

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

KHẢ QUAN +13,2%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	02/04/2024
Giá hiện tại	16.000VND
Giá mục tiêu	16.300VND
TL tăng	+1,9%
Lợi suất cổ tức	11,3%
Tổng mức sinh lời	+13,2%

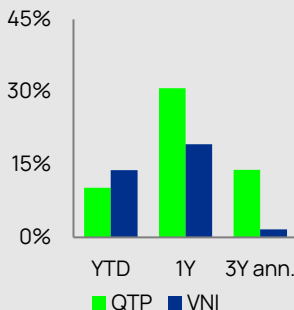
GT vốn hóa	7,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	64%
SL cổ phiếu lưu hành	450,0 tr
Pha loãng	450,0 tr

	QTP	VNI
P/E (trượt)	12,3x	16,6x
P/B (hiện tại)	1,4x	1,8x
ROE	10,8%	12,0%
ROA	8,0%	1,9%

Tổng quan Công ty

QTP hiện sở hữu 2 nhà máy nhiệt điện than tại tỉnh Quảng Ninh, với tổng công suất 1.200 MW: Quảng Ninh 1 (2x300 MW, 14 năm) và Quảng Ninh 2 (2x300 MW, 10 năm). Các cổ đông bao gồm EVNGENCO1 (42,0%), PPC (16,4%), Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) (11,4%), Tổng công ty Điện lực Vinacomin (10,6%), cùng các cổ đông khác.

Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước

Chuyên viên

Đình Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.058	12.358	12.535	11.065
% YoY	16%	2%	1%	-12%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	614	830	1.001	947
% YoY	-20%	35%	21%	-5%
EPS	-7,8%	35,1%	20,6%	-5,4%
Biên LN gộp	6,8%	8,5%	10,9%	11,6%
Biên LN ròng	5,1%	6,7%	8,0%	8,6%
ROE	10,8%	16,1%	19,1%	17,8%
Nợ ròng/VCSH	10,3%	-3,2%	-6,6%	-14,5%
Lợi suất cổ tức	11,8%	11,3%	13,8%	13,8%
DPS (đồng)	1.886	1.800	2.200	2.200
P/E	12,3x	9,1x	7,6x	8,0x
P/B	1,4x	1,4x	1,3x	1,4x
EV/EBITDA	7,6x	7,9x	6,6x	6,9x

Tận dụng nhu cầu điện cao tại miền Bắc

- Chúng tôi công bố báo cáo lần đầu cho CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP) với khuyến nghị KHẢ QUAN và giá mục tiêu là 16.300 đồng/cổ phiếu. Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên: (1) QTP là nhà máy nhiệt điện than mới với tuabin chất lượng cao của Trung Quốc, chi phí đầu tư hấp dẫn và năng lực vận hành ổn định và; (2) vị trí chiến lược đáp ứng nhu cầu điện cao tại miền Bắc và (3) dự kiến giảm nợ và chi phí khấu hao, tạo điều kiện chi trả cổ tức cao hơn.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2024 sẽ tăng 35% YoY đạt 830 tỷ đồng, nhờ (1) chi phí nguyên vật liệu giảm 7% YoY do giá than giảm, (2) chi phí khấu hao dự kiến giảm 300 tỷ đồng, bù đắp nhiều hơn so với mức giảm 5% YoY trong thành phần cố định trong hợp đồng mua bán điện (PPA) (do những lo ngại về tài chính của Tập đoàn Điện lực Việt Nam - EVN, mặc dù thành phần cố định ổn định theo kế hoạch của ban lãnh đạo).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS là 16% trong giai đoạn 2023-26, nhờ (1) hiệu suất hoạt động cao bền vững ở mức 68-75%, (2) chi phí khấu hao giảm, (3) giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) tăng và (4) chi phí than giảm.
- QTP có định giá hấp dẫn với (1) P/E dự phóng năm 2024 là 9,1 lần, thấp hơn khoảng 27% so với trung vị P/E trung bình 4 năm của một số công ty cùng ngành trong khu vực, và (2) lợi suất cổ tức dự phóng ổn định (11%-14%).
- Yếu tố hỗ trợ:** Chi phí bảo trì thấp hơn dự kiến, khoản bồi thường lỗ tỷ giá của các năm trước khoảng 500 tỷ đồng sẽ được nhận trong vài năm tới; thoái vốn của SCIC; IPO của EVNGENCO1; chuyển niêm yết sang HOSE trong dài hạn.
- Rủi ro:** Thành phần giá cố định thấp hơn dự kiến (trang 15), tỷ suất tiêu hao than cao hơn dự kiến (lượng tiêu thụ than trên mỗi kWh), và rủi ro tạm dừng máy phát do vấn đề kỹ thuật.

Nhu cầu điện mạnh tại miền Bắc dự kiến đảm bảo hiệu suất hoạt động cao của QTP. Chúng tôi dự báo mức tiêu thụ điện của Việt Nam sẽ tăng 7% đến 9%/năm trong 5 năm tới, với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện của khu vực phía Bắc vượt xa phía Nam. Chúng tôi dự báo sẽ có đủ điện vào năm 2024 nhưng EVN dự báo kịch bản xấu nhất là miền Bắc có thể thiếu điện từ 420-1.770 MW trong tháng 6-7. Chúng tôi cũng lưu ý rằng Tổng công ty Điện lực miền Bắc (EVNNPC) báo cáo sản lượng điện thương phẩm tăng 12% YoY trong 2 tháng đầu năm 2024.

Chi phí đầu tư thấp và giá than dự kiến giảm sẽ mang lại lợi thế cạnh tranh về chi phí sản xuất cho QTP. Chi phí đầu tư của QTP là 17,9 tỷ đồng/MW, thấp hơn 29% so với mức trung bình 25,1 tỷ đồng/MW của các công ty cùng ngành. Nằm trong khu vực có trữ lượng than lớn nhất Việt Nam, rủi ro thiếu than sản xuất của QTP là rất thấp. Chúng tôi dự báo giá than năm 2024 sẽ giảm khoảng 7% YoY, trong khi chúng tôi dự báo giá khí sẽ tăng khoảng 5% YoY, khiến nhiệt điện than có mức cạnh tranh chi phí khoảng 10% so với nhiệt điện khí trong năm 2024. Chúng tôi cũng kỳ vọng chênh lệch trong chi phí sản xuất giữa nhiệt điện than so với nhiệt điện khí sẽ tiếp tục tăng vào năm 2025.

Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao sau khi thanh toán nợ, chi phí khấu hao giảm. Chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ thanh toán hết nợ vào năm 2024. Chúng tôi cũng dự kiến chi phí khấu hao sẽ giảm

xuống còn 600 tỷ đồng (-32% YoY) vào năm 2024, tiếp tục giảm xuống 400 tỷ đồng (-33% YoY) vào năm 2027. Chúng tôi dự kiến chia cổ tức bằng tiền mặt từ 1.800-2.200 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2024-2026, tương ứng với lợi suất cổ tức là 11-14% trong 3 năm tới.

Mục lục

Tận dụng nhu cầu điện cao tại miền Bắc	1
Tổng quan Công ty	4
Vị trí lý tưởng nắm bắt đà tăng trưởng nhu cầu điện.....	4
Cơ cấu cổ đông	5
Ban lãnh đạo	6
Kết quả kinh doanh qua các năm	7
Hợp đồng mua bán điện (PPA) và thành phần giá cố định của QTP.....	7
Hoạt động bảo trì có tác động không đáng kể đến hiệu suất hoạt động của QTP.....	7
Doanh thu năm 2023 đạt mức cao nhất trong 10 năm	8
Biên lợi nhuận gộp đạt mức thấp nhất trong 10 năm do giá than cao.....	8
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi & báo cáo biến động trong những năm gần đây	9
Nhìn lại năm 2023: Giá nguyên liệu cao ảnh hưởng mức tăng trong sản lượng điện thương phẩm & mức giảm chi phí lãi vay so với cùng kỳ	10
Triển vọng năm 2024: Chi phí nguyên liệu trung bình giảm, chi phí khấu hao giảm so cùng với kỳ thúc đẩy tăng trưởng LNST	11
Triển vọng dài hạn: Khả năng vận hành ổn định giúp QTP hưởng lợi từ lượng tiêu thụ điện cao tại miền Bắc	12
Doanh thu dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2024, 2025, nhờ hiệu suất hoạt động cao, giá bán trung bình cao hơn	12
Biên lợi nhuận gộp tăng dự kiến dẫn dắt tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	13
Tỷ lệ chi trả cổ tức cao sau khi thanh toán nợ vay, chi phí khấu hao giảm.....	13
Rủi ro	15
Định giá	16
Chiết khấu dòng tiền.....	16
Các công ty cùng ngành	17
Phụ lục	19
Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII dự kiến ban hành trong năm 2024.....	19
Mức tiêu thụ điện của Việt Nam dự kiến tăng ở mức một chữ số trong giai đoạn 2024-28	20
Chúng tôi dự báo sẽ đủ nguồn cung điện trong năm 2024	20
Giá CGM dự kiến tăng và duy trì ở mức cao cho đến năm 2025	21
Nhiệt điện than được hưởng lợi từ đà giảm của giá than trộn	21
KQKD theo quý của QTP	22
Báo cáo Tài chính	23

Tổng quan Công ty

Vị trí lý tưởng nắm bắt đà tăng trưởng nhu cầu điện

QTP là nhà máy nhiệt điện than mới mang tính chiến lược tại Quảng Ninh, được thành lập nhằm giải quyết tình trạng thiếu điện tại miền Bắc theo Quy hoạch điện giai đoạn 2001-2010. Dự án nhiệt điện than Quảng Ninh được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt vào tháng 9/2003, nhà máy Quảng Ninh 1 bắt đầu hoạt động vào tháng 6/2010 sau khi khởi công xây dựng vào tháng 5/2004, tiếp theo là nhà máy Quảng Ninh 2 bắt đầu hoạt động vào tháng 4/2014 sau khi khởi công xây dựng vào tháng 5/2007, cho thấy cam kết của QTP trong việc tăng cường nguồn cung điện cho Việt Nam.

QTP đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nguồn điện cho tam giác công nghiệp đầy năng động Hà Nội-Hải Phòng-Quảng Ninh. Các nhà máy điện của QTP nằm trong cụm 11 nhà máy nhiệt điện trên địa bàn, chiếm 21% tổng công suất các nhà máy này, tương đương 6% công suất của miền Bắc. Mức tiêu thụ điện tại miền Bắc vượt lượng điện tiêu thụ tại miền Nam, do ngành sản xuất miền Bắc tăng trưởng mạnh khiến miền Bắc trở thành khu vực tiêu thụ điện lớn nhất Việt Nam kể từ năm 2019. Theo quan điểm của chúng tôi, tình hình này sẽ hỗ trợ hiệu suất hoạt động mạnh mẽ cho các nhà máy điện hiện có, bao gồm cả Quảng Ninh 1 & 2 của QTP. Ngoài ra, QTP có thể đảm bảo nguồn cung cấp than ổn định nhờ có các mỏ than Hòn Gai lân cận.

Hình 1: Vị trí các nhà máy nhiệt điện than của QTP và các nhà máy lân cận tại miền Bắc



Nguồn: Vietcap tổng hợp

Tuabin và máy phát điện chất lượng cao và hiệu quả chi phí vượt trội so với mức trung bình của các công ty cùng ngành. Chi phí đầu tư của QTP là 17,9 tỷ đồng/MW, thấp hơn 29% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 25,1 tỷ đồng/MW (Hình 2). QTP có chi phí đầu tư thấp hơn do sử dụng thiết bị của Trung Quốc trong giai đoạn 2004-2009, trong khi các nhà máy cùng ngành trong những năm 2010 phải đối mặt với chi phí cao hơn do đồng tiền mất giá và lạm phát.

