

CTCP Nhiệt điện Bà Rịa (BTP)

KHÔNG KHUYẾN NGHỊ

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

Thăm doanh nghiệp

Điện năng

Giá hiện tại 16.000
Lợi suất cổ tức 5%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	47 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua USD	0,24 triệu
Sở hữu của khối ngoại	0,9%
Room tối đa cho khối ngoại	46%
SL cổ phiếu lưu hành	60 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	60 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	9.817
Mức thấp nhất 12 tháng VND	16.600

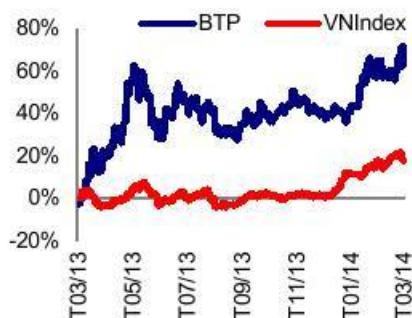
Cơ cấu cổ đông

Tổng công ty phát điện (GENCO)	76,50%
HDQT	0,02%
Khác	23,48%

Mô tả công ty

CTCP Nhiệt điện Bà Rịa (BTP) là nhà máy điện dùng khí đốt với tổng công suất 389 MW. Với hơn 20 năm hoạt động trong lĩnh vực sản xuất điện năng, hiện nay BTP có tổng cộng 8 tua-bin khí và 2 tua-bin hơi, các tua-bin này trung bình hàng năm sản xuất được 1 tỷ kWh điện. Toàn bộ số điện này được bán cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu



Gặp thuận lợi nhờ hạn chế

Vi dự báo lượng mưa hạn chế sẽ khiến sản lượng các nhà máy thủy điện giảm, Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) tăng 30% lượng điện đặt hàng BTP trong năm 2014. Tuy nhiên, việc giá bán cho EVN giảm đồng thời sẽ khiến tăng trưởng lợi nhuận ròng ước tính chỉ đạt 3%. Với triển vọng tăng trưởng hạn chế, giá cổ phiếu BTP dường như cao so với các công ty nhiệt điện khác trong nước.

KQLN năm 2013 gây thất vọng - Doanh thu và LNST năm 2013 giảm lần lượt 20,8% và 59,3% so với năm 2012 do sản lượng giảm 19,3% và giá bán giảm 1,4%. Biên lợi nhuận ròng giảm xuống 7,1% từ mức 13,7% năm 2012. Vì các nhà máy thủy điện có sản lượng lớn hơn và giá thành thấp hơn, EVN đã giảm lượng điện đặt hàng (EVN là khách hàng duy nhất của BTP). BTP sẽ đề xuất trả cổ tức 800 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 5%) cho năm 2013 tại ĐHCĐ tổ chức tháng sáu tới.

Sản lượng tăng trưởng trong năm 2014 – Hoạt động sản xuất điện tại miền Nam không đủ để tự cung ứng (thiếu hụt khoảng 30%); do đó, khu vực này phụ thuộc mạnh vào lưới điện quốc gia để đưa điện từ miền Bắc vào. Tuy nhiên, do lưới điện quốc gia hiện đã hoạt động với công suất tối đa, EVN cần BTP bù đắp lại lượng điện mà thủy điện chưa cung cấp được. Ban lãnh đạo cho biết EVN tăng lượng điện đặt hàng BTP thêm 30% so với năm 2013 (1,1 tỷ kWh trong khi tổng công suất là 2,8 tỷ kWh) vì dự báo lượng mưa hạn chế nhiều khả năng sẽ khiến sản lượng của các nhà máy thủy điện giảm. Do giá bán điện cho EVN có thể sẽ giảm, cách duy nhất để tăng lợi nhuận là tối đa hóa hệ số khả dụng (tức hiệu suất). BTP hiện đang vận hành với 92% công suất nhưng kỳ vọng sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động.

