lại 1 bao gồm 4 tổ máy tổng công suất 440 MW được đầu tư và đưa vào vận hành từ những năm 1983 - 1986, những năm gần đây thường xuyên được Tổng Công ty Điện lực Việt Nam đầu tư kinh phí để sửa chữa, cải tạo, nâng cấp thiết bị. Tuy vận hành khai thác trên 20 năm nhưng các tổ máy của nhà máy 1 vẫn có thể phát điện đạt tới 85% - 90% công suất thiết kế, trong đó máy móc thiết bị đã khấu hao gần hết nên chi phí sản xuất giảm. Nhà máy Phả Lại 2 gồm 2 tổ máy công suất thiết kế 600 MW được đầu tư và đưa vào vận hành trong các năm 2001 - 2002 với công nghệ hiện đại, hiệu suất cao nhờ tiết kiệm nhiên liệu và đảm bảo các yếu tố môi trường.

Điểm yếu

Giá thành sản xuất phụ thuộc rất nhiều vào yếu tố nhiên liệu đầu vào như than, dầu... Các mặt hàng này có xu hướng tăng cả trong nước cũng như quốc tế sẽ làm tăng giá thành sản xuất điện của Công ty, giảm hiệu qủa sản xuất kinh doanh.

Hệ thống thiết bị, công nghệ của nhà máy điện rất phức tạp, các sự cố kỹ thuật có thể xảy ra trong quá trình sản xuất điện sẽ làm ảnh hưởng đến công suất phát điện, thậm chí phải tạm ngừng sản xuất.

Kết quả kinh doanh chịu ảnh hưởng nhiều bởi khoản vay ngoại tệ bằng đồng yên khi có sự biến động lớn về tỷ giá.

Cơ hội

Thị trường nghành điện trong những năm gần đây luôn trong trạng thái nguồn cung không đáp ứng các nhu cầu phụ tải do vậy đầu ra đối với điện thương phẩm của Nhiệt điện Phả lại luôn được đảm bảo.

Thách thức

Điện là đầu vào cho các nghành sản xuất dịch vụ đồng thời là mặt hàng mang tính xã hội do Nhà nước quyết định giá do vậy mặc dù nguyên liệu đầu vào có xu hướng tăng nhưng giá điện không thể điều chỉnh tương ứng, ảnh hưởng đến hiệu quả sản xuất kinh doanh.

PHƯƠNG ÁN TÀI CHÍNH CHO KHOẢN VAY BẰNG ĐỒNG YÊN

Ban lãnh đạo PPC cho biết: nếu tỷ giá là 156 VND/JPY thì sẽ trả 30 - 40% nợ trước hạn

PPC cho biết nếu tỷ giá JPY vẫn ở mức cao như cuối năm 2008 (184,96 VND/JPY~ 90 JPY/USD) thì PPC chưa thực hiện các công cụ bảo hiểm rủi ro tỷ giá. Nếu tỷ giá giảm xuống mức 156 VND/JPY, công ty sẽ đề nghị trả nợ trước hạn 30-40% khoản vay hoặc thực hiện các công cu tài chính để kiểm soát rủi ro tỷ giá JPY.

Tình trạng của Phả Lại:

- Vay nợ JPY: 48.359.483.797 JPY nhưng không nhận được JPY
- Tỷ giá JPY/VND: 136
- Khoản trích lập dự phòng qua các năm của PPC do VND mất giá

  - 2007: 232.566.253.501

  - 2008: 1.543.119.936.540

  - 2009: 540.650.000.000
- Tổng khoản vay còn lại của PPC năm 2010 là 32.492.989.796 JPY.

Ước tính tỷ giá JPY/VNĐ và khoản trích lập dự phòng tỷ giá của Nhiệt điện Phả Lại trong năm 2010

Theo tỷ giá giao sau (Foreward)

Tỷ giá giao sau cặp JPY/VNĐ ngày 28/12/2010 là **219.41** (*nguồn Bloomberg*)

Theo tỷ giá này thì khoản trích lập dự phòng của PPC cho năm sau là: **607.618.909.184** VNĐ

Dự báo mức tỷ giá theo các phương pháp cân bằng sức mua tương đối (Relative PPP) và uncovered interest rate parity

Chỉ tiêu	JPY	VND
Lợi suất trái phiếu CP 10 năm	1.27%	11.67%
Lạm phát	-2.20%	6.52%
Tỷ giá hiện tại	200.7	
Uncovered interest rate parity	**221.31**	
Sức mua cân bằng tương đối	**218.59**	

Nguồn: Bloomberg

Các khoản dự phòng tỷ giá tương ứng của PPC trong năm 2010 theo các phương pháp trên sẽ như sau:

Phương pháp	Dự phòng yêu cầu (VNĐ)
Foreward	607.618.909.184
Uncovered interest rate parity	669.714.305.731
Sức mua cân bằng tương đối	581.453.081.942
Trung bình	**619,595,432,286**

Những giải pháp có thể thực hiện (xét trên mặt lý thuyết):

- Trả nhanh khoản vay bằng JPY trong khả năng có thể.
- Mua JPY lúc tỷ giá giảm, dùng đó như khoản đầu tư để hedge trạng thái vay (short) JPY của mình.

