

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN BÀ RỊA (HSX: BTP)

Họ tên Cao Thị Tinh
 Chuyên viên phân tích
 Email: Tinhct@fpts.com.vn
 Điện thoại : (84) – 4 3773 7070 – Ext : 4385

Giá hiện tại: 14.300
Giá mục tiêu: 16.789
Tăng/giảm: 2.489
Tỷ suất cổ tức: 7,9%

THEO DÕI
Diễn biến giá cổ phiếu BTP

Tóm tắt nội dung

- Q3'13 lợi nhuận thuần giảm 50% so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên kết quả lũy kế 9 tháng đầu năm tăng 5% so với cùng kỳ và vượt 50% kế hoạch lợi nhuận cả năm.
- Giá bán điện chưa được thống nhất trong năm 2013, vẫn đang tạm tính giá điện trong năm 2012, đây là mức giá cao hơn so với giá kỳ vọng trong năm 2013.
- Tài sản cố định đã khấu hao hết khoảng 80% và dự kiến sẽ khấu hao hết trong năm 2016.
- Định hướng đầu tư: Tham gia đầu tư góp vốn xây dựng các nhà máy điện thay vì đầu tư nâng công suất hiện tại.
- Dự phóng kết quả kinh doanh:** Kết quả sản lượng cả năm ước đạt bằng mức kế hoạch đề ra ở mức 810 triệu kWh. Lợi nhuận trong năm 2013 có khả năng điều chỉnh xuống do giá bán năm 2013 kỳ vọng thấp hơn giá tạm tính ở mức năm 2012 và khoản lỗ chênh lệch tỷ giá kỳ vọng vào cuối năm khi Nhà nước có chính sách phá giá tiền đồng khoảng 2% so với USD, trong khi đồng Won (KRW) vẫn tiếp tục có xu hướng tăng giá so với USD trong 6 tháng vừa qua.

Thông tin giao dịch 25/11/2013

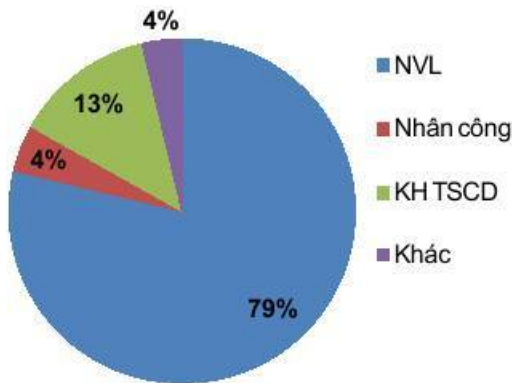
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	16.900
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	5.800
Số lượng CP niêm yết (CP)	60.485.600
Số lượng CP lưu hành (CP)	60.485.600
KLGD ngày BQ 3 tháng (CP/ngày)	240.993
% sở hữu nước ngoài	1,53%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	604
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	834,7

Chỉ tiêu	2011	2012	KH2013
Sản lượng điện thương phẩm (tr kWh)	NA	1.048	810
Doanh thu thuần (tỷ)	2.401	1.430	1.739
Lợi nhuận gộp	254	196	
LNTT	83	183	71,8
LNST	63	135	53,8
Tỷ lệ lãi gộp(%)	9,4	5,35	
Tỷ lệ lãi sau thuế(%)	5,64	4,01	
EPS (đồng/cp)	1.052	2.283	
ROE(%)	7,29	14,61	
Cổ tức	7%	11%	8%

Khuyến nghị:

BTP có hoạt động sản xuất điện tương đối ổn định, dòng tiền tương đối dồi dào, trong khi các khoản đầu tư ngắn hạn an toàn và đầu tư dài hạn vào các doanh nghiệp sản xuất điện có hoạt động tương đối ổn định. Tuy nhiên, mức rủi ro khá cao về chênh lệch tỷ giá với khả năng VND sẽ vẫn duy trì mất giá so với đồng Won. Ngoài ra, kết quả sản xuất kinh doanh cuối năm đều chưa chắc chắn do mức giá 2013 vẫn chưa được thống nhất, và xu hướng giảm giá đồng VND so với đồng Won phần nào làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp cuối năm. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị THEO DÕI với mã cổ phiếu này.

