

Ngành Điện

Báo cáo cập nhật

Tháng 7, 2020

Mã giao dịch: PPC

Reuters: PPC

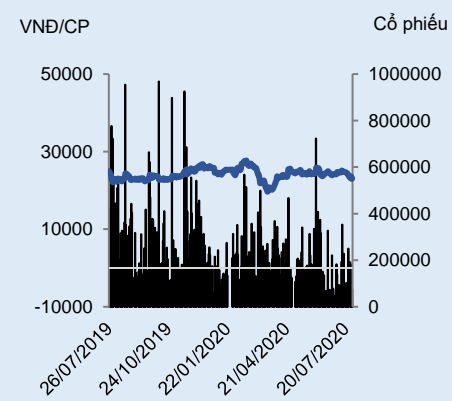
Bloomberg: PPC VN

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	23.200
Giá thị trường (29/7/2020)	23.000
Lợi nhuận kỳ vọng	0,87%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	19.600-29.100
Vốn hóa	7.774 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	320.613.054
KLGD bình quân 10 ngày	123.425
% sở hữu nước ngoài	16,47%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	10,9%
Beta	1,06

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PPC	-6,5%	-4,8%	-21,3%	-6,9%
VNIndex	-7,2%	-2,5%	-25,7%	-6,9%

Lợi nhuận có thể sụt giảm trong vài năm tới

Lợi nhuận gộp Quý 2/2020 giảm mạnh

PPC đã công bố kết quả kinh doanh với Quý 2 với doanh thu đạt 2.267 tỷ đồng (+1,1% yoy), LNST chỉ đạt 280 tỷ đồng (-18% yoy) do lợi nhuận gộp giảm mạnh. Lợi nhuận gộp của PPC giảm do một số nguyên nhân chính như: (1) giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh giảm; (2) giá bán cố định của Phả Lại 1 giảm 34 VND/kWh; (3) Phân bổ chi phí sửa chữa lớn tăng khoảng 12 tỷ đồng so với cùng kỳ.

Giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh suy giảm...

Theo dõi diễn biến giá trên thị trường phát điện cạnh tranh từ Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia cho thấy giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh đã có sự suy giảm trong năm nay. BVSC cho rằng giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh suy giảm do một số nguyên nhân chính như: (1) nguồn năng lượng mặt trời tăng trưởng bùng nổ; (2) giá CAN bình quân sụt giảm từ 140 VND/kWh về khoảng 62 VND/kWh; (3) dịch bệnh Covid19 làm nhu cầu tiêu thụ điện sụt giảm.

... và có thể tiếp tục suy giảm do sản lượng thủy điện có dấu hiệu phục hồi

Sản lượng điện từ các nhà máy thủy điện nhiều khả năng sẽ bắt đầu phục hồi lại từ mùa mưa 2020 và sẽ trở lại mức bình thường trong vài năm tới. Điều này có thể làm suy giảm giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Định giá và quan điểm đầu tư.

PPC là doanh nghiệp phát điện đã hết khấu hao và trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao. Trong vài năm gần đây PPC được hưởng lợi nhờ giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh cao do tình hình thủy văn không thuận lợi cũng như nguồn cung điện tăng trưởng chậm so với nhu cầu. Tuy nhiên, tình hình thủy văn nhiều khả năng sẽ quay trở lại thuận lợi cho thủy điện trong vài năm tới cũng như nguồn năng lượng tái tạo đang tăng nhanh làm cho giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh suy giảm. Cùng với đó, PPC cũng sẽ thực hiện đầy đủ sửa chữa lớn làm cho chi phí này không còn ở mức thấp như vài năm qua. Điều này làm cho lợi nhuận PPC sẽ không duy trì được ở mức cao như vài năm gần đây. Bên cạnh đó mức giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 23.200 đồng, xấp xỉ với mức giá đang giao dịch của PPC hiện tại. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PPC với mức giá mục tiêu là 23.200 VND/CP (tiềm năng tăng trưởng 0,87% so với mức giá đóng cửa ngày 29/07/2020 là 23.000 đồng/CP).

