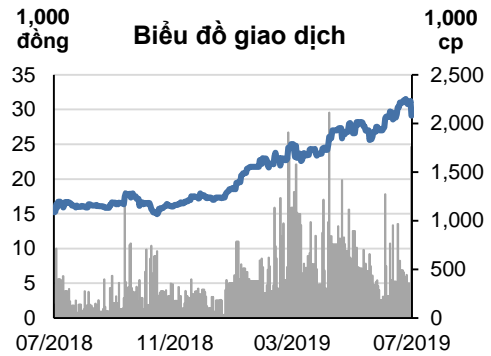


**PPC (HOSE) Bất ngờ nổi tiếp bất ngờ**

**Điện Hoàn nhập dự phòng trong 2Q2019**

**Giá thị trường (VND) 29,100**



Trong 2Q2019, doanh thu PPC tăng nhẹ lên 2,241 tỷ đồng (+1.2% n/n) do giá bán điện bình quân tăng 5.7% n/n lên 1,496 đồng/kWh mặc dù sản lượng điện thương phẩm giảm 4.5% n/n xuống còn 1.52 tỷ kWh.

Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của PPC lại giảm đáng kể do giá than bất ngờ tăng cao. Trong 2Q2019, chi phí than (chiếm hơn 85% giá vốn hàng bán) trên mỗi đơn vị sản lượng đã tăng 10.6% lên gần 1,125 đồng/kWh so với mức trung bình 1,017 đồng/kWh trong 1Q2019. Do đó, lợi nhuận gộp 2Q2019 giảm xuống còn 266.8 tỷ đồng (-7.5% n/n).

Hơn nữa, trong 2Q2018, PPC đã thực hiện hoàn nhập dự phòng là 230 tỷ đồng do hoàn nhập từ việc định giá lại các khoản đầu tư dài hạn. Trong 2Q2019, PPC cũng ghi nhận một khoản hoàn nhập tương tự nhưng với số tiền chỉ bằng một nửa so với cùng kỳ, thực tế đây là khoản hoàn nhập 123 tỷ đồng dự phòng trong 1Q2019. Chúng tôi cho rằng hầu hết các khoản dự phòng chủ yếu đến từ việc nắm giữ 73.6 triệu cổ phiếu QTP.

Kết quả là LNST 2Q2019 đã giảm 35% n/n xuống còn 341 tỷ đồng. Nhìn chung, trong 6T2019, doanh thu thuần của PPC là 3,950 tỷ đồng (-1.7% n/n) trong khi lợi nhuận sau thuế là 584 tỷ đồng (-18% n/n).

**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

|           | YTD | 1T | 3T  | 12T |
|-----------|-----|----|-----|-----|
| Tuyệt đối | 68% | 8% | 19% | 90% |
| Tương đối | 57% | 5% | 17% | 82% |

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Bất ngờ giá than**

Từ đầu năm nay, TKV (Tập đoàn công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam) đã đảm bảo nguồn cung than nguyên liệu cho PPC. Năm 2019, TKV có thể sẽ phải nhập khẩu than (phần lớn là từ Indonesia, Úc và Nga) song song với việc mua than trong nước theo tỷ lệ 30:70. PPC dự kiến giá than sẽ tăng lên tới 1,721 đồng/kg (bao gồm 15 đồng phí vận chuyển), tương đương với khoảng 1,035 đồng/kWh sản lượng. Tuy nhiên, với chi phí đơn vị trung bình là 1,125 đồng/kWh, cao hơn kế hoạch 8.6%, giá than là một yếu tố bất ngờ trong 2Q2019 và có thể ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh cả năm của PPC.