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ
Sở hữu nước ngoài	1,53 %
Sở hữu khác	18,91%
Sở hữu nhà nước	79,56%

Cơ cấu chi phí trong giá thành điện BTP 2012

Cập nhật kết quả kinh doanh mới nhất

Sản lượng điện sụt giảm: Sản lượng điện tiêu thụ 9 tháng đầu năm đạt 744 triệu kWh, ước tính sản lượng cả năm hoàn thành kế hoạch với 810 triệu kWh, giảm 23% so với năm trước. Có hai nguyên nhân chính là: do (1) trong quý 4 này công ty thực hiện đại tu sửa chữa các tổ máy nên sản lượng trong quý này sẽ giảm nhiều so với công suất thiết kế và (2) lượng nhiệt điện huy động từ EVN thấp hơn so với lượng điện so với các quý khác do quý này đã đang bắt đầu vào mùa mưa bão.

Giá bán điện cho EVN vẫn chưa được thống nhất: Giá bán trong hợp đồng mua bán điện với EVN được điều chỉnh hàng năm. Đây là giá bán theo công suất, được xác định theo 3 yếu tố chính là chi phí sản xuất cố định (chủ yếu là khấu hao), chi phí biến đổi và mức lợi nhuận định mức. Tuy nhiên, nếu sản lượng BTP bán cho EVN lớn hơn so với mức sản lượng EVN cam kết mua từ đầu năm, khoản sản lượng dư ra sẽ được tính theo mức giá điện năng, để bù đắp cho chi phí nhiên liệu đã sử dụng. Khoản tăng thêm này giúp làm tăng doanh thu tương ứng tuy nhiên không có tác động làm tăng lợi nhuận.

Do một số máy móc khấu hao hết dần, chi phí khấu hao năm 2013 dự kiến thấp hơn so với năm 2012, nên mức giá công suất đàm phán trong năm 2013 sẽ thấp hơn so với mức giá tạm tính đang được hạch toán. Theo ý kiến của doanh nghiệp, mức giá trong năm 2013 sẽ được thống nhất và ghi nhận lại doanh thu cả năm 2013.

Khấu hao tài sản cố định và chi phí sửa chữa: Tài sản cố định của BTP có giá trị chủ yếu là nhà máy điện (10 tổ máy, trong đó có 8 tổ máy khí và 2 tổ máy hơi) với nguyên giá 2,2 nghìn tỷ trên tổng số 2,3 nghìn tỷ. Nhà máy điện được khấu hao khoảng từ 10-12 năm, tính tới thời điểm hiện tại hơn 80% giá trị nhà máy đã khấu hao hết. Hàng năm, công ty thực hiện trung tu, đại tu máy móc theo lịch trình. Năm 2012 kế hoạch ghi nhận 60 tỷ đồng thực hiện trung tu, nhưng mới chỉ ghi nhận 36 tỷ trong năm 2012, còn lại được hạch toán trong 2013. Tổng chi phí sửa chữa trong năm 2013 ước tính khoảng gần 100 tỷ đồng.

Định hướng đầu tư: Do hạn chế về mở rộng nguồn nguyên liệu khí cho sản xuất điện, BTP không có chủ trương mở rộng thêm công suất, máy móc hiện tại. Thay vào đó, doanh nghiệp đầu tư vào các doanh nghiệp nhiệt điện trong ngành, cụ thể: CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (2%), CTCP nhiệt điện Quảng Ninh (2%), CTCP thủy điện Buôn Đôn (25%).

- *CTCP Nhiệt điện Hải Phòng:* đã đầu tư 108 tỷ đồng (tương đương 2% vốn điều lệ công ty), công ty có 2 nhà máy với tổng công suất 1.200MWh. Nhà máy 1 phát điện vào 10/2009, Nhà máy 2 phát điện trong năm 2012.
- *CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh:* Đầu tư 115 tỷ đồng, tương đương 2% vốn điều lệ, công suất 1.200 MWh từ 2 nhà máy (nhà máy Quảng Ninh 1 – đi vào hoạt động 8/2009 và Quảng Ninh 2 đi vào hoạt động tháng 10/2009).
- *CTCP Thủy điện Buôn Đôn:* Đầu tư 83 tỷ đồng, tương đương 25% vốn điều lệ công ty. Công ty mới thành lập năm 2009, sử dụng vay vốn ODA khoảng 64,2 triệu USD để xây dựng nhà máy, theo dự kiến tháng 4 năm 2013 đã bắt đầu đi vào vận hành

thủ tuy nhiên với sự cố kênh dẫn dòng công trình 20/9, nên khả năng đi vào vận hành trong năm nay là khá khó khăn.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3'13:

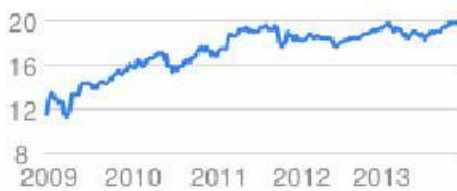
Doanh thu Q3'13 của BTP đạt 226 tỷ đồng, tăng nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Lũy kế 9 tháng, doanh thu đạt 1.503 tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm đạt 11%, thấp hơn 15% so với cùng kỳ năm 2012.

Thua lỗ tài chính khiến lợi nhuận sau thuế giảm mạnh: Trong Q3'13 khoản lỗ chênh lệch tỷ giá bằng ngoại tệ là 36,5 tỷ đồng, tạo ra khoản thua lỗ từ hoạt động tài chính là 22 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm trước khoản lỗ ngoại tệ chỉ 55 triệu đồng (khoản lỗ từ hoạt động tài chính 6 tỷ đến từ chi phí lãi vay). Nguyên nhân chủ yếu do mức tỷ giá KRW/VND tăng từ 16.83 lên 17.82, tăng 6% trong Q3'13.

LNST của doanh nghiệp trong Q3'13 đạt gần 10,5 tỷ đồng, giảm 50% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng đầu năm, LNST đạt 80,57 tỷ, tăng 5% so với cùng kỳ. Với kết quả này, so với kế hoạch 53,8 tỷ đồng, BTP đã vượt kế hoạch 50%.

Kỳ vọng kết quả kinh doanh cả năm 2013: Giá bán điện công suất năm 2013 dự kiến sẽ đạt được thỏa thuận vào cuối năm hoặc Q1'14. Trong trường hợp hết ngày 31/12/2013, Công ty vẫn chưa đạt được thỏa thuận về giá bán điện, thì doanh thu và lợi nhuận cuối năm tính theo mức giá năm 2012 (tức khoảng 1.400 VND/kWh) ước tính lần lượt là 1600 tỷ đồng và LNST 90 tỷ đồng (loại bỏ thêm ước tính chênh lệch tỷ giá hối đoái trong Q4'13). Tuy nhiên, kết quả kiểm toán cho doanh thu và lợi nhuận năm 2013 (gần hết Q1'14), giá bán điện cho năm 2013 sẽ được thống nhất với EVN và kết quả kinh doanh sẽ được tính lại với mức giá chính thức mới.

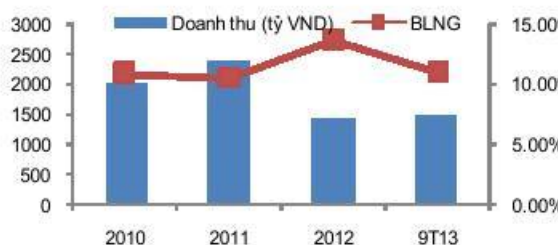
Biến động tỷ giá KRW/VND (2009-13)



Phân tích tài chính

Hiệu quả kinh doanh

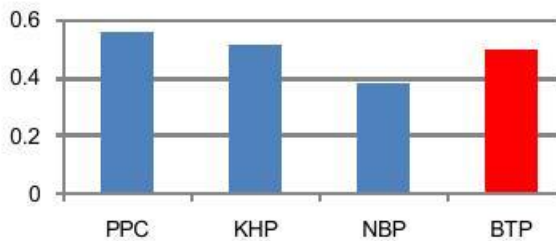
Diễn biến sản lượng và BLNG của BTP (2010-9T13)



- ✓ **Biên lợi nhuận giảm do sản lượng điện giảm:** Do sản lượng năm 2013 giảm 23% so với cùng kỳ và mức giá bán 2013 sẽ thấp hơn giá 2012 nên biên lợi nhuận gộp của năm nay sẽ kỳ vọng giảm hơn so với năm trước.
- ✓ **Cơ cấu chi phí:** 65-75% chi phí sản xuất điện là từ chi phí nhiên vật liệu sử dụng (khí đồng hành, dầu DO). Chi phí khấu hao tài sản cố định khoảng 10%.
- ✓ **Doanh thu và sản lượng biến động nhiều theo năm:** Do tài sản cố định BTP đã khấu hao được gần hết nên các tổ máy hầu hết phải thực hiện trung tu và đại tu định kỳ khiến sản lượng khó đạt được theo công suất thiết kế.