Trả nhanh khoản vay trên trong khả năng có thể

Theo như hợp đồng vay vốn giữa Nhiệt điện Phả Lại và Tập đoàn điện lực Việt Nam thì khoản vay này có thời hạn thanh toán là 22 năm 6 tháng, nếu trả đều thì khoản nợ gốc trả hàng năm khoảng 2,25 tỷ JPY. Tuy nhiên ngay trong năm 2007, công ty đã trả được 8,9 tỷ JPY, hành động này là 1 trong 2 lý do khiến cho khoản trích lập dự phòng tỷ giá của PPC trong năm 2007 chỉ là 232 tỷ đồng.

Tuy nhiên, sang năm 2008, việc trả nợ của PPC giảm xuống, công ty chỉ trả 1,8 tỷ JPY, cộng với việc mất giá quá nhanh của đồng Việt Nam khiến cho khoản trích lập tăng vọt lên 1.500 tỷ đồng.

Nếu nhìn vào quỹ tiền mặt và các khoản đầu tư , ủy thác đầu tư của PPC thì có thể thấy doanh nghiệp này có luồng tiền mặt cực kỳ dồi dào. Tiền và tương đương tiền tại quý III/2009 là 1.310 tỷ đồng, đầu tư tài chính ngắn hạn là 2.445 tỷ đồng, đầu tư tài chính dài hạn là 1.142 tỷ đồng. PPC hoàn toàn có khả năng trả nhanh khoản vay JPY của mình để giảm phần rủi ro tỷ giá. Ở đây có sự đánh đổi giữa lợi nhuận từ việc đầu tư tài chính + gửi tiết kiệm và lỗ từ tỷ giá. Nhìn qua báo cáo tài chính các quý gần đây nhất thì rõ ràng khoản lợi nhuận từ đầu tư tài chính không bù đắp được thiệt hại từ tỷ giá (247.8 tỷ so với 540 tỷ).

Theo như các phương pháp ước đoán tỷ giá ở bên trên cộng với tình trạng nhập siêu và lạm phát cao của Việt Nam hiện nay thì khả năng mất giá tiếp theo của đồng Việt Nam gần như là chắc chắn. Và nhìn thoáng qua thì lỗ tỷ giá của PPC năm sau nhiều khả năng cũng sẽ xấp xỉ 600 tỷ đồng nếu như khoản vay này vẫn chỉ được trả ở mức độ trung bình như hiện nay (khoảng 1.8 tỷ JPY/năm). Như vậy, cách đầu tiên có thể dễ dàng nghĩ tới là PPC sẽ giảm lỗ tỷ giá bằng việc trả nợ nhanh. Khoản tiền mặt dùng để trả nợ có thể được bù đắp bằng việc bán đi các khoản đầu tư không hiệu quả.

Mua JPY lúc tỷ giá giảm và dùng đó như là khoản đầu tư để hedge khoản vay (short) JPY của mình

Vì trong năm Nhiệt điện Phả Lại chỉ có 2 kỳ trả nợ là 20/3 và 20/9 hàng năm, và tỷ giá hạch toán dùng để tính dự phòng chỉ được biết đến lúc cuối năm nên giao động tỷ giá JPY/VNĐ trong năm không có ý nghĩa nếu như PPC không mua, bán JPY. Tuy nhiên, những giao động của JPY trong năm lại chính là cơ hội để PPC giảm bớt khoản lỗ tỷ giá của mình. Ví dụ trong năm 2009, thời điểm đầu tháng 3/2009 tỷ giá chỉ dừng ở mức 180 VNĐ/JPY, nếu PPC mua JPY tại thời điểm này thì khoản lãi (200-180)/180 = 11% sẽ bù đắp rất nhiều cho khoản lỗ (200-184)/184 = 8,7%. Về cơ bản, lỗ từ vay JPY (short JPY) sẽ được bù đắt bằng một trạng thái mua JPY (long JPY), sự bù đắp sẽ rất tốt nếu như trạng thái long được thiết lập ở mức giá thấp hơn mức giá short (tỷ giá hạch toán cuối năm trước).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2009

Ước tính lợi nhuận năm 2009 chưa tính tới trích lập dự phòng tỷ giá cho khoản vay ngoại tệ bằng đồng Yên

Theo kết quả kinh doanh 11 tháng của PPC, lợi nhuận lũy kế 11 tháng đạt 1.193.259,88 triệu đồng. Chúng tôi ước tính lợi nhuận tháng 12/2009 khoảng 80 tỷ (chúng tôi giả định lợi nhuận tháng 12 ít nhất bằng tháng 10). Vậy doanh thu và lợi nhuận cả năm 2009 của PPC khoảng 4476 tỷ đồng và 1273 tỷ đồng.