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Lợi nhuận gộp Quý 2/2020 giảm mạnh

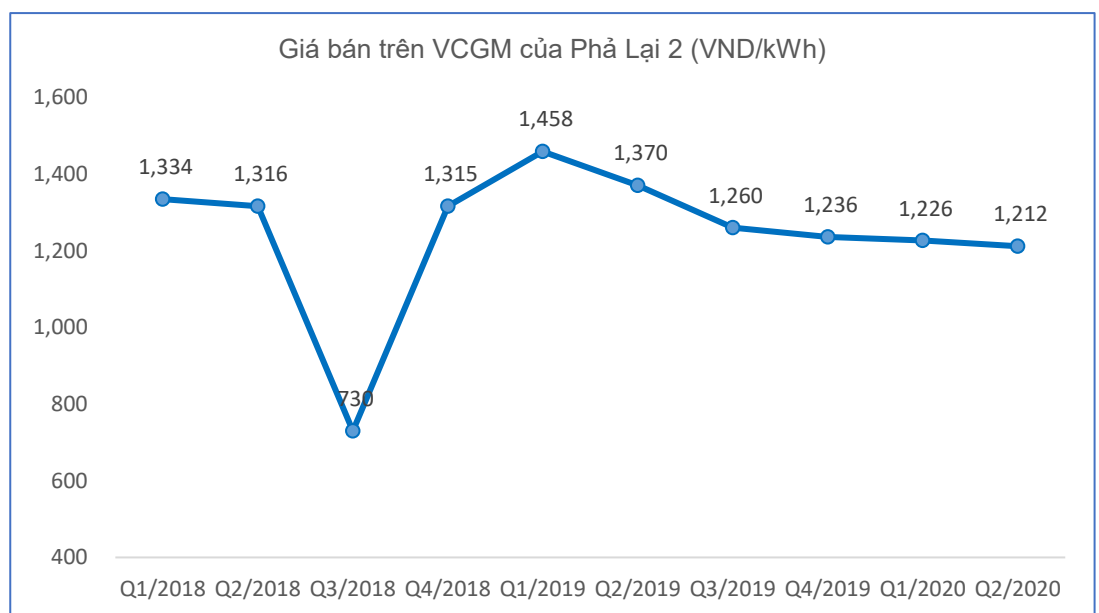
PPC đã công bố kết quả kinh doanh với Quý 2 với doanh thu đạt 2.267 tỷ đồng (+1,1% yoy). Doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh nhờ HND trả cổ tức 1.100 VND/CP trong tháng 6/2020. Mặc dù doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế của PPC vẫn chỉ đạt 280 tỷ đồng, giảm 18% so với cùng kỳ do lợi nhuận gộp của PPC giảm 37,7% yoy.

	Q2/2019	Q2/2020	tăng trưởng	6T2019	6T2020	tăng trưởng
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	1,520	1,581	4.0%	2,641	3,170	20.0%
Doanh thu (tỷ đồng)	2,241	2,267	1.1%	3,950	4,500	13.9%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	267	166	-37.7%	597	335	-44.0%
Chi phí bán hàng (tỷ đồng)	-	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp (tỷ đồng)	(18)	(20)	10.1%	(39)	(39)	-1.6%
EBIT (tỷ đồng)	249	146	-41.2%	558	296	-46.9%
Doanh thu hoạt động tài chính (tỷ đồng)	61	159	162.4%	164	180	9.9%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	(115)	(8)	-93.2%	11	(7)	-159.3%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	341	280	-18.0%	584	415	-28.9%

Nguồn: PPC, BVSC

BVSC cho rằng lợi nhuận gộp của PPC sụt giảm do một số nguyên nhân chính như:

Giá trên thị trường điện cạnh tranh của Phả Lại 2 giảm khoảng 159 VND/kWh so với cùng kỳ, điều này làm giảm khoảng 24 tỷ đồng lợi nhuận sản xuất điện. Giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh có thể sẽ tiếp tục suy yếu trong thời gian tới và tác động làm suy giảm lợi nhuận gộp của PPC. Tác động của việc suy giảm giá trên thị trường phát điện cạnh tranh có thể tiếp tục kéo dài trong vài năm tới do đó chúng tôi sẽ phân tích thêm về vấn đề này ở phía sau của báo cáo này.



