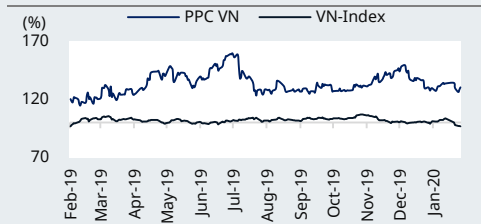


|                                |               |
|--------------------------------|---------------|
| Đánh giá                       | <b>MUA</b>    |
| Giá mục tiêu (12M, VND)        | <b>33.700</b> |
| Giá hiện tại (05/02/2020, VND) | <b>25.700</b> |
| Lợi nhuận kỳ vọng (12M)        | <b>31,1%</b>  |

|                                     |       |
|-------------------------------------|-------|
| Lãi ròng dự báo (19F, VNDbn)        | 1.265 |
| Kỳ vọng lãi ròng (19F, VNDbn)       | 969   |
| Tăng trưởng EPS (19F, %)            | 10,9  |
| Tăng trưởng EPS thị trường (19F, %) | 10    |
| P/E (Hiện tại, x)                   | 6,8   |
| P/E Thị trường (current, x)         | 16,2  |
| VN-INDEX                            | 925,3 |

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Vốn hóa (VNDbn)             | 8.240  |
| Số cổ phần lưu hành (triệu) | 321    |
| Free Float (%)              | 24,6   |
| Sở hữu nước ngoài (%)       | 16,4   |
| Beta (12M)                  | 0,8    |
| Thấp nhất 52 tuần (VND)     | 22.100 |
| Cao nhất 52 tuần (VND)      | 32.200 |

| (%)       | 1M  | 6M   | 12M  |
|-----------|-----|------|------|
| Tuyệt đối | 0.0 | -0.8 | -9.8 |
| Tương đối | 3.1 | 8.8  | -4.9 |



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC.

[Điện]

Phuong Pham  
+84-28-3910-2222  
Phuong.pb@miraeasset.com.vn

## CTCP nhiệt điện Phả Lại (PPC VN)

### Triển vọng lạc quan từ việc tăng huy động nguồn nhiệt

#### Quan điểm đầu tư

PPC hiện đang là một trong những cổ phiếu có hoạt động kinh doanh và bảng cân đối kế toán tốt nhất trong ngành điện. Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý của PPC sẽ đạt 33.700 đ/cp, cao hơn 31,1% so với mức giá đóng cửa phiên 05/02/2020.

#### Tổng quan doanh nghiệp

PPC sở hữu 02 nhà máy điện than có tổng công suất 1.040 MW tại Hải Dương. Hiện cả 02 nhà máy đã hết khấu hao. PPC là nhà máy điện trực thuộc hệ thống EVN với tỷ lệ sở hữu của Genco 2 là 51,92%, trong cơ cấu cổ đông PPC đáng chú ý còn có REE sở hữu 24,14%. PPC hiện đang cùng với EVN đầu tư vào 02 nhà máy nhiệt điện than khác bao gồm: (1) 16,35% Cổ phần nhiệt điện Quảng Ninh với công suất 1.200 MW và (2) 25,97% cổ phần nhiệt điện Hải Phòng có công suất là 1.200 MW.

#### Kết quả kinh doanh năm 2019

Công ty ghi nhận doanh thu 8.183 tỷ đồng tăng 15% so với cùng kỳ, LNST đạt 1267,6 tỷ đồng tăng 13% so với năm 2018. So với kế hoạch 7.531 tỷ doanh thu và 781,4 tỷ LNST, PPC đã hoàn thành 108,6% kế hoạch doanh thu và thực hiện hơn 2 lần chỉ tiêu LNST

Kết quả ấn tượng trên là do: (1) Sản lượng điện sản xuất và giá bán điện bình cao hơn cùng kỳ; (2) Trong năm PPC ghi nhận 105,9 tỷ đồng doanh thu từ giá trị chênh lệch tỷ giá năm 2016 trong quý 1 và 119 tỷ đồng doanh thu từ chênh lệch tỷ giá trong năm 2017 trong quý 4.

#### Luận điểm đầu tư

**Sản lượng điện thương phẩm của PPC đang trong xu hướng tăng:** Năm 2019 PPC sản xuất 6.056 triệu kWh, cao nhất từ 2017 đến nay do thủy điện chịu ảnh hưởng của hiện tượng El Nino. Từ năm 2019 ngành điện được dự báo sẽ có hiện tượng thiếu điện do nhu cầu tăng cao từ hoạt động sản xuất công nghiệp sau khoảng thời gian thu hút FDI mạnh. Nhiệt điện mà đặc biệt là nhiệt điện than được kỳ vọng sẽ có vai trò chính trong việc cân đối nguồn cung. PPC hiện tại vẫn chưa đạt mức sản lượng cao nhất, do đó sản lượng điện sản xuất được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trong những năm sau.

**Hoạt động kinh doanh hiệu quả kèm theo cơ cấu tài chính vững mạnh:** Với kết quả kinh doanh năm 2019, EPS đạt 3.885 đ/cp, ROE đạt 21,81% là những mức sinh lợi cao so với ngành, trong khi đó PPC đã trả toàn bộ nợ vay, tỷ lệ nợ vay/ VCSH ở mức 2,12%.

**Các nhà máy do PPC đầu tư đang ghi nhận kết quả khả quan:** Hoạt động đầu tư, các khoản đầu tư vào QTP và HND của PPC hiện đang có kết quả kinh doanh khởi sắc trong năm 2018 và 2019. Với nhu cầu điện được dự báo tăng trưởng cao trong năm 2020 do tăng trưởng từ lĩnh vực sản xuất, khả năng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp này sẽ đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận của PPC.