Hình 2: Công nghệ và chi phí đầu tư của các nhà máy nhiệt điện than của QTP so với các công ty cùng ngành

Các nhà máy khác	Vị trí	Công nghệ	Năm	Công suất (MW)	Vốn đầu tư XDCB (tỷ đồng)	Vốn đầu tư/MW (tỷ đồng/MW)
Mạo Khê	Bắc	Lò hơi tầng sôi tuần hoàn (CFB)	2013	440	9.315	21,2
Mông Dương 1	Bắc	Lò hơi tầng sôi tuần hoàn (CFB)	2015	1.080	30.948	28,7
Vinh Tân 2	Nam	Lò hơi nghiền than dưới tới hạn (Subcritical PC)	2015	1.244	31.000	24,9
Vũng Áng 1	Trung	Lò hơi nghiền than dưới tới hạn (Subcritical PC)	2014	1.200	28.100	23,4
An Khánh 1	Bắc	Lò hơi tầng sôi tuần hoàn (CFB)	2015	120	4.300	35,8
Duyên Hải 3	Nam	Lò hơi than nghiền siêu tới hạn (Supercritical PC)	2015	1.200	28.463	23,7
Hải Phòng 1 & 2	Bắc	Lò hơi nghiền than dưới tới hạn (Subcritical PC)	2011-2014	1.200	22.203	18,5
Trung bình Quang Ninh 1 & 2	Bắc	Lò hơi nghiền than dưới tới hạn (Subcritical PC)	2010-2014	1.200	21.484	25,1 17,9

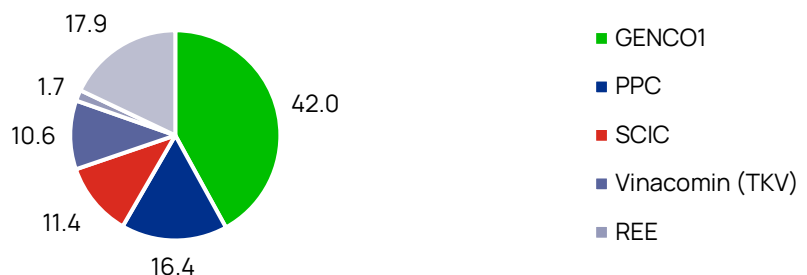
Nguồn: QTP, Vietcap tổng hợp; PC = Lò hơi đốt than nghiền thành bột (pulverized coal boiler); CFB = Lò hơi tầng sôi tuần hoàn (circulating fluidized bed boiler).

Cơ cấu cổ đông

QTP có cơ cấu sở hữu tương đối đa dạng do những khó khăn trong giai đoạn huy động vốn ban đầu. Tại thời điểm thành lập vào năm 2002, 3 cổ đông lớn sáng lập QTP gồm Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) và Tổng CTCP Xuất nhập khẩu & Xây dựng Việt Nam (Vinaconex) cam kết góp vốn 80%, 15% và 5% vốn chủ sở hữu của QTP. Tuy nhiên, do vấn đề thanh khoản nên các cổ đông ban đầu nói trên đã không thể thực hiện cam kết về vốn vào năm 2009 khi QTP tiến gần đến việc đầu tư vào Nhà máy điện Quảng Ninh 2. Theo đó, ba công ty đã đẩy mạnh cấp vốn cho QTP, bao gồm 15% từ Nhiệt điện Phả Lại (HSX: PPC), 3% từ Thủy điện Thác Mơ (HSX: TMP) và 2% từ Nhiệt điện Bà Rịa (UpCOM: BTP). Dù không được nêu rõ trong báo cáo tài chính nhưng một bài viết trên website của REE Corp (HSX: REE) cho biết REE cũng tham gia vào vòng gọi vốn này, mua khoảng 9,3% vốn chủ sở hữu của QTP. REE thoái vốn vào năm 2021

QTP là đơn vị phát điện chủ lực của GENCO1. Trong bước đi chiến lược năm 2012, EVN đã cơ cấu lại tài sản cho 3 công ty phát điện là GENCO 1, 2 và 3, đồng thời định vị QTP thuộc phạm vi quản lý của GENCO1. Tính đến thời điểm hiện tại, GENCO1 vẫn là cổ đông lớn nhất của QTP với tỷ lệ sở hữu 42%. Dù không nắm cổ phần chi phối nhưng GENCO1 vẫn đóng vai trò quan trọng tại QTP với các thành viên chủ chốt trong HĐQT QTP (trong đó có Chủ tịch HĐQT) là người đại diện quyền biểu quyết của GENCO1 tại công ty. Chúng tôi cho rằng đây là chi tiết đáng chú ý do QTP có thể sẽ chuyển sang chính sách cổ tức cao hơn sau khi GENCO1 hoàn tất quá trình cổ phần hóa (dự kiến trong 1 đến 2 năm tới).

Hình 3: Cơ cấu sở hữu tại QTP tính đến cuối quý 4/2023 (%)



Nguồn: FiinPro, QTP, REE, Vietcap

Ban lãnh đạo

Nguyên Tổng giám đốc kiêm Chủ tịch QTP bị bắt vào năm 2019 vì cáo buộc tham nhũng. Tháng 3/2019, Công an Quảng Ninh đã phát lệnh bắt giữ ông Lê Duy Hạnh, Chủ tịch kiêm Tổng Giám đốc QTP lúc bấy giờ do cáo buộc gian lận liên quan đến các hợp đồng mua phụ kiện và bảo trì của QTP. Đáng chú ý, ông Hạnh vốn là cán bộ cấp quản lý tại Nhiệt điện Phả Lại và được bổ nhiệm giữ chức vụ Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc QTP từ năm 2014.

Tập đoàn Điện lực Việt Nam đã bổ nhiệm Trưởng Ban Tổ chức Nhân sự và Phó Tổng Giám đốc nội bộ lên vị trí Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc. Chúng tôi cho rằng việc tách chức vụ Chủ tịch và Tổng Giám đốc tại QTP là một bước đi hợp lý để GENCO1 áp dụng biện pháp giám sát chặt chẽ hơn đối với hoạt động quản trị doanh nghiệp của công ty đồng thời đảm bảo rằng vị trí Tổng Giám đốc được nắm giữ bởi một lãnh đạo có kinh nghiệm. Chúng tôi tin rằng cơ cấu này sẽ giúp công ty không lặp lại những sai lầm trong quá khứ về quản trị doanh nghiệp.

Chúng tôi thấy Tổng Giám đốc, ông Ngô Sinh Nghĩa, có kinh nghiệm kỹ thuật vững vàng và có niềm đam mê vận hành nhà máy điện. Sự lãnh đạo của ông đã góp phần nâng cao tính ổn định vận hành của QTP, với kết quả cụ thể là tỷ lệ sử dụng điện nội bộ giảm từ 9,78% (2018) xuống 9,20% (2023), tỷ lệ tạm dừng vận hành do sự cố kỹ thuật giảm từ 2,30% (2018) xuống 0,51% (2023).

Hình 4: HĐQT của QTP

	Họ tên	Chức vụ	Ghi chú
1	Nguyễn Tuấn Anh	Chủ tịch	Trưởng ban tổ chức và nhân sự GENCO1
3	Ngô Sinh Nghĩa	Thành viên điều hành	Tổng Giám đốc
4	Nguyễn Việt Dũng	Thành viên điều hành	Phó Giám đốc
2	Nguyễn Quang Huy	Thành viên điều hành	Đại diện PPC và BTP
5	Trần Đức Hùng	Thành viên điều hành	Đại diện SCIC
6	Phan Duy An	Thành viên điều hành	
7	Đoàn Xuân Hiệu	Thành viên điều hành	

Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 5: Ban lãnh đạo của QTP

	Họ tên	Chức vụ	Ghi chú
1	Ngô Sinh Nghĩa	Tổng Giám đốc	Tham gia năm 2007
2	Nguyễn Việt Dũng	Phó Giám đốc	Tham gia năm 2020 (được bổ nhiệm lại từ GENCO1)
3	Lê Việt Cường	Phó Giám đốc	Tham gia năm 2014 (được bổ nhiệm lại từ nhà máy điện Uông Bí)
4	Trần Vũ Linh	Kế toán trưởng	Tham gia năm 2007

Nguồn: QTP, Vietcap

Kết quả kinh doanh qua các năm

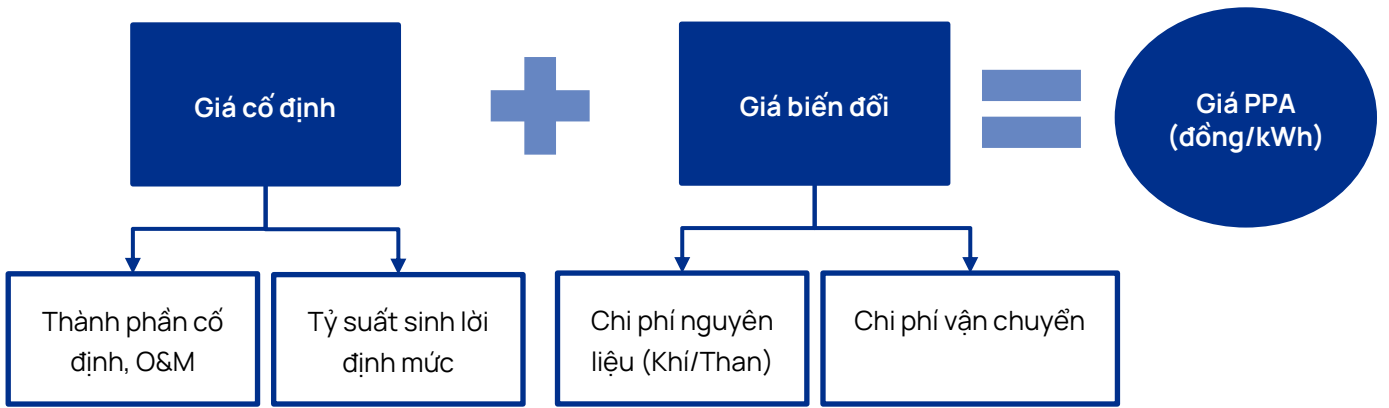
Hợp đồng mua bán điện (PPA) và thành phần giá cố định của QTP

Hợp đồng PPA: EVN và các nhà máy điện đàm phán một số giá định về mô hình chiết khấu dòng tiền như vốn đầu tư XD/CB, cơ cấu vốn và hiệu suất hoạt động trung bình cho toàn bộ vòng đời của dự án, cùng các yếu tố khác, sau đó kết hợp giá PPA để tính ra giá trị hợp đồng PPA. Tỷ suất hoàn vốn (IRR) của dự án là 10%-12% (Hình 6).

Thành phần giá cố định PPA của QTP không đổi ở mức 529 đồng/kWh trong giai đoạn 2014-2019, sau đó giảm xuống 427 đồng/kWh vào năm 2020 và xuống còn 357 đồng/kWh vào năm 2021-2023 do QTP thay đổi chính sách khấu hao từ 10 năm lên 15 năm.

Hình 6: Hợp đồng PPA

Doanh thu của một nhà máy điện	$= \text{PPA} * \text{sản lượng điện hợp đồng} + \text{giá CGM} * \text{sản lượng điện ngoài hợp đồng}$ $= \text{Giá hợp đồng/Giá cố định} * \text{Sản lượng điện hợp đồng} + \text{giá CGM} * \text{Sản lượng điện ngoài hợp đồng}$
--------------------------------	--



Nguồn: Thông tư 56, Vietcap

Hoạt động bảo trì có tác động không đáng kể đến hiệu suất hoạt động của QTP

Do các nhà máy điện của QTP tạo ra điện từ 4 tổ máy phát điện nên QTP có thể lên kế hoạch tiến hành đại tu và tiểu tu nhằm hạn chế ảnh hưởng đến mức hiệu suất hoạt động chung và số ngày vận hành hiệu quả so với cùng kỳ.

Hình 7: Lịch đại tu và tiểu tu của QTP qua các năm

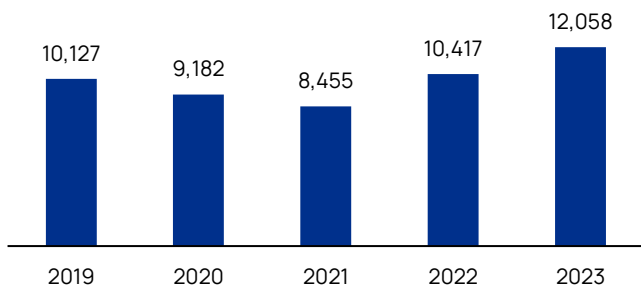
		2019	2020	2021	2022	2023
Quảng Ninh 1 (600MW)	Máy phát 1	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Đại tu	Tiểu tu
	Máy phát 2	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Đại tu
Quảng Ninh 2 (600MW)	Máy phát 3	Đại tu	Đại tu	Tiểu tu	Tiểu tu	Tiểu tu
	Máy phát 4	Tiểu tu	Tiểu tu	Đại tu	Tiểu tu	Tiểu tu

Nguồn: QTP, Vietcap; đại tu = 60 ngày; tiểu tu = 6 ngày.

