

NGÀNH ĐIỆN VÀ CÁC CỔ PHIẾU THUỘC NGÀNH NIÊM YẾT TRÊN SÀN

	Trang
Tổng quan ngành điện.....	3
Phân tích 5 nhân tố Porter đến ngành.....	4
Đánh giá chỉ tiêu tài chính.....	6
Định giá.....	9
Phụ lục.....	10

MỘT SỐ ĐIỂM NỔI BẬT

- Điện là ngành độc quyền tại Việt Nam và chịu sự chi phối của EVN nên việc triển khai thị trường phát triển điện cạnh tranh theo định hướng của chính phủ vẫn còn chậm.

- Nguyên vật liệu sản xuất đầu vào chủ yếu đến từ các công ty trong nước nên không chịu ảnh hưởng tác động của tỷ giá tới chi phí đầu vào cộng thêm các công ty có chủ trương áp đặt mức lợi nhuận tại các nhà máy điện với ROE khoảng 8%/năm cũng là lý do làm cho doanh thu và lợi nhuận của mỗi công ty hàng năm ổn định và ít biến động.

- Dựa trên đặc điểm kinh doanh, các công ty thuộc ngành được phân làm ba nhóm gồm hai nhóm sản xuất là thủy điện và nhiệt điện, một nhóm phân phối điện. Trong khi khả năng áp đặt giá của công ty sản xuất lên nhà cung cấp và khách hàng thấp thì khả năng áp đặt giá của các công ty phân phối điện lên khách hàng cao hơn. Ngoài ra, một số nhà máy hoạt động lâu đời và đã khấu hao hết tài sản cũng làm giảm khả năng đàm phán tăng giá bán điện cho EVN như TBC, VSH.

- Trong các công ty niêm yết trên sàn, nhóm cổ phiếu nhiệt điện có tính ổn định nhất và khả năng sinh lời cao nhất xét trên phương diện phân tích tình hình tài chính.

- EPS cuối năm 2010 của các công ty điện đều giảm xuống do tác động của chính sách pha loãng cổ phần khi hầu hết đều tăng vốn bằng phát hành thêm cổ phiếu và niêm yết bổ sung số cổ phiếu đó lên sàn, từ đó làm giảm sức hấp dẫn của các cổ phiếu ngành điện.

- Các cổ phiếu nhà đầu tư nên quan tâm, xét theo các chỉ tiêu cơ bản tốt, gồm: cổ phiếu nhiệt điện và một số cổ phiếu khác như KHP, VSH, SEB, HJS.

TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN

Ngành điện vẫn còn mang tính độc quyền cao với tốc độ tăng trưởng hàng năm đạt 17-20% nhưng vẫn chỉ đáp ứng được 90% nhu cầu tiêu dùng điện. Cơ cấu nguồn cung cấp điện dần có sự chuyển dịch theo định hướng phát triển và quy hoạch điện VI của chính phủ

Ngành điện là một trong những ngành kinh tế trọng điểm của đất nước và được coi là một ngành có tính độc quyền cao khi tập đoàn điện lực Việt Nam—EVN vừa là người mua vừa là người bán điện cho người tiêu dùng. Tốc độ phát triển của ngành luôn cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP khoảng 2 lần. Dự báo nhu cầu tiêu thụ điện sẽ còn tăng cao, cung vẫn không đáp ứng đủ cầu nên hàng năm EVN chỉ cung cấp được khoảng gần 90% nhu cầu, còn lại 10% phải nhập khẩu điện từ Trung Quốc. Tốc độ tăng trưởng của ngành dự báo đến năm 2025 sẽ vào khoảng 17 – 20%. Hiện tại, nguồn cung điện chủ yếu đến từ thủy điện và nhiệt điện (chạy than, khí-dầu) tại các đơn vị thành viên của tập đoàn điện lực Việt Nam EVN và EVN là đầu mối thu mua và phân phối điện sinh hoạt duy nhất cho người dân. Giá bán điện của Việt Nam đang ở mức rẻ so với thế giới, khoảng 5.3 cent/kWh trong khi giá bán trên thế giới dao động 7—9 cent/kWh. Chính việc giữ giá điện khá thấp khiến nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh, tình trạng thiếu điện hàng năm luôn xảy ra, đặc biệt trong nửa đầu năm 2010.

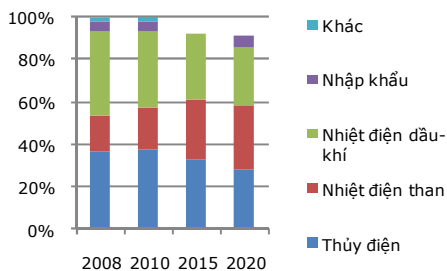
Giữa các công ty sản xuất điện không có tính cạnh tranh cao vì cầu về điện vượt quá cung về điện rất nhiều. Hầu hết các công ty trong ngành đều chịu sự quản lý và điều tiết của EVN, đặc biệt về mặt sản lượng điện sản xuất hàng năm. Tùy theo tình hình thời tiết thực tế và tình trạng khan hiếm điện mà EVN sẽ phân bổ nguồn sản lượng điện sẽ đến từ đâu và đưa ra các định mức lợi nhuận cụ thể (ROE=8%)? Do đó, lợi nhuận của các công ty trong ngành khá ổn định, không có nhiều đột biến qua các năm.

