

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH (UPCOM: QTP)

Phùng Thị Vân Anh

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: Anhptv@fpts.com.vn

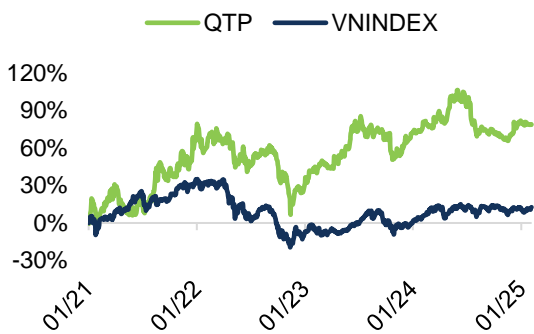
Điện thoại: (84) 396005733

Người phê duyệt

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biến động giá cổ phiếu QTP và VNINDEX



Thông tin giao dịch ngày 26/03/2025

Giá hiện tại (đồng/cp)	13.900
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	15.755
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	12.582
Số lượng CP niêm yết (cp)	450.000.000
Số lượng CP ĐLH (cp)	450.000.000
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	471.473
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.255
EPS trailing (đồng)	1.441
P/E trailing	9,6x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh
Địa chỉ	Tổ 33, khu 5, Phường Hà Khánh, TP. Hạ Long, Quảng Ninh
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện
Lợi thế cạnh tranh	Vị trí địa lý của nhà máy thuận lợi
Rủi ro chính	Thời tiết, rủi ro sự cố, biến động giá than

Giá hiện tại: 13.900 đồng/cp

Giá mục tiêu: 16.900 đồng/cp

Chênh lệch: 22%

Khuyến nghị

MUA

HIỆU SUẤT HOẠT ĐỘNG CAO NHỜ VỊ TRÍ ĐỊA LÝ THUẬN LỢI

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu QTP – CTCP nhiệt điện Quảng Ninh bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Chúng tôi xác định giá mục tiêu của QTP là 16.900 đồng/cp, cao hơn 22% so với mức giá đóng cửa ngày 26/03/2025, qua đó đưa ra khuyến nghị **MUA** ở thời điểm hiện tại.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh (NMNĐ QN) có vị trí thuận lợi giúp hiệu suất hoạt động cao.

- ✓ **Nhà máy nằm ở vị trí chiến lược thuộc khu vực kinh tế trọng điểm phía Bắc** (Quảng Ninh – Hà Nội – Hải Phòng). Đây là khu vực chiếm tỷ trọng tiêu thụ điện cao nhất cả nước (tổng tỷ trọng tiêu thụ chiếm gần 46%). Nguyên nhân là do các khu vực này có mật độ dân số cao và gần với các khu công nghiệp cũng như cầu cảng.
- ✓ **Nhà máy đặt tại khu vực có trữ lượng than lớn nhất cả nước**, thuận lợi cho việc vận chuyển nhiên liệu than đầu vào phục vụ cho sản xuất điện.

Nguồn cung cấp than ổn định đảm bảo cho hoạt động sản xuất điện. Việc ký kết hợp đồng cung cấp than dài hạn với TKV và Tổng công ty Đông Bắc đã giúp cho QTP đảm bảo nguồn nguyên liệu đầu vào.

Cải thiện biên lợi nhuận nhờ khấu hao và nợ vay giảm dần.

- ✓ Máy móc của NMNĐ QN 1 đã hết khấu hao vào năm 2024 và dự kiến đến năm 2028 thì máy móc của NMNĐ QN 2 sẽ hết khấu hao
- ✓ Việc duy trì hoạt động ổn định, hiệu quả, mang lại lợi nhuận hàng năm giúp QTP đẩy nhanh trả nợ vay dài hạn, giảm áp lực chi phí tài chính cho doanh nghiệp.