Doanh thu năm 2023 đạt mức cao nhất trong 10 năm

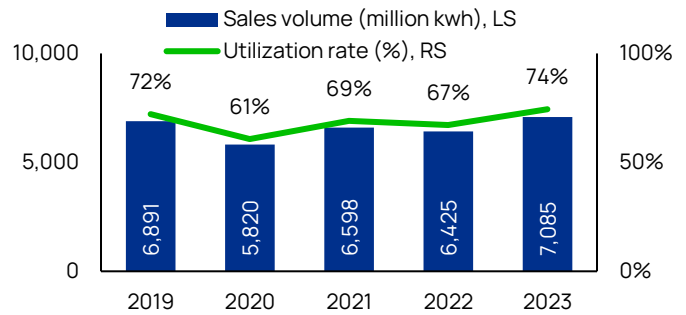
QTP ghi nhận doanh thu tích cực nhờ hiệu suất hoạt động ổn định và giá bán trung bình cao. Vào năm 2022, doanh thu của QTP tăng 23% YoY, nhờ giá bán trung bình tăng 27% YoY, bù đắp nhiều hơn so với mức giảm 3% YoY về sản lượng điện thương phẩm. Chúng tôi cho rằng sự sụt giảm về sản lượng là do nhu cầu điện chững lại, phản ánh sự suy thoái trong lĩnh vực công nghiệp và sản xuất trong nửa cuối năm 2022. Tuy nhiên, cả giá PPA và CGM đều tăng so với cùng kỳ đã hỗ trợ cho doanh thu, mà chúng tôi cho là do chi phí nguyên liệu tăng đối với các nhà máy điện ở Việt Nam. **Trong năm 2023**, doanh thu của QTP tăng 16% YoY, chủ yếu nhờ giá bán trung bình tăng 5% YoY, cùng với sản lượng điện thương phẩm tăng 10% YoY. Chúng tôi cho rằng sản lượng tăng trưởng là do nhu cầu điện tăng mạnh tại miền Bắc và mức huy động cao hơn trong mùa El Niño.

Hình 8: Doanh thu thuần (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 9: Sản lượng sản xuất và hiệu suất hoạt động

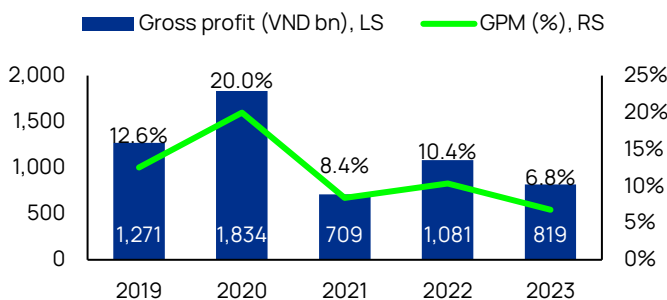


Nguồn: QTP, Vietcap

Biên lợi nhuận gộp đạt mức thấp nhất trong 10 năm do giá than cao

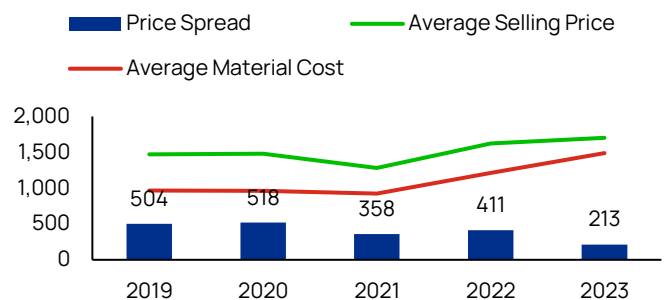
Biên lợi nhuận gộp biến động do chi phí nguyên vật liệu tăng cao ảnh hưởng mức giảm chi phí khấu hao. Năm 2020, lợi nhuận gộp tăng 44% YoY và biên lợi nhuận gộp tăng lên 20,0%, nhờ chi phí khấu hao giảm 40% YoY do QTP kéo dài thời gian khấu hao tài sản máy móc từ 10 năm lên 15 năm. Điều này bù đắp nhiều hơn so với mức giảm 19% trong thành phần giá cố định của PPA. Ngược lại, **vào năm 2021**, lợi nhuận gộp giảm 61% so với mức cơ sở cao của năm trước và biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 8,4%, với giá bán trung bình thấp hơn do thành phần cố định giảm 16% và giá CGM thấp hơn trong giai đoạn chịu ảnh hưởng của La Niña, mặc dù chi phí khấu hao giảm 15% YoY và sản lượng điện thương phẩm tăng 13% YoY. **Năm 2022**, lợi nhuận gộp tăng 52% đạt 1.081 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 10,4% do giá CGM tăng mạnh hơn (+52% YoY) và chi phí bảo trì & chi phí khác giảm 35%, bù đắp nhiều hơn cho mức tăng mạnh của giá than (+31% YoY) và sản lượng điện thương phẩm gần như không đổi. **Năm 2023**, ngay cả khi sản lượng tăng 10% YoY và chi phí khấu hao giảm 8% YoY, biên lợi nhuận gộp vẫn giảm xuống 6,8% do giá CGM giảm (-9% YoY), chi phí than tăng (+23% YoY) và chi phí bảo trì & chi phí khác tăng (+39% YoY).

Hình 10: Lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận gộp (tỷ đồng, %)



Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 11: Chênh lệch giá (đồng/kWh)



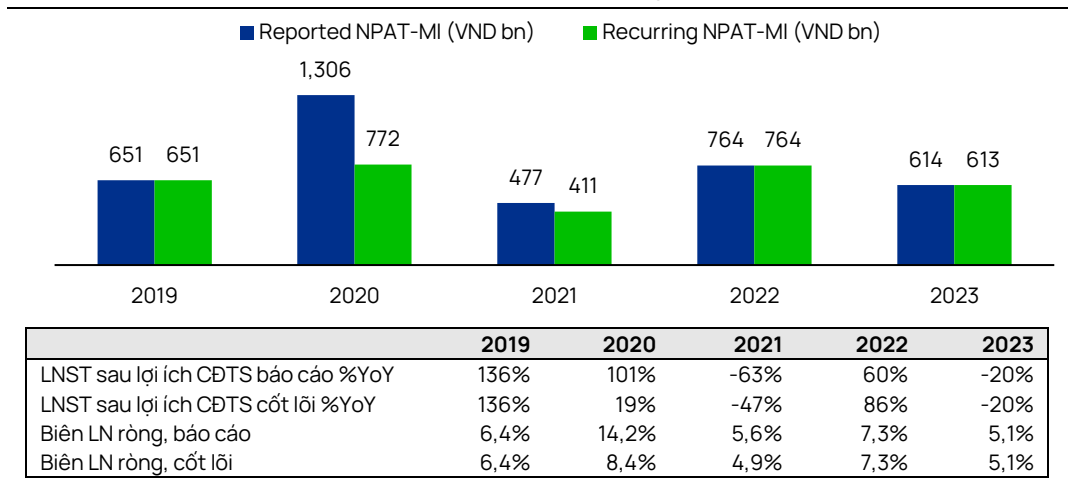
Nguồn: QTP, Vietcap

LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi & báo cáo biến động trong những năm gần đây

LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi và báo cáo phù hợp với xu hướng lợi nhuận gộp. Trong năm 2020, LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo tăng 101% YoY, chủ yếu do chi phí khấu hao giảm 40% YoY. Ngoài ra, công ty còn ghi nhận 584 tỷ đồng trong mục doanh thu khác là khoản được EVN thanh toán chênh lệch giữa tỷ giá thực tế khi trả nợ so với tỷ giá giả định trên hợp đồng PPA giai đoạn 2015-2018 (225 tỷ đồng cho năm 2015 và 343 tỷ đồng cho năm 2018). LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2020 cũng tăng 19% YoY, nhờ chi phí lãi vay ròng và lỗ tỷ giá ròng lần lượt giảm 36% và 35%. **Trong năm 2023**, cả LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi và báo cáo đều giảm 20% YoY. Điều này chủ yếu do chênh lệch giá thu hẹp, ảnh hưởng nhiều hơn so với mức giảm đáng kể 65% và 70% YoY của chi phí lãi vay ròng và lỗ ròng ngoại hối.

QTP có tổng khoản vay ngoại tệ là 763 triệu USD. Con số này bao gồm 407 triệu USD cho Nhà máy Quảng Ninh 1 từ hợp đồng tín dụng năm 2006 và 356 triệu USD cho Nhà máy Quảng Ninh 2 từ hợp đồng tín dụng năm 2007. Do đó, QTP phải đối mặt với áp lực từ biến động tỷ giá. Đặc biệt trong năm 2015, đồng tỷ giá USD/VND tăng 5%, dẫn đến khoản lỗ tỷ giá đã thực hiện và chưa thực hiện là 1,5 nghìn tỷ đồng (5,7 lần so với năm 2014). Sau đó, QTP đã hoàn trả các khoản vay bằng USD và tỷ giá ít biến động hơn trong giai đoạn 2015-2020 đã hỗ trợ giảm lỗ ròng tỷ giá trong giai đoạn trên.

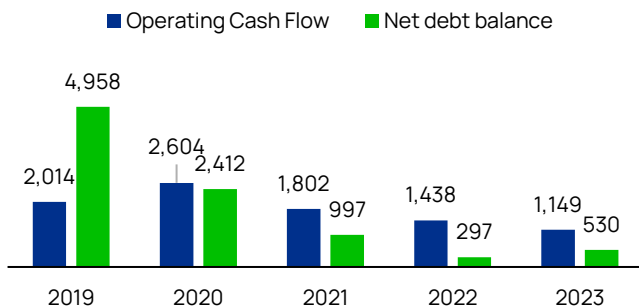
Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi và báo cáo (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap

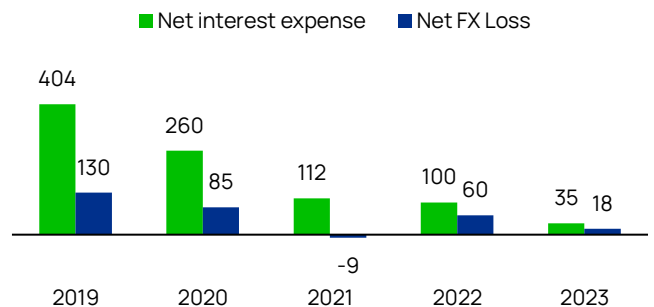
Dòng tiền hoạt động ổn định hỗ trợ thanh toán nợ và giảm chi phí lãi vay. Chi phí tài chính ròng giảm đáng kể với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là -46% trong giai đoạn 2019-2023. Điều này là do QTP tích cực trả nợ, khiến nợ ròng giảm mạnh từ 5 nghìn tỷ đồng xuống 0,5 nghìn tỷ đồng vào năm 2023, đánh dấu mức giảm CAGR là -43% do QTP sử dụng phần lớn dòng tiền hoạt động để trả nợ.

Hình 13: Dư nợ vay ròng (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 14: Chi phí liên quan nợ vay ròng (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap

Nhìn lại năm 2023: Giá nguyên liệu cao ảnh hưởng mức tăng trong sản lượng điện thương phẩm & mức giảm chi phí lãi vay so với cùng kỳ

Hình 15: KQKD năm 2023

Tỷ đồng	2022	2023	YoY %	Nhận định của Vietcap về mức tăng trưởng so với cùng kỳ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	6.425	7.085	10%	Sản lượng điện thương phẩm cao hơn so với cùng kỳ nhờ sản lượng huy động cao hơn do tác động của El Niño.
Chênh lệch giá (đồng/kWh)	411	213	-48%	Một phần do tồn kho chi phí cao.
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.621	1.702	5%	
Chi phí nguyên liệu trung bình (đồng/kWh)	1.210	1.489	23%	Chúng tôi cho rằng chi phí nguyên liệu trung bình so với cùng kỳ năm trước của QTP vào năm 2023 cao hơn là do QTP mua đủ nguyên liệu với giá cao để đảm bảo sản xuất, bất chấp xu hướng giá than toàn cầu giảm kể từ đầu năm 2023, trong bối cảnh thiếu điện.
Doanh thu	10.417	12.058	16%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm tăng 10% YoY và giá bán trung bình tăng 5% YoY.
Giá vốn hàng bán	-9.336	-11.239	20%	
- trong đó, chi phí bảo trì và các chi phí khác	-270	-374	39%	
Lợi nhuận gộp	1.081	819	-24%	Được thúc đẩy bởi (a) chênh lệch giá thấp hơn so với cùng kỳ do chi phí nguyên liệu trung bình tăng nhanh hơn giá bán trung bình và (b) chi phí bảo trì và các chi phí khác cao hơn so với cùng kỳ.
Chi phí quản lý (G&A)	-113	-113	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	968	706	-27%	
Thu nhập tài chính	34	23	-32%	
Chi phí tài chính	-193	-77	-60%	
- trong đó, chi phí lãi vay	-133	-57	-57%	Nguyên nhân chủ yếu là do tổng nợ giảm 37% YoY.
LNTT	805	647	-20%	
Chi phí thuế doanh nghiệp	-41	-33	-20%	
LNST sau lợi ích CĐTS	764	614	-20%	LNST giảm so với cùng kỳ do (a) chi phí nguyên vật liệu trung bình tăng so với cùng kỳ và (b) các chi phí bảo trì và chi phí khác cao hơn so với cùng kỳ, ảnh hưởng nhiều hơn so với (c) sản lượng điện thương phẩm cao hơn và chi phí lãi vay giảm so với cùng kỳ.

