



## Mua

Giá mục tiêu	19.000	VNĐ
Giá đóng cửa	15.000	VNĐ
24/05/2016		

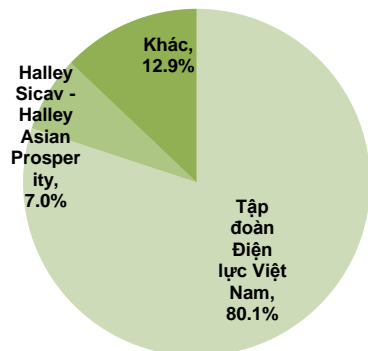
**Trần Trương Mạnh Hiếu**  
 (+84-8) 5413-5479 Ext: 8210  
[hieutrantruong@phs.vn](mailto:hieutrantruong@phs.vn)

### Thông tin cổ phiếu

Mã CP	BTP
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	604.8
CP đang lưu hành (triệu)	60.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	907.2
Biên độ 52 tuần (đồng)	10.400~18.700
KLGD trung bình 3 tháng	130
Beta	0.59
Sở hữu nước ngoài	9%
Ngày niêm yết đầu tiên	24/11/2009

### Cổ đông lớn

Tập đoàn Điện lực Việt Nam	80.1%
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	7.0%
Khác	12.9%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	2.8	4.3	0.8
(%)	23%	40%	6%



## CTCP Nhiệt điện Bà Rịa (BTP)

Ngành: Điện

## Triển vọng tăng doanh thu, lợi nhuận trong trung hạn khi được hưởng tời từ hiện tượng El Nino

### Những điểm nổi bật

BTP là nhà máy nhiệt điện khí ở Bà Rịa Vũng Tàu, nguyên liệu sản xuất điện là khí tự nhiên (GAS) và dầu DO. Năm 2015, nhờ ảnh hưởng từ El Nino mà sản lượng điện huy động tăng mạnh, tuy nhiên do chênh lệch tỷ giá giữa Won Hàn Quốc (KRW) và VND gia tăng đã ảnh hưởng mạnh đến lợi nhuận, làm lợi nhuận sau thuế giảm 28.1%.

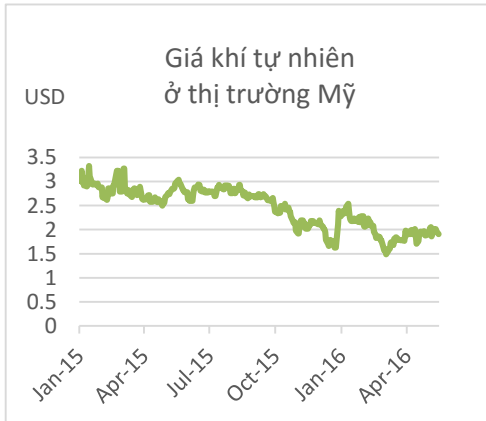
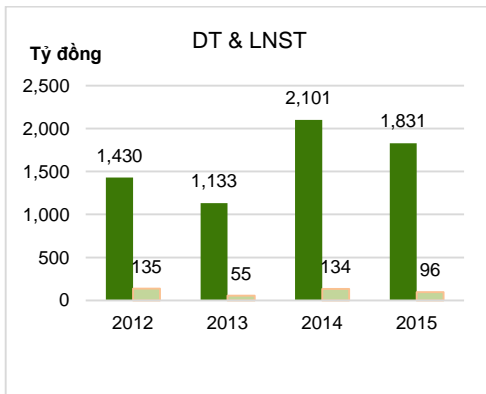
Quý 1/2016, doanh thu sụt giảm nhẹ 6.9 % do ảnh hưởng từ giá mua điện tạm tính từ năm 2015 (và sẽ được điều chỉnh lại khi có giá bán chính thức năm 2016). Tuy nhiên, do giá khí giảm mạnh hơn và khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá giảm làm BTP chỉ còn lỗ 18.7 tỷ đồng so với mức lỗ 122.8 tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoái.

