

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN BÀ RỊA

Ngày 15 Tháng Bảy, 2014



BÁO CÁO CẬP NHẬT: NĂM GIỮ

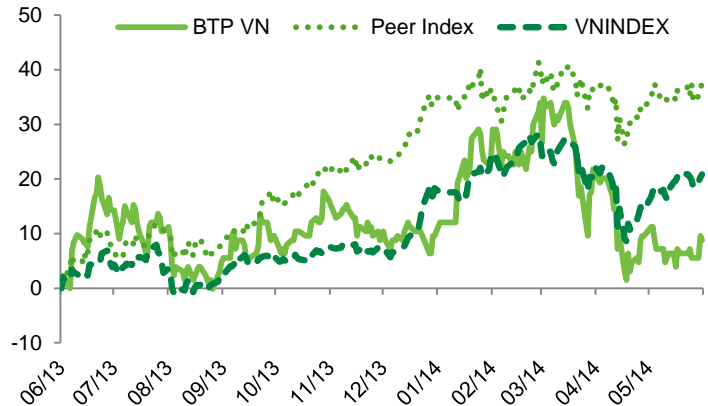
Giá hiện tại (14/7/2014):	(đồng)	13.100
Giá mục tiêu:	(đồng)	14.100
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn		Năm giữ
Kháng cự ngắn hạn	VND	14.500
Hỗ trợ ngắn hạn	VND	12.200
Mã Bloomberg: BTP VN	Sàn niêm yết:	HSX
Ngành:	Điện	
Beta	1,11	
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	12.300 - 16.600	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	60,5	
Vốn hóa (tỷ đồng)	817	
Tỷ lệ free-float	12,3%	
KLGDBQ 12 tháng (cp)	318.578	
Sở hữu nước ngoài (%)	1,67%	

Năm	Cổ tức	EPS (đồng)
2014 VPBS dự báo		1.039
2013	6%	921
2012	8,2%	2.283
2011		1.053

Chỉ số	BTP	Cùng ngành	VNI
PE	12	8,2	13,5
PEG	(0,2)	0,5	na
P/B	0,81	1,21	1,93
EBIT/I	9,16	7,79	na
EV/EBITDA	3,17	4,24	10,17
ROE	6,6%	17,2%	14,5%

Giới thiệu về công ty:

Hoạt động chính của BTP là sản xuất và kinh doanh điện. 97% sản lượng được bán cho EVN và 3% sử dụng nội bộ. Công ty được thành lập vào tháng 12 năm 1992. BTP trước đây do Công ty Điện lực số 2 của Bộ Năng lượng sở hữu. Từ năm 1995 đến năm 2005, BTP hoạt động dưới sự quản lý của EVN như một công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên. Năm 2006, BTP được cổ phần hóa và niêm yết trên thị trường chứng khoán Hồ Chí Minh. Tính đến ngày 31 tháng 12 năm 2013, tổng tài sản của công ty đạt 1.858 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu đạt 968 tỷ đồng.



Trong báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị Năm Giữ dài hạn dựa trên những yếu tố sau:

- ❖ Sản lượng dự kiến trong năm 2014 sẽ tăng 38% từ mức đáy của năm 2013. Giá bán tạm thời của BTP trong năm 2014 được dự báo sẽ giảm 5% so với giá của năm 2013 do khấu hao giảm. Nhìn chung, doanh thu từ kinh doanh điện dự kiến sẽ tăng 30%, đạt 1.461 tỷ đồng đồng thời giá vốn hàng bán cũng sẽ tăng theo tương ứng, dẫn đến lợi nhuận ròng của BTP trong năm 2014 được dự báo chỉ đạt 62 tỷ đồng, chỉ cao hơn 13% so với năm ngoái.
- ❖ Phụ thuộc rất nhiều vào việc bán điện cho EVN. Cụ thể, EVN ưu tiên mua điện từ các nguồn rẻ hơn như thủy điện và các nhà máy nhiệt điện than, điều này cho thấy BTP gặp khó khăn khi cạnh tranh với các nguồn năng lượng khác do chi phí sản xuất cao, đặc biệt là trong thị trường phát điện cạnh tranh.
- ❖ GENCO 3, cổ đông lớn nhất của BTP, có ý định giảm tỷ lệ sở hữu từ 79% đến tối đa 51%, giúp nâng cao tính thanh khoản của cổ phiếu BTP. Ngoài ra, các dự án đầu tư của BTP vào một nhà máy điện ở Bình Thuận và một nhà máy nhiệt điện than ở Vũng Tàu vẫn đang trong giai đoạn lập kế hoạch và không có thêm thông tin chi tiết. Do đó, cho đến nay vẫn chưa có chất xúc tác để bổ sung thêm năng lực sản xuất điện cho BTP.
- ❖ Chúng tôi đã điều chỉnh triển vọng công ty và định giá lại BTP dựa trên mô hình chiết khấu dòng tiền và P/E. Giá trị thu được là 14.100 đồng/cổ phiếu, cao hơn 8% so với giá giao dịch và thấp hơn 13% so với mức giá mục tiêu ban đầu của chúng tôi.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