Nguồn: QTP, ước tính của Vietcap

Triển vọng năm 2024: Chi phí nguyên liệu trung bình giảm, chi phí khấu hao giảm so cùng với kỳ thúc đẩy tăng trưởng LNST

Hình 16: Triển vọng năm 2024

Tỷ đồng	2023	2024	YoY %	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng so với cùng kỳ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	7.085	7.166	1%	Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động là 75% vào năm 2024 (so với 74% vào năm 2023), mà chúng tôi cho là do QTP tăng sản xuất để đáp ứng cho nhu cầu điện ngày càng tăng tại miền Bắc.
Chênh lệch giá (đồng/kWh)	213	335	57%	Chúng tôi dự báo giá CGM sẽ tăng 11%.
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.702	1.725	1%	Chúng tôi ước tính thành phần cố định của PPA sẽ giảm 5% YoY do EVN gặp khó khăn về tài chính.
Chi phí nguyên liệu trung bình (đồng/kWh)	1.489	1.390	-7%	Chúng tôi kỳ vọng chi phí nguyên liệu trung bình sẽ giảm so với cùng kỳ do giá than trộn tương đương 5a của TKV dự kiến giảm so với cùng kỳ năm trước, như đã đề cập trong Báo cáo Ngành Nhiệt điện của chúng tôi, ngày 18/12/2023.
Doanh thu	12.058	12.358	2%	Được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm tăng 1% YoY và giá bán trung bình tăng 1% YoY.
Giá vốn hàng bán	-11.239	-11.307	1%	
- trong đó, chi phí bảo trì và các chi phí khác	-374	-378	1%	Chúng tôi dự báo chi phí bảo trì và các chi phí khác gần như không đổi sau mức tăng mạnh vào năm 2023.
Lợi nhuận gộp	819	1.051	28%	
Chi phí quản lý (G&A)	-113	-118	5%	
Lợi nhuận từ HĐKD	706	933	32%	
Thu nhập tài chính	23	8	-64%	
Chi phí tài chính	-77	-19	-76%	
- trong đó, chi phí lãi vay	-57	-19	-67%	Chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ trả hết toàn bộ nợ vào năm 2024.
LNTT	647	922	42%	
Chi phí thuế doanh nghiệp	-33	-92	183%	
LNST sau lợi ích CĐTS	614	830	35%	<p>Chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng (a) sản lượng điện thương phẩm tăng 1% YoY, (b) chi phí nguyên liệu trung bình giảm 7% YoY, (c) chi phí khấu hao ước tính của chúng tôi giảm 300 tỷ đồng và (d) chi phí lãi vay giảm 67% YoY. Những yếu tố này bù đắp nhiều hơn so với mức giảm 5% trong thành phần cố định và mức tăng trong chi phí thuế (với thuế TNDN tăng lên 10% so với 5% vào năm 2023).</p> <p>Chúng tôi thấy tỷ lệ sản lượng hợp đồng là 70% vào năm 2024 so với 80% vào năm 2023 có tác động không đáng kể đến QTP do chi phí sản xuất cạnh tranh giúp công ty thu được lợi nhuận trên thị trường CGM.</p>

Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Triển vọng dài hạn: Khả năng vận hành ổn định giúp QTP hưởng lợi từ lượng tiêu thụ điện cao tại miền Bắc

Hình 17: Tóm tắt dự báo của Vietcap

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	6.598	6.425	7.085	7.166	7.166	6.497	6.210	6.210
Chênh lệch giá (đồng/kWh)	358	411	213	335	381	412	381	394
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.282	1.621	1.702	1.725	1.749	1.703	1.780	1.793
Chi phí nguyên liệu trung bình (đồng/kWh)	924	1.210	1.489	1.390	1.368	1.291	1.399	1.399
Doanh thu	8.455	10.417	12.058	12.358	12.535	11.065	11.054	11.138
Giá vốn hàng bán	-	-9.336	-11.239	-11.307	-11.172	-9.778	-9.906	-9.932
	7.747							
Trong đó, chi phí khấu hao	-972	-960	-884	-600	-600	-600	-400	-400
Lợi nhuận gộp	709	1.081	819	1.051	1.363	1.286	1.148	1.206
Chi phí SG&A	-105	-90	-113	-113	-118	-124	-131	-137
Lợi nhuận từ HĐKD	618	968	706	933	1.239	1.156	1.011	1.062
Thu nhập tài chính	82	34	23	8	13	28	19	11
Chi phí tài chính	-195	-193	-77	-19	0	0	0	0
Thu nhập ròng khác	-4	-4	-4	0	0	0	0	0
LNTT	502	805	647	922	1.252	1.184	1.031	1.073
Chi phí thuế doanh nghiệp	-25	-41	-33	-92	-250	-237	-206	-215
LNST báo cáo	477	764	614	830	1.001	947	825	858
LSNT cốt lõi	411	764	613	830	1.001	947	825	858

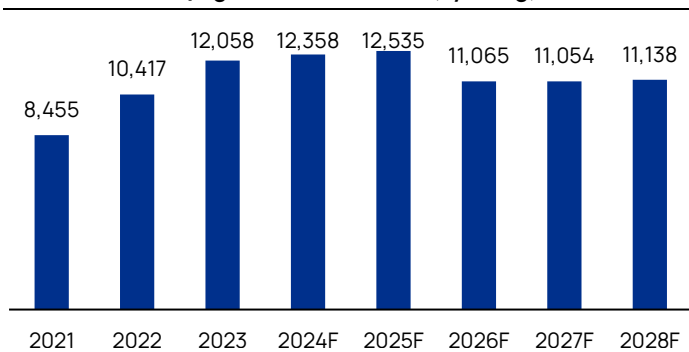
Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Doanh thu dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2024, 2025, nhờ hiệu suất hoạt động cao, giá bán trung bình cao hơn

Chúng tôi dự báo sản lượng điện thương phẩm sẽ duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024-2025 sau khi đạt mức cao kỷ lục vào năm 2023. Điều này là do chúng tôi kỳ vọng việc huy động lượng điện lớn của EVN cho các nhà máy điện hiện tại nhằm đáp ứng cho mức tiêu thụ điện gia tăng và bù đắp cho sản lượng thủy điện yếu trong giai đoạn bị ảnh hưởng bởi El Niño. Trong giai đoạn 2026-2028, chúng tôi dự đoán hiệu suất hoạt động sẽ quay lại mức bình thường 65-68%, giả sử không có El Niño, hiện tượng thường làm tăng huy động thủy điện. Với giá khí dự kiến tăng và giá than giảm, các nhà máy nhiệt điện than như QTP có thể sẽ giành được lợi thế cạnh tranh so với các nhà máy nhiệt điện khí.

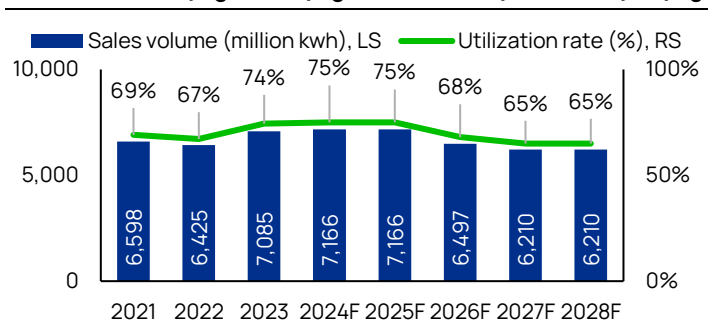
Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình sẽ tăng do giá CGM cao hơn do lượng điện tiêu thụ tăng mạnh. Chúng tôi dự báo thành phần cố định của QTP trong giá PPA sẽ giảm 5% YoY xuống còn 339 đồng/kWh vào năm 2024 do chúng tôi lo ngại về những khó khăn tài chính của EVN có thể ảnh hưởng đến khả năng đàm phán của QTP. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tiêu thụ điện mạnh sẽ hỗ trợ giá CGM, bù đắp cho mức giảm trong thành phần cố định của giá PPA, thúc đẩy giá bán.

Hình 18: Triển vọng doanh thu thuần (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Hình 19: Triển vọng sản lượng sản xuất & hiệu suất hoạt động

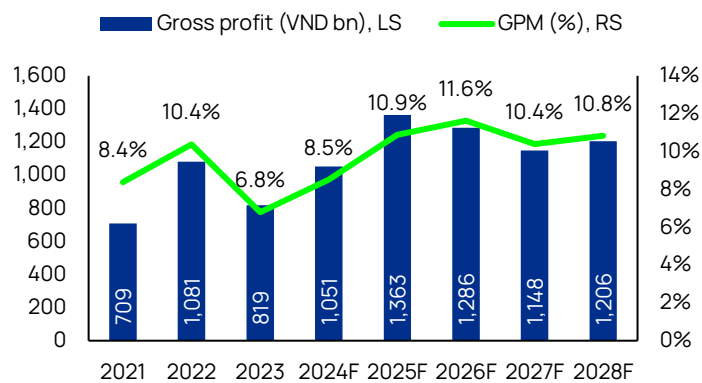


Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Biên lợi nhuận gộp tăng dự kiến dẫn dắt tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi

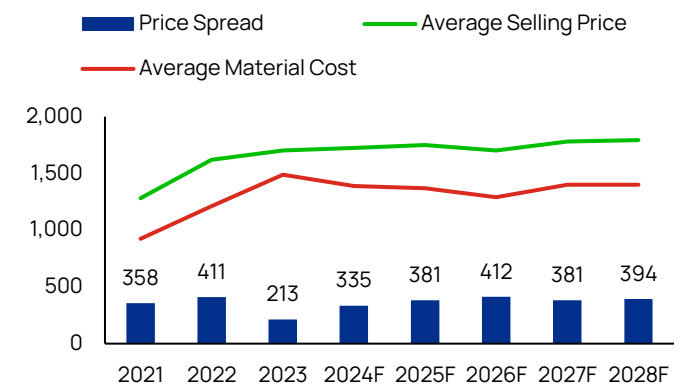
Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi sẽ tăng trưởng với CAGR là 16% trong giai đoạn 2023-2026. Dự báo tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi biên lợi nhuận gộp tăng và không ghi nhận chi phí tài chính. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 6,8% vào năm 2023 lên 11,6% vào năm 2026, nhờ chênh lệch giá tăng và chi phí khấu hao giảm. Khoảng chênh lệch giá dự kiến tăng khi giá bán trung bình tăng do giá CGM tăng mạnh, cùng với chi phí nguyên vật liệu trung bình giảm khi giá than trộn giảm. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao sẽ giảm xuống 600 tỷ đồng vào năm 2024, sau đó tiếp tục giảm xuống 400 tỷ đồng vào năm 2027, phần lớn do nhà máy điện Quảng Ninh 2 khấu hao toàn bộ từ năm 2026. Ngoài ra, LNST sau lợi ích CĐTS còn được hỗ trợ bằng việc QTP thanh toán hết nợ vào năm 2024, dẫn đến không còn chi phí tài chính từ năm 2025.