Chúng tôi đánh giá khả quan về triển vọng của BTP trong trung hạn do: (1) Công ty tiếp tục hưởng lợi từ hiện tượng El Nino, làm sản lượng huy động điện sẽ gia tăng. (2) Nhu cầu sử dụng điện ở các tỉnh phía Nam được kỳ vọng gia tăng và nhu cầu đang vượt cung. (3) Giá khí trung bình năm 2016 có xu hướng thấp hơn 2015 qua đó giúp cải thiện chi phí nguyên vật liệu. (4) Tỷ giá KRW có xu hướng ổn định trở lại, làm giảm khoản lỗ tỷ so với năm trước.

Có 3 rủi ro chính có thể ảnh hưởng đến KQKD của BTP trong thời gian tới. (1) Giá khí hiện đang biến động khá mạnh và khó dự báo trước, nếu giá khí tăng trở lại có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của BTP. (2) Rủi ro tỷ giá, nếu VND phá giá mạnh thì khoảng chênh lệch lỗ tỷ giá có khả năng gia tăng mạnh trở lại. (3) Hiện máy móc thiết bị của BTP đã khá cũ khấu hao gần hết chi phí bảo trì đang gia tăng làm triển vọng phát triển dài hạn có thể bị ảnh hưởng.

**Khuyến nghị MUA**, Với những đánh giá trên chúng tôi cho rằng lợi nhuận của BTP có khả năng gia tăng trong ngắn và trung hạn. Hiện tại, trong quý 2, đồng KRW đang ổn định trở lại và hầu như không tăng so với thời điểm cuối quý 1. Do đó, nhiều khả năng quý 2/2016, BTP sẽ có lợi nhuận so với mức lỗ trong quý trước. Dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) mức giá hợp lý của BTP là 19,000 đồng/cổ phần cao hơn 26.8% so với giá ở thời điểm hiện tại 15,000 đồng/cổ phần.

	2013	2014	2015	2016 E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,132.55</b>	<b>2,100.97</b>	<b>1,830.98</b>	<b>1,922.53</b>
%YoY	7.9%	85.5%	-12.9%	5.0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>80.27</b>	<b>130.97</b>	<b>189.16</b>	<b>211.48</b>
%YoY	27.9%	63.2%	44.4%	11.8%
Biên LN gộp	7.1%	6.2%	10.3%	11.0%
Biên LN HĐKD	4.5%	4.5%	8.8%	9.0%
Lợi nhuận sau thuế	55.02	133.51	95.98	129.10
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>55.02</b>	<b>133.51</b>	<b>95.98</b>	<b>129.10</b>
% YoY	7.0%	142.7%	-28.1%	34.5%



Nguồn: PHS & EIA

### Kết quả kinh doanh năm 2015 và quý 1 năm 2016

BTP là nhà máy nhiệt điện khí ở Bà Rịa Vũng Tàu, doanh thu của công ty đến từ việc bán điện cho EVN. Theo đó, sản lượng điện huy động năm 2015 đạt 1,641 triệu KWH tăng 12.7% so với năm 2014, nhưng giá điện EVN mua điều chỉnh giảm so với 2014 nên doanh thu thuần suy giảm 12.9% đạt 1,830.9 tỷ đồng. Chi phí đầu vào là giá khí giảm mạnh giúp lợi nhuận gộp đạt 189.1 tỷ đồng tăng 44.4%.

**Chênh lệch tỷ giá bào mòn thành quả kinh doanh.** Công ty có khoảng nợ bằng đồng KRW vào khoảng 32.4 tỷ ở thời điểm đầu năm 2015, việc đồng KRW tăng giá so với VND đã tác động không nhỏ đến lợi nhuận. Không những vậy, căn cứ theo thông tư 200/2014/TT/BTC thì BTP phải đánh giá lại khoảng vay bằng đồng ngoại tệ bằng tỷ giá theo giá bán ở các ngân hàng thương mại. Tỷ giá này đã tăng từ 17.75 VND lên 19.22 VND (theo tỷ giá của Vietcombank) vào cuối năm 2015 làm công ty lỗ 50.7 tỷ đồng. Lợi nhuận cũng suy giảm 28.1% còn 95.9 tỷ đồng.