Nguồn: BVSC, PPC

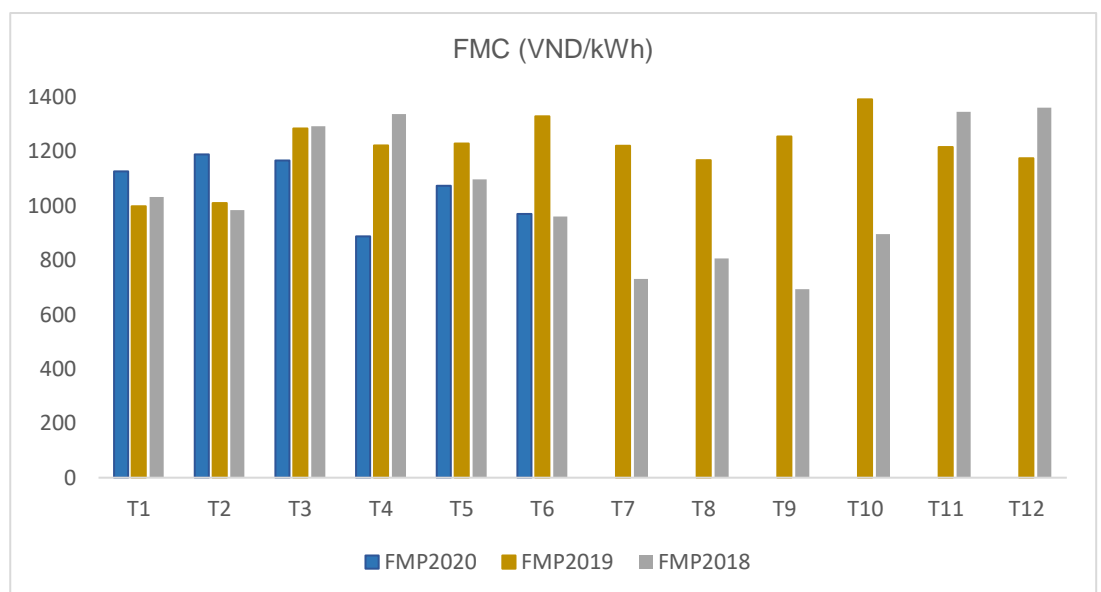
Giá cố định sản xuất điện của Phả Lại 1 giảm khoảng 34 VND/kWh so với cùng kỳ do đàm phán lại hợp đồng mua bán điện PPA. Điều này làm giảm khoảng 18 tỷ đồng lợi nhuận gộp so với Q2/2019.

Phân bổ chi phí sửa chữa lớn tăng khoảng 12 tỷ đồng so với cùng. Theo kế hoạch, chi phí sửa chữa lớn của PPC năm 2020 lên tới 630 tỷ đồng, là mức tăng rất mạnh so với chi phí sửa chữa lớn thực hiện trong năm 2019 là 144 tỷ đồng. Ban lãnh đạo PPC cho biết công ty sẽ cần phải tiến hành sửa chữa lớn đầy đủ trong năm 2020 sau vài năm không thực hiện sửa chữa lớn đầy đủ do nhiều nguyên nhân khác nhau. BVSC dự kiến chi phí sửa chữa lớn năm 2020 sẽ vào khoảng 300 tỷ đồng.

Một số nguyên nhân khác như giá than tăng khoảng 3% so với cùng kỳ cũng như hiệu suất của Phả Lại 1 ngày càng suy giảm cao. Giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh giảm và Qc của Phả Lại 1 được phân bổ sát với năng lực sản xuất điện dẫn tới PPC không thực hiện được một số chiến lược đấu giá hiệu quả trên thị trường phát điện cạnh tranh

Giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh suy giảm...

Theo dõi diễn biến giá trên thị trường phát điện cạnh tranh từ Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia cho thấy giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh đã có sự suy giảm trong năm nay. Số liệu của một số doanh nghiệp cụ thể như tổ máy phát điện Phả Lại 2 cho thấy giá bán điện trên VCGM cao nhất vào Q1/2019 bắt đầu giảm dần từ Q2/2019 đến nay. Số liệu của Genco3 cũng cho thấy giá toàn phần thị trường (FMC) từ tháng 4 đến nay sụt giảm khá mạnh so với các năm trước đó.