Nội Dung

KẾT QUẢ KINH DOANH	3
Kết quả tài chính đã kiểm toán năm 2013- thấp hơn mong đợi	3
Mục tiêu năm 2014	4
Kết quả tài chính quý 1 năm 2014	4
Một số cập nhật khác	5
Cập nhật các khoản đầu tư tài chính	6
Thay đổi giả định trong mô hình định giá.....	6
ĐỊNH GIÁ	8
So sánh các công ty cùng ngành	8
Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)	9
Phân tích độ nhạy	9
Độ nhạy của tỷ lệ tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận thị trường đối với giá cổ phiếu	10
Phân tích kỹ thuật	10
Diễn biến giá gần đây	10

KẾT QUẢ KINH DOANH

VPBS tham dự Hội nghị thường niên của BTP vào ngày 24 tháng 6 năm 2014. Kết hợp với các kết quả tài chính đã được kiểm toán năm 2013 và quý 1 năm 2014, chúng tôi công bố bản cập nhật quý của BTP.

Kết quả tài chính đã kiểm toán năm 2013- thấp hơn mong đợi

Năm 2013 có mưa nhiều do đó EVN ưu tiên mua điện từ các nhà máy thủy điện hơn từ các nhà máy nhiệt điện. Vì vậy, tổng sản lượng của BTP năm 2013 được ghi nhận khá khiêm tốn, chỉ 823,34 triệu kWh, bằng 78,5% so với năm 2012. Đây được coi là sản lượng thấp nhất trong vòng 18 năm hoạt động của BTP. Với tỷ lệ sử dụng nội bộ và tổn thất điện năng chiếm 4%, sản lượng thương mại của BTP năm 2013 chỉ đạt 788,8 triệu kWh. Lý do thứ hai giải thích cho sản lượng thấp của BTP trong năm 2013 là việc chậm trễ sản xuất do công ty tiến hành đợt bảo dưỡng lớn đối với hai tua bin khí GT5 và GT7, tuabin hơi nước ST9 và nồi hơi thu hồi nhiệt số 7. Tổng chi phí bảo trì ghi nhận trong năm 2013 là 63,7 tỷ đồng (2,9 triệu đô), thấp hơn nhiều so với số lượng dự kiến 114 tỷ đồng (5,4 triệu đô) vào đầu năm tài chính. Lý do cuối là trong năm 2013, BTP gặp khó khăn trong về nguồn cung khí đốt do công ty không được đảm bảo về việc nhận đủ lượng khí tối thiểu cho sản xuất điện, gây ảnh hưởng đến sản xuất của BTP.

Về giá điện, trong năm 2013, BTP bán điện cho EVN với mức giá bán trung bình 1.431 đồng/kWh. Cho cả năm 2013, BTP đã báo cáo doanh thu thuần 1.132 tỷ đồng (53,3 triệu đô), thấp hơn 21% so với doanh thu năm ngoái. Trong đó, 1.122 tỷ đồng (52,8 triệu đô) (99% doanh thu) đến từ kinh doanh điện.

Doanh thu tài chính đạt 113,6 tỷ đồng (5,3 triệu đô), tăng mạnh 3,7 lần so với năm trước nhờ lượng tiền gửi lớn, bán cổ phiếu quỹ và cổ tức nhận được từ công ty liên kết. Đồng thời, chi phí tài chính năm 2013 đạt 91,6 tỷ đồng (4,3 triệu đô), trong đó 25,5 tỷ đồng (1,2 triệu đô) là chi phí lãi vay. Đến cuối năm, thu nhập ròng của BTP đạt 55 tỷ đồng (2,6 triệu đô), giảm 59% so với năm 2012 và cao hơn so với mục tiêu điều chỉnh của công ty là 53,86 tỷ đồng (2,5 triệu đô). EPS của BTP năm 2013 đạt 921 đồng/cổ phiếu