Hình 20: Lợi nhuận gộp & biên lợi nhuận gộp (tỷ đồng, %)



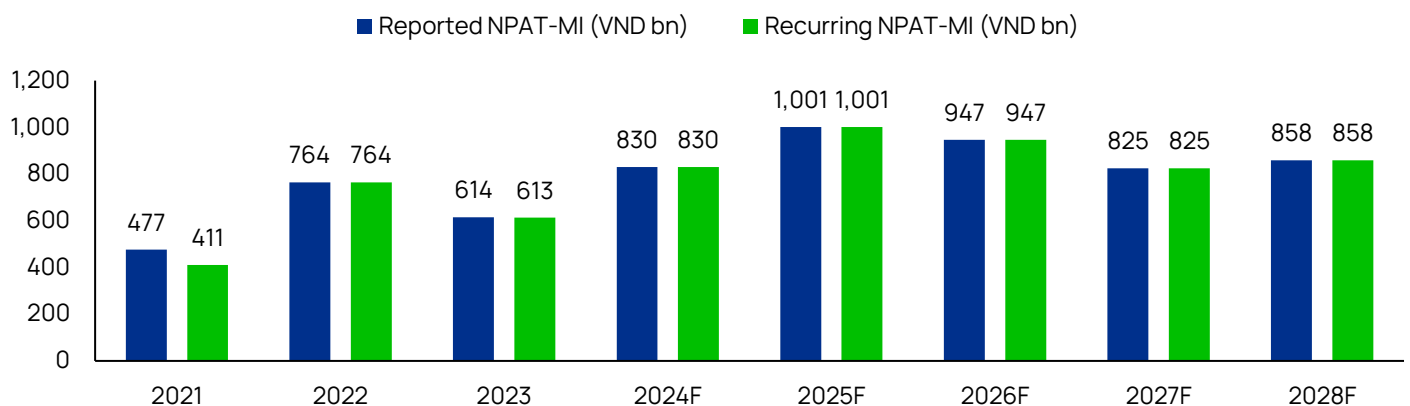
Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Hình 21: Chênh lệch giá (đồng/kWh)



Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Hình 22: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo và cốt lõi (tỷ đồng)



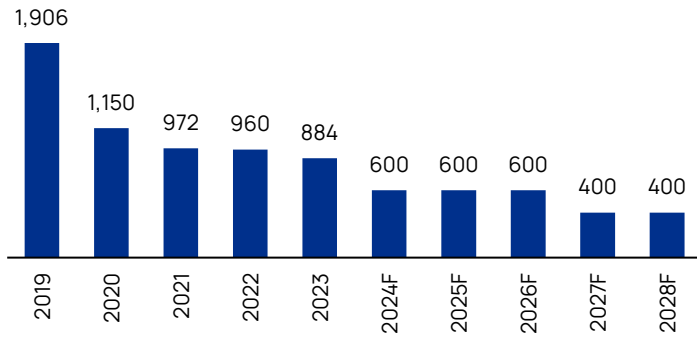
Nguồn: QTP, Vietcap

Tỷ lệ chi trả cổ tức cao sau khi thanh toán nợ vay, chi phí khấu hao giảm

Chúng tôi dự báo QTP sẽ ghi nhận vị thế tiền mặt ròng vào năm 2024, nhờ tạo ra dòng tiền mạnh và thanh toán hết nợ vay. Chúng tôi dự báo QTP có đủ điều kiện để duy trì mức cổ tức khoảng 870 tỷ đồng, tương ứng với mức cổ tức trên mỗi cổ phiếu là 1.800-2.200 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2024-2026, được hỗ trợ bởi lợi nhuận cốt lõi mạnh và dòng tiền tự do ổn định. Chúng tôi dự báo DPS sẽ quy lại mức bình thường sau đó với mức cổ tức thấp hơn từ mức cơ sở cao trong giai đoạn 2023-2026.

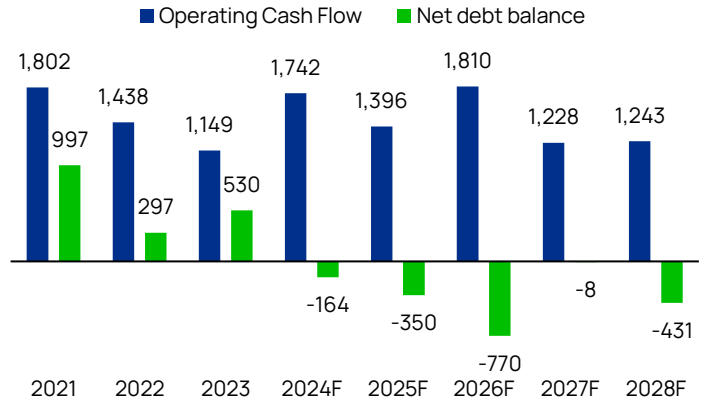
Trong năm 2023, QTP trả cổ tức bằng tiền mặt 2,250 đồng/cổ phiếu cho KQKD năm 2022. Công ty dự báo DPS thận trọng ở mức 1.000 đồng/cổ phiếu cho năm 2023 và tăng lần lượt 750 đồng/cổ phiếu và 286 đồng/cổ phiếu vào tháng 11/2023 và tháng 1/2024. Chúng tôi dự báo ĐHCĐ sắp tới sẽ thông qua mức cổ tức năm 2023 là 1.886 đồng/cổ phiếu, nghĩa là DPS còn lại sẽ được trả là 850 đồng/cổ phiếu vào năm 2024.

Hình 23: Triển vọng chi phí khấu hao (tỷ đồng)



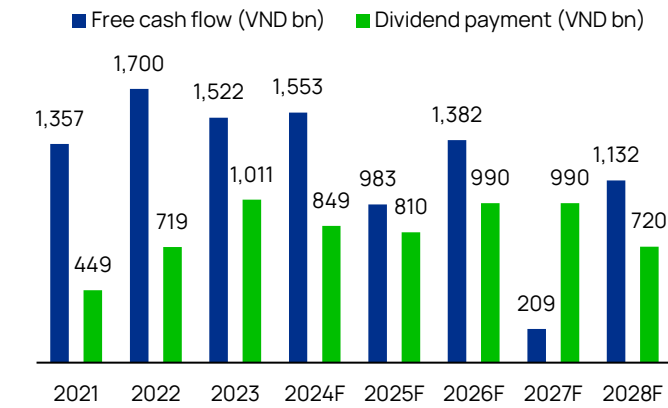
Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Hình 24: Triển vọng dòng tiền hoạt động & dư nợ vay (tỷ đồng)



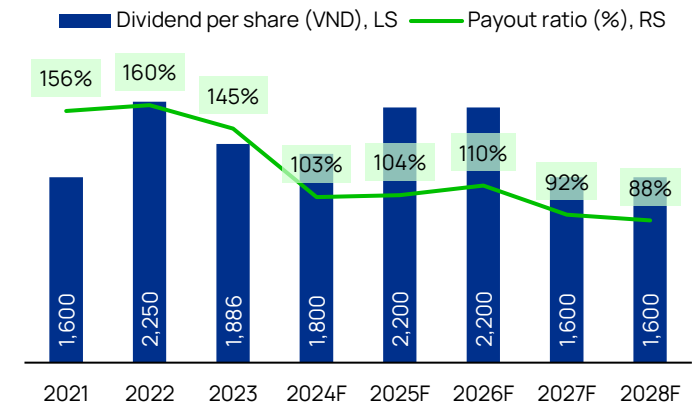
Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Hình 25: Dòng tiền tự do và cổ tức (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Hình 26: Cổ tức/cổ phiếu và tỷ lệ chi trả



Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Rủ ro

Thành phần cố định trong giá PPA giảm. Thành phần cố định của giá PPA được thiết kế nhằm đạt được IRR của dự án nằm trong khoảng từ 10% đến 12% và có thể yêu cầu đàm phán lại khi khấu hao toàn bộ tài sản của nhà máy điện. Theo thảo luận của chúng tôi với PPC và REE, thành phần cố định của Phả Lại 1 có thể giảm vào năm 2024 sau khi hợp đồng trước đó hết hạn. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tương tự đối với QTP. Chúng tôi dự phóng tài sản máy móc của QTP sẽ hoàn tất khấu hao sau năm 2026, điều này có khả năng dẫn đến việc đàm phán lại với thành phần cố định thấp hơn trong giá PPA. Do đó, chúng tôi thận trọng dự báo thành phần cố định của QTP trong giá PPA ở mức 339 đồng/kWh (-5% YoY) kể từ năm 2024.

Ngoài ra, QTP và EVN đang quyết toán chi phí đầu tư Nhà máy Nhiệt điện Quảng Ninh 2 và nếu chi phí đầu tư cuối cùng thấp hơn chi phí đầu tư mà QTP và EVN giả định trước đây, điều này có thể khiến EVN phải đàm phán mức giá thành phần cố định trong giá PPA thấp hơn một chút. Bất kỳ chênh lệch nào thấp hơn hoặc cao hơn giả định của chúng tôi đều có thể ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận dài hạn của chúng tôi.

Tăng trưởng kinh tế. Rủi ro suy thoái kinh tế được giảm bớt nhờ nhu cầu mạnh và khả năng mở rộng nguồn cung điện hạn chế tại miền Bắc, giúp ổn định sản lượng của QTP. Về mặt lịch sử, nhu cầu điện có mối tương quan chặt chẽ với tăng trưởng kinh tế. Do đó, dựa trên giả định cơ bản của chúng tôi về tăng trưởng GDP và tiêu thụ điện khoảng 7% đến 9%/năm trong 5 năm tới, phía cầu sẽ được đảm bảo. Ngoài ra, với việc nguồn cung điện mở rộng hạn chế và nhu cầu mạnh ở khu vực miền Bắc, chúng tôi tin tưởng vào việc giảm thiểu rủi ro đầu ra cho QTP.

Than đầu vào và giá than. Rủi ro đầu vào than thấp được đảm bảo nhờ nguồn cung trong nước với các hợp đồng dài hạn và giá nhập khẩu giảm. Hợp đồng dài hạn với Vinacomin được ký vào cuối năm 2019 đảm bảo nguồn than khả dụng cho toàn bộ thời gian hoạt động của QTP. Ngoài ra, giá than quốc tế, vốn đã giảm đáng kể so với mức đỉnh năm 2022, dự kiến sẽ tiếp tục giảm. Hiện tại, chúng tôi dự báo giá than hỗn hợp cung cấp cho các nhà máy điện ở Việt Nam sẽ giảm gần 6%/năm trong giai đoạn 2023-2026. Bên cạnh đó, 80% sản lượng than được chuyển qua các công ty mua bán điện của EVN nên tác động của giá than tăng đối với QTP là hạn chế.

Rủi ro thị trường phát điện cạnh tranh. Biến động giá trên thị trường tự do này đôi khi thấp hơn chi phí biến đổi của QTP, đặc biệt vào những năm mưa nhiều. Tuy nhiên, QTP đã có nhiều năm kinh nghiệm tại thị trường này. Thứ hai, giá CGM sẽ tăng dần khi giá cận biên của hệ thống được thiết lập tăng - do giá khí tăng đáng kể - và khi các nhà máy điện chi phí cao, mới hơn tham gia hệ thống. Ngoài ra, khi thị trường được tự do hóa hơn, giá điện/giá CGM sẽ tăng do giá điện ở Việt Nam thấp hơn khoảng 50% so với mức trung bình ở khu vực Châu Á - Thái Bình Dương.

Rủi ro hoạt động. Việc nhà máy điện tạm dừng vận hành kỹ thuật ngoài kế hoạch có thể ảnh hưởng đến công suất khả dụng, sản lượng, doanh thu và lợi nhuận của nhà máy.

Rủi ro về quy định môi trường. Do các nhà máy nhiệt điện than tạo ra khí thải độc hại như oxit nitơ, oxit lưu huỳnh và tro than, nên sẽ có những quy định chặt chẽ hơn trong tương lai quy định lượng khí thải của các nhà máy điện đốt than phải nằm trong một tiêu chuẩn nhất định.

Rủi ro tỷ giá. Rủi ro này là rất thấp do QTP sẽ thanh toán hết nợ vào năm 2024.

Định giá

Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) mà chúng tôi cho là sẽ nắm bắt tốt nhất giá trị nội tại của công ty, đặc biệt phù hợp với các công ty tiện ích có dòng tiền ổn định.

Chúng tôi áp dụng khung thời gian dự báo 24 năm (2024-2048) cho mô hình định giá CKDT của chúng tôi, thay vì phương pháp giá trị cuối truyền thống với Mô hình tăng trưởng Gordon. Điều này xuất phát từ vòng đời hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than, dao động từ 30 đến 35 năm. QTP 1 bắt đầu hoạt động vào năm 2010-2011, tiếp theo là QTP 2 vào năm 2013-2014, phù hợp với khung thời gian dự báo mở rộng của chúng tôi để phản ánh chính xác vòng đời hoạt động của nhà máy.