**Khi dự án Phả Lại 3 triển khai, khả năng PPC sẽ giảm cổ tức:** PPC có kế hoạch đầu tư dự án Phả Lại 3 tại khu vực Chí Linh – Hải Dương (khu vực nhà máy của PPC). Doanh nghiệp chưa công bố tổng mức đầu tư dự kiến nhưng căn cứ vào giá trị đầu tư các nhà máy hiện tại, chúng tôi ước tính tổng mức đầu tư sẽ khoảng 792 triệu USD (18.461 tỷ đồng) – 1,18 tỷ USD (27.692 tỷ đồng) tùy theo công nghệ. Nếu triển khai dự án PL3 nhiều khả năng PPC sẽ giảm cổ tức từ năm 2022.

#### Dự báo kết quả kinh doanh năm 2019 và 2020

Năm 2020, PPC đặt kế hoạch sản lượng điện tăng 2% so với mức thực hiện năm 2019, theo đó doanh thu bán điện sẽ tăng tương ứng đạt mức 8.264 tỷ đồng. Lãi gộp được chúng tôi dự báo sẽ cải thiện so với 2019 do giá nguyên liệu đầu vào giảm, đạt mức 15%. Cổ tức từ HND và QTP dự kiến sẽ tăng 20% so với 2019, đạt 210 tỷ đồng.

Chúng tôi dự báo PPC sẽ đạt 1.265 tỷ đồng LNST năm 2020, tương đương với mức thực hiện 2019.

#### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh và chiết khấu dòng tiền để định giá PPC. Tổng kết 2 phương pháp (xem bảng 3 và 4) với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, giá trị hợp lý của PPC sẽ ở mức 33.700 đồng/cp.

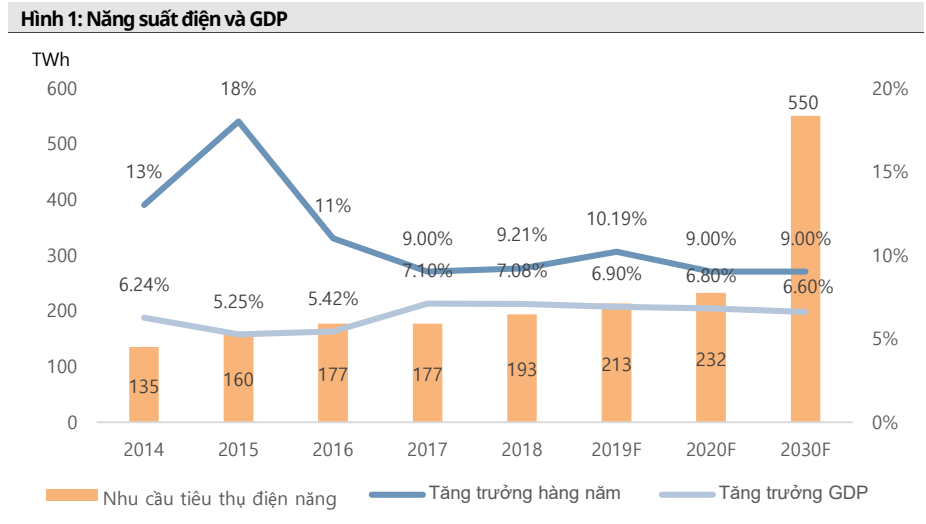
| FY (Dec)            | FY 2016 | FY 2017 | FY 2018 | FY 2019 | 2020F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Doanh thu (VNDbn)   | 5,866   | 6,236   | 7,117   | 8,183   | 8.264 |
| Lãi gộp (Vbn)       | 381     | 710     | 1,058   | 1.286   | 1.322 |
| Biên lãi gộp (%)    | 6.5     | 11.4    | 14.9    | 15.7    | 16    |
| LNST (VNDbn)        | 599     | 854     | 1,122   | 1,268   | 1.265 |
| EPS (VND)           | 2,063   | 2,680   | 3,501   | 3,885   | 3.880 |
| ROE (%)             | 10.8    | 15.7    | 20.2    | 21.8    | 20.3  |
| P/E (x)             | 8.1     | 8.5     | 5.2     | 6.8     | 6.57  |
| P/B (x)             | 1.0     | 1.3     | 1.0     | 1.4     | 1,3   |
| Cổ tức/ Thị giá (%) | 19.8    | 10.5    | 24.9    | 11.2    | 9,8   |

**Triển vọng ngành điện : Nguy cơ thiếu điện do các dự án nhiệt điện chậm tiến độ**

Ngành điện ở Việt Nam là ngành có tính an toàn cao và nhiều triển vọng tăng trưởng. Trong thời gian qua tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện luôn cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP, giai đoạn trước 2017, tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện duy trì ở mức trên 2 lần tăng trưởng GDP. Thời gian gần đây việc đổi mới các trang thiết bị sử dụng hiệu quả nguồn điện hơn kết hợp với việc người dân cũng đã sử dụng các vật dụng tiết kiệm điện dẫn đến việc tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện tăng trưởng chậm hơn trước nhưng vẫn ở mức 1,3 – 1,5 lần tăng trưởng GDP hàng năm.

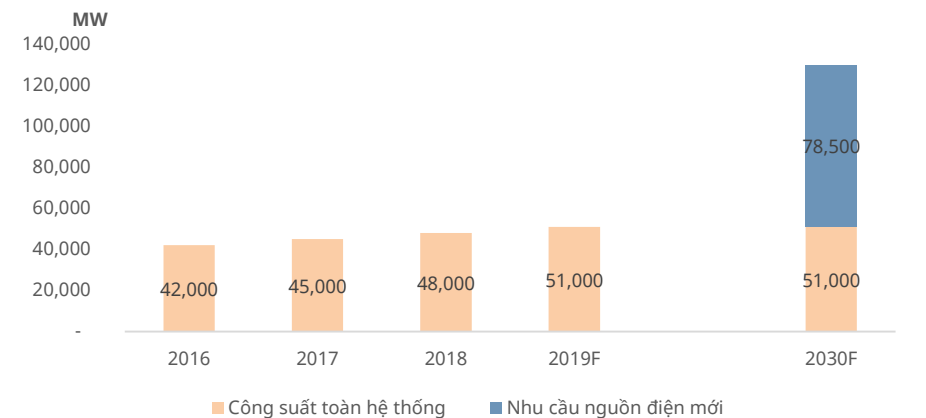
Với dự báo GDP Việt Nam sẽ tăng trưởng 6,8% trong năm 2020 và tiếp tục tăng trưởng 6,6% đến 2030, BMI dự báo nhu cầu tiêu thụ điện hàng năm sẽ tăng trưởng 9,00%/năm đến 2030, theo đó tổng sản lượng điện thương phẩm dự kiến sẽ đạt 550 TWh.