**Thống kê 17/07/2019**

|                        |             |
|------------------------|-------------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 14.9k-31.5k |
| SL lưu hành (triệu cp) | 321         |
| Vốn hóa (tỷ đồng)      | 9,330       |
| Vốn hóa (triệu USD)    | 402         |
| % khối ngoại sở hữu    | 15.1%       |
| SL cp tự do (triệu cp) | 79.0        |
| KLGD TB 3 tháng (cp)   | 627,655     |
| VND/USD                | 23,201      |
| Index: VNIndex / HNX   | 982/106     |

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu 17/07/2019**

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| GENCO2                    | 51%   |
| REE                       | 24.1% |
| Samarang Asian Prosperity | 9.1%  |
| Cổ đông khác              | 15.7% |

Nguồn: Fiinpro

| Tỷ đồng                          | 2Q2019       | % n/n        | 6T2019       | % n/n      |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| SL điện thương phẩm (triệu kWh)  | 1,519        | -4.5%        | 2,640        | -8.7%      |
| ASP (VND/kWh)                    | 1,474        | +5.7%        | 1,496        | +7.7%      |
| Giá than đầu vào (VND/kWh)       | 1,125        | 10.5%        | 1,071        | 5.2%       |
| <b>Doanh thu thuần</b>           | <b>2,240</b> | <b>1.17%</b> | <b>3,950</b> | <b>-2%</b> |
| Lợi nhuận gộp                    | 267          | -23%         | 597          | -3%        |
| EBIT                             | 424          | -34%         | 710          | -19%       |
| Chi phí lãi vay                  | 5.3          | -29%         | 7.4          | -46%       |
| Lợi nhuận trước thuế             | 420          | -35%         | 707          | -20%       |
| Lợi nhuận sau thuế               | 341          | -35%         | 584          | -18%       |
| <i>Biên lãi gộp</i>              | <i>12%</i>   |              | <i>15%</i>   |            |
| <i>Biên EBIT</i>                 | <i>19%</i>   |              | <i>18%</i>   |            |
| <i>Biên lợi nhuận trước thuế</i> | <i>18%</i>   |              | <i>17%</i>   |            |
| <i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>   | <i>15%</i>   |              | <i>15%</i>   |            |

**Vũ Ngọc Hồng Hạnh**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469

hanh.vn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH              |              |              |              |              |              |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Đơn vị: Tỷ đồng                | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        |
| <b>Doanh thu thuần</b>         | <b>5,977</b> | <b>6,236</b> | <b>7,117</b> | <b>7,725</b> | <b>7,100</b> |
| <i>Tăng trưởng (%)</i>         | -22%         | 4%           | 14%          | 9%           | -8%          |
| <b>GVHB</b>                    | <b>5,474</b> | <b>5,445</b> | <b>5,936</b> | <b>6,460</b> | <b>6,127</b> |
| <i>Biên LN gộp (%)</i>         | 8%           | 13%          | 17%          | 16%          | 14%          |
| Chi phí BH & QLDN              | 108          | 81           | 81           | 84           | 87           |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>468</b>   | <b>747</b>   | <b>1,134</b> | <b>1,215</b> | <b>920</b>   |
| <i>Biên lợi nhuận (%)</i>      | 8%           | 12%          | 16%          | 16%          | 13%          |
| Khấu hao                       | 72           | 37           | 35           | 34           | 34           |
| <b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>       | <b>396</b>   | <b>710</b>   | <b>1,099</b> | <b>1,181</b> | <b>886</b>   |
| <i>Biên LN HĐKD (%)</i>        | 7%           | 11%          | 15%          | 15%          | 12%          |
| Chi phí lãi vay ròng           | -272         | -216         | -158         | -134         | -97          |
| <i>% so với nợ ròng</i>        | 17%          | 14%          | 9%           | 8%           | 7%           |
| Khả năng trả lãi vay (x)       | -1.456       | -3.283       | -6.947       | -8.825       | -9.172       |
| Lãi/lỗ khác                    | -52          | 77           | 191          | -45          | -            |
| <i>Trong đó: Hoàn nhập</i>     | 87           | 92           | 179          | -45          | -            |
| Thuế                           | 62           | 149          | 293          | 254          | 197          |
| <i>Thuế suất hiệu dụng (%)</i> | 10%          | 15%          | 20%          | 20%          | 20%          |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>          | <b>554</b>   | <b>854</b>   | <b>1,155</b> | <b>1,016</b> | <b>786</b>   |
| <i>Biên lợi nhuận (%)</i>      | 9%           | 14%          | 16%          | 13%          | 11%          |
| Lợi ích CĐ thiếu số            | 6            | -            | -            | -            | -            |
| <b>LN cho công ty mẹ</b>       | <b>549</b>   | <b>854</b>   | <b>1,155</b> | <b>1,016</b> | <b>786</b>   |
| Số lượng CP (triệu)            | 326          | 326          | 326          | 326          | 326          |
| <b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>    | <b>1,711</b> | <b>2,663</b> | <b>3,603</b> | <b>3,168</b> | <b>2,452</b> |
| <i>Tăng EPS (%)</i>            | -2%          | 56%          | 35%          | -12%         | -23%         |
| Cổ tức (VND)                   | 2,000        | 3,000        | 2,800        | 4,000        | 4,000        |