Chúng tôi lưu ý rằng **chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 15% cho định giá của chúng tôi** để đạt ra mức giá mục tiêu, phản ánh quan điểm của chúng tôi rằng ngành điện hiện có một số hạn chế về tính minh bạch thông tin cho các nhà đầu tư. Việt Nam đang tự do hóa ngành điện, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, vẫn cần cải thiện tính minh bạch về giá cả và cơ chế vận hành của thị trường cạnh tranh (sản xuất/bán buôn/bán lẻ).

Do đó, **chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 16.300 đồng/cổ phiếu cho QTP, tương ứng với tổng mức sinh lời là 13,2% và khuyến nghị KHẢ QUAN.**

Hình 27: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Chiết khấu dòng tiền
Giá trị VCSH/cổ phiếu (đồng)	19.162
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế	15,0%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	16.300
Tỷ lệ tăng	1,9%
Lợi suất cổ tức dự phóng năm 2024	11,3%
Tổng mức sinh lời	13,2%
Lợi suất cổ tức dự phóng năm 2024 tại giá mục tiêu	11,0%

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi dự phóng QTP sẽ chi 2,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2024-2028 để tuân thủ các tiêu chuẩn môi trường mới. Khoản đầu tư này sẽ nâng cấp hệ thống phát thải khí thải của QTP để đáp ứng các tiêu chuẩn do Quy chuẩn kỹ thuật số QCVN 22:2009/BTNMT đặt ra. Theo QTP, công ty đã đề xuất tăng thành phần cố định PPA sau khi nâng cấp để bù đắp cho tổng vốn đầu tư tăng lên. Hiện tại, công ty vẫn đang chờ phê duyệt cuối cùng của Chính phủ về kế hoạch nghiên cứu khả thi của dự án. Chúng tôi thận trọng đưa khoản vốn đầu tư này vào dự báo nhưng không tăng thành phần cố định PPA tương ứng.

Hình 28: Dự báo dòng tiền

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận từ HĐKD	933	1.239	1.156	1.011	1.062
+ Khấu hao	600	600	600	400	400
- Thuế	-92	-250	-237	-206	-215
- Tăng vốn hoạt động	312	-205	263	4	-16
- Vốn đầu tư XDCB	-200	-400	-400	-1.000	-100
Dòng tiền tự do	1.553	983	1.382	209	1.132
Giá trị hiện tại của DTTD	1.383	780	977	131	634
Tổng GTHT của DTTD	1.383	2.163	3.140	3.271	3.906

Nguồn: Vietcap

Hình 29: Định giá chiết khấu dòng tiền và các giả định

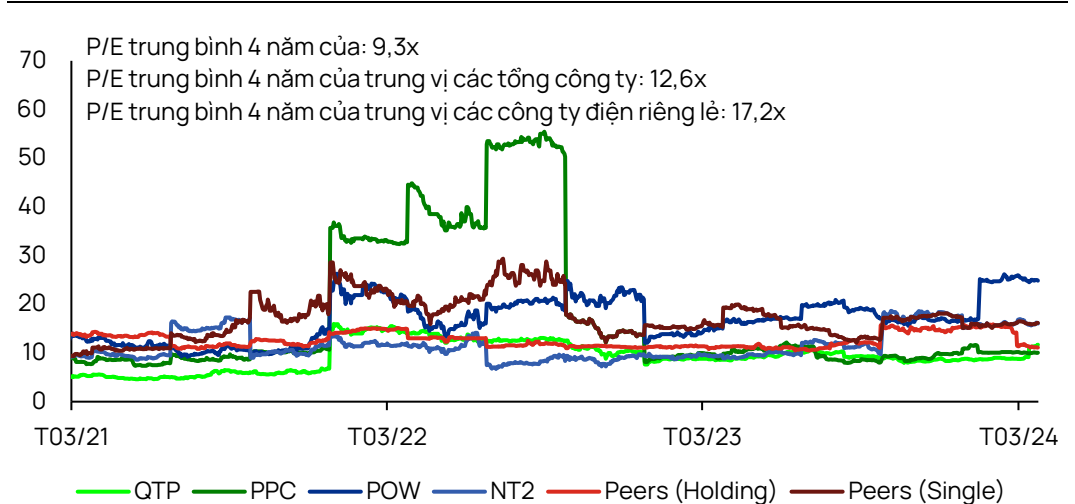
Chi phí vốn		Chiết khấu dòng tiền		Tỷ đồng
Beta	0,9	GTHT của DTTD (2024-2028)	3.906	
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	GTHT của DTTD (2029-2048)	5.247	
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	GTHT của DTTD và GTC	9.153	
Chi phí VCSH %	13,2	Cộng: Tiến mặt + đầu tư ngắn hạn	159	
Chi phí nợ vay %	9,0	Trừ: Nợ vay	-689	
Thuế doanh nghiệp %	5,0	Giá trị VCSH	8.623	
Tỷ lệ nợ/vốn %	20,0	Số lượng cổ phiếu (triệu)	450	
WACC %	12,3	Giá trị/cổ phiếu (đồng)	19.162	

Nguồn: Vietcap

Các công ty cùng ngành

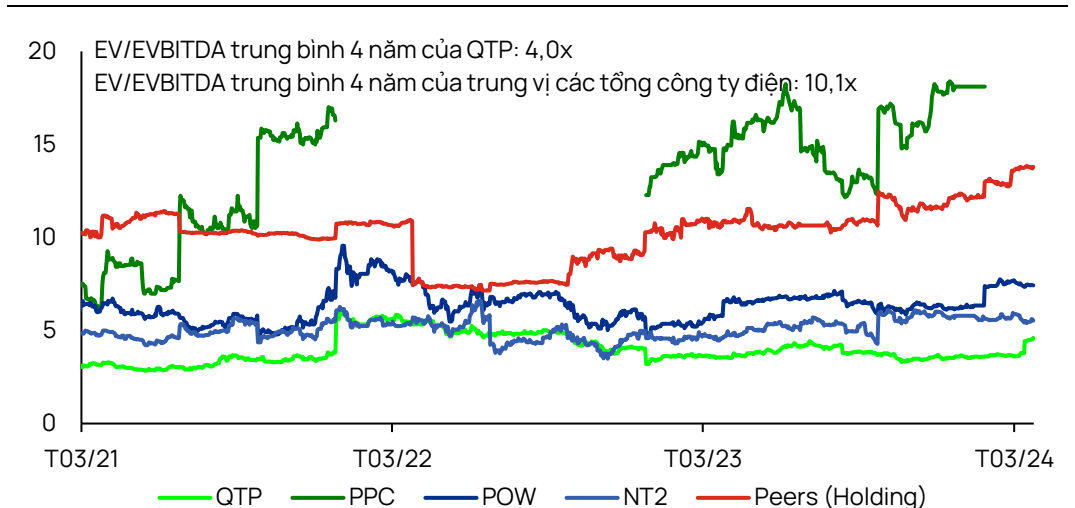
Chúng tôi lựa chọn các công ty cùng ngành trong khu vực, bao gồm các công ty nắm giữ quyền lực hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện, cùng với các nhà máy điện riêng lẻ tại Châu Á. Tất cả các công ty này đều là nhà sản xuất điện, nhưng khác với PPC về loại điện, công suất và cơ chế thị trường.

Hình 30: P/E của QTP, PPC, và các công ty cùng ngành trong khu vực (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 29/3/2024)

Hình 31: EV/EBITDA của QTP, PPC, và các công ty cùng ngành trong khu vực (x) (*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. (*) EBITDA trượt 12T của PPC âm từ quý 4/2021 đến quý 1/2022, và từ quý 4/2023 đến nay (cập nhật đến ngày 29/3/2024).

Hình 32: So sánh QTP và các công ty cùng ngành

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/Vốn CSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/EBITDA (x)
Các tổng công ty điện													
Manila Electric	Philippines	7.161	7.976	4,0	683,7	33,7	24,2	7,2	34,8	5,0	10,6	3,5	9,5
First Philip Hld	Philippines	536	3.033	7,4	281,3	40,9	34,1	3,6	11,3	3,4	1,9	0,2	3,7
Ratchaburi Elec	Thái Lan	1.660	1.256	-41,6	148,6	-10,6	55,6	2,3	5,3	5,2	11,1	0,6	15,2
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.257	875	24,3	153,0	-7,3	36,3	6,0	10,8	4,2	8,6	0,9	13,0
Global Power Syn	Thái Lan	4.091	2.597	-27,0	106,2	314,4	97,5	1,3	3,5	1,3	40,3	1,4	14,2
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	439	6,4	115,5	79,2	31,3	8,5	16,9	N/A	N/A	N/A	4,1
Tata Power Co	Ấn Độ	15.111	6.863	28,7	415,5	91,6	118,6	2,8	13,0	0,5	37,8	4,4	13,9
Cikarang Listrin	Indonesia	694	546	-0,8	77,0	6,1	11,3	5,7	11,0	10,4	8,9	1,0	4,5
Ytl Power Intl	Malaysia	6.673	5.106	24,9	735,1	86,6	132,0	6,0	20,6	1,5	9,4	1,7	6,1
Malakoff Corp Bh	Malaysia	662	1.990	-12,4	-	N/A	103,9	-4,0	-14,4	6,2	N/A	0,6	N/A
Mmc Corp Bhd	Malaysia	N/A	1.141	6,6	183,8	130,5	99,7	90,2	2,1	5,7	N/A	N/A	8,6
K-Electric Ltd	Pakistan	439	1.565	-26,3	-126,7	N/A	125,3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PV Power (POW)	Việt Nam	1.076	1.173	-1,0	45,1	-47,8	5,4	1,7	3,5	N/A	24,9	0,9	7,3
Trung vị		1.257	1.565	4,0	130,5	40,9	55,6	3,2	10,9	4,2	10,6	0,9	8,6
Các công ty điện riêng lẻ													
Sahacogen Chonbu	Thái Lan	113	145	-12,1	2,7	N/A	40,7	1,0	2,5	1,4	46	1,1	11,1
Vivant Corp	Philippines	261	99	36,8	45,1	57,2	5,2	9,0	14,2	2,7	5,8	0,8	33,8
AC Energy	Philippines	2.719	657	3,9	133,0	-43,4	1,0	6,2	12,1	1,0	20,4	1,1	N/A
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	854	640	11,4	29,3	N/A	137,9	1,2	4,0	1,2	24	0,9	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	1.288	373	29,1	73,6	72,6	90,6	2,5	6,3	1,0	16,6	1,1	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	4.199	841	-30,6	164,9	-26,2	28,6	2,9	7,2	0,4	25,2	1,5	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	947	281	-23,8	37,4	-36,1	119,7	1,6	3,6	1,9	25,8	1,8	N/A
Phả Lại (PPC)	Việt Nam	176	244	10,3	18,3	-11,2	-2,8	7,6	9,2	21,6	10,1	1,0	16,9
Hải Phòng (HND)	Việt Nam	288	480	8,9	18,5	-19,3	6,1	5,5	7,2	7,7	16,2	1,2	5,0
Nhon Trạch 2 (NT2)	Việt Nam	288	268	-27,3	19,9	-46,5	-20,8	6,0	9,9	8,9	16,0	1,7	5,5
Trung vị		571	327	6,4	33,3	-22,8	17,3	4,2	7,2	1,6	18,5	1,1	11,1
Quảng Ninh (QTP)	Việt Nam	288	506	15,8	25,7	-19,9	10,3	8,0	10,8	11,3	12,3	1,4	7,6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (cập nhật ngày 29/3/2024)

Phụ lục

Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII dự kiến ban hành trong năm 2024

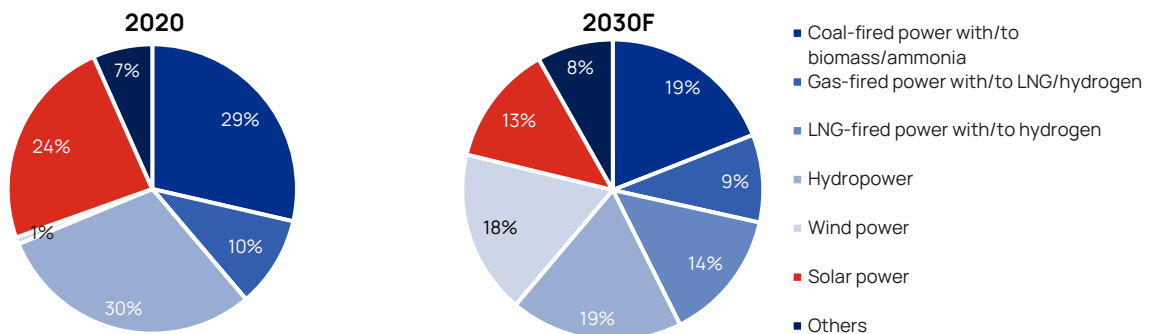
Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch triển khai Quy hoạch điện VIII sẽ được ban hành vào năm 2024, sau khi Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Hướng dẫn Quy hoạch điện VIII của Việt Nam giai đoạn 2021-2030 vào ngày 15/5/2023. Quy hoạch điện VIII đặt kế hoạch tổng công suất lắp đặt quốc gia là 158 GW vào năm 2030 – tăng hơn gấp đôi công suất của năm 2020. Kế hoạch này cũng nhấn mạnh việc chuyển đổi sang năng lượng sạch khi năng lượng tái tạo (bao gồm cả thủy điện) được đặt mục tiêu chiếm lần lượt 47% và 72% tổng sản lượng điện vào năm 2030 và 2050. Công suất điện mặt trời và điện gió được đặt mục tiêu tăng gần gấp ba lên khoảng 50.000 MW so với năm 2020 và trở thành nguồn điện lớn nhất của Việt Nam vào năm 2030 (31% tổng công suất lắp đặt cả nước).