Giả định cơ cấu nguồn điện không thay đổi, với nhu cầu trên từ nay đến 2030 toàn hệ thống sẽ cần thêm 78.500 MW công suất nguồn điện mới, tổng mức đầu tư ước tính 100 tỷ USD. (xem hình 2).



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research, BMI dự báo

**Hình 2: Công suất phát điện hiện tại và dự báo**



Nguồn: EVN, BMI, Mirae Asset Vietnam Research

Để khắc phục tình trạng thiếu điện trên, Quy hoạch điện VII (điều chỉnh) đã có kế hoạch phát triển các nguồn điện từ nay đến 2030, tuy nhiên thực tế triển khai đến nay đã có tổng cộng 5 dự án bị chậm tiến độ, trong đó 4 dự án nhiệt điện gây thiếu hụt 3.710 MW công suất và 1 dự án thủy điện gây thiếu hụt 220 MW công suất so với kế hoạch.

Giai đoạn sắp tới, chúng tôi lo ngại các dự án nhiệt điện than sẽ khó triển khai đúng tiến độ do ảnh hưởng bởi xu hướng hạn chế sử dụng nhiệt điện than để bảo vệ môi trường.

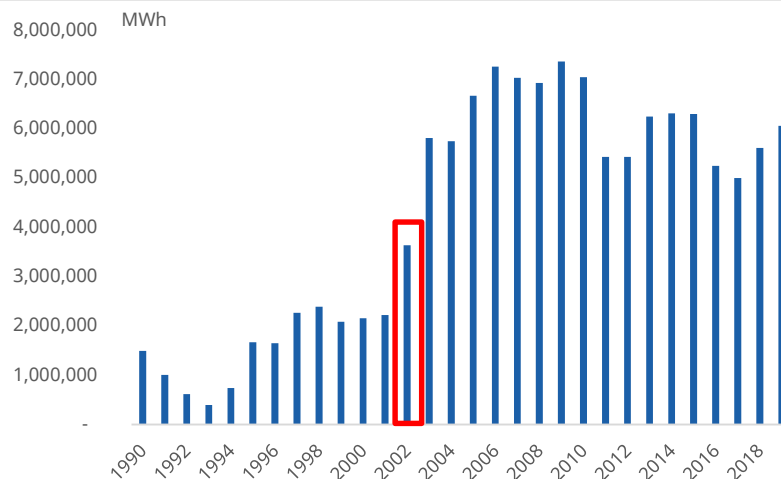
### Tổng quan và tình hình hoạt động của PPC

PPC sở hữu 02 nhà máy điện than có tổng công suất 1.040 MW tại Hải Dương. Hiện cả 02 nhà máy nhiệt điện than của PPC là Phả Lại 1 (hoàn thành năm 1986 có công suất là 440 MW) và Phả Lại 2 (hoàn thành và bắt đầu vận hành cả 2 tổ máy từ năm 2003 có công suất 600 MW) đã hết khấu hao. PPC là nhà máy điện trực thuộc hệ thống EVN với tỷ lệ sở hữu của Genco 2 là 51,92%, trong cơ cấu cổ đông PPC đáng chú ý còn có REE sở hữu 24,14%.

Từ năm 2003 khi cả 2 nhà máy của PPC hoạt động, sản lượng điện sản xuất hàng năm của PPC trong khoảng 5.000 – 7.000 GWh tương ứng với khoảng thời gian vận hành mỗi năm từ 4.800 – 7.000 giờ mỗi năm. Giai đoạn PPC vận hành nhiều nhất từ năm 2005 – 2010 với thời gian vận hành trên 6.400 giờ mỗi năm, đây là giai đoạn cả nước rơi vào tình trạng thiếu điện sau khoảng thời gian GDP tăng trưởng cao (GDP bắt đầu tăng trưởng chậm lại từ 2009 sau khủng hoảng kinh tế năm 2008). Giai đoạn từ 2011 đến nay, tình trạng thiếu điện vẫn hiện hữu tuy nhiên ở phương diện cục bộ, cụ thể khu vực miền Bắc và miền Trung vẫn đảm bảo đủ nguồn cung trong khi miền Nam thiếu điện.

Năm 2019 PPC có sản lượng điện sản xuất hơn 6.000 GWh, cao nhất từ 2015 với nguyên nhân chính từ diễn biến thời tiết xuất hiện El Nino, không thuận lợi cho thủy điện.

**Hình 3: Sản lượng điện của PPC**



Nguồn: PPC, Mirae Asset Vietnam Research

Nhà máy Phả Lại 2 bắt đầu vận hành tổ máy số 1 vào năm 2002

Ngoài ra PPC hiện đang cùng với EVN đầu tư vào 02 nhà máy nhiệt điện than khác bao gồm: (1) 16,35% Cổ phần nhiệt điện Quảng Ninh với công suất 1.200 MW và (2) 25,97% cổ phần nhiệt điện Hải Phòng có công suất là 1.200MW.

**PPC có hợp đồng mua bán điện dài hạn với EVN:** Cả 2 nhà máy điện của PPC hiện vẫn đủ điều kiện tham gia phát điện trực tiếp và vẫn còn hợp đồng bán điện dài hạn với EVN (đại diện là EVNEPTC). Hợp đồng mua bán điện của nhà máy nhiệt điện Phả Lại 1 từ năm 2020 đến 2023 (HĐ 4 năm) và Phả Lại 2 từ năm 2014 đến 2031.