Tỷ suất cổ tức cao và đều đặn với mức 10-15%/năm. Nhờ dòng tiền hoạt động kinh doanh ổn định cùng với việc giảm khấu hao và nợ vay giúp QTP chi trả cổ tức bằng tiền cho cổ đông đều đặn hàng năm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về biến động giá than. Năm 2023, QTP sử dụng 100% than trộn nhập khẩu (so với các năm trước là 50%). Giá than trộn nhập khẩu có mức biến động mạnh và cao hơn so với giá than trong nước. Điều này làm tăng chi phí đầu vào của QTP, từ đó làm giảm sản lượng điện huy động từ EVN. **Hoạt động sản xuất kinh doanh gặp khó khăn vì yếu tố thời tiết.** Giữa năm 2024 đã kết thúc El Nino và chuyển sang pha trung tính. Theo thông tin của Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia, La Nina sẽ diễn ra vào nửa đầu năm 2025, điều này có thể làm giảm sản lượng huy động của QTP. **Hết ưu đãi thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.** Năm 2026, QTP sẽ hết ưu đãi thuế suất và bắt đầu áp dụng mức thuế 20%/năm, điều này sẽ làm giảm lợi nhuận thuần của QTP.

Rủi ro sự cố. Các nhà máy của QTP có thể sẽ gặp sự cố làm gián đoạn quá trình sản xuất điện do: (1) Sử dụng than trộn đầu vào không đúng với thiết kế ban đầu; (2) nhà máy luôn hoạt động với công suất cao.

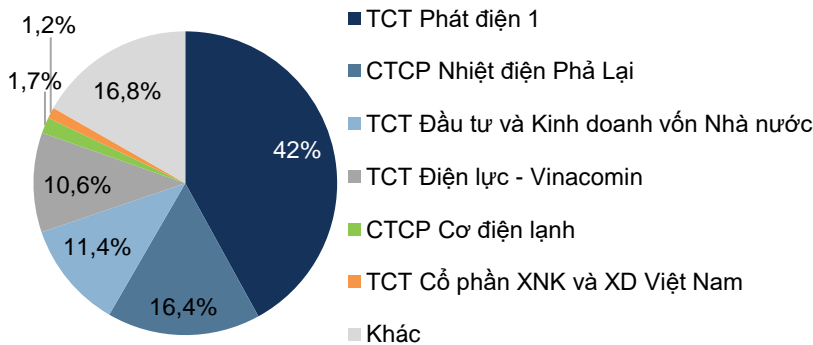
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển

Năm	Sự kiện
2002	Chính thức thành lập CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh và hoạt động trong lĩnh vực SXKD điện
2003	Chính phủ phê duyệt dự án đầu tư Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh
2004	Chính thức khởi công san nền Nhà máy Nhiệt điện Quảng Ninh số 1 (NĐQN 1)
2006	Khởi công xây dựng nhà máy chính của dự án NĐQN 1
2007	Khởi công xây dựng nhà máy chính của dự án Nhiệt điện Quảng Ninh số 2 (NĐQN 2)
2009-2010	Cả 2 tổ máy của nhà máy NĐQN 1 hòa vào điện lưới quốc gia với tổng công suất là 600 MW
2012-2013	Cả 2 tổ máy của nhà máy NĐQN 2 hòa vào điện lưới quốc gia, nâng tổng công suất lên 1.200 MW
2024	Sản lượng của các nhà máy NĐQN đã đóng góp cho lưới điện quốc gia vượt mốc 80 tỷ kWh kể từ khi đi vào sản xuất.

2. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của QTP
(Tháng 03/2025)



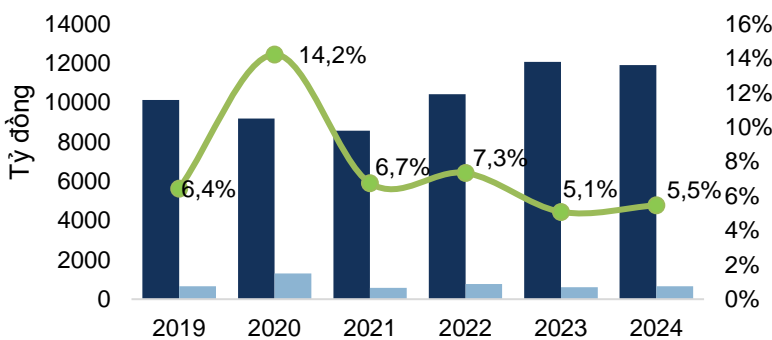
Nguồn: QTP, FPTs research

Cơ cấu cổ đông của QTP khá cô đặc khi các cổ đông lớn đã nắm giữ đến 80,4% cổ phần tại QTP. Trong đó:

- + Tổng công ty Phát điện 1 đang nắm giữ 42% và là thành viên trực thuộc Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) – đơn vị mua điện trên thị trường điện.
- + Các cổ đông lớn còn lại đều là các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực điện như CTCP Nhiệt điện Phả Lại, TCT Điện lực – Vinacomin. Ngoài ra, TCT Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) cũng đang nắm giữ 11,4% cổ phần của QTP.

3. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh của QTP qua các năm



Nguồn: QTP, FPTs research

QTP hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh điện năng với biên lợi nhuận sau thuế dao động quanh 5-7%.

Năm 2024, doanh thu đạt 11.908 tỷ đồng, giảm nhẹ 1,2% yoy, LNST đạt 650 tỷ đồng tăng 6,2% yoy nhờ:

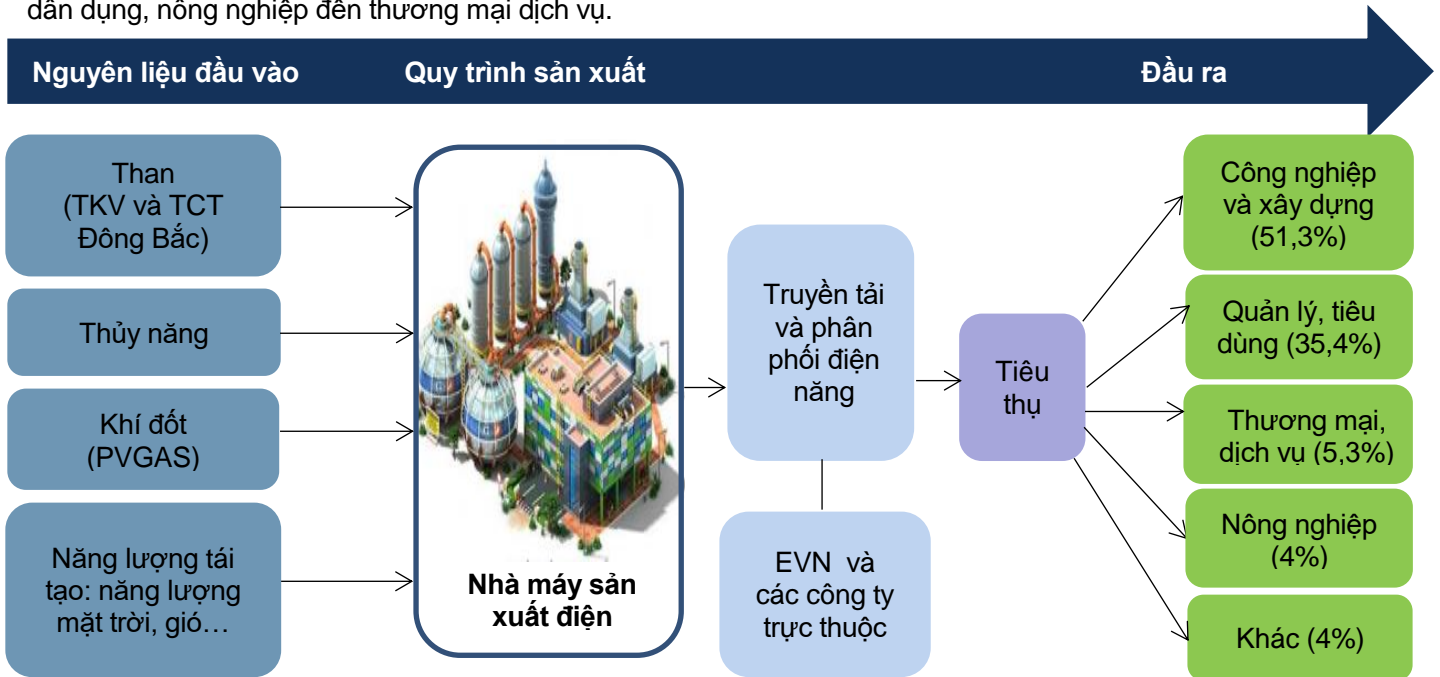
- (1) Chi phí khấu hao TSCĐ giảm do một số máy móc thiết bị đã gần hết khấu hao.
- (2) Chi phí lãi vay giảm do QTP đã trả gần hết nợ vay tài trợ để xây dựng nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 2.

II. TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN

1. Chuỗi giá trị ngành điện

EVN có tính độc quyền cao trong chuỗi giá trị ngành điện Việt Nam.