Hình 33: Dự báo của Bộ Công Thương đối với công suất điện của Việt Nam

MW	2020A	2025F	2030F
Điện gió trên bờ	539	13.416	21.880
Điện gió ngoài khơi	-	-	6.000
Điện mặt trời	16.491	17.891	20.591
Điện sinh khối, đồng phát và khác	1.750	2.630	4.970
Điện Hydro	20.789	26.795	29.346
Bơm-lưu trữ thủy điện & lưu trữ pin năng lượng	-	50	2.700
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG	7.076	7.076	14.930
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG và hydro (*)	-	-	-
Điện khí đốt (khí sinh hoạt) thành hydro	-	-	-
Điện chạy bằng LNG	-	2.700	22.400
Điện chạy bằng LNG (với hydro)	-	-	-
Điện chạy bằng LNG tạo ra hydro	-	-	-
Nhiệt điện than	19.825	28.757	30.127
Nhiệt điện than (có sinh khối/amoniac (**))	-	-	-
Đốt than để tạo sinh khối/amoniac	-	-	-
Nhiệt điện dầu	1.596	1.221	-
Điện nhập khẩu	1.272	4.453	5.000
Nhà máy điện linh hoạt	-	-	300
Tổng công suất lắp đặt	69.338	104.989	158.244
CAGR 5 năm		8,7%	8,6%

Nguồn: Bộ Công Thương (QHĐ VIII), Vietcap (* Hydro: nhiên liệu thay thế cho khí tự nhiên, khí đốt bằng oxy tạo ra năng lượng & chỉ tạo ra hơi nước thay vì carbon dioxide. (**)) Sinh khối: Được tạo thành từ các sinh vật sống như thực vật, động vật & chất thải. Amoniac: Một loại nhiên liệu giúp giảm lượng khí thải carbon).

Hình 34: Cơ cấu công suất điện của Việt Nam theo loại điện



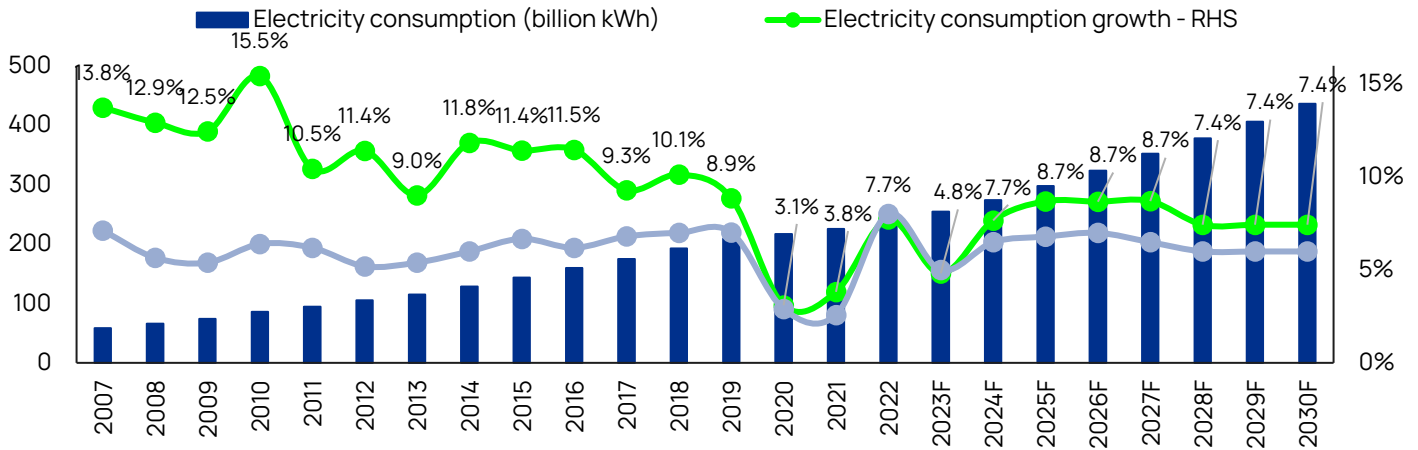
Nguồn: Bộ Công Thương (QHĐ VIII), Vietcap

Mức tiêu thụ điện của Việt Nam dự kiến tăng ở mức một chữ số trong giai đoạn 2024-28

Chúng tôi kỳ vọng mức tiêu thụ điện của Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh trong 5 năm tới, ở mức một chữ số hàng năm, phản ánh đà tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ của Việt Nam. Giả sử GDP Việt Nam tăng trưởng lần lượt là 6,8% và 7,0% vào các năm 2025 và 2026 (theo dự báo của nhóm phân tích vĩ mô của chúng tôi) và ở mức 6,5% vào năm 2027 (theo mục tiêu của Bộ Công Thương), với hệ số co giãn giữa GDP tăng trưởng và tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức khoảng 1,2 lần -1,3 lần (tỷ lệ chuẩn hóa), chúng tôi ước tính tăng trưởng tiêu thụ điện hàng năm khoảng 9% trong giai đoạn 2025-2027, sau mức tăng 7,7% vào năm 2024.

Trong năm 2023, mức tiêu thụ điện ở miền Bắc tăng 3,47% YoY, cao hơn miền Nam (2,54%). Chúng tôi cũng lưu ý rằng Tổng công ty Điện lực miền Bắc (EVNNPC) báo cáo sản lượng điện thương phẩm tăng 12% YoY đạt 13,9 tỷ kWh trong 2 tháng đầu năm 2024, cho thấy mức tiêu thụ điện tăng trưởng mạnh mẽ ở miền Bắc. Trong đó, nguồn cung cấp điện cho ngành công nghiệp xây dựng tăng 14% YoY, hộ gia đình tăng 8% YoY và ngành dịch vụ thương mại tăng 15% YoY.

Hình 35: Tăng trưởng tiêu thụ điện so với tăng trưởng GDP của Việt Nam*



Nguồn: EVN, Vietcap (*Tốc độ tăng trưởng GDP cho giai đoạn 2024-2026 là dự báo tăng trưởng GDP của Vietcap; con số cho giai đoạn 2027-2030 dựa trên hướng dẫn của Bộ Công Thương)

Chúng tôi dự báo sẽ đủ nguồn cung điện trong năm 2024

Chúng tôi cho rằng sẽ đủ nguồn cung điện trong năm 2024. Đầu tháng 12/2023, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 3110 đặt mục tiêu nguồn cung điện là 306 tỷ kWh cho năm 2024, mà chúng tôi ước tính tăng 6%-9% so với năm 2023. Chúng tôi cho rằng mục tiêu này sẽ đủ để đáp ứng nhu cầu điện vào năm 2024, mà chúng tôi dự báo sẽ tăng 7,7% YoY. Bộ Công Thương có kế hoạch tăng sản lượng nhiệt điện than thêm 25% YoY, trong khi dự kiến sản lượng nhiệt điện khí (-14% YoY) và thủy điện (-1% YoY) sẽ giảm, cùng với sản lượng điện tái tạo gần như không thay đổi.

Hình 36: Dự báo của Vietcap về công suất phát điện Việt Nam (MW)

MW	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Năng lượng Hydro	21.836	22.544	22.976	23.436	24.016
Nhiệt điện than	24.671	25.312	27.344	27.344	28.009
Nhiệt điện khí	7.125	7.160	7.160	7.160	9.110
Điện mặt trời (trang trại)	8.736	8.736	9.123	9.243	9.243
Điện mặt trời (lắp mái)	7.954	7.954	7.954	7.954	7.954
Điện gió	3.980	3.980	4.980	6.980	8.980
Nguồn điện khác	2.318	2.114	2.729	3.229	3.829
Tổng công suất	76.620	77.800	82.266	85.346	91.141
Tăng trưởng YoY	10,5%	1,5%	5,7%	3,7%	6,8%

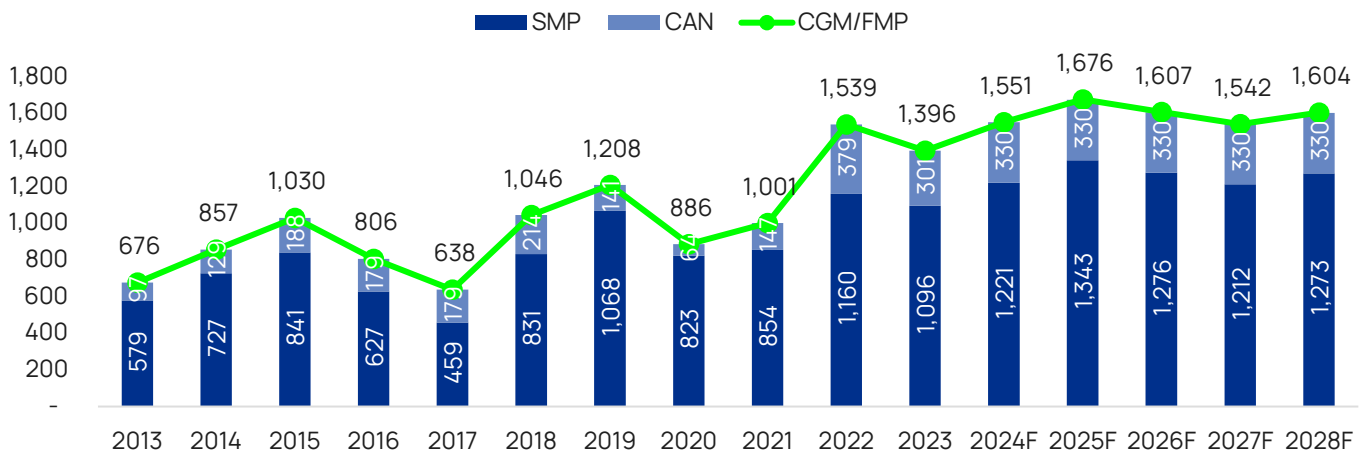
Nguồn: EVN, dự báo của Vietcap

Giá CGM dự kiến tăng và duy trì ở mức cao cho đến năm 2025

Chúng tôi dự báo giá CGM sẽ tăng 11% YoY vào năm 2024. Mức này sẽ gần bằng mức của năm 2022 do mức tăng trưởng tiêu thụ điện dự kiến của chúng tôi là 7,7% YoY (tương tự mức tăng trưởng năm 2022 là 8% YoY) cũng như dự kiến cao hơn giá khí năm 2024 so với năm 2022. Theo các doanh nghiệp trong ngành, giá cận biên hệ thống (SMP – một thành phần của giá CGM, giá đầu giá cao nhất cần thiết để cân bằng cung cầu hệ thống) được giới hạn ở mức 1.510 đồng/kWh cho năm 2024, giảm 15% so với năm 2023. Giá bổ sung công suất (CAN – thành phần khác của giá CGM, giá bổ sung được trả để nhà máy điện mới tốt nhất hòa vốn) ước tính trung bình ở mức 330 đồng/kWh – tăng khoảng 10% so với năm 2023. Chúng tôi ước tính tác động của 2 yếu tố này bù đắp cho nhau nhưng điều này mang lại lợi ích cho các nhà máy nhiệt điện than.