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

$Lãi/lỗ\ khác\ gồm\ lãi/lỗ\ hoạt\ động\ tài\ chính,\ lãi\ lỗ\ từ\ LDLK\ và\ lãi/lỗ\ khác$

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

| CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng) | 2016          | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Thay đổi vốn lưu động       | -111          | -293          | 363           | 50            | -95           |
| Capex                       | 83            | 18            | 348           | -             | -             |
| Dòng tiền khác              | 238           | -97           | -453          | -125          | -             |
| <b>Dòng tiền tự do</b>      | <b>415</b>    | <b>1,263</b>  | <b>932</b>    | <b>1,125</b>  | <b>915</b>    |
| Phát hành cổ phiếu          | -             | -             | -             | -             | -             |
| Cổ tức                      | 799           | 1,020         | 898           | 1,305         | 1,305         |
| Thay đổi nợ ròng            | 383           | -242          | -34           | 180           | 390           |
| <b>Nợ ròng cuối năm</b>     | <b>-1,450</b> | <b>-1,692</b> | <b>-1,726</b> | <b>-1,546</b> | <b>-1,156</b> |
| Giá trị doanh nghiệp        | 8,375         | 8,095         | 8,061         | 8,241         | 8,631         |
| <b>Tổng VCSH</b>            | <b>5,194</b>  | <b>5,477</b>  | <b>5,683</b>  | <b>5,394</b>  | <b>4,875</b>  |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | 38            | -             | -             | -             | -             |
| <b>VCSH</b>                 | <b>5,156</b>  | <b>5,477</b>  | <b>5,683</b>  | <b>5,394</b>  | <b>4,875</b>  |
| Giá trị sổ sách/cp (VND)    | 16,204        | 17,082        | 17,724        | 16,822        | 15,204        |
| <i>Nợ ròng / VCSH (%)</i>   | -28%          | -31%          | -30%          | -29%          | -24%          |
| <i>Nợ ròng / EBITDA (x)</i> | -3.1          | -2.3          | -1.5          | -1.3          | -1.0          |
| <b>Tổng tài sản</b>         | <b>10,588</b> | <b>7,548</b>  | <b>6,975</b>  | <b>6,865</b>  | <b>6,737</b>  |

$Nợ\ ròng = Nợ - tiền\ và\ tương\ đương\ tiền$

| CHỈ SỐ VÀ ĐỊNH GIÁ                                | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---|------|------|------|-------|-------|
| ROE (%)<br><i>(không gồm lợi ích CĐ thiếu số)</i> | 10%  | 16%  | 21%  | 18%   | 15%   |
| ROA (%)   | 5%   | 11%  | 17%  | 15%   | 12%   |
| ROIC (%)  | 9%   | 18%  | 27%  | 23%   | 19%   |
| WACC (%)  | 15%  | 15%  | 15%  | 15%   | 15%   |
| PER (x)   | 17.5 | 11.3 | 8.3  | 9.5   | 12.2  |
| PBR (x)   | 1.9  | 1.8  | 1.7  | 1.8   | 2.0   |
| PSR (x)   | 1.6  | 1.6  | 1.4  | 1.3   | 1.4   |
| EV/EBITDA (x)                                     | 17.9 | 10.8 | 7.1  | 6.8   | 9.4   |
| EV/Sales (x)                                      | 1.4  | 1.3  | 1.1  | 1.1   | 1.2   |
| Suất sinh lợi cổ tức<br><i>(hiệu chỉnh, %)</i>    | 7%   | 10%  | 9%   | 13%   | 13%   |

## Liên hệ

### Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

### Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

#### Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

**KIS** có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.