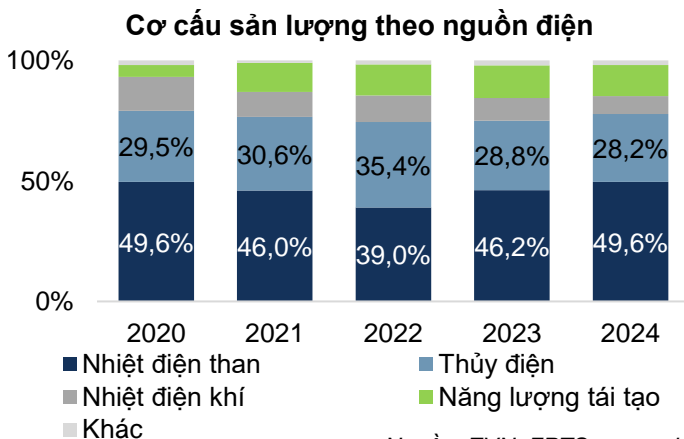
- ✓ **Nguyên liệu đầu vào:** Tùy thuộc vào từng loại hình nhà máy phát điện thì nhiên liệu đầu vào là các nhiên liệu hóa thạch như: than, khí, dầu và các loại năng lượng tái tạo như: nước, gió, năng lượng mặt trời,... EVN đại diện cho các nhà máy điện trong việc thỏa thuận mua bán nhiên liệu đầu vào như Tập đoàn công nghiệp than – khoáng sản Việt Nam (TKV) và TCT Đông Bắc cung cấp than, PVGAS cung cấp khí đốt.
- ✓ **Quy trình sản xuất điện:** là quá trình chuyển đổi các nguồn nhiên liệu đầu vào thành điện năng. Các nhà máy phát điện hiện nay có công nghệ đa dạng như: thủy điện, nhiệt điện than, nhiệt điện khí, điện mặt trời, điện gió... EVN cũng nắm giữ tỷ lệ sở hữu lớn tại các nhà máy điện thông qua các công ty thành viên.
- ✓ **Truyền tải, phân phối điện năng:** là các giai đoạn trung gian giúp kết nối điện năng từ nhà máy sản xuất điện tới nơi tiêu thụ. EVN và các đơn vị thành viên đang độc quyền trong khâu truyền tải và phân phối điện năng.
- ✓ **Tiêu thụ điện:** Sản phẩm đầu ra của ngành điện là điện năng và phục vụ cho tất cả các lĩnh vực từ công nghiệp, dân dụng, nông nghiệp đến thương mại dịch vụ.



Nguồn: EVN, FPTs research

2. Tình trạng cung cầu ngành điện Việt Nam

2.1. Nguồn điện than và thủy điện vẫn chiếm vai trò lớn trong việc cung ứng điện năng tại Việt Nam.



Nguồn: EVN, FPTs research

Trong cơ cấu nguồn điện cung ứng thì có 2 nguồn điện truyền thống và chiếm tỷ trọng chủ đạo đó là nhiệt điện than (40-50%) và thủy điện (28-35%). Miền Bắc sẽ tập trung chủ yếu nhà máy thủy điện và nhiệt điện than do phù hợp về điều kiện thời tiết và gần nguồn cung nhiên liệu than đầu vào. Miền Nam và miền Trung sẽ tập trung nhiều nhà máy điện khí, năng lượng tái tạo và một số nhà máy thủy điện.

✓ **Nguồn thủy điện không còn nhiều dư địa để phát triển và phụ thuộc lớn vào yếu tố thời tiết.**

- Theo cục điện lực và năng lượng tái tạo, tiềm năng về công suất thủy điện ở Việt Nam là 26.000 MW (đã bao gồm cả thủy điện nhỏ). Trong khi đó, tổng công suất thủy điện đến cuối năm 2023 là 23.664 MW (cung cấp khoảng 28% sản lượng điện sản xuất của hệ thống), đạt khoảng 91% tổng công suất tiềm năng phát triển thủy điện Việt Nam, tức là dư địa phát triển thủy điện trong tương lai không còn nhiều.
- Thủy điện là nguồn điện giá rẻ nhưng sản lượng điện sản xuất hàng năm phụ thuộc rất lớn vào điều kiện thời tiết cũng như lượng nước về hồ thủy điện. Đây là nguồn điện được ưu tiên huy động nhờ có chi phí sản xuất thấp, tuy nhiên điện là sản phẩm đầu ra cần mang tính ổn định để cung cấp nhu cầu cho nền kinh tế.