Nguồn: Genco3

BVSC cho rằng giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh suy giảm do một số nguyên nhân chính như sau:

Nguồn năng lượng mặt trời tăng trưởng bùng nổ. Tính đến cuối năm 2018, Việt Nam mới có vài nhà máy năng lượng mặt trời với công suất chưa tới 100MW. Tuy nhiên, Năng lượng mặt trời đã có bước nhảy vọt với tổng công suất lắp máy lên tới 4.464 MW vào cuối tháng 6/2019 và chiếm tới khoảng 10% tổng công suất lắp đặt trên toàn hệ thống. Các nhà máy năng lượng mặt trời không tham gia cạnh tranh trực tiếp trên thị trường phát điện cạnh tranh nhưng cung cấp một lượng điện lớn cho chạy nền dẫn tới giảm nhu cầu huy động trên thị trường phát điện cạnh tranh và từ đó làm giá trên thị trường phát điện cạnh tranh sụt giảm. Áp lực từ năng lượng mặt trời lên giá điện trên VCGM sẽ không còn tăng mạnh trong một vài năm tới do công suất điện mặt trời sẽ tăng chậm lại khi mà giá FIT2 giảm mạnh cũng như chính phủ có thể áp dụng cơ chế đấu thầu để lựa chọn nhà thầu xây dựng nhà máy điện mặt trời.

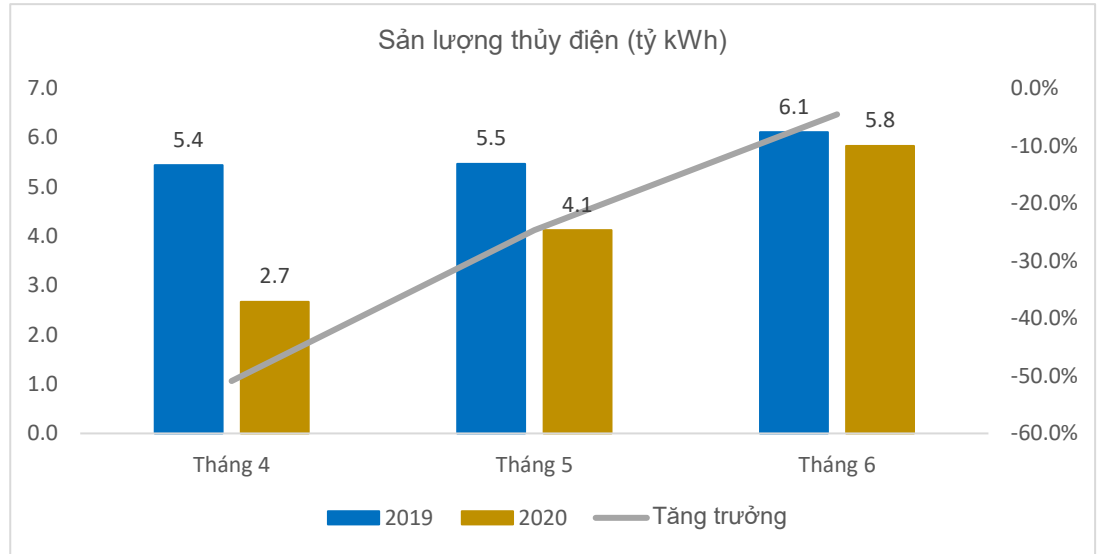
Giá CAN bình quân sụt giảm từ 140 VND/kWh về khoảng 62 VND/kWh. Năm 2020, Giá trần trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng 23,3 VND/kWh lên mức 1.342,3 VND/kWh tuy nhiên giá CAN bình quân lại giảm tới 78 VND/kWh về mức 62 VND/kWh. Như vậy ngay cả khi giá điện trên VCGM kịch trần thì giá bán điện của doanh nghiệp cũng sụt giảm 54,7 VND/kWh so với cùng kỳ. Nếu giá điện trên VCGM dưới mức 1.319 VND/kWh thì giá bán điện sẽ bị hụt 78 VND/kWh so với cùng kỳ. Giá CAN năm 2020 sụt giảm mạnh là do giá CAN năm 2020 được tính toán dựa trên nhà máy phát điện mới là Nhà máy Vĩnh Tân 4 mở rộng. Do là nhà máy mở rộng nên Vĩnh Tân 4 giảm được nhiều chi phí lớn như đường truyền và bến cảng than dẫn tới có chi phí thấp làm cho CAN giảm. Chúng tôi cho rằng giá CAN có thể quay trở lại mức 140 VND/kWh khi EVN thực hiện tính giá CAN dựa trên nhà máy mới khác trong năm tới.