**Cập nhật KQKD quý I 2016.** Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ có sự suy giảm nhẹ 6.9% so với cùng kỳ còn 389.4 tỷ đồng. Doanh thu sụt giảm phản ánh giá bán điện sụt giảm do các yếu tố cơ bản thay đổi, trung bình mức giá bán điện suy giảm 22% so với năm 2014 (lưu ý đây là doanh thu tạm tính với giá điện năm 2015 theo công văn số 512/EVN-TCKT ngày 17/02/2016 của Tập Đoàn Điện Lực Việt Nam, khi có giá điện chính thức công ty sẽ tiến hành điều chỉnh lại). Tuy nhiên, với việc giá khí ở mức thấp trong quý 1/2016 đã làm chi phí bán hàng giảm 12.6% qua đó tăng lợi nhuận gộp lên 32.1 tỷ đồng tăng 236.3% so với cùng kỳ.

Đáng chú ý là chi phí tài chính, đặc biệt là khoản lỗ tỷ giá 45.9 tỷ đồng do đồng KRW tăng so với VND là nguyên nhân chính là xói mòn lợi nhuận của BTP. Kết thúc quý 1/2016, công ty lỗ 18.9 tỷ đồng, mức này đã giảm đáng kể so với mức -122.9 tỷ đồng của cùng kỳ năm ngoái.

Hiện khả năng thanh khoản của BTP khá tốt khi có đến 554.7 tỷ đồng tiền và các khoản tương đương tiền, 518 tỷ các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn chủ yếu là các khoản tiền gửi dưới 1 năm ở các ngân hàng. Tổng cả hai khoảng này chiếm đến 56.2% tổng tài sản cho thấy khả năng tài chính của công ty là khá mạnh.

### Triển vọng năm 2016

Chúng tôi cho rằng BTP là doanh nghiệp nhiệt điện khí khá tiềm năng do bốn lý do sau:

Thứ nhất, do thủy văn năm 2015-2016 không được thuận lợi do bị ảnh hưởng từ hiện tượng El Nino nên các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục không tích đủ mực nước bình thường để phát điện. Thêm vào đó, ngoài sản xuất điện các nhà máy thủy điện này còn phải sử dụng nguồn nước để phục vụ cho nông nghiệp (vốn đang bị ảnh hưởng khá nặng từ hạn hán). Do đó, sản lượng điện huy động từ các nhà máy thủy điện sẽ suy giảm. Để duy trì ổn

định hệ thống lưới điện EVN sẽ tiếp tục huy động tối đa nguồn điện từ các nhà máy nhiệt điện trong đó có BTP.

Thứ hai, nhu cầu tiêu thụ điện năng sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới, tốc độ tăng tiêu thụ điện bình quân gấp 2 lần tăng trưởng GDP. Tuy nhiên, tốc độ gia tăng nguồn cung không đủ bù đắp cho nhu cầu này, đặc biệt là tình trạng chênh lệch nguồn cung giữa miền Bắc và miền Nam. Theo đó, các nhà máy thủy điện tập trung ở miền Bắc, còn ở miền Nam luôn trong tình trạng thiếu điện (thiếu hụt khoảng 30%) và phải dựa chủ yếu vào đường dây 500 kV Bắc - Nam (để truyền tải điện từ miền Bắc vào miền Nam) nhằm bù đắp phần nào lượng thiếu hụt này. Dự báo năm 2016, miền Nam sẽ tiếp tục thiếu điện do ảnh hưởng từ hiện tượng El Nino. Do đó, BTP - nhà máy nhiệt điện hoạt động ở khu vực Bà Rịa Vũng Tàu và các vùng lân cận phía nam sẽ được hưởng lợi từ việc này.

Thứ ba, nguyên liệu chính để sản xuất điện của BTP là khí, hiện giá dầu khí đang có dấu hiệu phục hồi nhưng xu hướng tăng này nhiều khả năng sẽ không kéo dài và khả năng sẽ được duy trì ở mức thấp qua đó giúp cải thiện lợi nhuận của BTP.

Thứ tư, rủi ro lớn nhất của BTP ở hiện tại là biến động tỷ giá giữa KRW/VND. Khi trong năm 2015, KRW tăng 8.28% (tỷ giá của Vietcombank) so với VND đã làm công ty gánh chịu khoản lỗ 50.7 tỷ đồng từ việc đánh giá lại vốn vay có gốc ngoại tệ. Tuy nhiên, từ đầu năm đến nay, tỷ giá KRW/VND có xu hướng ổn định (chỉ tăng 4.47%) nên khả năng năm 2016 tỷ giá được duy trì ổn định hoặc tăng nhẹ là khá lớn và BTP sẽ giảm được khoảng lỗ này.