Vì vậy, thị trường điện Việt Nam vẫn cần một nguồn điện công suất lớn, có tính ổn định cao và mang tính chủ đạo để sẵn sàng đáp ứng nhu cầu điện năng cho cả nước.

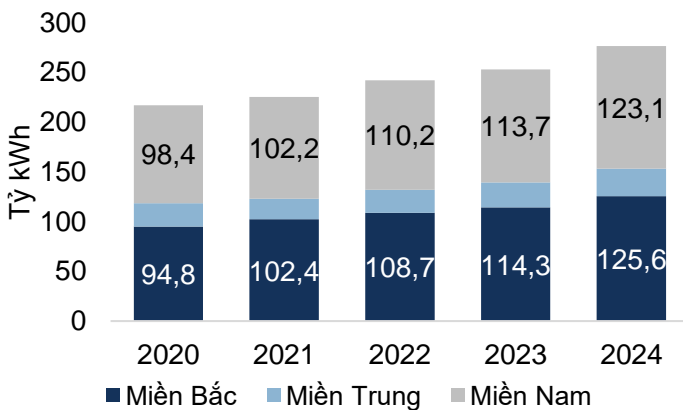
✓ **Nguồn nhiệt điện than hoạt động ổn định với công suất lớn chiếm vai trò quan trọng trong cung ứng điện.**

Tính đến cuối năm 2023, tổng công suất nhiệt điện than là 26.757 MW, chiếm tỷ trọng 33,2% nhưng lại cung cấp đến 40-50% sản lượng điện sản xuất cho toàn hệ thống điện (là nguồn cung cấp điện nhiều nhất cho hệ thống điện ở Việt Nam). Điều này cho thấy việc hoạt động ổn định nhờ nguồn cung ứng nhiên liệu đầu vào và nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng tăng nên EVN vẫn duy trì huy động sản lượng lớn đối với nhóm nhiệt điện than.

2.2. Nhu cầu tiêu thụ điện tăng nhanh và miền Bắc có nguy cơ thiếu điện nhiều trong giai đoạn tới.

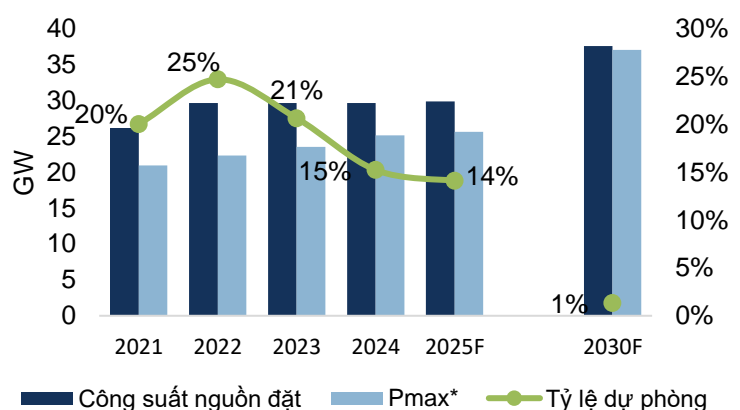
- ✓ **Nhu cầu tiêu thụ điện miền Bắc tăng trưởng nhanh nhất.** Tổng nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam năm 2024 đạt khoảng 276 tỷ kWh, tăng 9% yoy. Trong đó khu vực miền Bắc chiếm tỷ trọng cao nhất với 46% tổng sản lượng tiêu thụ cả nước, đạt 125,6 tỷ kWh, tăng 10% yoy; miền Trung chiếm 9,6% và đạt 26,7 tỷ kWh, tăng 7% yoy; miền Nam chiếm 44,5% đạt 123,1 tỷ kWh, tăng 8% yoy. Những năm gần đây, nhu cầu tiêu thụ điện miền Bắc bắt đầu tăng nhanh và vượt cả khu vực miền Nam. Vào những giai đoạn đỉnh điểm của mùa khô, miền Bắc thường xuyên bị thiếu điện vì thủy điện là một trong hai nguồn cung cấp điện chính bị ảnh hưởng bởi lượng nước về hồ thấp gây ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất và cung ứng điện. Vì vậy vào các khoảng thời điểm này, nhiệt điện than luôn hoạt động hết công suất để đáp ứng nhu cầu điện năng cho toàn hệ thống.