Dịch bệnh Covid19 làm nhu cầu tiêu thụ điện sụt giảm. Sản xuất công nghiệp xây dựng là ngành tiêu thụ chính và đóng vai trò động lực tăng trưởng tiêu thụ điện trong nhiều năm qua. Ngành này chiếm tới gần 60% tổng sản lượng tiêu thụ điện của cả nước. Tuy nhiên dịch bệnh Covid19 đã làm cho tăng trưởng của ngành sản xuất công nghiệp sụt giảm. Trong 6 tháng đầu năm 2020, tăng trưởng sản xuất công nghiệp chỉ đạt 2,8%, là mức thấp hơn nhiều so với mức bình quân 9-10% trong các năm gần đây. Đây là nguyên nhân trọng yếu làm cho sản lượng điện thương phẩm chỉ tăng 2,8% trong 6T2020. Công suất đặt của các nhà máy điện tăng 13% trong năm 2019 trong khi nhu cầu tiêu thụ điện chậm lại trong 6T2020 gây suy giảm giá trên thị trường phát điện cạnh tranh. Tuy nhiên, tác nhân Covid19 nhiều khả năng sẽ suy yếu dần và có thể sẽ không còn tác động trọng yếu trong năm tới khi các nền kinh tế chủ chốt mở cửa trở lại từ đó giúp cho sản xuất công nghiệp trong nước quay lại đà tăng trưởng.

... và có thể tiếp tục suy giảm do sản lượng thủy điện có dấu hiệu phục hồi

Hiện tượng thời tiết El Nino kéo dài từ năm 2018 tới nay đã làm ảnh hưởng nặng nề tới hoạt động kinh doanh của các nhà máy thủy điện. Lượng nước về hồ thấp trong suốt năm 2019 dẫn đến tình trạng các hồ chứa không tích được nước theo kế hoạch. Các tháng đầu năm 2020, lưu lượng nước về các hồ chứa thủy điện cũng thấp hơn nhiều so với trung bình nhiều

năm dẫn đến việc khai thác các nhà máy thủy điện rất hạn chế. Điều này làm cho sản lượng thủy điện của cả nước trong Quý 1/2020 chỉ đạt 12,83 tỷ kWh, giảm 30,4% so với cùng kỳ.

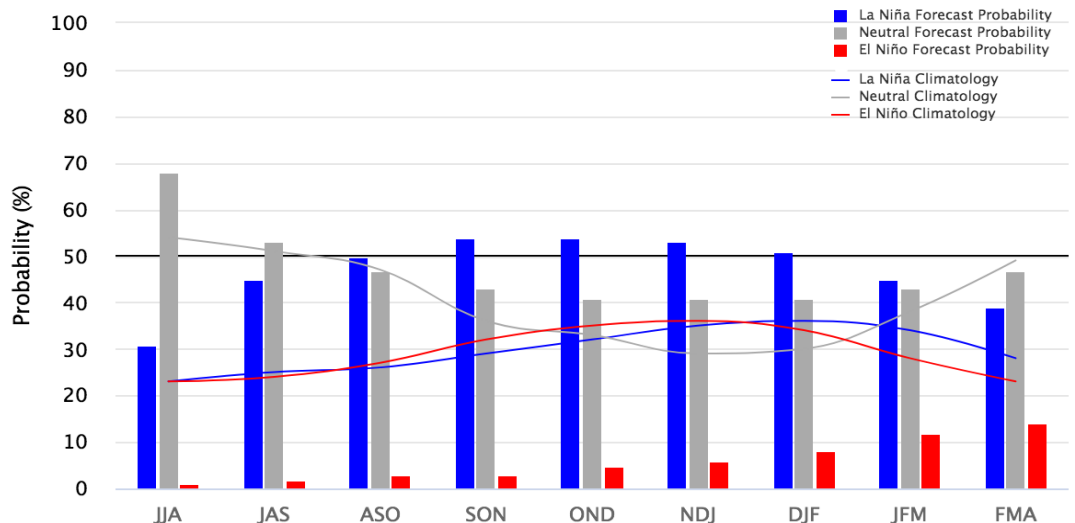


Nguồn: EVN, BVSC

Theo dự báo của của Viện nghiên cứu thời tiết của Đại học Columbia thì xác suất xảy ra hiện tượng La Nina vào nửa cuối năm 2020 chỉ mới trên 50%. Tuy nhiên, quan sát quá khứ cho thấy thì khả năng xảy ra 3 năm khô hạn liên tiếp là rất thấp, đặc biệt là sau một năm nắng nóng kỷ lục như 2019. Bước vào đầu mùa mưa 2020, đã có một số dấu hiệu tích cực khi sản lượng thủy điện phục hồi và chỉ giảm 4,4% so với cùng kỳ trong tháng 6. Từ đó, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng sản lượng thủy điện sẽ bắt đầu phục hồi lại từ mùa mưa 2020 và sẽ trở lại mức bình thường trong vài năm tới và làm suy giảm giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Dự báo xác suất xảy ra hiện tượng La Nina và El Niño