**Nguồn than hiện tại vẫn được mua trong nước:** PPC không ký hợp đồng cung cấp than dài hạn với TKV, tuy nhiên do là công ty con của EVN nên PPC hàng năm vẫn được TKV đảm bảo nguồn than. Trong năm 2019, PPC đã ký hợp đồng cung cấp nguồn than cho năm 2020 với Tổng công ty Đông Bắc, một công ty khai thác mỏ trực thuộc Bộ Quốc Phòng. Việc tìm kiếm thêm nhà cung cấp than ngoài TKV giúp PPC đảm bảo tốt hơn nguồn than cung cấp cho 2 nhà máy trong năm 2020.

Giá than trong nước do TKV và Tổng công ty Đông Bắc cung cấp theo thông tin từ 2 đơn vị này hiện thấp hơn giá thế giới, do đó trong thời gian qua các đơn vị này có xu hướng điều chỉnh tăng dần giá bán cho các nhà máy nhiệt điện. Trong năm 2019, giá than thế giới đã có diễn biến giảm mạnh một phần là do xu hướng hạn chế sử dụng

các nguồn nguyên liệu hóa thạch và nhiệt điện than để bảo vệ môi trường. Giá than đã giảm từ mức hơn 70 USD/ tấn vào cuối năm 2018 về mức 45 USD/tấn vào cuối 2019, diễn biến này khả năng cao sẽ giúp các đơn vị kinh doanh than trong nước giảm giá bán cho các nhà máy nhiệt điện trong năm 2020.

**Hình 4: Diễn biến giá than thế giới**



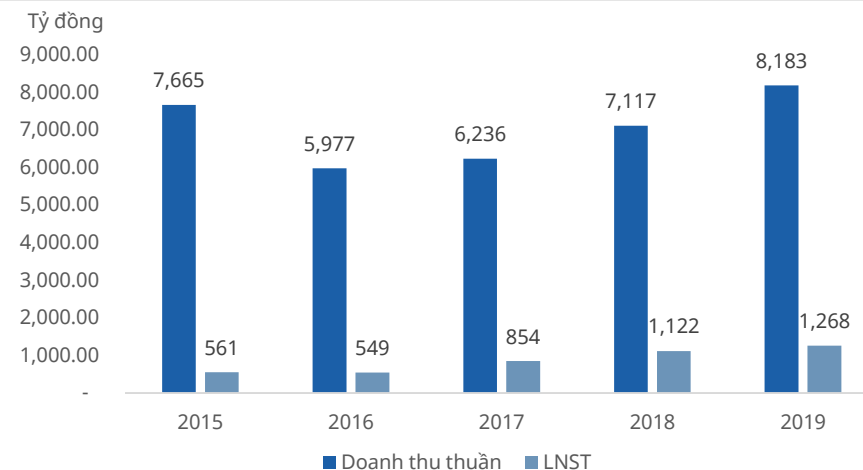
Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

**Đánh giá kết quả kinh doanh 2019**

Công ty ghi nhận doanh thu 8.183 tỷ đồng tăng 15% so với cùng kỳ, LNST đạt 1267,6 tỷ đồng tăng 13% so với năm 2018. So với kế hoạch 7.531 tỷ doanh thu và 781,4 tỷ LNST, PPC đã hoàn thành 108,6% kế hoạch doanh thu và thực hiện hơn 2 lần chỉ tiêu LNST. Kết quả ấn tượng trên là do: (1) Sản lượng điện sản xuất và giá bán điện bình cao hơn cùng kỳ; (2) Trong năm PPC ghi nhận 105,9 tỷ đồng doanh thu từ chênh lệch tỷ giá năm 2016 trong quý 1 và 119 tỷ đồng doanh thu từ chênh lệch tỷ giá trong năm 2017 trong quý 4.

Với kết quả trên, năm 2019 là năm PPC có doanh thu và lợi nhuận cao nhất trong 5 năm từ 2015 – 2019. So với kết quả trong quá khứ, đây cũng là mức lợi nhuận cao thứ 2, chỉ xếp sau năm 2013 khi PPC ghi nhận hơn 1.600 tỷ đồng LNST, trong đó riêng khoản lợi nhuận từ chênh lệch tỷ giá đã lên đến hơn 1.300 tỷ đồng.

**Hình 5: Kết quả kinh doanh 2015 – 2019**



Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

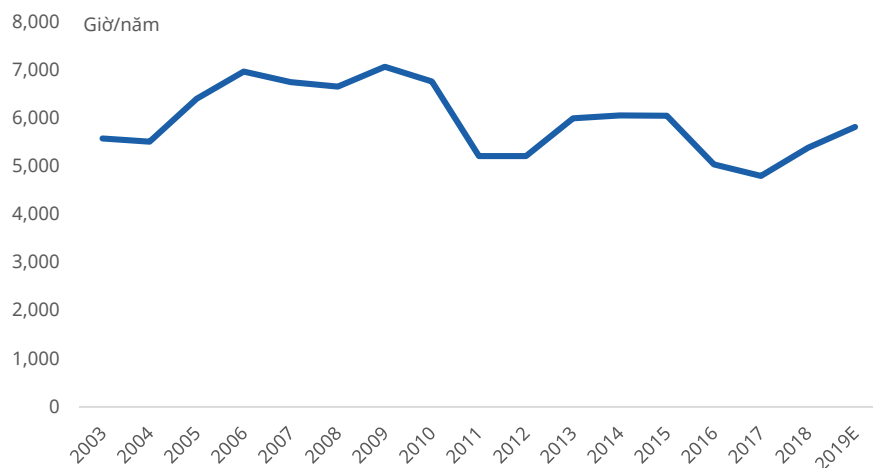
**Luận điểm đầu tư**

**Sản lượng điện thương phẩm đang trong xu hướng tăng**

Theo như hình 3, sản lượng điện sản xuất của PPC từ 2015 đến nay liên tục tăng với nguyên nhân chính do yếu tố thời tiết. Hiện tượng El Nino bắt đầu từ cuối 2017 đến 2019 đã làm giảm sản lượng điện sản xuất của các nhà máy thủy điện, theo đó EVN đã phải tăng huy động các nguồn nhiệt điện thay thế.