Tuy nhiên, giá bán trung bình giảm kìm hãm tăng trưởng lợi nhuận – Ban lãnh đạo đề ra mục tiêu doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt 25% và 3% vì giá bán trung bình nhiều khả năng sẽ giảm theo chỉ đạo của EVN. Tuy nhiên, trong Quý 1/2014, BTP đã bán 497 triệu kWh, tương đương 45% mục tiêu (doanh thu vẫn chưa được công bố vì chưa ấn định xong giá bán). Nếu tình hình này được duy trì, BTP sẽ đạt 180% mục tiêu sản lượng, nhưng trên thực tế kết quả hoạt động cả năm phụ thuộc hoàn toàn vào lượng mưa. Tuy nhiên, mục tiêu năm 2014 dường như thận trọng. Nếu BTP đạt được mục tiêu này, công ty giao dịch với PER 2014 là 17 lần và EV/EBITDA 8,2 lần, cao hơn nhiều so với mức trung bình của ngành nhiệt điện trong nước, PER 2014 là 7,7 lần và EV/EBITDA là 5,8 lần.

Các chỉ số chính	2012	2013
Doanh thu (tỷ đồng)	1.430	1.133
LN ròng (tỷ đồng)	135	55
Biên LN gộp (%)	14	7
Biên LN ròng (%)	9	5
EPS pha loãng (đồng)	2.238	910
Tăng trưởng EPS (%)	116	-59
Cổ tức/cổ phiếu (đồng)	1.100	800
Lợi suất cổ tức (%) ở giá hiện tại	6,8	4,9
PER ở giá hiện tại (lần)	7,2	7,2
ROA (%)	6	3

Giảm giá bán năm thứ hai liên tiếp

Giá bán cho EVN gồm hai thành phần: giá công suất và giá điện năng. Giá công suất được tính toán để đảm bảo BTP có thể thu về lợi nhuận định mức trước khi cân nhắc chi phí nguyên liệu đầu vào (giá khí thiên nhiên hóa lỏng và dầu). Giá điện năng được tính toán để đối phó với các thay đổi về chi phí nguyên liệu đầu vào. Mỗi năm, giá bán được thương lượng với EVN vào đầu năm để công ty có thể dự phòng các thay đổi về lợi nhuận định mức và chi phí đầu vào. Năm 2013, giá bán trung bình cho EVN giảm 1,4% vì phần lớn các tài sản cố định của BTP đã khấu hao gần hết. Sang năm 2014, ban lãnh đạo dự kiến giá bán sẽ giảm 3% nữa, song song với việc chi phí khấu hao tiếp tục giảm.

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	Thực tế		
	2011	2012	2013
KQLN			
Doanh thu thuần	2.401	1.430	1.133
- Giá vốn hàng bán	-2.147	-1.234	-1.052
Lợi nhuận gộp	254	196	80
- Chi phí bán hàng	0	0	0
- Chi phí quản lý DN	-26	-27	-29
Lợi nhuận thuần HĐKD	227	169	51
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-102	-2	-4
- Lợi nhuận khác	1	47	52
EBIT	126	213	98
- Chi phí lãi vay	-43	-31	-26
Lợi nhuận trước thuế	83	183	73
- Thuế TNDN	-21	-47	-18
LNST	63	135	55
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	63	135	55
EBITDA	291	378	245
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	60	60	60
EPS	1.037	2.238	910

Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	18%	-40%	-21%
Tăng trưởng LN HĐKD	14%	-26%	-70%
Tăng trưởng EBIT %	86%	69%	-54%
Tăng trưởng EPS %	183%	116%	-59%

Chỉ số khả năng sinh lợi			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11%	14%	7%
Tỷ suất LNST	3%	9%	5%
ROE %	7%	15%	6%
ROA %	3%	6%	3%

Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	19,0	35,8	49,1
Số ngày phải thu	74,2	149,9	102,1
Số ngày phải trả	34,6	66,8	65,7
Thời gian luân chuyển tiền	58,6	118,9	85,4