Sản lượng điện tiêu thụ từng khu vực



*Pmax: Công suất tiêu thụ cực đại

Khả năng dự phòng điện khu vực miền Bắc



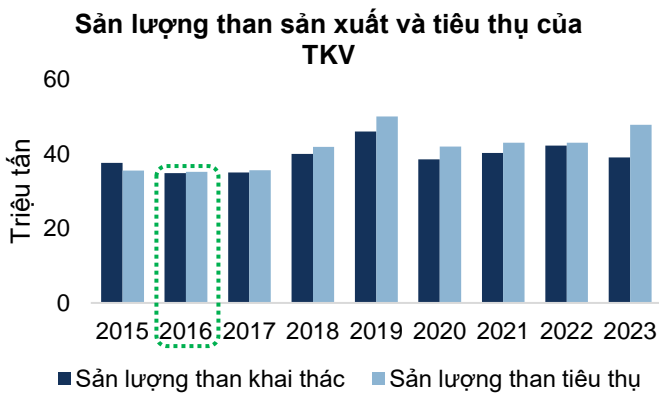
Nguồn: Thuyết minh quy hoạch điện VIII, EVN, FPTTS research

- ✓ **Nguồn cung phát triển không đáp ứng kịp nhu cầu tiêu thụ ở miền Bắc.** Mặc dù miền Bắc là khu vực có nhiều nhà máy phát điện lớn (nhiệt điện than và thủy điện) tuy nhiên thủy điện lại phụ thuộc vào tình hình thời tiết và không còn nhiều dư địa tăng trưởng. Nhiệt điện than trong tương lai cũng hạn chế mở rộng và phát triển do bảo vệ môi trường – giảm khí thải CO₂ (theo quy hoạch điện VIII sẽ tập trung phát triển năng lượng sạch). Trong khi đó, nhu

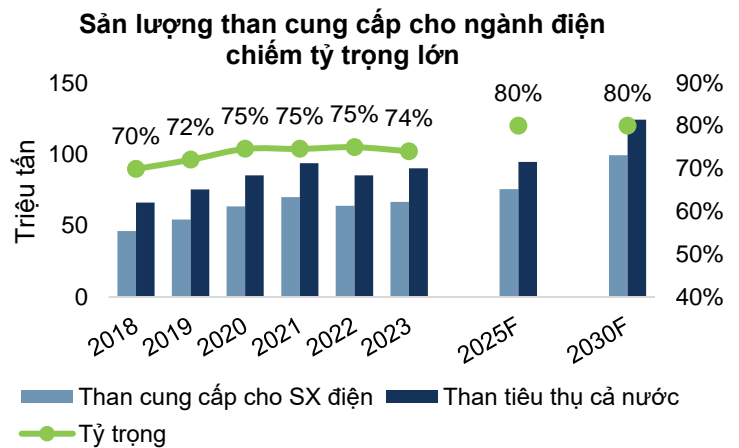
cầu tiêu thụ điện ở khu vực phía Bắc đang chiếm tỷ trọng cao nhất và có mức tăng trưởng lớn nhất cả nước. Công suất tiêu thụ cực đại khu vực miền Bắc luôn tăng nhanh qua các năm trong khi đó nguồn cung ứng điện năng lại tăng trưởng chậm và trong tương lai khó phát triển khiến tỷ lệ dự phòng điện ngày càng thấp (đến 2030, ước tính tỷ lệ này giảm chỉ còn 1%). Dẫn đến tình trạng vào những mùa nắng nóng gay gắt, ít mưa, thủy điện khó khăn trong việc sản xuất điện khiến cho khu vực này bị thiếu điện (đỉnh điểm là tháng 6-7 năm 2024).