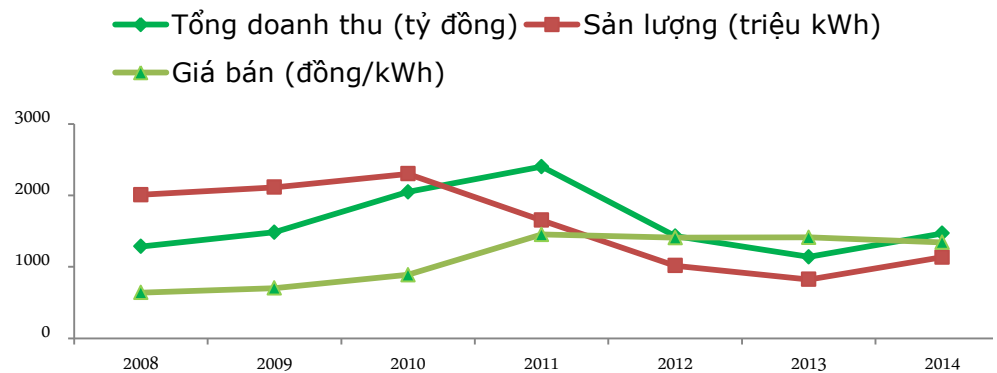
Thanh khoản tích cực với các khoản phải thu thấp và lượng tiền mặt cao trong năm 2013. Khoản phải thu của BTP đã giảm đáng kể từ 602,8 tỷ vào đầu năm 2013 còn 31 tỷ đồng (1,5 triệu đô) (giảm 19 lần) vào cuối năm 2013 do khoản phải thu từ EVN đã giảm đáng kể. Nhờ các khoản phải thu giảm nên tiền mặt và tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn của BTP tăng từ 762 tỷ đồng (35,9 triệu đô) vào đầu năm 2013 lên 1.078 tỷ đồng (50,8 triệu đô) vào cuối năm (tăng 41% so với đầu năm). Số dư bằng tiền và tương đương tiền chiếm 59% tổng tài sản của BTP.

Do đó, BTP có chỉ số thanh toán hiện thời là 5,75 , tăng gần gấp đôi so với năm 2012.

Mục tiêu năm 2014

BTP đặt mục tiêu cho năm 2014 với doanh thu thuần 1.461 tỷ đồng (68,6 triệu USD), cao hơn 30% so với năm ngoái và 24% cao hơn doanh thu dự báo của chúng tôi trong báo cáo lần đầu. Doanh thu từ kinh doanh điện tăng xuất phát từ việc sản lượng thương mại tăng 38%, từ 788,9 triệu kWh đến 1.087,6 triệu kWh, bù đắp cho việc giá giảm 5%, mức giá này được tạm tính dựa trên chi phí khấu hao ở mức thấp hơn trong năm 2014. Tuy nhiên, do giá cuối cùng cho năm 2014 vẫn đang đàm phán với EVN, các dự báo kết quả tài chính của BTP trong năm 2014 có thể thay đổi.

Doanh thu, sản lượng và giá bán



Nguồn: VPBS

Tuy nhiên, giá vốn hàng bán được dự báo sẽ tăng tương ứng, dẫn đến lợi nhuận gộp năm 2014 không thay đổi so với năm 2013. Doanh thu tài chính thuần của BTP được ước tính ổn định ở mức 20 tỷ đồng (0,9 triệu USD). Trong ngắn hạn, lợi nhuận sau thuế năm 2014 vào khoảng 57,2 tỷ đồng (2,7 triệu USD), chỉ cao hơn 4% so với năm 2013. Về kế hoạch bảo dưỡng, BTP có kế hoạch chi VND17,7 tỷ đồng (0,8 triệu USD) cho kỳ bảo dưỡng lớn (hệ thống điều khiển của tuabin hơi 306-1, đường ống dẫn khí) và 28,5 tỷ đồng (1,33 triệu USD) cho các hoạt động bảo trì khác (bảo dưỡng thường xuyên cho GT2, GT4, GT5 và GT7, bảo trì nhỏ cho GT1, GT3, GT6, GT8 và nồi hơi). Hơn nữa, BTP sẽ dành chi phí vốn 24,93 tỷ đồng (1,17 triệu USD) để đầu tư máy móc vào năm 2014. Trong năm 2014, BTP sẽ duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt 8%.

Kết quả tài chính quý 1 năm 2014

Công ty vừa công bố kết quả kinh doanh quý 1 năm 2014 với doanh thu đạt 659 tỷ đồng, tăng mạnh 74% so với cùng kỳ và đạt 45% kết hoạch năm. Tăng doanh thu chủ yếu nhờ sự gia tăng mạnh mẽ sản lượng điện, do quý đầu tiên là mùa khô ở miền Nam, không có nguồn cung cấp nước cho các nhà máy thủy điện. BTP đã đàm phán với EVN bán khoảng 1.087

tỷ kWh cho EVN trong năm 2014 (tăng 35% so với năm ngoái). Trong quý 1, BTP bán 513,7 triệu kWh điện cho EVN, chiếm 47% kế hoạch cả năm. Trong khi đó, giá điện bán trong quý 1 là giá tạm tính của năm 2013.

Doanh thu tăng mạnh nhưng giá vốn hàng bán cũng tăng 78% so với cùng kỳ, do đó, mặc dù lợi nhuận gộp ghi nhận 57 tỷ đồng (tăng 43% so với cùng kỳ) nhưng biên lợi nhuận gộp giảm từ 11% trong quý 1 năm 2013 xuống còn 9% trong quý 1 năm 2014.