Từ 2019 trở đi, ngành điện đang phải đối mặt với rủi ro thiếu điện do nhu cầu tăng mạnh từ lĩnh vực sản xuất công nghiệp trong khi các dự án nhiệt điện có công suất lớn như nhiệt điện Long Phú I (1.200 MW), nhiệt điện Thái Bình II (1.200 MW),... bị chậm tiến độ. Do đó khả năng các nhà máy điện hiện tại sẽ phải tăng công suất hoạt động. Trong thời gian qua, thời gian vận hành trung bình mỗi năm của PPC ở mức dưới 6.000 giờ/năm, trong khi giai đoạn cao nhất từ 2007 – 2010 thời gian vận hành trung bình hàng năm của PPC đạt từ 6.700 – 7.000 giờ (Hình 6). PPC trong những năm qua vẫn chưa hoạt động hết công suất của 2 nhà máy, do đó vẫn còn có thể tăng sản lượng điện trong trường hợp EVN muốn huy động thêm.

**Hình 6: Hiệu suất hoạt động nhà máy**

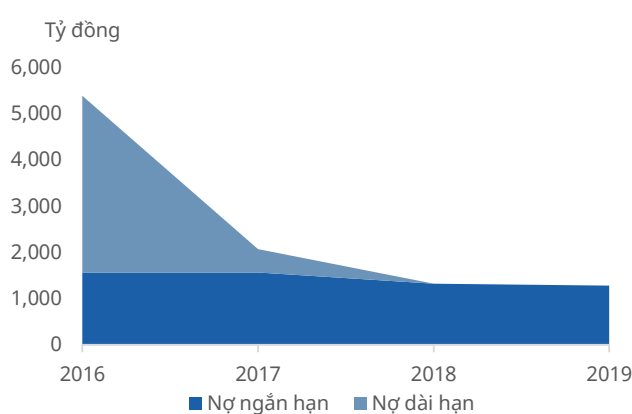
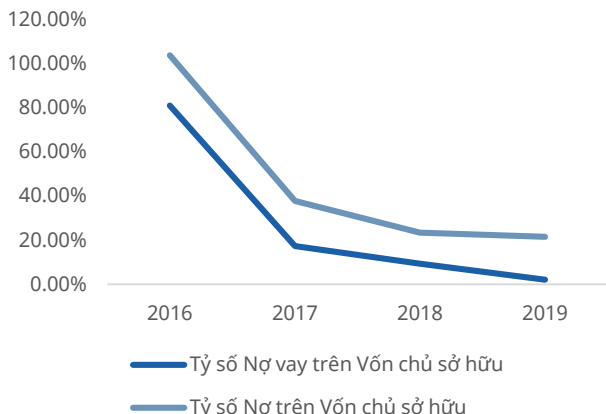


Nguồn: PPC, Mirae Asset Vietnam Research

**Hoạt động kinh doanh hiệu quả kèm theo cơ cấu tài chính vững mạnh**

Tỷ lệ nợ của PPC đã giảm mạnh vào năm 2017 khi công ty thanh toán gần hơn 3.300 tỷ đồng khoản nợ vay dài hạn, từ mức hơn 3.800 tỷ đồng nợ dài hạn, cuối 2016 chiếm 71% tổng nợ, đến cuối 2017 nợ dài hạn của PPC chỉ còn hơn 500 tỷ đồng (chiếm 24% tổng nợ) và chính thức hết nợ dài hạn vào cuối 2018. Các tỷ lệ nợ/ VCSH và nợ vay/ VCSH tương ứng đã giảm lần lượt từ 103% và 81% tại thời điểm cuối năm 2016 xuống mức 37,8% và 17,35% cuối năm 2017 (Xem hình 7 và hình 8)

**Hình 7: Tỷ lệ nợ** **Hình 8: Phân loại nợ theo kỳ hạn**



Nguồn: PPC, Mirae Asset Vietnam Research

Tính đến cuối 2019, PPC có 1.284 tỷ đồng nợ ngắn hạn, trong đó nợ vay ở mức 126 tỷ đồng, chiếm 10% tổng nợ, các khoản nợ còn lại là những khoản không phải trả lãi suất và lớn nhất là khoản mục phải trả người bán với số dư 733 tỷ đồng. Lượng tiền mặt PPC khá dồi dào với tổng cộng hơn 1.300 tỷ đồng, trong đó 240 tỷ đồng là tiền và các khoản tương đương, 1.060 tỷ đồng là khoản tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng.

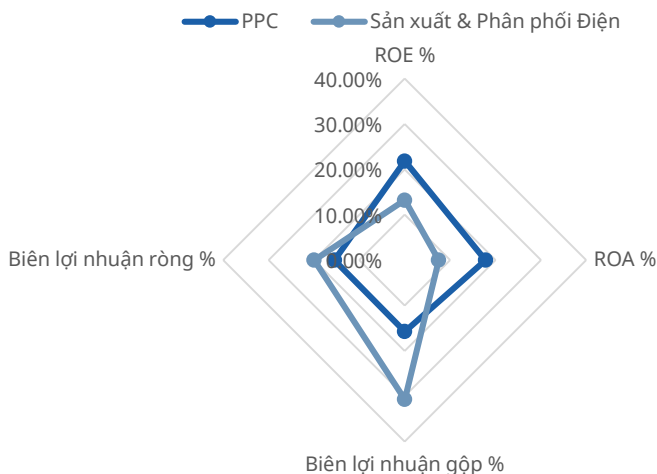
Với cơ cấu tài chính trên, PPC hầu như không có rủi ro về tài chính, bên cạnh đó hoạt động kinh doanh của PPC cũng ghi nhận kết quả khả quan. Mức ROE trong 2 năm gần nhất của PPC trên 20% (bảng 1). So sánh hiệu quả hoạt động của PPC với ngành (hình 9), PPC hiện có ROE và ROA vượt trội hơn so với mức trung bình ngành trong khi biên lãi gộp và lãi ròng thấp hơn trung bình ngành là do đặc thù kinh doanh của ngành nhiệt điện luôn có mức biên lợi nhuận thấp hơn ngành thủy điện.