3. Ngành nhiệt điện ngày càng phụ thuộc vào than nhập khẩu

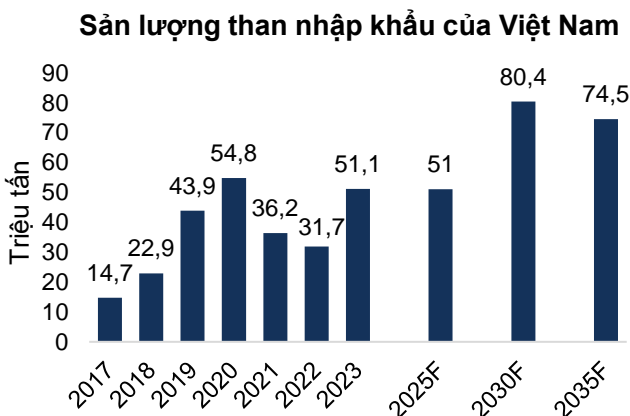
- ✓ **Dư địa khai thác than trong nước khó tăng trưởng.** Việt Nam chủ yếu khai thác than tại bể than Đông Bắc, có trữ lượng khoảng 2,42 tỷ tấn, chiếm 96% trữ lượng than cả nước. Tuy nhiên đây là mỏ than được khai thác từ lâu đời nên sản lượng khai thác hàng năm gần như đã đạt giới hạn và khó có thể tăng trưởng (sản lượng khai thác than duy trì mức 40-50 triệu tấn than trong suốt nhiều năm qua). Theo Bộ công thương sản lượng than khai thác sẽ duy trì mức 46 -48 triệu tấn đến năm 2030, sau đó giảm dần xuống mức 40 triệu tấn năm 2040.



Nguồn: Chiến lược phát triển ngành CN than của BCT, TKV, FPTTS Research



- ✓ **Sản lượng than tiêu thụ tăng trưởng nhanh vượt quá khả năng khai thác của TKV**, do đó nhu cầu nhập khẩu than ngày càng lớn. Từ năm 2016, sản lượng than tiêu thụ của TKV bắt đầu vượt khả năng sản xuất. Sản lượng tiêu thụ than tại Việt Nam cũng tăng trưởng khá nhanh trong giai đoạn 2018 – 2023. Trong đó, ngành điện là ngành tiêu thụ than nhiều nhất (khoảng 70-75% sản lượng than) và mức độ tiêu thụ than tăng trưởng nhanh nhất do công suất nhiệt điện than tăng trưởng mạnh trong giai đoạn này. Theo chiến lược phát triển ngành công nghiệp than của Bộ công thương, tỷ lệ than tiêu thụ cho ngành điện sẽ duy trì 80% trong giai đoạn 2025-2030. **Vì vậy, trong tương lai ngành điện sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào than nhập khẩu.**



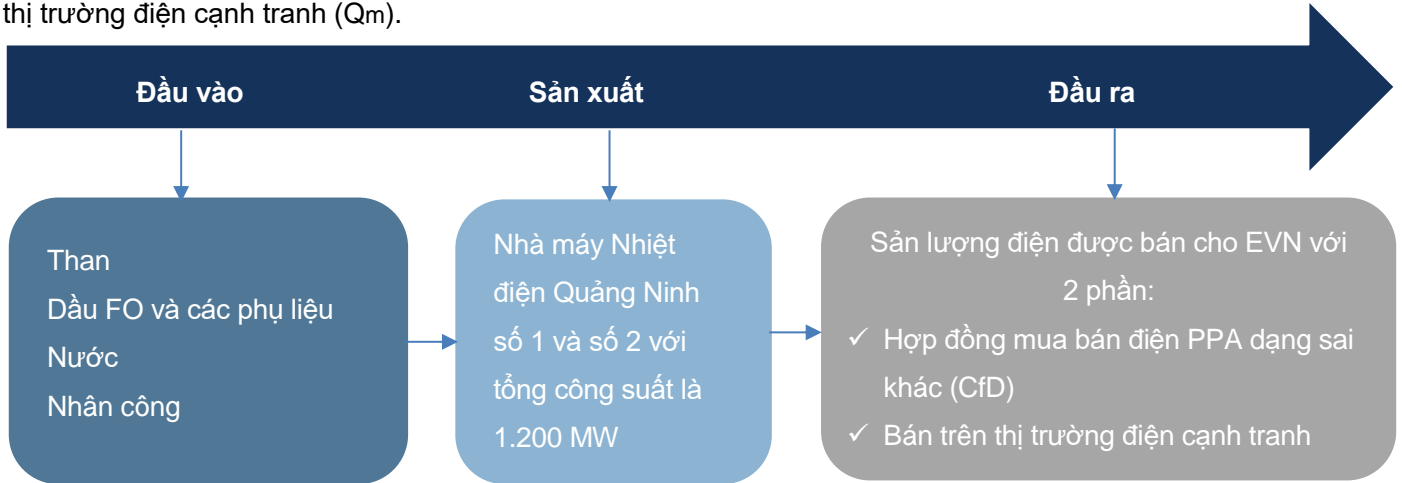
Nguồn: Chiến lược phát triển ngành CN than của BCT, FPTTS Research