Thu nhập tài chính của BTP chỉ đạt 10 tỷ đồng (0,5 triệu đô), chỉ bằng một phần ba so với cùng kỳ năm 2013 do KRW bị giảm giá nhẹ so với VND. BTP chỉ ghi nhận 6 tỷ đồng (0,3 triệu đô) doanh thu chưa được hưởng từ tăng tỷ giá hối đoái so với 23 tỷ đồng (1,1 triệu đô) cùng kỳ. Thu nhập lãi ổn định ở mức 4,6 tỷ đồng mỗi quý. Trong khi đó, chi phí tài chính, chủ yếu là chi phí lãi vay, thay đổi nhẹ và được ghi nhận 5,5 tỷ đồng (0,3 triệu đô).

Nói chung, mức tăng doanh thu từ điện bù đắp việc giảm doanh thu tài chính, kết quả là lợi nhuận hoạt động của BTP đạt 55,6 tỷ đồng (2,6 triệu đô), xấp xỉ kết quả quý 1 năm 2013. Nhìn chung, lợi nhuận sau thuế của BTP là 44,3 tỷ đồng (2,1 triệu đô), tương đương EPS đạt 773 đồng/cổ phiếu.

Trong 5 tháng đầu năm 2014, tám tua bin khí và hai tuabin hơi nước của BTP chạy ổn định. Tổng sản lượng của BTP là 874 triệu kWh và sản lượng thương mại là 822 triệu kWh, chiếm 76% kế hoạch cả năm. Dựa vào thời tiết hiện tại trong nửa đầu năm 2014, BTP dự kiến sẽ vượt kế hoạch doanh thu của Công ty khá dễ dàng. Tuy nhiên, do chi phí cao và lỗ tỷ giá (VND/KRW đã tăng từ 18 vào cuối quý 1 lên 19,18 vào ngày 3 tháng 7 năm 2014), chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng của BTP chỉ có thể đạt được mục tiêu năm 2014 hoặc cao hơn một chút.

Một số cập nhật khác

Cổ đông lớn nhất của BTP, GENCO 3, có xu hướng giảm sở hữu của mình tại BTP từ 79% đến 51%. Theo đó, GENCO 3 có thêm vốn từ việc bán cổ phiếu BTP cũng như tính thanh khoản cổ phiếu BTP có thể được cải thiện.

Do chi phí sản xuất cao, BTP vẫn không nằm trong danh sách các nhà máy điện tham gia thị trường phát điện cạnh tranh Việt Nam (VCGM). Tuy nhiên, Công ty đã có kế hoạch giảm chi phí sản xuất để tham gia VCGM trong năm 2020, đặc biệt là khi công ty được khấu hao hết.

BTP đang trong quá trình khảo sát vị trí của nhà máy điện gió và đợi sự chấp thuận của UBND tỉnh Bình Thuận. Hơn nữa, theo hướng dẫn của GENCO 3, BTP cũng chuẩn bị để xin giấy phép từ Ủy ban nhân dân tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu để xây dựng một nhà máy nhiệt điện than tại đây. Chi tiết xây dựng hai nhà máy điện vẫn chưa được quyết định. Do đó, chúng tôi sẽ theo dõi và dự phóng giá trị hai nhà máy vào mô hình của chúng tôi bất cứ khi nào có thông tin cụ thể.

Cập nhật các khoản đầu tư tài chính

Hầu hết các khoản đầu tư ngắn hạn của BTP là tiền gửi ngân hàng ngắn hạn. Về đầu tư dài hạn, BTP hiện đang đầu tư vào ba nhà máy điện, gồm có nhà máy nhiệt điện Hải Phòng, nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh, Công ty thủy điện Buôn Đôn với tổng vốn đầu tư 294,6 tỷ đồng (13,8 triệu USD). Tổng giá trị đầu tư dài hạn của BTP giảm từ 307 tỷ đồng xuống còn 294,6 tỷ đồng do BTP đặt dự phòng 12,6 tỷ USD cho nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh.

	Sở hữu của BTP	Công suất (triệu W)	Cập nhật tình hình	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)
Nhà máy nhiệt điện Hải Phòng	2%	4x300	Đơn vị đầu tiên hoạt động trong tháng 10/2009 và đơn vị thứ hai hoạt động trong năm 2012	108
Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh (Quảng Ninh I and II)	2.3%	4x300	Quảng Ninh I (2 đơn vị) hoạt động vào năm 2010. Đơn vị đầu tiên của Quảng Ninh 2 hoạt động vào tháng 12 năm 2013	114
Công ty thủy điện Buôn Đôn	25%	2x32	Tổ máy 1 đã vận hành tốt từ tháng 12/2013. Tổ máy thứ hai đã bắt đầu vận hành trong T1/2014 với 72 giờ chạy thử nghiệm do đó vẫn chưa ghi nhận doanh thu.	83,75
Ghi chú: Buôn Đôn đầu tư vào nhà máy thủy điện Srepok 4A				

Nguồn: VPBS

Nhiệt điện Quảng Ninh: Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh báo cáo lỗ 589,14 tỷ đồng vào năm 2013.