Chỉ số TK/đơn bầy TC			
CS thanh toán hiện hành	3,9	3,0	5,7
CS thanh toán nhanh	3,6	2,7	5,1
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,4	2,1
Nợ / Tài sản	0,5	0,4	0,4
Nợ / Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,4
Nợ / Vốn CSH	1,1	0,9	0,8
Khả năng TT lãi vay	3,0	7,0	3,9

tỷ đồng	Thực tế		
	2011	2012	2013
Bảng cân đối kế toán			
Tiền và tương đương	22	222	472
Đầu tư TC ngắn hạn	0	540	607
Các khoản phải thu	572	602	31
Hàng tồn kho	106	136	147
Tài sản ngắn hạn khác	486	21	42
Tổng tài sản ngắn hạn	1.186	1.521	1.300
Tài sản dài hạn	2.335	2.339	2.342
Khấu hao lũy kế	-1.815	-1.980	-2.125
Tài sản dài hạn	519	358	217
Đầu tư tài chính dài hạn	307	307	295
Tài sản dài hạn khác	2	10	1
Tổng tài sản dài hạn	828	675	513
Tổng Tài sản	2.014	2.196	1.813
Nợ & Vốn chủ sở hữu	157	294	84
Phải trả ngắn hạn	107	107	108
Vay và nợ ngắn hạn	38	113	33
Phải trả ngắn hạn khác	302	514	226
Nợ ngắn hạn	826	717	625
Vay và nợ dài hạn	0	0	0
Phải trả dài hạn	826	717	625
Nợ dài hạn	1.128	1.231	851
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Thặng dư	0	0	8
Vốn điều lệ	605	605	605
LN chưa phân phối	282	361	350
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	887	965	962
Tổng cộng nguồn vốn	2.014	2.196	1.813

Lưu chuyển tiền tệ			
Tiền đầu năm	96	22	222
Lợi nhuận sau thuế	63	135	55
Khấu hao lũy kế	165	165	147
Thay đổi vốn lưu động	-243	607	303
Điều chỉnh khác	108	-9	-24
Tiền từ hoạt động KD	93	899	481
Chi mua sắm TSCĐ	-13	-4	-6
Các hoạt động đầu tư khác	-34	-540	-67
Tiền từ hoạt động đầu tư	-46	-544	-73
Cổ tức đã trả	-20	-47	-65
Tăng (giảm) vốn	-3	0	17
Thay đổi nợ ngắn và dài hạn	-13	-109	-90
Tiền từ hoạt động TC	-120	-155	-158
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-74	200	250
Tiền cuối năm	22	222	472

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	378	413	262	87	1,140
Lợi nhuận gộp	40	37	42	-32	87
Biên LN gộp (%)	11%	9%	16%	-37%	8%
Lợi nhuận từ hoạt động	34	30	36	-42	58
Biên LN hoạt động (%)	9%	7%	14%	-49%	5%
LN ròng	47	23	11	-10	71
Biên LN ròng (%)	12%	6%	4%	-12%	6%

2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	321	345	250	514	1,430
Lợi nhuận gộp	-4	97	41	62	196
Biên LN gộp (%)	-1%	28%	16%	12%	14%
Lợi nhuận từ hoạt động	-9	vic	35	52	78
Biên LN hoạt động (%)	-3%	0%	14%	10%	5%
LN ròng	-12	69	21	58	135
Biên LN ròng (%)	-4%	20%	8%	11%	9%

2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD
Doanh thu	811	601	488	502	2,401
Lợi nhuận gộp	27	38	-5	194	254
Biên LN gộp (%)	3%	6%	-1%	39%	11%
Lợi nhuận từ hoạt động	21	32	-11	185	227
Biên LN hoạt động (%)	3%	5%	-2%	37%	9%
LN ròng	5	8	-22	72	63
Biên LN ròng (%)	1%	1%	-4%	14%	3%