Cũng trong năm 2010, giá các loại than bán cho công ty sản xuất điện tăng từ 28%-47% sẽ khiến doanh thu các công ty nhiệt điện giảm xuống khi chi phí đầu vào tăng thêm mà chưa có sự điều chỉnh giá bán đầu ra, hoặc sự điều chỉnh tăng thêm của giá bán không bằng sự tăng thêm của chi phí đầu vào. Đối với các công ty đang đàm phán lại hợp đồng mua bán điện mới với EVN như TBC, VSH, PPC thì việc tăng giá bán lẻ điện thêm 6.8% sẽ làm khả năng đàm phán tăng giá của các công ty lên EVN. Tuy nhiên, khả năng thành công vẫn còn vướng phải một số vướng mắc khi các nhà máy điện đã khấu hao hết, không còn là vật đảm bảo cho năng lực sản xuất điện của các công ty, cùng với đó là các dự án đầu tư vẫn đang trong quá trình thực hiện cũng không phải là một yếu tố tốt để EVN cân nhắc việc tăng giá mua điện với các công ty trên. Vì việc tăng giá bán không chỉ phụ thuộc vào giá bán lẻ điện có tăng hay không, mà phụ thuộc vào chủ yếu các thông số kỹ thuật của nhà máy đang vận hành, cũng như cơ hội đầu tư vào các IPP có khả thi hay không? Đó mới là cơ sở chính để các công ty sản xuất điện đề xuất mức giá bán mới cho EVN và chờ EVN xem xét, phê duyệt và đàm phán.

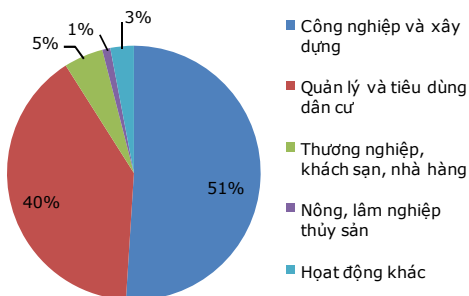
Ngành điện đã có sự chuyển dịch cơ cấu rõ rệt theo định hướng phát triển và quy hoạch điện VI của Chính Phủ. Tỷ trọng đóng góp của thủy điện dần giảm xuống, tỷ trọng của nhiệt điện than, khí – dầu có chiều hướng tăng lên. Dự kiến năm 2010, cơ cấu nguồn cung điện sẽ được phân bổ với 37.1% là thủy điện, 35.8% là nhiệt điện dầu, 20.6% là nhiệt điện than, 4.7% là nhập khẩu và 1.9% dành cho năng lượng tái tạo. Theo định hướng này, Việt Nam đang hình thành và triển khai cấp độ 1 thị trường điện cạnh tranh trong quá trình phát triển ngành điện. Song việc thực thi vẫn còn rất nhiều vướng mắc, tiến độ triển khai chậm, gặp nhiều khó khăn từ phía EVN do mâu thuẫn giữa EVN và các công ty bán điện ngoài EVN ngày một tăng về lợi ích kinh tế.

Hiện nay, điện thương phẩm ở nước ta thấp hơn điện sản xuất khoảng 13%, trong đó có 10% là do thất thoát trong truyền tải và 3% do điện tự dùng ở nhà máy. Sản lượng điện thương phẩm vẫn phân bổ chủ yếu cho ngành công nghiệp và xây dựng 51%, quản lý tiêu dùng và dân cư 40%. Sản lượng điện sản xuất và tiêu thụ điện thương phẩm năm sau cao hơn năm trước. Trong năm 2009, EVN đã và đang đầu tư 40 dự án nguồn điện với tổng công suất 27,654 MW trong đó có 19 dự án đang trong giai đoạn thi công. Dự kiến sẽ có 14 nhà máy điện được đưa vào vận hành với tổng công suất lắp đặt là 3,335MW trong năm 2010.

Cơ cấu chuyển dịch trong ngành điện



Phân phối điện thương phẩm



Nguồn: TVSI tổng hợp

MÔ HÌNH 5 NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI NGÀNH

Dựa theo đặc điểm hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành, chúng tôi phân chia các công ty niêm yết trên sàn thành 3 nhóm chính như sau (xem thêm phụ lục 1):

Nhóm 1—nhóm thủy điện: Các công ty sản xuất thủy điện gồm 11 công ty niêm yết.

Nhóm 2—nhóm nhiệt điện: Công ty sản xuất nhiệt điện gồm 3 công ty BTP, NBP và PPC

Nhóm 3—nhóm phân phối điện: Công ty phân phối điện gồm có 2 công ty KHP và UIC

Từ phía nhà cung cấp:

Quyền lực áp đặt giá của nhà cung cấp lên các công ty nhiệt điện và phân phối điện khá cao trong khi nguồn cung cấp đầu vào chính của công ty thủy điện lại phụ thuộc vào tình hình điều kiện thời tiết khách quan của từng năm.

Công ty sản xuất điện ở Việt Nam đến chủ yếu từ 2 nguồn nhiệt điện và thủy điện, đều là những nguồn tài nguyên hữu hạn, không tái tạo được. Các chi phí về nhân công, quản lý vẫn nằm trong tầm kiểm soát, không ảnh hưởng nhiều đến chi phí giá vốn của các công ty nên các nguồn nguyên liệu đầu vào chính sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của công ty. Đối với các công ty thủy điện, lượng nước cung cấp đổ về các hồ chứa sẽ phụ thuộc vào các yếu tố thời tiết khách quan, không tác động đến chi phí nhưng sẽ làm ảnh hưởng tới sản lượng điện sản xuất hàng năm.

Đối với các công ty nhiệt điện trên sàn sẽ chịu nhiều áp lực từ phía nhà cung cấp là các thành viên trong tập đoàn Than—Khoáng sản Việt Nam TKV. Nguyên nhân có thể kể đến là: (1) TKV là đơn vị duy nhất được phép khai thác than ở Việt Nam, trữ lượng than lại đang dần cạn kiệt, tương lai sẽ phải nhập khẩu than từ năm 2012, nguồn cung hạn chế; (2) giá than nhập khẩu cao hơn giá than TKV bán cho các công ty nhiệt điện khoảng 50%, các công ty nhiệt điện sẽ khó có khả năng tìm nhà cung cấp mới có chi phí rẻ hơn. Do đó, khả năng áp đặt giá của nhà cung cấp lên các công ty nhiệt điện là rất lớn. Và thực tế, TKV đã điều chỉnh giá bán than cho các công ty sản xuất điện từ đầu tháng 3/2010 lên 28 – 47% khiến chi phí giá vốn của các công ty này tăng thêm khoảng 22.4—37.6%.