Nhiệt điện Hải Phòng: Trong năm 2013, nhiệt điện Hải Phòng báo cáo lợi nhuận ròng 279,5 tỷ đồng. Ngoài ra, BTP nhận được 5,5 tỷ đồng cổ tức, với tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt là 5,5% (550 đồng/cổ phiếu) từ nhà máy Hải Phòng. Hải Phòng sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 5% (500 đồng/cổ phiếu) trong năm 2014.

Công ty thủy điện Buôn Đôn, tỉnh Đắk Lắk: Hai đơn vị của Buôn Đôn đã được bắt đầu thí điểm hoạt động từ cuối năm 2013. Vì vậy, không có doanh thu đóng góp trong năm 2013.

Thay đổi giá định trong mô hình định giá

Chúng tôi hạ thấp kỳ vọng đối với BTP do sự gia tăng cạnh tranh từ các nhà máy thủy điện và nhiệt điện than, đây là những công ty được ưu tiên bán điện hơn BTP. Hơn nữa mặc dù nhà máy của BTP gần được khấu hao hoàn toàn, ngụ ý rằng chi phí sản xuất giảm và giá bán điện cũng giảm theo, nhưng khả năng bán điện trong thị trường cạnh tranh vẫn bị hạn chế do chi phí sản xuất của BTP vẫn cao hơn so với các công ty khác

Do không chắc chắn về giá điện, chúng tôi điều chỉnh dự báo tình hình tài chính chủ yếu dựa trên mục tiêu của công ty. Theo đó, sản lượng của BTP dự kiến sẽ phục hồi trở lại từ mức đáy là 788,9 kWh vào năm 2013 lên mức sản lượng theo kế hoạch là 1.087,6 triệu kWh. Giá bán của BTP trong năm 2014 được dự báo sẽ giảm 5%. Do đó cho cả năm 2014, chúng tôi điều chỉnh dự toán rằng BTP có thể đạt doanh thu 1.472 tỷ đồng (69,3 triệu đô) và lợi nhuận ròng 62 tỷ đồng, với EPS ở mức 1.039 đồng/cổ phiếu (thấp hơn nhiều so với báo cáo lần đầu của chúng tôi). Đối với các năm khác, tốc độ tăng trưởng 2015-2018 là con số trung bình của ba năm liên tiếp. Giả định khác cho những năm còn lại không thay đổi.

ĐỊNH GIÁ

Bằng cách kết hợp phương pháp P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi được mức giá mục tiêu của BTP là 14.104/cổ phiếu, cao hơn 8% so với giao dịch hiện tại và chúng tôi đề nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu BTP.

	Giá trị
DCF (đồng/cổ phiếu)	14.127
Tỷ trọng DCF	80%
P/E	14.011
Tỷ trọng P/E	20%
Giá mục tiêu	14.104

Nguồn: VPBS

So sánh các công ty cùng ngành

Với phương pháp định giá tương đối, chúng tôi vẫn giữ nguyên danh sách các công ty so sánh.

- Công ty TNHH JSW Energy (Ấn Độ) tạo ra điện bằng khí đốt và than đá. Công ty cũng hoạt động thông qua công ty con là một nhà máy nhiệt điện than non ở Rajasthan.
- Công ty nhiệt điện Inner Mongolia MengDian Huaneng (Trung Quốc) tạo ra năng lượng điện và phân phối nhiệt và nước. Công ty phục vụ khu vực phía Tây Nội Mông.
- Công ty TNHH Top Energy Sơn Tây (Trung Quốc) tạo ra điện năng từ nhà máy nhiệt điện và cung cấp cho các tỉnh Sơn Tây.
- Công ty Guodian Changyuan Electric Power (Trung Quốc) tạo ra điện và nhiệt điện thông qua nhà máy thủy điện và nhiệt điện của công ty.

Mã	P/E 2013	P/E 2014E	P/E thị trường	Tỷ lệ P/E so với P/E thị trường	P/B 2013	EV/EBITDA 2013	ROE 2013
Công ty TNHH JSW Energy	14,19	12,18	17,92	0,79	2,07	1,72	6,62
Công ty nhiệt điện Inner Mongolia MengDian Huaneng	10,67	9,26	9,82	1,09	1,31	1,27	7,28
Công ty TNHH Top Energy Sơn Tây (Trung Quốc)	10,69	11,35	9,82	1,09	1,19	1,22	4,41
Công ty TNHH Guodian Changyuan Electric Power (Trung Quốc)	10,19	9,45	9,82	1,04	1,85	N/a	5,34
Giá trị trung bình (Trung vị)	11,44	10,56	11,84	1,00	1,60	1,40	5,91
Công ty Cổ phần nhiệt điện Bà Rịa	11,99	12,70	13,46	0,94	0,81	0,76	2,34

Nguồn: VPBS, Bloomberg

Dựa trên P/E forward trung bình của các công ty được so sánh trong ngành trong năm 2014, chúng tôi được giá tương đối của BTP là 14.011 đồng/cổ phiếu

Phương pháp định giá P/E	Giá trị
Tỷ lệ P/E trung bình so với P/E thị trường	1,00
EPS forward 2014 (đồng/cổ phiếu)	1.040
Giá tương ứng (đồng/cổ phiếu)	14.011

Nguồn: VPBS

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu từ 15.460 đồng còn 14.127 đồng do việc giảm kỳ vọng công ty được nhắc đến ở trên.