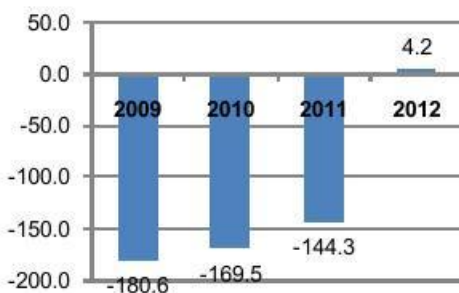
Cơ cấu giá trị tài sản BTP ngày 30/9/13

Chỉ tiêu	Giá trị (tỷ)	% TTS
TS Ngắn hạn	1.395	70%
Tiền và tương đương tiền	400	20%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	660	33%
TS Dài hạn	599	30%
Tài sản cố định	282	14%
Đầu tư tài chính dài hạn	307	15%
Tổng TS	1.994	100%

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của các DN nhiệt điện niêm yết

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

✓ *Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn chiếm trên 50% tổng tài sản BTP:* Tài sản cố định của BTP đã khấu hao gần hết vì vậy giá trị tương đối thấp, và chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng tài sản. Phần lớn tài sản của BTP có tính thanh khoản cao với trên 50% tiền mặt và khoản tiền gửi ngắn hạn tại công ty tài chính và ngân hàng. Ngoài ra, trên 50% tài sản dài hạn là các khoản đầu tư tài chính dài hạn vào các công ty điện lực BTP đầu tư.

✓ *Nợ dài hạn chiếm phần lớn khoản nợ trả lãi của doanh nghiệp:* Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản đạt 50%, ở mức bình quân so với các doanh nghiệp nhiệt điện trong ngành. Nợ vay của BTP chủ yếu là nợ dài hạn, công ty đã vay để đầu tư cho tổ máy đuôi hơi số 9 và số 10 bằng nguồn nhận lại nợ vay từ EVN và nguồn vay ODA Hàn Quốc. Trong đó, 4 triệu USD – tương đương khoảng 96 tỷ vay lại EVN từ ngân hàng thế giới, với lãi suất 7,1%/năm từ năm 2007 trong thời hạn 8 năm và 11 nghìn USD – tương đương khoảng 250 triệu VND trong 14 năm kể từ năm 2011. Ngoài ra, BTP còn vay 34 tỷ Won, tương đương với 620 tỷ đồng, theo hợp đồng tín dụng vốn ODA với lãi suất 2,2%/năm trong 27 năm kể từ năm 2004.

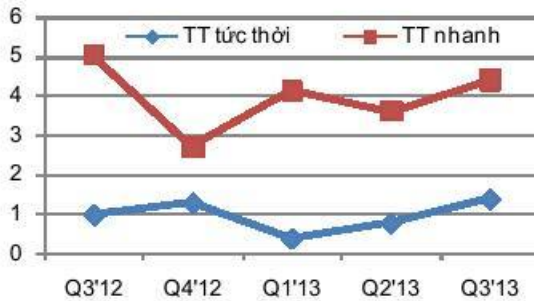
LN từ hoạt động tài chính BTP (tỷ VND)

Rủi ro về tỷ giá cao

Do 1 phần lớn tiền vay của BTP bằng đồng Won nên có rủi ro về tỷ giá cao, ảnh hưởng tới doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động tài chính. Trong 4 năm liên tiếp gần đây có 3 năm BTP liên tục ghi nhận khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá do đồng Won tăng giá so với VND. Từ năm 2009-2011, đồng Won đã tăng giá 30% từ 12.79 lên 16.64 khiến chi phí tài chính của BTP luôn duy trì mức rất cao, chiếm tới 7-12% tổng doanh thu. Năm 2012 con số này giảm xuống, khi đồng Won chỉ giảm giá hơn 6% trong cả năm nhưng chi phí tài chính giảm mạnh do BTP hoàn nhập khoản trích lập dự phòng khoảng 6,5 tỷ đồng, giúp giảm phần chi phí tài chính trong năm.

Trong năm 2013, đồng Won đã tăng 9% so với USD từ tháng 6 và xu hướng tăng giá có khả năng được kiểm chế do ngân hàng Trung ương Hàn Quốc đã tăng dự trữ ngoại tệ

cao nhất trong vòng 2 năm trở lại đây. Trong khi đó, đồng VND có xu hướng giảm giá với USD, đặc biệt là trong các tháng cuối năm.