Năm 2009 PPC được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp.

Ước tính khoản trích lập dự phòng

Khoản vay bằng đồng Yên Nhật (JPY) theo Hợp đồng số 002/2006/HDCVL ngày 30/11/2006 về việc Tập đoàn Điện lực Việt Nam cho Công ty vay lại nguồn vốn vay của Ngân hàng Hợp tác Quốc tế Nhật Bản (JBIC) để đầu tư xây dựng Dự án Nhà máy Nhiệt điện Phả Lại 2.

Khoản vay này bắt đầu được ghi nhận tại thời điểm bàn giao vốn Nhà nước cho Công ty Cổ phần là ngày 26/12/2006. Thời hạn cho vay lại là 22 năm 6 tháng, gốc vay và lãi vay được trả mỗi năm hai kỳ vào ngày 20 tháng 3 và 20 tháng 9 hàng năm với số tiền gốc bằng nhau cho mỗi kỳ là 1.124.639.158 JPY. Kỳ trả nợ gốc đầu tiên vào ngày 20/03/2006 và kỳ cuối cùng vào ngày 20/03/2028.

Lãi suất vay là lãi suất cho vay lại của Bộ Tài chính theo từng hiệp định vay vốn được thông báo bởi Bộ Tài chính (bao gồm lãi suất cho vay của JBIC và phí quản lý khoản vay của Bộ Tài chính). Lãi suất cho vay bình quân của các khoản vay theo từng hiệp định là 2,43% năm, phí cho vay lại của Tập đoàn Điện lực Việt Nam là 0,2%/năm. Lãi vay và phí cho vay lại được tính trên số dư nợ gốc vay và số ngày thực tế trong kỳ tính lãi. Khoản vay này được Bộ Tài chính bảo lãnh với JBIC, không có tài sản đảm bảo.

Năm 2009 PPC đã thực hiện trả hết nợ đợt 1 và đợt 2, số dư nợ còn lại là 34.349 tỷ Yên.

Theo tính toán của chúng tôi, tính tới 31/12/2009 khoản vay dài hạn bằng đồng Yên Nhật của PPC là 34.349 tỷ yên. Theo quy định tỷ giá Yên được công bố cố định cho khoảng từ 20-31/12, chúng tôi lấy tỷ giá ngày 21/12/2009 VND/JPY là 200.70. Khoản tiền PPC phải trích lập là 540.65 tỷ đồng.

Vì vậy chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế PPC năm 2009 khoảng 732.609,88 triệu đồng. Số lượng cổ phiếu lưu hành tại thời điểm 30/9/2009 của PPC là 326.154.614 cổ phiếu. **EPS năm 2009 của PPC là 2.253 đồng.**

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH SAU NĂM 2009

Chỉ tiêu	ĐVT	2010	2011	2012	2013
Tổng doanh thu	Tỷ đồng	3.861,33	3.862,21	3.863,18	3.864,25
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	433,21	409,48	418,19	426,94
Tỷ lệ cổ tức tối thiểu	%	10	10	10	10

Nguồn: PPC

Kế hoạch đầu tư tài chính

Kế hoạch kinh doanh năm 2010, PPC cho biết có kế hoạch dành 3.575 tỷ cho đầu tư tài chính thông qua việc góp vốn trực tiếp vào các dự án nhiệt điện, uỷ thác đầu tư và đầu tư ngắn hạn.

Chỉ tiêu	ĐVT	Tổng cộng
Kế hoạch đầu tư tài chính	Tỷ đồng	3575.00
Góp vốn đầu tư trực tiếp	Tỷ đồng	655.00
Dự án nhiệt điện Quảng Ninh	Tỷ đồng	270.00
Dự án nhiệt điện Hải Phòng 1,2	Tỷ đồng	310.00
Dự án nhiệt điện Mông Dương	Tỷ đồng	75.00
Đầu tư dài hạn	Tỷ đồng	300.00
Ủy thác đầu tư cho EVNFC	Tỷ đồng	300.00
Đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	2620.00

Nguồn: PPC

Khoản lợi nhuận từ các dự án góp vốn trên sẽ đến trong những năm tiếp theo. Ngành điện cung luôn không đáp ứng đủ cầu, với kinh nghiệm quản lý lâu năm, nguồn vốn mạnh. Mở rộng sản xuất kinh doanh bằng hình thức góp vốn sẽ hiệu quả hơn việc tự minh xây dựng nhà máy mới. Trong tương lai, dòng tiền thu về từ các dự án này ổn định và chiếm tỷ trọng lớn trong tổng lợi nhuận của Công ty.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010

Hoạt động kinh doanh chính của PPC khá ổn định. Doanh thu thuần các năm của PPC dao động trong khoảng từ 3600 tỷ đến 4000 tỷ đồng. Tỷ lệ lãi gộp có xu hướng giảm trong thời gian qua tuy nhiên tốc độ giảm không nhiều.