Các công ty phân phối điện mua điện từ Tập đoàn điện lực Việt Nam—EVN, đơn vị mua bán điện duy nhất trên thị trường, nên cũng chịu áp lực đặt giá bán từ phía EVN.

Áp lực từ phía khách hàng

Khách hàng của các công ty sản xuất điện là EVN, vừa đại diện là người mua, vừa đại diện là người bán điện duy nhất trên thị trường và có khả năng áp đặt giá đối với các công ty phát điện cao do:

Đối với các công ty thuộc nhóm sản xuất trên sàn không có khả năng áp đặt giá lên EVN vì chỉ có EVN là đại diện duy nhất trên thị trường mua điện từ các công ty phát điện này. Còn các công ty thuộc nhóm phân phối có khả năng áp đặt giá lên khách hàng của mình.

Theo cơ chế hoạt động trên thị trường điện Việt Nam, các công ty sản xuất điện chỉ được phép bán điện cho EVN trừ một số công ty có giấy phép kinh doanh trong lĩnh vực phân phối điện và bán lẻ điện cho người tiêu dùng. Các công ty muốn nâng giá điện phải có công văn, kế hoạch cụ thể cho việc đàm phán trình lên EVN thông qua thì mới có thể tiếp tục đàm phán giá bán điện mới với EVN. Vì vai trò của EVN là bình ổn giá điện trên thị trường cũng với tư cách là một tổ chức kinh tế kinh doanh có lợi nhuận nên EVN gần như có quyền áp đặt giá lên các công ty sản xuất. Chính điều này đang là vấn đề nan giải đối với ngành điện vì thực tế EVN không thể vừa giữ vai trò điều hành, vừa là một tổ chức kinh doanh được. Vì như thế, sẽ gây khó khăn rất nhiều cho không chỉ công ty sản xuất và kinh doanh điện nói riêng và sự phát triển của ngành điện Việt Nam nói chung.

Riêng với các công ty phân phối điện, khách hàng là những người tiêu dùng cuối cùng nên khả năng áp đặt giá của các công ty này lên khách hàng cao nhưng vẫn phải nằm trong khung điều chỉnh giá của nhà nước. Trong 2 công ty KHP và UIC, khách hàng chủ yếu của KHP là người tiêu dùng trên địa bàn hoạt động của mình và các tỉnh phụ cận. Còn UIC thì phân phối điện cho các nhà máy trong KCN Nhơn Trạch 1, 2, 3 và 5. Việc

MÔ HÌNH 5 NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG TỚI NGÀNH

chính phủ tăng giá bán lẻ điện thêm 6.8% từ hồi tháng 3/2010 tác động tích cực lên doanh thu và lợi nhuận của các công ty phân phối điện. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận thay đổi ít hay nhiều phụ thuộc vào mức giá mua điện từ EVN và giá bán lẻ điện trên thị trường.

Cạnh tranh nội bộ ngành

Hiện nay số lượng các công ty hoạt động trong ngành điện vẫn còn khiêm tốn và chưa đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ điện khi mà cầu về điện tăng trưởng hàng năm cao, ở mức 17—20% (cầu lớn hơn cung). Vì thế, nhiều dự án công trình xây dựng nhà máy thủy điện, nhiệt điện đã và đang được thực hiện nhằm mục tiêu cung đáp ứng đủ cầu trong thời gian tới. Áp lực cạnh tranh từ phía các đối thủ hiện tại là không có, các công ty cạnh tranh nhau vẫn dựa trên sản lượng và giá. Song cả 2 vấn đề này đều chịu sự kiểm soát của EVN thông qua hợp đồng mua bán điện.

Áp lực từ công ty mới gia nhập ngành

Để tham gia vào ngành điện, các công ty mới đòi hỏi phải có một nguồn vốn đầu tư lớn, tiềm lực tài chính mạnh, vị trí địa lý cũng như nguồn nguyên liệu đáp ứng được các đòi hỏi khắt khe của ngành điện. Các thủ tục, hành lang pháp lý gia nhập ngành vẫn còn là 1 rào cản đối với các công ty muốn tham gia vào hoạt động trong lĩnh vực này. Việc các doanh nghiệp ngành thép đang đầu tư tràn lan, không có quy hoạch cộng việc các doanh nghiệp ngành thép chỉ sử dụng khoảng 50% công suất thiết kế nhưng tiêu hao nhiều năng lượng, gây thất thoát, lãng phí nguồn điện khiến EVN kiến nghị các doanh nghiệp sản xuất thép nên tự mình xây dựng nguồn điện để dùng cho hoạt động sản xuất. Nếu điều này được chấp nhận thì trên phương diện là 1 nhà máy phát điện, các doanh nghiệp ngành thép sẽ bán số điện dư thừa cho EVN, từ đó làm tăng khả năng cạnh tranh lên đối thủ tiềm ẩn ngành điện.

Áp lực từ sản phẩm thay thế

Xét trên khía cạnh điện là sản phẩm cuối cùng thì không có sản phẩm nào có thể thay thế. Nhưng xét trên khía cạnh là những công ty cung cấp điện, các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh điện sẽ phải đối mặt với các công ty chuyên sản xuất máy phát điện khi tham gia vào ngành. Mặc dù vẫn còn rất nhiều rào cản mang tính pháp lý, cũng như chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao hay phải nhập khẩu các thiết bị để tạo nên sản phẩm máy phát điện. **Song khả năng các công ty hiện tại phải đối mặt với sự cạnh tranh của sản phẩm thay thế là khá cao trong tương lai.**

Không có áp lực cạnh tranh từ các công ty hiện tại, cầu tăng cao sẽ là nguy cơ khiến nhiều công ty muốn gia nhập vào ngành song rào cản lớn khiến điều này khó xảy ra

Máy phát điện sẽ phát triển mạnh trong tương lai khi nhu cầu sử dụng điện ngày càng cao mà cung vẫn không đáp ứng được cầu.