Tỷ lệ thanh khoản BTP



Khả năng thanh khoản

Do BTP không có khoản vay ngân hàng nào, khoản vay nợ ngắn hạn được ghi nhận là phần nợ tới hạn của khoản vay ODA dài hạn, và do tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của BTP nên doanh nghiệp này có tính thanh khoản cao. Các tỷ lệ thanh toán đều ở trên 1x.

Chỉ tiêu định giá P/E và P/B của các doanh nghiệp trong ngành tại ngày 25/11/2013:

Chỉ tiêu	PPC	KHP	NBP	BTP	Bình quân
P/E	3.8	7.7	6.6	6.6	6.175
P/B	1.43	0.97	0.86	0.86	1.03
Giá trị sổ sách				16,3	
Giá (theo P/B)				16.789	

THÔNG TIN CHUNG

Mã CK	BTP
Tên công ty	Công ty CP Nhiệt điện Bà Rịa
Trụ sở chính	Phố Hương Giang, Long Hương, Bà Rịa-Vũng Tàu
Điện thoại	(84.064) 2212.811
Fax	(84.064) 3825.985
Email	
Website	www.btp.com.vn

LĨNH VỰC KINH DOANH CHÍNH

- Sản xuất, kinh doanh điện năng;
- Quản lý, vận hành, bảo dưỡng các thiết bị điện, các công trình điện, và các công trình kiến trúc nhà điện;
- Tư vấn quản lý dự án, giám sát thi công dự án thủy điện, thiết kế công trình thủy lợi, giao thông thủy điện;
- Kinh doanh vật tư, thiết bị điện.

CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN

- Tích cực mở rộng sản xuất kinh doanh, nâng cao uy tín và vị thế trong lĩnh vực sửa chữa, bảo dưỡng, lắp đặt các thiết bị điện;
- Tích cực tìm kiếm cơ hội đầu tư phù hợp với lợi thế, sở trường, và định hướng của chính phủ.
- Thực hiện ổn định sản xuất kinh doanh điện năng.
- Tăng cường đầu tư vào các nhà máy điện để đảm bảo vị thế hiện nay về sản xuất và kinh doanh trong EVN.

BÁO CÁO KQKD

Chỉ tiêu (tr. đồng)	2011	2012	9T'13
Doanh thu thuần	2.400.803	1.430.206	1.053.257
Lợi nhuận gộp	253.578	196.401	118.190
Thu nhập tài chính	7.484	30.049	65.957
Chi phí tài chính	151.738	26.463	58.138
LNTT	83.452	182.691	107.497
LNST	62.705	135.340	80.572

BẢNG CÂN ĐỐI TS – NV

Chỉ tiêu (tr. đồng)	2011	2012	Q3'13
Tiền mặt	22.089	222.309	399.552
ĐTTC ngắn hạn	0	540.000	660.000
Phải thu ngắn hạn	1.052.785	622.032	198.799
Hàng tồn kho	106.289	135.570	136.428
TS ngắn hạn khác	5.195	1.235	1.145
Phải thu dài hạn	-	-	-
TSCĐ&XDChB	519.702	358.435	282.049
Đầu tư dài hạn	307.250	307.250	307.250
TS dài hạn khác	941	9.629	9.647
TỔNG TÀI SẢN	2.014.254	2.196.463	1.994.873
Nợ ngắn hạn	301.776	514.068	286.204
Nợ dài hạn	825.778	716.971	720.769
Vốn chủ sở hữu	886.700	965.423	987.900
Lợi ích CĐTS	-	-	-
TỔNG NGUỒN VON	2.014.254	2.196.463	1.994.873

CHI TIÊU TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2011	2012	Q3'13
Tỷ suất LN gộp(%)	10,56	13,73	15,99
Tỷ suất LNST	2,61	9,46	4,01
ROE%	7,29	14,61	1,07
ROA%	2,88	6,43	0,51
Vòng quay tồn kho	19,23	10,2	1,63
Vòng quay phải thu	2,46	1,71	0,81
Nợ phải trả/VCSH	1,27	1,28	1,02
Khả năng TT nhanh	3,58	2,7	4,4
Khả năng TT tiền mặt	0,07	0,43	1,4

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích và FPTTS không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888