Chi phí vốn	Giá trị
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	7%
Beta	1,13
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	15,00%
Chi phí vốn	16,01%
Chi phí lãi vay	
Lãi suất vay dài hạn	10%
Thuế suất	22%
Chi phí lãi vay sau thuế	7,8%
Giá hiện tại (VND)	13.500
Khối lượng cổ phiếu lưu hành	60.485.600
Vốn hóa (tỷ đồng)	800
Nợ (tỷ đồng)	733
WACC	12%
Tăng trưởng dài hạn	1%
Giá trị cổ phiếu	14.127

Nguồn: VPBS

Phân tích độ nhạy

Độ nhạy của sản lượng đối với doanh thu và giá cổ phiếu

Sản lượng	Thay đổi	Doanh thu	Thay đổi	Giá cổ phiếu	Thay đổi
1.120	3,00%	1.504	3,00%	14.314	1,32%
1.109	2,00%	1.489	2,00%	14.253	0,89%
1.098	1,00%	1.474	1,00%	14.191	0,45%
1.087	0,00%	1.460	0,00%	14.127	0,00%
1.076	-1,00%	1.445	-1,00%	14.062	-0,46%
1.065	-2,00%	1.431	-2,00%	13.995	-0,93%
1.054	-3,00%	1.416	-3,00%	13.927	-1,42%

Nguồn: VPBS

Độ nhạy của tỷ giá VND/KRW đối với giá cổ phiếu

Tỷ giá	Thay đổi	Giá	Thay đổi	Độ nhạy của tỷ lệ tăng trưởng và tỷ suất lợi nhuận thị trường đối với giá cổ phiếu
19,75	3%	13.438	-4,88%	0% 19.329 1% 21.477 2% 24.238 5% 40.806
19,55	2%	13.557	-4,03%	10% 16.891 18.547 20.618 31.799
19,36	1%	13.682	-3,15%	11% 14.894 16.201 17.798 25.786
19,17	0%	14.127	0,00%	12% 13.095 14.127 15.363 21.166
18,98	-1%	14.326	1,70%	14% 10.606 11.316 12.145 15.734
18,79	-2%	14.444	2,50%	15% 9.556 10.150 10.836 13.716
18,59	-3%	14.562	3,30%	16% 8.635 9.138 9.712 12.060

Nguồn: VPBS

Nguồn: VPBS

Phân tích kỹ thuật

Biểu đồ kỹ thuật cho thấy giá của BTP giảm từ mức giá cao nhất là 17.000 vào ngày 28 tháng 3 xuống giá thấp nhất 12.200 vào ngày 14 tháng 5. Sau khi chạm đáy, BTP tăng trở lại 13.700 vào hai tuần sau đó. BTP hiện đang tích lũy trong biên độ hẹp từ 12.800 đến 13.500, và dưới mức kháng cự của MA50. Gần đây, chúng tôi quan sát thấy một số tín hiệu lạc quan trong ngắn hạn. Vì vậy, chúng tôi hy vọng rằng BTP có thể tăng để kiểm tra MA100 tại mức 14.500 trong vài tuần tới. Do đó, chúng tôi đề nghị giữ BTP tại thời điểm cập nhật báo cáo

Phân tích ngang

Mã	BTP
	3 đến 6 tháng
3 tháng cao nhất	16.700
3 tháng thấp nhất	12.200
Đường MA50 ngày	13.400
Đường MA100 ngày	14.500
Ngưỡng kháng cự trung hạn	14.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	12.200
Khuyến nghị	NĂM GIỮ

Diễn biến giá cổ phiếu từ tháng 5 năm 2013 tới nay



Nguồn: VPBS

Diễn biến giá gần đây

Chúng tôi đã khuyến nghị năm giữ cổ phiếu BTP trong báo cáo lần đầu phát hành vào ngày 10/2/2014 với giá mục tiêu là 16.143. Giá cổ phiếu BTP đã tăng dần và đạt định là 16.600 đồng/cổ phiếu vào 25/3/2014. Tuy nhiên sau đó đã bắt đầu sụt giảm và chạm mức 12.700 (giảm 23% từ mức giá đỉnh) vào 12/5/2014, do thị trường hoảng loạn từ ảnh hưởng của xung đột trên biển Đông. Từ đó đến nay, giá cổ phiếu đã giao động trong biên độ hẹp từ 12.900 đến 13.700 đồng/cổ phiếu. Ngày 11/7/2014 là ngày giao dịch không hưởng quyền của BTP để chốt trả cổ tức 8% cho năm 2013. Dựa trên mức giá mục tiêu gần nhất của chúng tôi là 14.100, giá điều chỉnh cho BTP sau khi chia cổ tức là 13.300 đồng/cổ phiếu.