**Bảng 1: Hiệu quả hoạt động**

|                                       | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp biên            | 8.43%  | 12.68% | 16.12% | 15.72% |
| Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần | 9.27%  | 13.69% | 15.77% | 15.49% |
| ROE                                   | 10.04% | 16.01% | 20.18% | 21.81% |
| ROA                                   | 5.07%  | 9.42%  | 15.46% | 17.80% |
| EPS                                   | 1,724  | 2,680  | 3,501  | 3,885  |

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

**Hình 9: So sánh PPC và ngành**



Nguồn: Finpro

Chúng tôi nhận thấy đây là điểm nổi trội của PPC khi so sánh với các doanh nghiệp khác trong ngành. Đa phần các doanh nghiệp ngành điện sẽ có tỷ lệ nợ vay cao nên ảnh hưởng đến mức chi trả cổ tức hàng năm. Tình hình tài chính và kết quả hoạt động hiện tại là điểm tích cực của PPC, đây là doanh nghiệp có yếu tố cơ bản rất tốt của ngành điện.

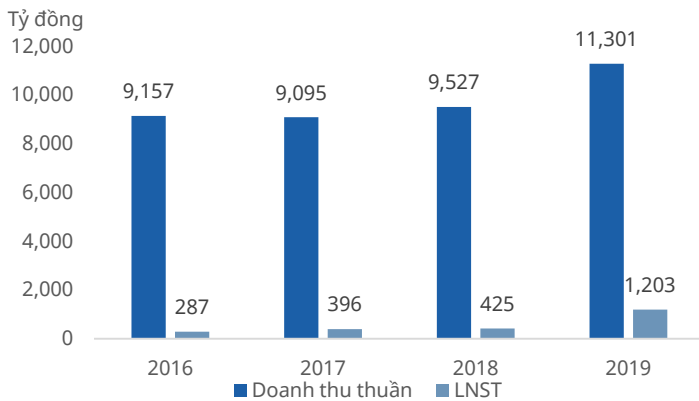
**Các dự án điện do PPC đầu tư đang có kết quả khả quan**

PPC hiện đang đầu tư vào 2 nhà máy điện, cả 2 nhà máy này đều đã thực hiện đăng ký giao dịch trên thị trường UPCOM là CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (MCK: HND) PPC sở hữu 25,97% và CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (MCK: QTP) PPC sở hữu 16,35%. Hai khoản đầu tư này được PPC hạch toán theo phương pháp giá gốc do đó không thực hiện định giá lại theo giá thị trường, PPC chỉ hưởng lợi nhuận thông qua việc 2 công ty này chi trả cổ tức.

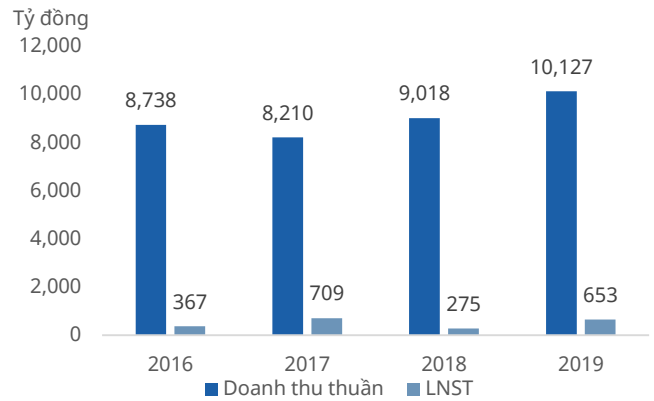
Trong những năm gần đây, 2 doanh nghiệp này đã vận hành ổn định và liên tục có lãi, đáng chú ý khi năm 2019 trước nhu cầu huy động thêm nguồn nhiệt điện, QTP và HND đều ghi nhận mức tăng trưởng tốt cả về doanh thu lẫn LNST. Mức vốn điều lệ hiện tại của QTP là 4.500 tỷ đồng và HND là 5.000 tỷ đồng với mức lợi nhuận năm 2019 (xem

hình 10 và 11), EPS lần lượt của 2 doanh nghiệp này như sau: QTP đạt 1.450 đ/cp và HND đạt 2.406 đ/cp. Mức EPS như trên là cơ sở cho QTP và HND tăng cổ tức năm 2019, giúp PPC có thêm nguồn thu nhập tài chính đáng kể.