Năm 2016, BTP có kế hoạch sản xuất 1,437 triệu KWH điện (tương ứng 1,387.6 triệu KWH điện thương phẩm), thấp hơn mức 1,641 KWH của năm 2015. Tuy nhiên, với những diễn biến hiện tại và những ảnh hưởng từ El Nino chúng tôi cho rằng sản lượng điện năm 2016 của BTP có khả năng bằng hoặc tăng hơn so với năm 2015. Qua đó, lợi nhuận năm 2016 vào khoảng 129 tỷ đồng tương đương EPS vào khoảng 2,134 đồng/ cổ phần.

Chúng tôi đánh giá khả quan về BTP trong ngắn và trung hạn tuy nhiên về mặt dài hạn chúng tôi lưu ý nhà đầu tư một số vấn đề về khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng do:

Thứ nhất, hệ thống dây chuyền sản xuất quá đã quá cũ 8 tuabin khí và 2 tuabin hơi nước đa số đều được lắp đặt trước năm 2000. Tính tới cuối năm 2015, nguyên giá tài sản cố định hữu hình là 2,382.4 tỷ đồng nhưng đã được khấu hao 2,297.3 tỷ đồng (tài sản cố định hữu hình còn 85 tỷ đồng), chi phí bảo trì đang gia tăng (năm 2016 tổng giá trị sửa chữa lớn dự kiến là 106.9 tỷ đồng) cho thấy máy móc thiết bị của BTP đã khá cũ, ảnh hưởng đến việc vận hành liên tục và khả năng tăng sản lượng điện bị hạn chế.

Thứ hai, việc đầu tư tài chính vào các công ty liên doanh liên kết ngành điện, tuy có mang lại doanh thu, lợi nhuận nhưng về bản chất thì đây không phải là hoạt động kinh doanh chính và không tạo ra lợi thế cạnh tranh trong lĩnh vực sản xuất điện. Do đó, về lâu dài thì sự phát triển của BTP vẫn sẽ bị ảnh hưởng nhất định. Thêm vào đó, tuy đang tiến hành đo đạc số liệu gió và đánh giá tính khả thi của dự án nhà máy điện gió ở tỉnh Bình Thuận và dự án nhà máy nhiệt điện than ở tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu nhưng do đây là những dự án đang trong quá trình khảo sát nên chúng tôi chưa đánh giá được tiềm năng, và sẽ cập nhật sau khi có thông tin cụ thể.

### Rủi ro tiềm ẩn

#### Rủi ro tỷ giá.

Nợ dài hạn bằng ngoại tệ của BTP vào cuối năm 2015 là 528.3 tỷ đồng tương đương 29.9 tỷ KRW (khoảng nợ này xuất phát từ khoảng nợ vay 49.9 tỷ KRW để đầu tư vào máy móc thiết bị) chính việc biến động giảm của VND so với các đồng tiền chủ chốt trong năm 2015 đã làm công ty lỗ gánh chịu khoản lỗ lớn. Hiện, tỷ giá VND và các đồng tiền đang có xu hướng ổn định nhưng nếu tỷ giá này biến động mạnh trong thời gian tới có thể gây tác động tiêu cực đến lợi nhuận và gia tăng các khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá trong năm 2016.

#### Rủi ro về giá khí.

Giá khí là chi phí lớn nhất của BTP ở hiện tại, về dài hạn chúng tôi cho rằng tình trạng dư thừa nguồn cung có thể làm giá khí tiếp tục duy trì ở mức thấp và có tác động tích cực đến lợi nhuận của BTP. Tuy nhiên, những biến động ngắn hạn, đặc biệt là sự phục hồi của giá dầu và khí thời gian gần đây vẫn có những tác động nhất định đến chi phí bán hàng và lợi nhuận trong ngắn hạn của BTP.

#### Rủi ro hoạt động

Hệ thống tuabin khí và hơi nước đã khá cũ, tài sản cố định đã khấu hao gần hết. Chi phí sửa chữa lớn và bảo dưỡng thiết bị gia tăng trong năm 2016. Điều này có thể làm gián đoạn quá trình sản xuất để bảo trì và sửa chữa trong thời gian tới. Quan đó, ảnh hưởng khá lớn đến hiệu quả hoạt động.