Báo cáo Thu nhập (tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu								
Doanh thu phân khúc 1	2.401	1.430	1.133	1.472	1.259	1.128	1.108	1.127
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>	<i>18%</i>	<i>-40%</i>	<i>-21%</i>	<i>30%</i>	<i>-14%</i>	<i>-10%</i>	<i>-2%</i>	<i>2%</i>
Tổng doanh thu	2.401	1.430	1.133	1.472	1.259	1.128	1.108	1.127
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>	<i>18%</i>	<i>-40%</i>	<i>-21%</i>	<i>30%</i>	<i>-14%</i>	<i>-10%</i>	<i>-2%</i>	<i>2%</i>
Giá vốn hàng bán								
Giá vốn phân khúc 1 (trừ: khấu hao)	1.982	1.068	905	1.237	1.102	959	968	985
<i>% GVHB/Doanh thu</i>	<i>83%</i>	<i>75%</i>	<i>80%</i>	<i>84%</i>	<i>88%</i>	<i>85%</i>	<i>87%</i>	<i>87%</i>
Khấu hao trong GVHB	165,31	165,35	147	147	6	38	4	4
GVHB	2.147	1.234	1.052	1.384	1.108	997	972	989
Trừ: khấu hao trong GVHB	165	165	147	147	6	38	4	4
GVHB	1.982	1.068	905	1.237	1.102	959	968	985
Lợi nhuận gộp	419	362	228	236	157	169	140	142
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>17%</i>	<i>25%</i>	<i>20%</i>	<i>16%</i>	<i>12%</i>	<i>15%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>
Chi phí chung&quản lý								
Tiền lương	26	27	29	30.24	32	33	35	37
Tổng chi phí chung&quản lý	26	27	29	30	32	33	35	37
EBITDA	393	334	199	205	125	135	105	105
<i>Biên EBITDA</i>	<i>16%</i>	<i>23%</i>	<i>18%</i>	<i>14%</i>	<i>10%</i>	<i>12%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>
Khấu hao	165	165	147	147	6	38	4	4
Hao mòn				-	-	-	-	-
EBIT	227	169	52	58	118,8	97	100	101
Doanh thu tài chính	7	30	113	54	47	56	60	58
Chi phí tài chính								
Chi phí lãi vay	42,56	30,67	25,50	15,8	13,0	12	11	11
Lỗ tỷ giá (Lãi tỷ giá)	109,18	(4,20)	53,40	17,3	14,0	17	17	14
CP tài chính khác	(0,27)	(10,14)	12,60	-	-	-	-	-
Lợi nhuận tài chính ròng	(144)	14	22	21	20	28	32	33
LN trước thuế	83	183	73	79	138,7	125	133	134
Thuế thu nhập doanh nghiệp	20,75	47,35	17,80	17	31	25	27	27
<i>Thuế suất thực tế</i>	<i>25%</i>	<i>26%</i>	<i>24%</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>
Thu nhập trước lãi lỗ bất thường	63	135	55	62	108	100	106	107
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	63	135	55	61,6	108	100	106	107
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	<i>3%</i>	<i>9%</i>	<i>5%</i>	<i>4%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>
Cổ phiếu lưu hành trung bình	59	59	59	59	59	59	59	59
EPS	1.057	2.283	921	1.039	1.824	1.683	1.790	1.807

Bảng cân đối tài sản (tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản cố định								
Tiền và tương đương tiền	22	222	472	325	450	528	480	509
Đầu tư ngắn hạn	-	540	607	607	607	607	607	607
Phải thu	572	602	31	330	200	169	197	182
Vòng quay phải thu	87	154	10	82	58	55	65	59
Hàng tồn kho	106	136	147	206	187	187	184	213
Vòng quay hàng tồn kho	20	46	59	61	62	71	69	79
Tài sản ngắn hạn khác	486	21	43	33	27	32	30	34
Tổng tài sản ngắn hạn	1.186	1.521	1.300	1.501	1.471	1.522	1.498	1.546
Long-Term Assets								
Tài sản cố định	2.335	2.339	2.342	2.342	2.342	2.342	2.342	2.342
Khấu hao lũy kế	(1.815)	(1.980)	(2.125)	(2.272)	(2.278)	(2.315)	(2.320)	(2.324)
Giá trị thuần TSCĐ	519	358	217	70	64	27	22	18
Đầu tư dài hạn	307	307	295	295	295	295	295	295
Tài sản cố định vô hình	-	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2	10	1	1	1	1	1	1
Tổng tài sản dài hạn	828	675	513	366	360	323	318	314
Tổng tài sản	2.014	2.196	1.813	1.867	1.832	1.844	1.816	1.860
Nợ ngắn hạn								
Phải trả	157	294	85	91	83	83	81	94
Vòng quay phải trả	29	101	34	27	27	31	31	35
Chi phí phải trả	-	-	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn	107	107	108	83	48	37	11	9
Nợ phải trả khác	38	113	33	110	98	116	110	125
Tổng nợ ngắn hạn	302	514	226	284	228	235	202	228
Nợ dài hạn								
Nợ dài hạn	826	717	625	558	519	478	436	394
Nợ dài hạn khác	0	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ dài hạn	826	717	625	558	519	478	436	394
Tổng nợ	1.128	1.231	851	843	747	713	638	622
Nợ/ Vốn	51%	46%	43%	39%	34%	31%	28%	25%
Vốn chủ sở hữu								
Cổ phiếu ưu đãi	0	-	-	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	605	595	605	605	605	605	605	605
Lợi nhuận giữ lại	282	350	298	360	421	467	514	574
Vốn khác	0	20	59	59	59	59	59	59
Tổng vốn chủ sở hữu	887	965	962	1.024	1.085	1.131	1.178	1.238
Quyền lợi cổ đông thiểu số	0	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2.015	2.196	1.813	1.867	1.832	1.844	1.816	1.860