Giữa năm 2010 dây truyền 1 với công suất thiết kế 440 MW hết khấu hao, lúc đó giá vốn hàng bán của PPC sẽ giảm đáng kể. Tuy nhiên hợp đồng mua bán điện của PPC với EVN sẽ hết hiệu lực vào ngày 24/05/2010 và PPC đang đàm phán hợp đồng mới cho 4 năm tiếp theo với EVN. Và EVN đang cố gắng giảm giá bán của PPC. Chúng tôi đánh giá rằng PPC sẽ gặp bất lợi về giá bán trong những năm tới.

Việc bảo dưỡng không thực hiện năm 2009 mà chuyển sang năm 2010 do vậy doanh thu năm 2010 sẽ giảm so với năm 2009.

Với lượng tiền mặt lớn dùng đầu tư ngắn hạn thông qua gửi tiết kiệm ngân hàng, năm 2010 với dự báo lãi suất tăng thì doanh thu tài chính của PPC sẽ tăng đáng kể.

Như chúng tôi đã tính toán ở trên, dự phòng tài chính năm 2010 của PPC khoảng 619,595 tỷ nếu chưa thực hiện các biện pháp hạn chế rủi ro nào.

Với kịch bản thận trọng chúng tôi dự kiến lợi nhuận năm 2010 của PPC sau khi đã tính tới khoản dự phòng tỷ giá khoảng 618.05 tỷ đồng. Năm 2010 PPC không có kế hoạch phát hành thêm do vậy EPS năm 2010 khoảng 1900 đồng.

ĐỊNH GIÁ

Nhận thức được rằng khi sử dụng phương pháp DCF, giá trị của cổ phiếu tìm được sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các giả định của người định giá. Và phương pháp chiết khấu luồng cổ tức sẽ không hợp lý đối với PPC. Do vậy chúng tôi chỉ định giá theo phương pháp P/E.

Bảng thống kê dưới đây chúng tôi tính toán P/E là giá trung bình đầu và cuối phiên chia cho EPS năm đó.

Kỳ vọng P/E năm 2010 sẽ ở mức giữa giai đoạn phục hồi và tăng trưởng tức đạt 13.59. Do vậy kết quả định giá PPC đạt 25,800 đồng/ cổ phiếu.

Thống kê P/E, P/B các doanh nghiệp trong ngành điện

Mã CK	P (22/12/2009)	EPS	P/E	BV	P/B
BTP	13.5	2.97	4.55	14.28	0.95
HJS	14.6	2.07	7.05	14.59	1.00
NBP	24.1	3.84	6.28	13.71	1.76
NLC	27.3	6.36	4.29	19.31	1.41
RHC	23.1	3.82	6.05	21.22	1.09
SEB	17	1.39	12.23	11.83	1.44
SJD	19.3	2.23	8.65	14.33	1.35
TBC	20.3	2.61	7.78	12.98	1.56
TMP	16.5	0.99	16.67	12.47	1.32
VSH	16.3	1.63	10.00	11	1.48
Trung bình			**8.35**		**1.34**

Nguồn: ART

Thống kê P/E qua các năm tương ứng với các giai đoạn phát triển

Mã	2006	2007	2008	2009
PPC	13	21	N/A	N/A
VSH	10	17	9.2	12
TBC	32.7	21	7.3	6.6
SJD	8.3	12.1	20	7.74
RHC	7.46	8.3	8.7	22.35
HJS	29	23.6	11.9	6.45
NLC	21.6	6.5	5	3.35
Trung bình	**17.44**	**15.64**	**10.35**	**9.75**
Giai đoạn	Tăng trưởng	Chín muồi	Suy thoái	Phục hồi

Nguồn: ART

Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex (ART)
Phòng Phân tích và Đầu tư

2A Phạm Sư Mạnh, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (84-4) 39.368.368 Fax: (84-4) 39.368.367
Website: www.artex.com.vn

Khuyến cáo:

Bản báo cáo phân tích này thuộc bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Artex và chỉ nhằm mục đích tham khảo. Những dữ liệu trong Báo cáo này được dựa trên và dẫn xuất từ những nguồn thông tin đại chúng và được cho là đáng tin cậy. Chúng tôi không đảm bảo và cam kết về tính xác thực của các thông tin trong Báo cáo cũng như không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi nhà đầu tư sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán hay phục vụ bất kỳ mục đích gì.