Lịch công bố KQLN

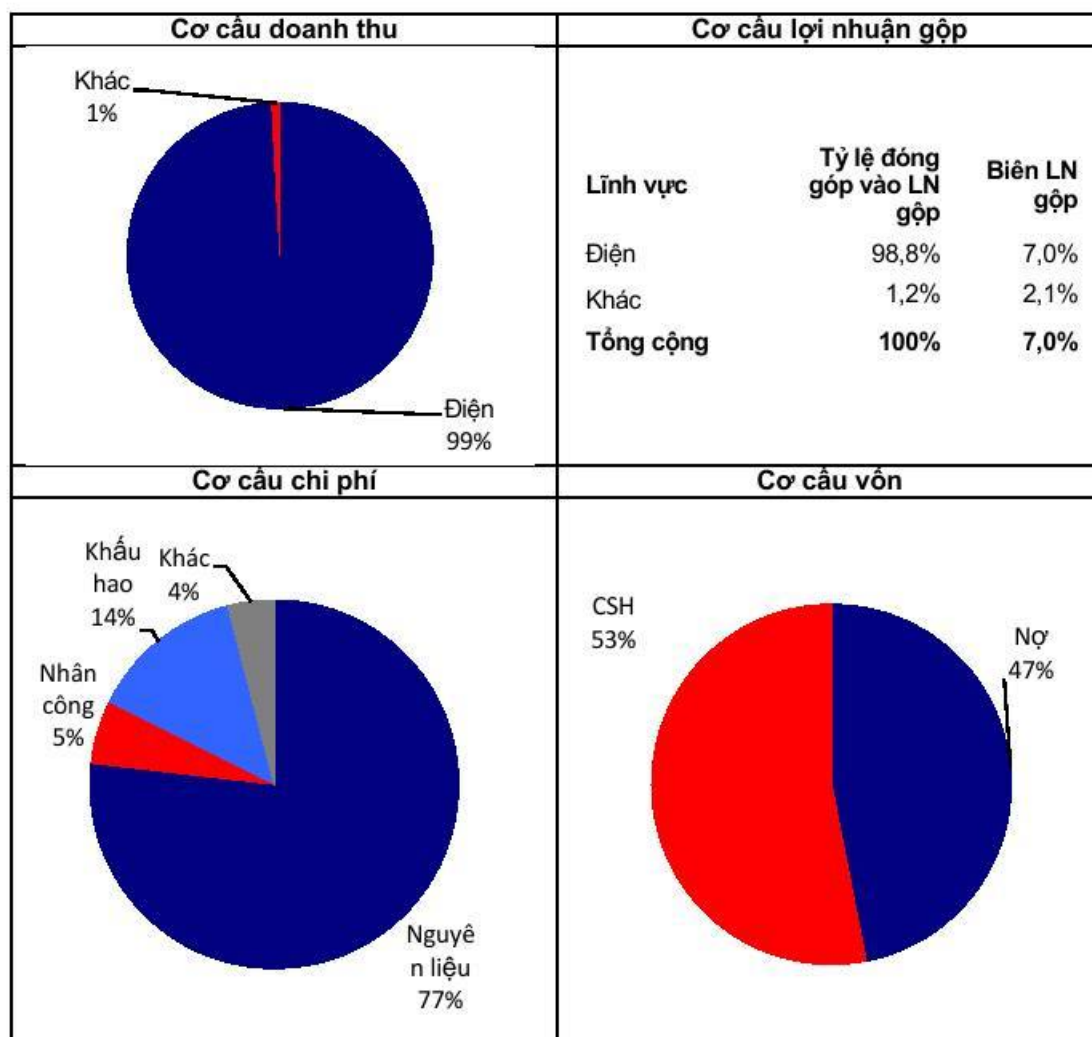
	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2014	Hợp nhất	22/04
Q2/2014	Hợp nhất	18/07
Q3/2014	Hợp nhất	17/10
Q4/2014	Hợp nhất	22/01

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh Sản xuất nhiệt điện từ khí
Doanh thu 1.140 tỷ đồng – 52,3 triệu USD (2013)
Lợi nhuận ròng 71 tỷ đồng – 3,4 triệu USD (2013)

Yếu tố DT chính Điện
Yếu tố chi phí chính Nguyên liệu (khí)
Yếu tố rủi ro chính Nguồn cung khí không ổn định
Các khách hàng chính Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN)

Lãnh đạo Ông Huỳnh Lin – Chủ tịch HĐQT
Địa chỉ Long Hương, Bà Rịa, Bà Rịa - Vũng Tàu
Website www.btp.com.vn
Email info@btp.com.vn
Điện thoại (064) 2 212 811



Nguồn: BTP và ước tính của VCSC (2013)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Đăng Quế, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TAM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Ví dụ, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp

Tôn Minh Phương

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa

CV cao cấp, Ngô Bích Vân

CV cao cấp, Phạm Đình Ân

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Nguyễn Quốc Hòa

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.