**Khuyến nghị MUA**, Với những đánh giá trên chúng tôi cho rằng lợi nhuận của BTP có khả năng gia tăng trong ngắn và trung hạn. Hiện tại, trong quý 2, đồng KRW đang ổn định trở lại và hầu như không tăng so với thời điểm cuối quý 1. Do đó, nhiều khả năng quý 2/2016, BTP sẽ có lợi nhuận so với mức lỗ trong quý trước. Dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) mức giá hợp lý của BTP là 19,000 đồng/cổ phần cao hơn 26.8% so với giá ở thời điểm hiện tại 15,000 đồng/cổ phần.

## Sơ lược công ty

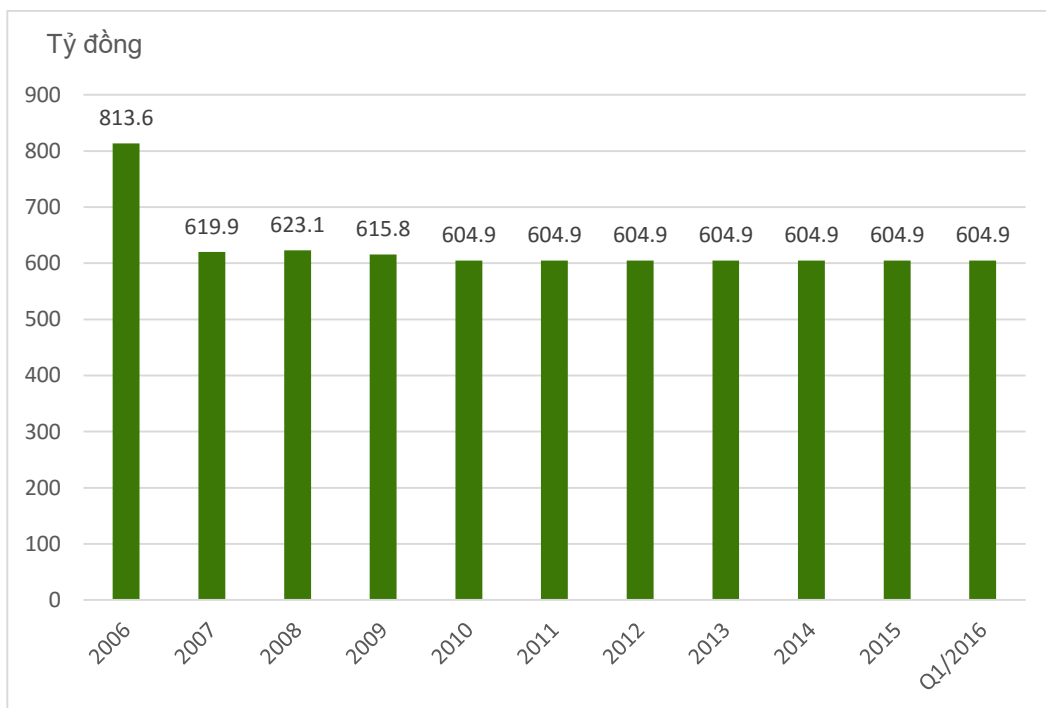
BTP tiền thân là nhà máy điện Bà Rịa trực thuộc công ty điện lực 2 sau này được chuyển sang trực thuộc Tổng Công Ty Điện Lực Việt Nam EVN.

Năm 2005, công ty được chuyển sang hạch toán độc lập và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2009. Hiện Tổng Công Ty Điện Lực Việt Nam đang là cổ đông lớn nhất của BTP khi nắm giữ 79.56% cổ phần.

BTP là nhà máy nhiệt điện chạy khí (GAS) chuyên cung cấp điện cho khu vực tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu. Hiện công ty là 1 trong 3 doanh nghiệp nhiệt điện niêm yết trên thị trường chứng khoán với vốn chủ sở hữu khoảng 1,060 tỷ đồng.



## Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: BTP & PHS

## Chỉ số tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2013	2014	2015	2016E
Doanh thu thuần	1,132.55	2,100.97	1,830.98	1,922.53
Giá vốn hàng bán	1,052.28	1,970.00	1,641.82	1,711.05
Lợi nhuận gộp	80.27	130.97	189.16	211.48
Chi phí bán hàng	0.24	0.23	0.19	0.27
Chi phí QLDN	28.79	37.00	27.75	37.28
Lợi nhuận từ HĐKD	51.25	93.74	161.23	173.92
Lợi nhuận tài chính	21.42	72.21	(41.47)	(12.96)
Chi phí lãi vay	25.53	20.34	15.26	14.52
Lợi nhuận trước thuế	72.85	166.37	120.27	161.37
Lợi nhuận sau thuế	55.02	133.51	95.98	129.10
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	55.02	133.51	95.98	129.10
Cân đối kế toán	2013	2014	2015	2016E
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>1,299.69</b>	<b>1,523.61</b>	<b>1,590.36</b>	<b>1,692.46</b>
Tiền và tương đương tiền	1,078.89	972.98	906.88	973.49
Phải thu ngắn hạn	48.02	395.09	519.80	538.31
Hàng tồn kho	147.43	149.12	154.57	171.11
Tài sản ngắn hạn khác	25.36	6.42	9.10	9.56
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>513.45</b>	<b>454.15</b>	<b>402.40</b>	<b>372.19</b>
Tài sản cố định	217.90	108.21	89.01	58.29
Đầu tư tài chính dài hạn	294.64	345.37	303.14	303.14
Tài sản dài hạn khác	0.91	0.57	10.25	10.76
Lợi thế thương mại	-	-	-	-
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>1,813.13</b>	<b>1,977.76</b>	<b>1,992.76</b>	<b>2,064.65</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>850.78</b>	<b>939.99</b>	<b>932.09</b>	<b>1,000.12</b>
Nợ ngắn hạn	226.19	407.72	403.77	432.31
Nợ dài hạn	624.60	532.27	528.32	567.81
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>962.35</b>	<b>1,037.78</b>	<b>1,060.66</b>	<b>1,141.37</b>
Vốn điều lệ	604.86	604.86	604.86	604.86
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1,813.13</b>	<b>1,977.76</b>	<b>1,992.76</b>	<b>2,064.65</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2013	2014	2015	2016E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	397.54	54.46	12.22	158.17
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	10.53	(19.38)	31.46	(19.23)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(158.49)	(162.98)	(94.78)	(72.34)
Tiền trong kỳ	249.58	(127.91)	(51.10)	66.61
Tiền mặt đầu năm	222.31	471.89	343.98	292.88
Tiền mặt cuối năm	471.89	343.98	292.88	359.49

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015	2016E
<b>Cơ cấu vốn</b>				
TS ngắn hạn/Tổng TS	72%	77%	80%	82%
TS dài hạn/Tổng TS	28%	23%	20%	18%
Tổng Nợ/VCSH	0.9	0.9	0.9	0.9
Tổng Nợ/Tổng TS	0.5	0.5	0.5	0.5
Chỉ số chi trả lãi vay	3.9	9.2	8.9	12.1
<b>Chỉ số thanh khoản</b>				
Thanh khoản hiện thời	5.7	3.7	3.9	3.9
Thanh khoản nhanh	5.1	3.4	3.6	3.5
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Số ngày tồn kho	50.4	27.2	33.9	36.0
Số ngày thu tiền	15.3	67.7	102.2	100.8
Số ngày phải trả	28.9	50.7	51.5	51.3
Vòng quay TS ngắn hạn	0.9	1.4	1.2	1.1
Vòng quay TS cố định	5.2	19.4	20.6	33.0
Vòng quay tổng TS	0.6	1.1	0.9	0.9
<b>Tỷ suất lợi nhuận</b>				
Tỷ suất LN gộp	7%	6%	10%	11%
Tỷ suất LN HĐKD	5%	4%	9%	9%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	5%	6%	5%	7%
ROE	6%	13%	9%	11%
ROA	3%	7%	5%	6%

Nguồn: BTP và PHS dự phóng



## Đảm bảo phân tích

---

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

---

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

---

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.



### Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng

Tòa nhà CR3-04B, Tầng 4,

109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

**Điện thoại:** (84-8) 5 413 5479

**E-mail:** [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)

**Call Center:** (84-8) 39 33 99 66