**Hình 10: Tình hình hoạt động kinh doanh của HND**



**Hình 11: Tình hình hoạt động kinh doanh của QTP**

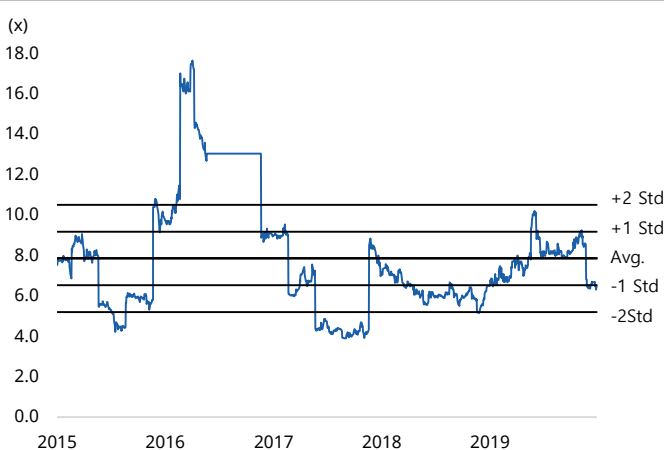


Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

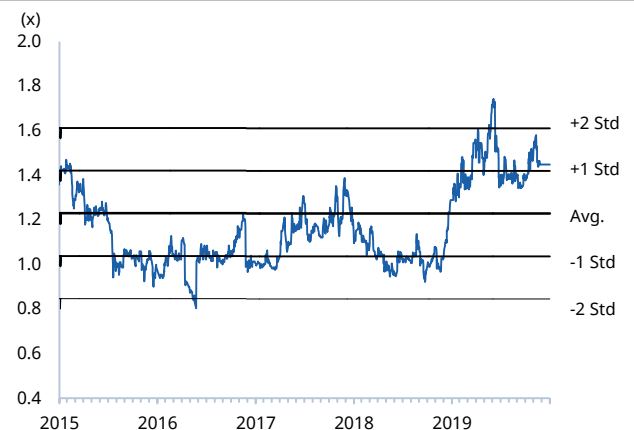
**PPC đang ở vùng giá thích hợp để đầu tư**

So với mức trung bình 5 năm: PPC đang có mức P/E thấp hơn mức trung bình 5 năm, chỉ số P/E trong thời gian gần đây có mức giảm nhanh (xem hình 11) là do kết quả kinh doanh Q4/2019 được công bố, với mức lợi nhuận tăng trưởng 101% so với cùng kỳ, EPS (TTM) đã tăng mạnh kéo P/E giảm về mức 6,52 lần (05/02/2020). Trong khi đó chỉ số P/B của PPC đang trong xu hướng tăng từ đầu 2019 đến nay và lên mức cao nhất trong 5 năm. Diễn biến này chủ yếu do giá PPC tăng mạnh trong năm 2019, trong khi đó PPC vẫn duy trì mức cổ tức cao khi chi trả 27% cổ tức bằng tiền (2.700 đ/cp).

**Hình 11: Biến động P/E 5 năm**



**Hình 12: Biến động P/B 5 năm**



Nguồn: Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

So với các doanh nghiệp nhiệt điện khác: PPC dẫn đầu ở tỷ lệ lợi nhuận/ Vốn chủ sở hữu (ROE) và EPS với các mức lần lượt 21,81% và 3.885 đ/cp; Tỷ lệ nợ vay của PPC cũng ở mức thấp nhất với mức 2,00%. PPC có mức định giá thấp hơn phần lớn doanh nghiệp khác, chỉ cao hơn HND và BTP.

Chỉ số P/B và EV/ EBITDA của PPC ở mức cao so với các doanh nghiệp nhiệt điện khác, do PPC đang có chính sách chia cổ tức cao (làm suy giảm lượng tiền mặt của doanh nghiệp ảnh hưởng làm tăng EV) và hiện doanh nghiệp đã không còn nợ vay và khấu hao.

**Bảng 2: So sánh PPC và các doanh nghiệp nhiệt điện khác đang niêm yết**

| MCK        | Tên                       | Sàn         | ROE           | P/E         | P/B         | EV/EBITDA   | Vốn vay/VCSH | EPS (TTM)    |
|------------|---------------------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>BTP</b> | Nhiệt điện Bà Rịa         | HOSE        | 17,59%        | 3,97        | 0,65        | 4,89        | 34,00%       | 3.402        |
| <b>HND</b> | Nhiệt điện Hải Phòng      | UPCOM       | 20,19%        | 6,63        | 1,28        | 3,85        | 87,00%       | 2.406        |
| <b>NBP</b> | Nhiệt điện Ninh Bình      | HNX         | 4,74%         | 14,53       | 0,69        | 6,32        | 10,00%       | 922          |
| <b>NCP</b> | Nhiệt điện Cẩm Phả - TKV  | UPCOM       | 0,59%         | 327,11      | 1,93        | 5,92        | 420,00%      | 27           |
| <b>NT2</b> | Điện lực Nhơn Trạch 2     | HOSE        | 19,43%        | 7,79        | 1,43        | 4,93        | 45,00%       | 2.638        |
| <b>POW</b> | Điện lực Dầu khí Việt Nam | HOSE        | 8,83%         | 9,32        | 0,86        | 5,45        | 59,00%       | 1.064        |
| <b>PPC</b> | <b>Nhiệt điện Phả Lại</b> | <b>HOSE</b> | <b>21,81%</b> | <b>6,82</b> | <b>1,45</b> | <b>7,12</b> | <b>2,00%</b> | <b>3.885</b> |
| <b>QTP</b> | Nhiệt điện Quảng Ninh     | UPCOM       | 14,50%        | 8,54        | 1,14        | 3,56        | 114,00%      | 1.452        |

Nguồn: Finpro, Mirae Asset Vietnam Research

### Dự án nhà máy nhiệt điện Phả Lại 3 khi triển khai sẽ làm giảm cổ tức PPC

Công ty dự định sẽ đầu tư nhà máy nhiệt Phả Lại 3 (PL3) với công suất 660 MW tại Thành phố Chí Linh – tỉnh Hải Dương, nằm trong khuôn viên của Công ty Cổ phần Nhiệt điện Phả Lại là điều kiện rất thuận lợi nhằm thay thế nhà máy Phả Lại 1 đã xuống cấp.

PPC chưa công bố tổng mức đầu tư ước tính, căn cứ theo các dự án điện đã thực hiện, chúng tôi ước tính giá trị đầu tư cho 1 MW sẽ ở mức 1,2 triệu USD (tương đương 28 tỷ đồng) đối với công nghệ cũ và 1,8 triệu USD (tương đương 42 tỷ đồng) đối với công nghệ mới ít gây ô nhiễm hơn. Theo đó tổng mức đầu tư của dự án Phả Lại 3 sẽ ở mức 792 triệu USD (18.461 tỷ đồng) hoặc 1,18 tỷ USD (27.692 tỷ đồng).