PHÂN TÍCH CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Xét trên khía cạnh khả năng thanh toán, chúng tôi nhận thấy các công ty thuộc nhóm 2 là có khả năng thanh toán nợ ngắn hạn tốt nhất và ổn định nhất, sau đó đến nhóm 3 và nhóm 1.

Khả năng thanh toán giữa các công ty thuộc nhóm thủy điện chênh lệch khá lớn do chính sách cơ cấu nợ cũng như chính sách quản lý hàng tồn kho và khoản phải thu của từng công ty là khác nhau. Theo đó, VSH và TBC là các công ty có khả năng thanh toán tốt nhất trong nhóm thủy điện khi các chỉ tiêu này có xu hướng ổn định. Đầu tư tài chính ngắn hạn trong VSH chiếm tỷ trọng trên 50% trong cơ cấu tài sản ngắn hạn. Điều này cũng không thực sự tốt cho công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất điện, tiềm ẩn rủi ro về hiệu quả sử dụng vốn, đây cũng là lý do khiến cho khả năng thanh toán của VSH cao ở mức 18.4 lần.

HJS và SJD là hai công ty gặp rủi ro thanh toán cao nhất khi các chỉ tiêu đều phản ánh khả năng thanh toán nợ ở mức thấp. Nguyên nhân là do công ty phải trả những khoản nợ dài hạn đến hạn trả lên tới hơn 124.66 tỷ đồng đối với HJS và 243 tỷ đồng đối với SJD.

Nhóm cổ phiếu nhiệt điện thì các chỉ tiêu phản ánh khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn của các công ty thuộc nhóm này ở mức cao. Nguyên nhân là do lượng hàng tồn kho và khoản phải thu nhiều. Đây cũng có thể coi là một đặc điểm của nhóm cổ phiếu nhiệt điện vì nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu là than, dầu khí có giá biến động khá lớn, phụ thuộc vào diễn biến giá của nguyên liệu trên thế giới (đối với nhiên liệu dầu và khí) và chủ trương của nhà nước (đối với nguyên liệu than) khi trữ lượng than của nước ta đang dần cạn kiệt. Đây chỉ phí hàng năm có thể tăng theo. Vì thế các công ty thường sẽ dự trữ 1 lượng hàng tồn kho lớn nhằm đảm bảo đáp ứng được tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của từng công ty. Trong số 3 cổ phiếu thuộc nhóm này, thì PPC có khả năng trả các khoản nợ dưới 1 năm tốt nhất kể cả bằng tiền mặt, rồi tới BTP và NBP.

Nếu so sánh giữa 2 công ty KHP và UIC với nhau thì UIC không đáp ứng kịp thời các khoản nợ yêu cầu thanh toán nhanh hoặc thanh toán bằng tiền tốt bằng KHP. Nguyên nhân là do lượng hàng tồn kho chiếm tới 48.73% trong khi lượng tiền mặt chỉ chiếm 6.3% trong cơ cấu tài sản ngắn hạn. Đối với một công ty phân phối điện như UIC, lượng hàng tồn kho nhiều nhằm đáp ứng chiến lược kinh doanh khi hợp đồng mua bán khí với PVGas sẽ hết hiệu lực trong 2010, cộng thêm giá khí cũng có xu hướng tăng trong thời gian tới, nhằm đảm bảo giảm thiểu chi phí sản xuất.

Xét trên khía cạnh đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản giữa các nhóm trong ngành điện, nhóm 2 của các công ty nhiệt điện vẫn là nhóm có hiệu suất sử dụng tài sản cao nhất rồi đến nhóm 3 và nhóm 1.

Nhóm 1 vẫn là nhóm biến động nhất, nhóm 2 giữ vững tính ổn định, hiệu suất sử dụng tài sản cao, chính sách quản lý hàng tồn kho và khoản phải thu tốt, nợ sử dụng ở mức hợp lý. Nhóm 3 có sự chênh lệch lớn trong việc dùng tiền mặt tạo ra doanh thu, vòng quay hàng tồn kho. UIC có khuynh hướng kinh doanh trong lĩnh vực BĐS, máy móc nhà xưởng đất đai cũng được đầu tư kỹ lưỡng hơn KHP nên hiệu suất sử dụng TSCĐ của UIC tốt hơn KHP. Chính sách quản lý khoản phải thu của KHP, UIC khá tốt, gần như các khoản nợ trả chậm của khách hàng đều thu hồi nhanh.

Mặt khác, hầu hết các nhà máy thủy điện được thành lập từ rất lâu, khoảng trên dưới 20 năm nên hiệu suất sử dụng tài sản của các công ty là rất thấp. Vòng quay tổng tài sản của nhóm thủy điện đều là dưới 1. Khả năng tạo ra doanh thu từ tiền mặt cũng ở mức thấp khi tỷ lệ nắm giữ tiền mặt tại công ty không nhiều. Đây cũng là lý do khiến cho khả năng thanh toán nợ bằng tiền mặt của các công ty thủy điện không cao, trừ tiền mặt tại TBC chiếm trên 50% tài sản ngắn hạn, tương đương 136.76 tỷ đồng tại thời điểm 30/6/2010.

Khả năng thanh toán của các công ty nhóm thủy điện biến động rất lớn và không có tính ổn định cao như các công ty thuộc nhóm nhiệt điện và phân phối điện thương phẩm.