Dự báo của chúng tôi cho thấy giá CGM trung bình có CAGR là 3% trong giai đoạn 2023-2028, gần bằng với lạm phát dự kiến.

Hình 37: Giá CGM trung bình (đồng/kWh)



Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, các doanh nghiệp trong ngành, Vietcap. Lưu ý: Giá CGM = FMP (giá thị trường đầy đủ) = SMP (giá cận biên hệ thống) + CAN (giá bổ sung công suất). SMP: giá đầu giá cao nhất cần thiết để cân bằng cung cầu hệ thống; CAN: mức giá bổ sung phải trả để nhà máy điện mới tham gia tốt nhất có thể hòa vốn.

Nhiệt điện than được hưởng lợi từ đà giảm của giá than trộn

Chúng tôi dự báo giá than trộn năm 2024 sẽ giảm 6% xuống còn 2,4 triệu đồng/tấn do giá than nhập khẩu giảm. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo giá than trộn giảm 2% YoY vào năm 2025, giảm 6% YoY vào năm 2026 và tăng 8% YoY vào năm 2027, giá định tỷ lệ ổn định giữa 50% than trong nước và 50% than nhập khẩu, phù hợp với kế hoạch của các doanh nghiệp trong ngành.

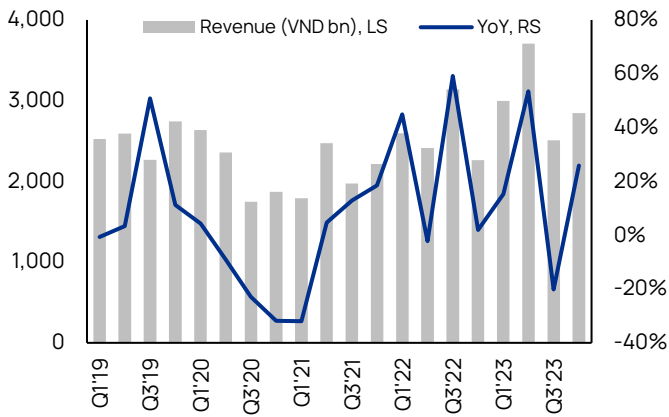
Hình 38: Giá bình quân than trong nước 5a và than trộn tương đương

Triệu đồng/tấn	2022	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F
Than trong nước, 5a (5.500 kcal/kg)	1.845	1.937	2.034	2.136	2.243	2.355
Tăng trưởng YoY	0%	5%	5%	5%	5%	5%
Than trộn, tương đương than 5a (*)	2.825	2.583	2.420	2.382	2.247	2.436
Tăng trưởng YoY	38%	-9%	-6%	-2%	-6%	8%

Nguồn: Bộ Công Thương, dự báo đồng thuận của Bloomberg, dự báo Vietcap (*) hỗn hợp than nhập khẩu và than trong nước 6a.

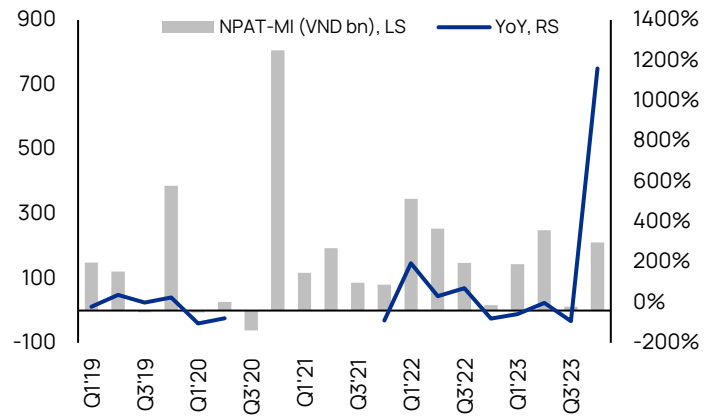
KQKD theo quý của QTP

Hình 39: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



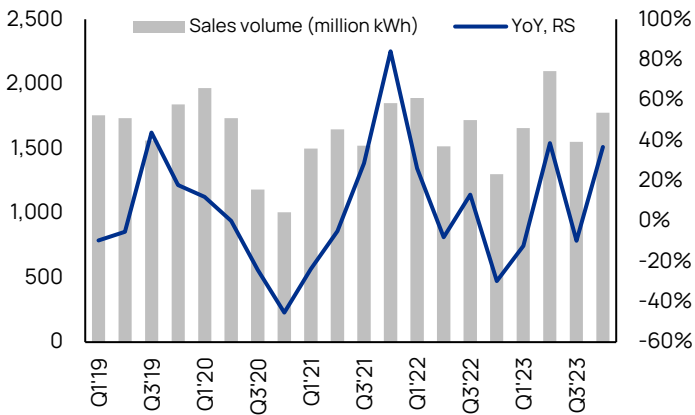
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 40: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý* (tỷ đồng)



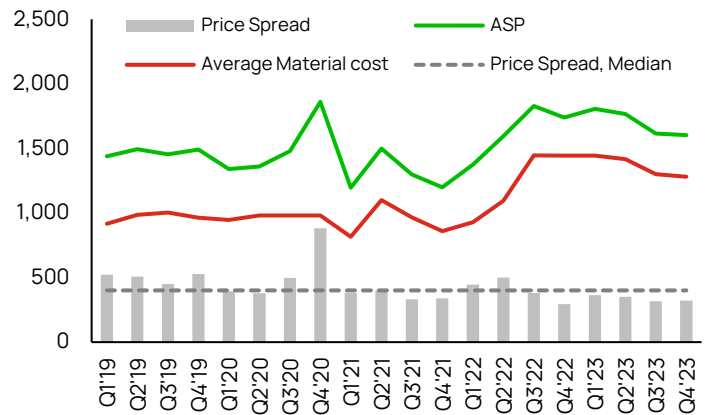
Nguồn: QTP, Vietcap (tăng trưởng YoY không có ý nghĩa khi so với các khoản lỗ)

Hình 41: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý (triệu kWh)



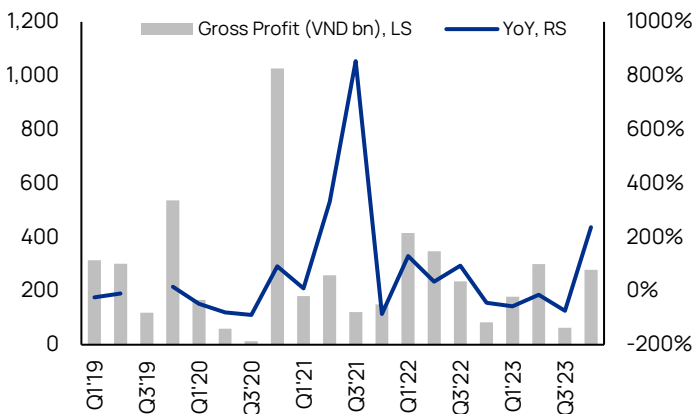
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 42: Chênh lệch giá hàng quý (đồng/kWh)



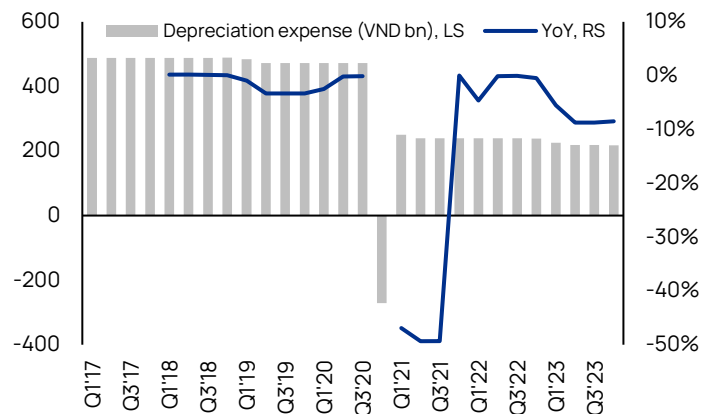
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 43: Lợi nhuận gộp hàng quý (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap (Increased gross profit in Q4 2020 driven by reversal of depreciation expenses)

Hình 44: Chi phí khấu hao (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap (Negative depreciation expense in Q4 2020 due to reversal of expenses, after QTP's lengthened depreciation period)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12.058	12.358	12.535	11.065
Giá vốn hàng bán	-11.239	-11.307	-11.172	-9.778
Lợi nhuận gộp	819	1.051	1.363	1.286
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-113	-118	-124	-131
LN thuần HĐKD	706	933	1.239	1.156
Doanh thu tài chính	23	8	13	28
Chi phí tài chính	-77	-19	0	0
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-57	-19	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-4	0	0	0
LNTT	647	922	1.252	1.184
Thuế TNDN	-33	-92	-250	-237
LNST trước CĐTS	614	830	1.001	947
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	614	830	1.001	947
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	613	830	1.001	947
EBITDA	1.590	1.533	1.839	1.756
EPS báo cáo, VND	1.297	1.752	2.114	1.999
EPS điều chỉnh (1), VND	1.294	1.752	2.114	1.999
DPS báo cáo, VND	1.886	1.800	2.200	2.200
DPS/EPS báo cáo (%)	145%	103%	104%	110%

(1) EPS điều chỉnh cho lỗ tỷ giá và quỹ phúc lợi & khen thưởng

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	15,8%	2,5%	1,4%	-11,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-27,1%	32,1%	32,8%	-6,7%
Tăng trưởng LNTT	-19,6%	42,5%	35,7%	-5,4%
Tăng trưởng EPS	-7,8%	35,1%	20,6%	-5,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	6,8%	8,5%	10,9%	11,6%
Biên LN từ HĐ %	5,9%	7,5%	9,9%	10,4%
Biên EBITDA	13,2%	12,4%	14,7%	15,9%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,1%	6,7%	8,0%	8,6%
ROE %	10,8%	16,1%	19,1%	17,8%
ROA %	8,0%	12,3%	15,9%	14,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	18	19	18	21
Số ngày phải thu	77	74	67	75
Số ngày phải trả	29	29	23	27
TG luân chuyển tiền	67	64	62	69
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,0	3,2	3,2	3,6
CS thanh toán nhanh	1,6	2,7	2,7	3,1
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,3	0,7
Nợ/Tài sản	9,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn sử dụng	11,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn CSH	10,3%	-3,2%	-6,6%	-14,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	12,3x	49,4x	N.M.	N.M.

Nguồn: QTP, Vietcap forecast

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	158	162	348	768
Đầu tư TC ngắn hạn	2	2	2	2
Các khoản phải thu	2.790	2.201	2.404	2.122
Hàng tồn kho	726	465	612	536
TS ngắn hạn khác	271	271	271	271
Tổng TS ngắn hạn	3.946	3.100	3.637	3.698
TS dài hạn (gộp)	21.210	21.410	21.810	22.210
- Khấu hao lũy kế	-17.837	-18.437	-19.037	-19.637
TS dài hạn (ròng)	3.374	2.974	2.774	2.574
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	63	63	63	63
Tổng TS dài hạn	3.436	3.036	2.836	2.636
Tổng Tài sản	7.382	6.136	6.473	6.335
Phải trả ngắn hạn	1.158	620	765	670
Nợ ngắn hạn	471	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	364	364	364	364
Tổng nợ ngắn hạn	1.993	984	1.129	1.034
Nợ dài hạn	218	0	0	0
Nợ dài hạn khác	5	5	5	5
Tổng nợ	2.216	989	1.134	1.039
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	4.500	4.500	4.500	4.500
Thặng dư vốn CP	231	231	231	231
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	435	417	608	565
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	5.166	5.147	5.339	5.296
Tổng cộng nguồn vốn	7.381	6.136	6.473	6.335
CP lưu hành cuối năm (tr)	450	450	450	450

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	24	158	162	348
Lợi nhuận sau thuế	614	830	1.001	947
Khấu hao	884	600	600	600
Thay đổi vốn lưu động	-25	312	-205	263
Điều chỉnh khác	-325	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.149	1.742	1.396	1.810
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-10	-200	-400	-400
Đầu tư, ròng	798	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	787	-200	-400	-400
Cổ tức đã trả	-1.011	-849	-810	-990
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-305	-471	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-98	-218	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-387	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-1.802	-1.538	-810	-990
Tổng lưu chuyển tiền tệ	134	5	186	420
Tiền cuối năm	158	162	348	768

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Dương Tấn Phước & Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi đối với các 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 Vietcap

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	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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 tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy 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.

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

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald
Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Phó Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.