Dự án dự kiến sẽ phát điện thương mại vào năm 2026, do vậy khả năng PPC sẽ bắt đầu triển khai từ 2022. Với giá trị đầu tư lớn, khả năng PPC sẽ ưu tiên giữ lại lợi nhuận để đầu tư cho dự án này và hạn chế chi trả cổ tức.

Tuy nhiên giai đoạn hiện nay đang xuất hiện xu hướng hạn chế xây mới nhà máy nhiệt điện than do vấn đề ô nhiễm môi trường. Dự án PL3 có vị trí gần Hà Nội (cách 50km) do đó có thể sẽ cần phải được đánh giá tác động đến môi trường. Cùng với diễn biến chậm tiến độ của các dự án nhiệt điện than, chúng tôi lo ngại dự án PL3 có thể cũng sẽ bị chậm.

### Nhà máy của PPC đã cũ thời gian vận hành có thể sẽ thấp hơn giai đoạn 2005 – 2010

Nhà máy Phả Lại 1 được xây dựng từ năm 1986 và nhà máy Phả Lại 2 bắt đầu vận hành cả 2 tổ máy từ năm 2003, cả 2 nhà máy đến hiện tại đã hết khấu hao. Với 2 nhà máy đã được xây dựng từ lâu, rủi ro xảy ra hư hỏng nhẹ hoặc tạm dừng để bảo trì bảo dưỡng ở 2 nhà máy sẽ làm giảm thời gian vận hành tối đa hàng năm. Do đó dù đánh giá khả quan về nhu cầu huy động thêm nguồn điện của EVN, chúng tôi cho rằng số giờ vận hành trung bình của PPC năm 2020 sẽ khó vượt mức 6.500 giờ/ năm.

Cho năm 2020, PPC đặt kế hoạch sản xuất 6.150,97 triệu kWh, tương đương thời gian vận hành 5.913 giờ/năm, bằng 102% so với mức thực hiện năm 2019.



## Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp: (1) so sánh bao gồm P/E, P/B và EV/ EBITDA và (2) chiết khấu dòng tiền FCFF, FCFE và DDM để định giá PPC.

### Phương pháp so sánh

EPS 2019 của PPC ở mức 3.885 đ/cp, giá trị sổ sách tại ngày 31/12/2019 ở mức 18.304 đ/cp, chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để định giá PPC. Theo đó các chỉ số định giá ngành điện như sau :

- P/E bình quân: 9,8 lần
- P/B bình quân: 1,72
- EV/ EBITDA bình quân: 6,79

**Bảng 3. Kết quả định giá theo phương pháp so sánh**

| Phương pháp            | Giá trị   | Tỷ trọng    | Giá trị theo tỷ trọng |
|------------------------|-----------|-------------|-----------------------|
| Phương pháp P/E        | 38,077.60 | 50%         | 19,038.80             |
| Phương pháp P/B        | 31,483.64 | 30%         | 9,445.09              |
| Phương pháp EV/ EBITDA | 31,434.47 | 20%         | 6,286.89              |
| <b>Giá cổ phần</b>     |           | <b>100%</b> | <b>34,770.79</b>      |

## Chiết khấu dòng tiền

Các giả định:

- Do PPC chưa công bố chi tiết kế hoạch xây dựng nhà máy nhiệt điện Phả Lại 3 và rủi ro về khả năng thực hiện các dự án nhiệt điện mới đang hiện hữu do đó chúng tôi giả định PPC sẽ chưa thực hiện dự án này.
- Triển vọng lợi nhuận tích cực trong tương lai sẽ giúp PPC tăng cổ tức năm 2020 lên 28% và 2022 lên mức 30%, tỷ lệ tăng cổ tức dài hạn là 2%.
- Do không đầu tư mới nên sản lượng điện của PPC sẽ khó tăng trưởng, tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%
- WACC: 14%

Kết quả như sau:

**Bảng 4. Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

| Phương pháp                | Giá trị | Tỷ trọng    | Giá trị theo tỷ trọng |
|----------------------------|---------|-------------|-----------------------|
| FCFF                       | 32.538  | 35%         | 11.388                |
| FCFE                       | 35.375  | 35%         | 12.381                |
| DDM                        | 29.742  | 30%         | 8.923                 |
| <b>Giá trị hợp lý 1 cp</b> |         | <b>100%</b> | <b>32.692</b>         |

Tổng kết 2 phương pháp với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, giá trị hợp lý của PPC sẽ ở mức 33.700 đồng/cp

## Important Disclosures & Disclaimers

### Stock Ratings

|             |   |
|-------------|---|
| Buy         | : Relative performance of 20% or greater                      |
| Trading Buy | : Relative performance of 10% or greater, but with volatility |
| Hold        | : Relative performance of -10% and 10%                        |
| Sell        | : Relative performance of -10%                                |

### Industry Ratings

|             |  |
|-------------|--|
| Overweight  | : Fundamentals are favorable or improving              |
| Neutral     | : Fundamentals are steady without any material changes |
| Underweight | : Fundamentals are unfavorable or worsening            |

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

\* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

\* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

\* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

\* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

### Equity Ratings Distribution

| Buy    | Trading Buy | Hold   | Sell  |
|--------|-------------|--------|-------|
| 68.29% | 17.56%      | 14.15% | 0.00% |

\* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

### Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or maybe expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

## Mirae Asset Daewoo International Network

---

### Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

Global Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

---

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

---

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan  
12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

---

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

---

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

---

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor  
Two International Finance Centre  
8 Finance StPLXt, Central  
Hong Kong  
China

Tel: 852-2845-6332

---

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower StPLXt, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

---

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

---

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

---

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

---

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad StPLXt,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

---

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060

Brasil

Tel: 55-11-2789-2100

---

### Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

---

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

---