PHÂN TÍCH CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Vòng quay hàng tồn kho ở mức trung bình 4-8 lần, tuy nhiên vòng quay hàng tồn kho của TIC rất lớn cho thấy hiệu quả hoạt động của công ty khá tốt, sản lượng điện sản xuất đến đầu tiêu thụ hết đến đó. Hoạt động kinh doanh của công ty khá linh hoạt từ khâu sản xuất đến tiêu thụ và phân phối sản phẩm. Điều này có được cũng nhờ máy móc thiết bị của TIC được nhập từ các nước tiên tiến. Song điều này cũng phản ánh khó khăn tiềm ẩn cho công ty trong những kỳ hoạt động sau khi không có đủ nguyên liệu để sản xuất sản phẩm. Tiếp theo đó VSH, HJS, TMP cũng là những công ty có năng lực tiêu thụ sản phẩm tốt, chính sách quản lý hàng tồn kho vẫn đang ở mức hợp lý.

Đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản giữa các nhóm trong ngành điện thì nhóm 2 của các công ty nhiệt điện vẫn là nhóm có hiệu suất sử dụng tài sản cao nhất rồi đến nhóm 3 và nhóm 1.

Tỷ lệ nợ phải trả/doanh thu của VSH, TBC ở mức thấp đảm bảo cho những công ty này không gặp rủi ro về việc thanh toán nợ, nhưng cũng phản ánh việc sử dụng nợ tại các công ty này chưa hiệu quả, hay chính sách của công ty dựa trên NVCSH đầu tư là chủ yếu.

Giống như nhóm thủy điện, tỷ lệ tiền mặt/doanh thu của nhóm nhiệt điện đều ở mức thấp. Hiệu suất sử dụng tài sản giữa các công ty thuộc nhóm này ổn định hơn so với nhóm thủy điện, không có sự phân hóa quá rõ ràng trong việc sử dụng tài sản. NBP là công ty mới thành lập, máy móc thiết bị tiên tiến, hiện đại, giá trị sử dụng cao nên hiệu quả sử dụng tổng tài sản và tài sản cố định đều ở mức cao. Trong khi PPC đã khấu hao hết tài sản cố định và mặc dù thực tế vẫn còn được duy trì để sản xuất nhưng nó cũng phản ánh vì sao vòng quay TTS và TSCĐ của PPC chỉ ở mức 0.19 và 0.57 lần, thấp hơn nhiều so với NBP là 1.22 và 8.79 lần.

Nhóm nhiệt điện và phân phối điện có cơ cấu vốn hợp lý, nợ phải trả thường chiếm khoảng 60% tổng tài sản. Đối với 3 cổ phiếu thuộc nhóm nhiệt điện, chỉ có NBP là sử dụng gần như cân bằng giữa nguồn vốn tự có và vốn vay, đây có thể coi là một cơ cấu vốn mục tiêu an toàn cho NBP khi hiệu quả sinh lời vẫn đạt ở mức cao. PPC nhờ sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả nên cũng tạo nên được khả năng sinh lời ở mức khá tốt. Tuy nhiên cần phải chú ý đến khoản nợ 32 tỷ yên của PPC đối với chính phủ Nhật Bản. Đồng Yên đang có xu hướng tăng giá sẽ làm khoản dự phòng tài chính do tăng tỷ giá. Năm 2009 khoản dự phòng này là 500 tỷ đồng, với tỷ giá cuối năm 2009 JPY/VND = 201 thì dự kiến khi tỷ giá JPY/VND = 234 ngày 8/9/2010 khoản dự phòng do tăng tỷ giá lên khoảng 900 tỷ đồng.

Cơ cấu vốn hợp lý, sử dụng đòn bẩy tài chính hiệu quả giúp các công ty thuộc nhóm 2 có khả năng sinh lời trên vốn chủ tốt nhất, sau đó tới nhóm 3 và nhóm 1. Trong nhóm 1 vẫn có sự phân hóa về năng lực sinh lời đối với từng công ty

Trong nhóm 1, HJS và SEB là những công ty chịu nhiều tiềm ẩn rủi ro nhất khi nợ chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản từ 60—82%. Các công ty này dùng chủ yếu nguồn vốn vay để tài trợ vào các dự án đầu tư nhà máy thủy điện. Các công ty còn lại thường sử dụng nguồn vốn sẵn có để tài trợ cho các dự án của mình, nên tránh được những rủi ro tiềm ẩn về tín dụng, tỷ giá. Đặc biệt là những công ty có vay nợ nước ngoài khi tỷ giá được điều chỉnh tăng lên 18,932 VNĐ = 1 USD trong thời gian vừa qua. Dự báo lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ tăng, giảm doanh thu và lợi nhuận của những công ty này. Tuy nhiên, khoản lỗ này sẽ được phân bổ dần trong 5 năm nên sẽ không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của các công ty. Việc tỷ lệ nợ cao ở các cổ phiếu HJS, UIC, SEB cũng phản ánh hiệu quả sử dụng đòn bẩy tài chính tốt khiến tỷ lệ ROE cao. Riêng VSH sử dụng không nhiều nợ mà vẫn đảm bảo hiệu quả sinh lời trên vốn chủ ROE ở mức cao, cho thấy chính sách quản lý điều hành và phân bổ cơ cấu vốn của công ty rất tốt.

Xét về phương diện ổn định bền vững, nhóm 2 vẫn là nhóm chiếm ưu thế nhất kể cả xét về năng lực sinh lời của mỗi công ty trong nhóm. Năng lực hoạt động gần như tương đương và không có sự chênh lệch quá lớn giữa các công ty trong nhóm. Song khả năng quản lý chi phí của PPC và NBP vẫn tốt hơn so với BTP. Do đó, tỷ lệ ROA và ROE của BTP đều thấp hơn so với 2 công ty này.

Nhóm 1 vẫn có sự phân hóa rõ rệt, chính sách tiết giảm chi phí của TIC là hiệu quả nhất khi lợi nhuận biên sau thuế đạt mức cao, tiếp đó là VSH và SJD, HJS. Trong 6 tháng đầu năm 2010, hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu của KHP, HJS và VSH là tốt nhất.