ENSO state based on NINO3.4 SST Anomaly
Neutral ENSO: -0.5 °C to 0.5 °C



Nguồn: IRI

Dự báo kết quả kinh doanh 2020

Chúng tôi dự báo năm 2020, PPC sẽ ghi nhận 8.211 tỷ đồng doanh thu (+0,3% yoy) và 769 tỷ đồng LNST (-39% yoy) tương ứng với EPS là 2.204 VND/CP với những giả định chính như sau:

- Sản lượng điện thương phẩm là 5.756 triệu kWh (+4,5% yoy), trong đó sản lượng Qc được giao là 5.124 triệu kWh (+21% yoy).
- Đơn giá theo hợp đồng PPA của PL1 là 1.567 VND/kWh và PL2 là 1.368 VND/kWh. Giá bán bình quân trên thị trường phát điện cạnh tranh là 1.099 VND/kWh
- Thu từ chênh lệch tỷ giá so với phương án giá điện là 100 tỷ đồng. Đây là năm cuối cùng PPC nhận được khoản thu từ chênh lệch tỷ giá so với phương án giá điện.
- Chi phí sửa chữa lớn là 300 tỷ đồng và chi phí bảo trì là 179 tỷ đồng.
- Doanh thu hoạt động tài chính đạt 296 tỷ đồng (-4,5% yoy) do giảm lãi tiền gửi và lãi từ các khoản phải thu từ cho vay.

Định giá và quan điểm đầu tư.

PPC là doanh nghiệp phát điện đã hết khấu hao và trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao. Trong vài năm gần đây PPC được hưởng lợi nhờ giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh cao do tình hình thủy văn không thuận lợi cũng như nguồn cung điện tăng trưởng chậm so với nhu cầu. Tuy nhiên, tình hình thủy văn nhiều khả năng sẽ quay trở lại thuận lợi cho thủy điện trong vài năm tới cũng như nguồn năng lượng tái tạo đang tăng nhanh làm cho giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh suy giảm. Cùng với đó, PPC cũng sẽ thực hiện đầy đủ sửa chữa lớn làm cho chi phí này không còn ở mức thấp như vài năm qua. Điều này làm cho lợi nhuận PPC sẽ không duy trì được mức cao như vài năm gần đây. Bên cạnh đó mức giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 23.200 đồng, xấp xỉ với mức giá đang giao dịch của PPC hiện tại. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PPC với mức giá mục tiêu là 23.200 VND/CP (tiềm năng tăng trưởng 0,87% so với mức giá đóng cửa ngày 29/07/2020 là 23.000 đồng/CP).

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần	6,236	7,117	8,183	8,211
Giá vốn	5,445	5,970	6,905	7,462
Lợi nhuận gộp	791	1,147	1,278	749
Doanh thu tài chính	412	249	310	296
Chi phí tài chính	(120)	115	15	(11)
Lợi nhuận sau thuế	854	1,122	1,261	769

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020F
Tiền & khoản tương đương tiền	759	1,323	1,301	1,883
Các khoản phải thu ngắn hạn	1,322	1,657	2,045	1,732
Hàng tồn kho	552	237	657	754
Tài sản cố định hữu hình	303	285	274	264
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,451	1,451	1,451	1,451
Tổng tài sản	7,548	6,975	7,256	7,613
Nợ ngắn hạn	444	530	127	101
Nợ dài hạn	507	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	5,477	5,650	5,965	6,023
Tổng nguồn vốn	7,548	6,975	7,256	7,613

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	4.33%	14.13%	14.98%	0.34%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	55.68%	31.43%	12.33%	-39.04%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	12.68%	16.12%	15.62%	9.13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13.69%	15.77%	15.41%	9.36%
ROA (%)	9.42%	15.46%	17.72%	10.34%
ROE (%)	16.06%	20.18%	21.71%	12.82%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	12.59%	7.60%	1.74%	1.33%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	17.35%	9.39%	2.12%	1.68%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2,509	3,424	3,705	2,204
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17,250	17,795	18,279	18,458

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, 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 Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Điện

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@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:

- 72 Trần Hưng Đạo, 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