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận sau thuế	63	135	73	62	108	100	106	107
Khấu hao tài sản cố định và tài sản vô hình	165	165	147	147	6	38	4	4
Thay đổi trên Vốn lưu động	(282)	542	204	(263)	134	44	(31)	10
Chênh lệch trên các khoản khác	138	49	(26)	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	84	892	398	(55)	248	182	80	121
Tiền thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0.2	0	0	-	-	-	-	-
Tiền thu từ đầu tư, góp vốn vào các đơn vị khác	(34)	(540)	(6)	-	-	-	-	-
Chi phí từ thanh lý TSCĐ	(13)	(4)	(67)	-	-	-	-	-
Các hoạt động đầu tư khác	8.2	8.6	83	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(38)	(536)	11	-	-	-	-	-
(Chi trả cổ tức)	(19,6)	(47)	(65)	-	(47)	(53)	(59)	(47)
Tiền vay ngắn hạn nhận được	0	0	102	(25)	(35)	(11)	(26)	(2)
Tiền vay dài hạn nhận được	(97)	(109)	(213)	(67)	(40)	(41)	(42)	(42)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu, nhận vốn góp của chủ sở hữu	(3)	0	18	-	-	-	-	-
Tiền thu từ các hoạt động tài chính khác	0	0	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(120)	(155)	(159)	(92)	(122)	(105)	(127)	(91)
Tiền tồn đầu kỳ	96	22	222	472	325	450	528	480
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(73)	201	250	(147)	125	77	(48)	29
Số dư tiền mặt cuối kỳ	22	223	472	325	450	528	480	509

Phân tích chỉ số	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số so sánh						
PE	15	13	7	8	8	7
PEG	36,3	11,5	4,2	8,7	7,1	7,4
EV/EBIT	21	19	9	11	11	11
EV/EBITDA	6	5	9	8	11	10
P/S	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
P/B	0%	6%	7%	7%	6%	7%
Chỉ số sinh lợi						
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	20,12%	16,00%	12,45%	14,94%	12,63%	12,59%
Biên LN EBITDA	17,58%	13,92%	9,90%	11,96%	9,44%	9,29%
Biên LN hoạt động	4,57%	3,95%	9,44%	8,62%	9,07%	8,93%
Biên LN ròng	4,89%	4,19%	8,59%	8,85%	9,58%	9,51%
ROA	0,03	0,03	0,06	0,05	0,06	0,06
ROE	6%	6%	10%	9%	9%	9%
Chỉ số nợ vay						
Chỉ số thanh toán lãi (EBIT/I)	2,03	3,69	9,17	8,06	8,77	9,38
EBITDA / (I + Cap Ex)	2,15	13,01	9,62	11,19	9,13	9,76
Nợ vay/vốn	0,43	0,39	0,34	0,31	0,28	0,25
Nợ vay/VCSH	0,76	0,63	0,52	0,46	0,38	0,33
Chỉ số thanh khoản						
Vòng quay tài sản	0,62	0,79	0,69	0,61	0,61	0,61
Vòng quay phải thu	36,53	4,46	6,30	6,68	5,63	6,17
Vòng quay phải trả	13,40	16,16	15,17	13,64	13,61	11,96
Vòng quay tồn kho	7,70	7,16	6,72	6,04	6,03	5,30
Hệ số thanh toán hiện thời	5,76	5,28	6,44	6,46	7,42	6,76
Hệ số thanh toán nhanh	5,11	4,56	5,62	5,67	6,51	5,83

**Barry David Weisblatt**

Giám đốc phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lê Mai Thùy Linh

Giám Đốc – Phân tích cơ bản
linhlm@vpbs.com.vn

Ngô Thu Ba

Chuyên viên phân tích
bant@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1 – Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh
Quận Hải Châu – Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418



Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh vượng sử dụng hệ thống khuyến nghị sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng, bao gồm cổ tức, trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.