PHÂN TÍCH CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Khả năng sinh lời của VSH và HJS là tốt hơn cả, từ việc quản lý chi phí cho tới việc sử dụng nguồn vốn và tài sản sao cho có hiệu quả, để tạo ra doanh thu lớn nhất. Tỷ lệ ROA và ROE ở tại hai công ty này lần lượt là 6.31% và 7.21% đối với VSH, 1.47% và 8.07% đối với HJS. Trong nhóm này thì TBC là công ty có hiệu quả sinh lời kém nhất do công ty đã hoạt động khá lâu mà hiện vẫn chưa có thêm các dự án mới để đầu tư, và phải tập trung tu bổ, sửa chữa các tổ máy cho nhà máy để đảm bảo vận hành ở trạng thái tốt nhất.

Đối với 2 công ty KHP và UIC, nợ đều chiếm tỷ trọng quá bán so với tổng tài sản, song hiệu quả sử dụng nợ và duy trì tỷ lệ nợ của KHP hợp lý hơn UIC vì vẫn đảm bảo khả năng thanh toán nợ ngắn hạn ở mức cao (kể cả thanh toán nhanh bằng tiền mặt) và vẫn đảm bảo được hiệu quả sinh lời. Đó cũng một trong những nguyên nhân khiến ROA và ROE của KHP đều cao hơn nhiều so với UIC.

Thêm vào đó, với tình hình kinh doanh khó khăn như năm 2010, KHP đã có chính sách tiết giảm chi phí hợp lý, giảm thiểu tối đa các chi phí phát sinh thêm nên tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu của KHP cũng cao hơn nhiều so với UIC.

Phân tích Dupont

Dựa trên bảng phân rã Dupont, hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu chủ yếu được tạo nên từ việc sử dụng hiệu quả đòn bẩy tài chính. Một yếu tố khác cũng góp phần tạo nên hiệu quả sinh lời trên vốn chủ là việc cắt giảm chi phí của nhóm 1 khá tốt, đặc biệt là không tồn tại chi phí bán hàng trong khi chi phí quản lý công ty chiếm tỷ trọng không lớn trong tổng chi phí trừ CTCP thủy điện Thác Mơ—TMP. Ngoài ra, đối với các cổ phiếu thuộc nhóm nhiệt điện và phân phối điện, một yếu tố khác làm hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao hơn so với các công ty thủy điện là vòng quay tổng tài sản. Như đã phân tích ở trên, hiệu quả sử dụng tài sản của các công ty thuộc nhóm 2 và 3 tốt hơn nhiều so với các công ty trong nhóm 1.

Như vậy, nhìn vào các chỉ tiêu phản ánh tình hình tài chính của mỗi công ty trong ngành, chúng tôi nhận thấy nhóm cổ phiếu nhiệt điện có tình hình tài chính ổn định và an toàn nhất, rồi đến nhóm cổ phiếu phân phối điện, nhóm cổ phiếu thủy điện tiềm ẩn nhiều rủi ro hơn, có sự biến động và phân hóa lớn giữa từng cổ phiếu trong nhóm. Các cổ phiếu mà nhà đầu tư nên quan tâm là cổ phiếu nhóm nhiệt điện, KHP, VSH, SEB và HJS.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NGÀNH ĐIỆN

Phương pháp so sánh tương đối P/E được chúng tôi sử dụng để định giá các cổ phiếu ngành điện. Với tiêu chí EPS cao, ROE lớn, P/E trung bình nhóm 1 đạt 9.48, P/E trung bình nhóm 2 đạt 7.23, và P/E trung bình nhóm 3 là 8.51, chúng tôi đã lọc ra được một số mã cổ phiếu như sau:

Mã CK	EPS trailing	Book value	ROE trailing	Price (16.9.10)	EPS forecast	Target price
NBP	4.825	14.563	33.19%	24.400	5.254	37.990
HJS	3.107	15.076	21.82%	16.800	1.380	13.070
SJD	2.620	13.363	20.47%	14.800	4.143	39.270
PPC	1.974	13.329	15.86%	12.900	3.210	23.190
KHP	1.768	11.472	20.09%	11.600	1.311	11.150
TIC	1.688	10.113	16.87%	10.500	1.290	12.210
SEB	1.303	12.191	13.39%	15.200	2.118	20.080
VSH	1.281	11.810	11.39%	12.200	1.266	12.000

☒ Nên mua ☐ Nên bán

DVT: nghìn đồng, TVSI tổng hợp

Các chỉ số thị trường đều phản ánh cổ phiếu ở mức hấp dẫn, đáng để đầu tư. Thực tế, cũng không có thông tin nào ảnh hưởng xấu đến cổ phiếu ngành điện, cổ phiếu ngành gần đây giảm giá là do yếu tố khách quan từ thị trường. Tuy nhiên do tình hình hoạt động năm nay có nhiều khó khăn làm lợi nhuận của một số công ty phát điện giảm và do có sự pha loãng cổ phần nên EPS cuối năm của các cổ phiếu sẽ giảm xuống khiến cho cổ phiếu ngành điện không có sự hấp dẫn đối với các nhà đầu tư hiện nay.

Ngoài ra, so sánh với một số công ty trong ngành niêm yết trên thị trường khu vực, P/E các cổ phiếu ngành điện ở nước ta đang ở mức rẻ cũng là một dấu hiệu để nhà đầu tư cân nhắc đầu tư vào cổ phiếu ngành điện trong dài hạn.

Mã CK	Tên công ty	P/E 10/9/2010	SLCP	Quốc gia
NBP	CTCP Nhiệt điện Ninh Bình	5.10	12,865,500	Việt Nam
HJS	CTCP Thủy điện Nậm Mu	6.16	6,000,000	Việt Nam
RHC	CTCP Thủy điện Ry Ninh II	9.83	3,200,000	Việt Nam
SJD	CTCP Thủy điện Cần Đơn	5.55	35,879,150	Việt Nam
UIC	CTCP Đầu tư phát triển nhà và đô thị IDICO	12.67	8,000,000	Việt Nam
PPC	CTCP Nhiệt điện Phả Lại	6.34	325,154,614	Việt Nam
TMP	CTCP thủy điện Thác Mơ	6.72	70,000,000	Việt Nam
KHP	CTCP Điện lực Khánh Hòa	6.68	41,551,296	Việt Nam
TIC	CTCP Đầu tư điện Tây Nguyên	6.33	16,582,600	Việt Nam
SEB	CTCP Đầu tư và phát triển Điện Miền Trung	11.58	12,500,000	Việt Nam
VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn-Sông Hình	9.34	206,241,246	Việt Nam
BTP	CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	9.33	60,485,600	Việt Nam
TBC	CTCP Thủy điện Thác Bà	21.33	63,500,000	Việt Nam
522165	Indsil Hydro Power and Manganese Ltd	6.56	9,510,000	Ấn Độ
ZHYLF	Zhaoheng Hydropower Limited	6.25	76,640,000	Trung Quốc
600452	ChongQing Fuling Electric Power Ind Co.	91.33	160,000,000	Trung Quốc
000692	Shenyang Huitian Thermal Power Co., Ltd	14.99	266,420,000	Trung Quốc
600719	Dalian Thermal Power Co., Ltd	114.55	202,300,000	Trung Quốc
002266	Zhejiang Fuchunjiang Hydropower Equip.	40.48	143,190,000	Trung Quốc

Nguồn: google.com/finance; TVSI tổng hợp

Phụ lục 1: CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH 6 THÁNG 2010

Chỉ tiêu	Thủy điện								Nhiệt điện			Phân phối	
Khả năng thanh toán	HJS	RHC	SEB*	SJD*	TBC*	TIC	TMP*	VSH*	BTP*	NBP	PPC*	KHP	UIC*
KN thanh toán hiện hành (lần)	0.33	1.13	4.66	0.2	10.32	1.56	2.09	18.4	2.91	2.94	5.54	1.96	1.15
KN thanh toán nhanh (lần)	0.32	0.94	4.46	0.15	9.74	1.56	2.05	18.12	2.59	2.2	4.88	1.76	0.59
KN thanh toán bằng tiền (lần)	0.09	0.38	2.47	0	5.25	0.01	0.34	4.67	0.33	0.05	1.42	1.53	0.07
Hiệu suất sử dụng tài sản													
Tiền mặt/Doanh thu (lần)	0.43	0.72	1.41	0.01	3.55	0.06	0.32	1.56	0.12	0.01	0.6	0.75	0.06
Vòng quay HTK (lần)	4.38	0.61	4.69	2.46	2.58	1,148.5	16.51	4.27	7.73	4.37	3.01	8.81	2.18
Vòng quay TSCĐ (lần)	0.06	0.11	0.14	0.08	0.07	0.34	0.13	0.17	1.51	8.79	0.57	1.35	6.95
Vòng quay tổng tài sản (lần)	0.05	0.08	0.1	0.08	0.05	0	0.09	0.08	0.52	1.22	0.19	0.55	0.87
Vòng quay khoản phải thu	1.25	1	0.9	2.31	0.35	0.15	9.69	1.04	1.22	2.63	1.81	9.24	2.5
Nợ phải trả/Doanh thu (lần)	14.99	5.12	6.03	7.03	1.5	47.77	4.75	1.49	1.15	0.24	3.22	0.97	0.85
Cơ cấu vốn													
Nợ phải trả/NVCSH	448.6%	67.6%	150.5%	119.3%	7.33%	24.42%	75.82%	14.16%	150.1%	41.60%	168.1%	114.3%	283.9%
Nợ phải trả/Tổng Tài sản	81.77%	40.31%	60.08%	54.39%	6.83%	19.63%	43.12%	12.40%	60.02%	29.38%	62.70%	53.13%	73.95%
Khả năng sinh lời													
Lợi nhuận biên gộp	78.05%	77.84%	47.58%	64.31%	-1.32%	55.79%	36.94%	59.93%	10.76%	22.88%	16.98%	13.28%	3.74%
Lợi nhuận biên trước thuế	26.93%	17.19%	20.80%	39.50%	9.66%	651.7%	9.51%	75.96%	6.03%	18.67%	20.42%	9.20%	1.95%
Lợi nhuận biên sau thuế	26.93%	16.32%	21.72%	35.55%	8.70%	651.6%	7.17%	75.96%	5.34%	14.00%	19.22%	7.76%	1.72%
ROA	1.47%	1.29%	2.16%	2.75%	0.40%	2.68%	0.65%	6.31%	2.78%	17.12%	3.75%	4.26%	1.49%
ROE	8.07%	2.15%	5.42%	6.03%	0.43%	3.33%	1.14%	7.21%	6.95%	24.25%	10.04%	9.16%	5.73%
Phân tích Dupont													
ROE	8.07%	2.15%	5.42%	6.03%	0.43%	3.33%	1.14%	7.21%	6.95%	24.25%	10.04%	9.16%	5.73%
Lợi nhuận sau thuế biên	26.93%	16.32%	21.72%	35.55%	8.70%	651.6%	7.17%	75.96%	5.34%	14.00%	19.22%	7.76%	1.72%
Vòng quay tổng tài sản	5.45%	7.88%	9.97%	7.73%	4.56%	0.41%	9.07%	8.31%	52.08%	122.3%	19.49%	54.88%	86.69%
Đòn bẩy tài chính	548.6%	167.6%	250.5%	219.3%	107.3%	124.4%	175.8%	114.2%	250.1%	141.6%	268.1%	215.1%	383.9%

Nguồn: TVSI tổng hợp, "*" : số liệu 6T/2010 đã được kiểm toán

Phụ lục 2: BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÝ 2/2010

ĐVT: triệu đồng

Chỉ tiêu	BTP*	PPC*	HJS	KHP	SEB*	SJD*	TIC	TMP*	VSH*
Tổng TS	2,176,482	11,619,690	496,199	1,026,052	381,731	1,051,256	208,645	1,422,045	2,781,508
Tài sản ngắn hạn	1,210,783	5,260,007	41,745	544,426	101,492	47,903	5,868	251,229	1,422,348
Tiền mặt	139,545	1,351,085	11,762	425,061	53,815	777	49	41,345	360,935
Đầu tư ngắn hạn	0	2,030,000	0	0	0	0	0	191,010	815,685
Các khoản phải thu	932,542	1,252,870	21,659	60,946	42,487	35,229	5,680	13,316	222,917
Hàng tồn kho	130,906	624,454	1,357	55,456	4,253	11,814	0	4,925	21,683
Tài sản NH khác	7,789	1,598	6,968	2,962	938	83	138	633	1,128
TS dài hạn	965,699	6,359,683	454,454	481,626	280,239	1,003,353	202,777	1,170,816	1,359,160
TSCĐ	750,360	3,999,704	452,454	415,765	280,013	969,973	2,556	988,760	1,342,787
TSCĐ hữu hình	749,192	3,786,339	51,704	379,026	268,838	969,973	2,556	977,196	1,203,137
TSCĐ vô hình	850	35,758	0	75	10,771	0	0	9,878	0
Xây dựng CBDD	317	177,607	749	36,663	403	0	0	1,685	139,651
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Đầu tư TC Dài hạn	214,501	2,035,365	2,000	52,775	0	0	192,024	181,858	14,215
Tài sản dài hạn khác	839	324,614	0	13,086	226	33,380	8,198	198	2,157
Nguồn vốn	2,176,482	11,619,690	496,199	1,026,052	381,731	1,051,256	208,645	1,422,045	2,781,508
Nợ phải trả	1,306,300	7,285,643	405,744	545,097	229,348	571,796	40,951	613,256	345,008
Nợ ngắn hạn	416,774	949,292	124,665	278,331	21,799	243,022	3,752	120,111	77,288
Nợ dài hạn	889,526	6,336,351	281,079	266,766	207,549	328,773	37,199	493,144	267,719
Nguồn VCSH	870,183	4,334,047	90,455	477,009	152,383	479,460	167,694	808,790	2,436,500
Vốn chủ sở hữu	870,183	4,334,047	90,269	477,006	152,383	479,425	167,694	808,790	2,435,277
Vốn điều lệ	615,823	3,262,350	60,000	415,513	125,000	358,792	165,826	700,000	2,062,412
LN chưa phân phối	272,023	774,602	25,712	43,674	7,481	48,909	5,276	84,535	336,984
Các quỹ	0	0	186	3	0	35		0	1,223
Lợi ích của CĐTS	0	0	0	3,946	0	0	0	0	0
Tổng doanh thu	1,133,536	2,264,439	27,061	563,120	38,052	81,309	857	128,992	231,212
Doanh thu thuần	1,133,536	2,264,439	27,061	563,119	38,052	81,309	857	128,992	231,212
Giá vốn hàng bán	1,011,559	1,879,845	5,941	488,316	19,945	29,023	379	81,337	92,645
Lợi nhuận gộp	121,978	384,593	21,120	74,803	18,107	52,286	478	47,654	138,567
Doanh thu từ HĐTC	1,521	225,999	15	18,361	2,336	16	5,725	2,026	44,226
Chi phí HĐTC	45,146	110,763	11,651	10,970	10,186	16,305	347	33,124	2,287
Chi phí lãi vay	18,635	95,449	11,651	5,574	7,922	16,305	347	33,124	1,929
Chi phí bán hàng	100	0	0	23,821	0	0	0	0	0
Chi phí QLDN	10,065	37,051	2,200	14,218	2,351	3,877	272	4,285	5,560
LN từ HĐSXKD	68,187	462,778	7,284	44,155	7,905	32,121	5,584	12,272	174,946
Lợi nhuận khác	148	-268	3	7,632	10	0	3	1	693
LN trước thuế	68,335	462,510	7,287	51,787	7,915	32,121	5,587	12,273	175,639
Thuế TNDN	7,820	27,277		8,113	-350	3,212	1	3,027	
LN sau thuế	60,515	435,233	7,287	43,674	8,264	28,909	5,586	9,246	175,639
LNST công ty mẹ	60,515	435,233	7,287	43,674	8,264	28,909	5,586	9,246	175,639

Nguồn: TVSI tổng hợp, "**": số liệu 6T/2010 đã được kiểm toán



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Khuyến cáo sử dụng

- Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.
- Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.
- TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích đầu tư

Ths. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Phan Hoàng Diệu

Email: dieuph@tvsj.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI

Báo cáo thường xuyên

Thông tin cập nhật website hàng ngày
Morning Briefing
Tổng kê giao dịch cuối ngày
Tổng kê giao dịch tuần
Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu
Lịch sự kiện theo tháng

Báo cáo phân tích

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng
Báo cáo phân tích ngành
Báo cáo phân tích công ty

Báo cáo thống kê

EPS Flash Report
Investment Tool
Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

Hội thảo

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Sản phẩm giao dịch

I-trade Home
I-trade Pro

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 3728 0921

Fax: (04) 3728 0920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q.1

ĐT: (08) 3838 6868

Fax: (08) 3920 7542

Chi nhánh Hoàn Kiếm, Hà Nội

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 3933 2233

Fax: (04) 3933 5120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q.5

ĐT: (08) 3830 6547

Fax: (08) 3830 6547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757 556

Fax: (031) 3757 560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752 282

Fax: (0511) 3752 283

Website: www.tvsj.com.vn

Email: contact@tvsj.com.vn