Sản lượng nhập khẩu than đã tăng trưởng một cách nhanh chóng trong giai đoạn 2017 – 2023 với CAGR lên tới 19%/năm. Nhu cầu tiêu thụ than bắt đầu vượt quá sản lượng khai thác trong nước từ năm 2016 và Việt Nam bắt đầu nhập khẩu than mạnh để bù đắp nhu cầu tiêu thụ trong nước. Từ năm 2018, nhu cầu tiêu thụ than của riêng ngành điện đã vượt quá khả năng sản xuất than trong nước và Việt Nam bắt đầu phải xây dựng các nhà máy sử dụng than nhập khẩu. Theo ước tính của Bộ công thương đến năm 2030, Việt Nam sẽ nhập khẩu 80,4 triệu tấn than và sau đó giảm dần.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

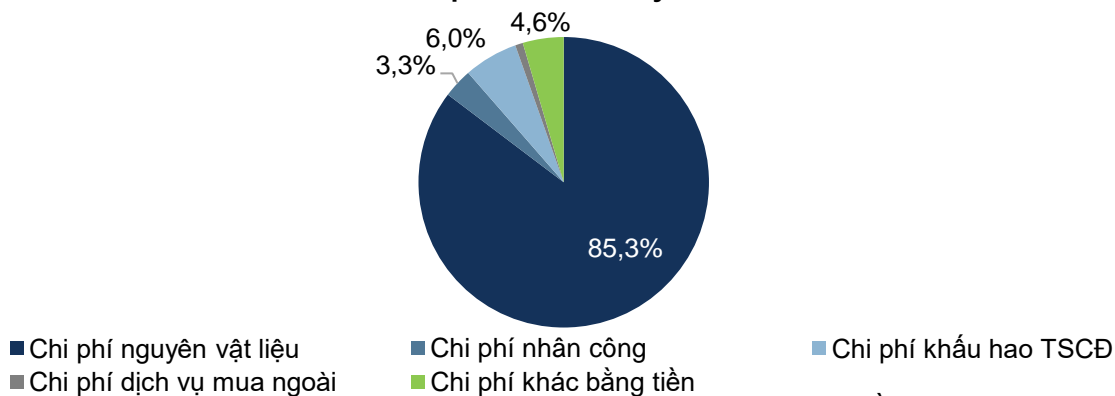
1. Chuỗi giá trị sản xuất của QTP

Hoạt động kinh doanh chính của QTP là sản xuất và kinh doanh điện năng. Hiện tại QTP sở hữu và vận hành hai nhà máy nhiệt điện than với tổng công suất là 1.200 MW. Hàng năm, QTP sản xuất trung bình 7,2 tỷ kWh điện và cung cấp cho hệ thống điện quốc gia. QTP sử dụng nhiên liệu đầu vào chính là than, được cung cấp bởi TKV và Tổng Công ty Đông Bắc. Loại than QTP sử dụng là than pha trộn giữa nội địa và nhập khẩu. Sản lượng điện đầu ra được bán toàn bộ cho EVN dưới hai hình thức là sản lượng điện theo hợp đồng (Qc) và sản lượng phát trên thị trường điện cạnh tranh (Qm).



2. Nguyên liệu đầu vào

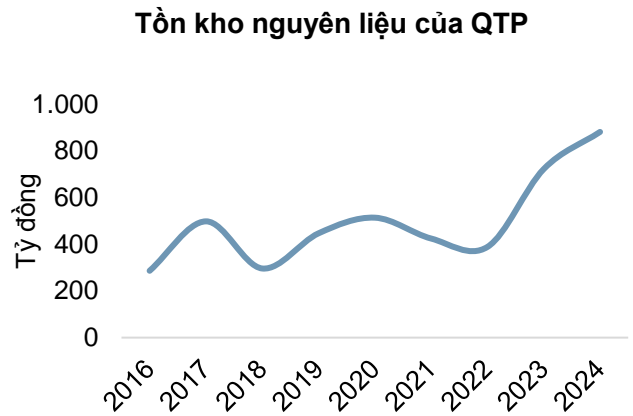
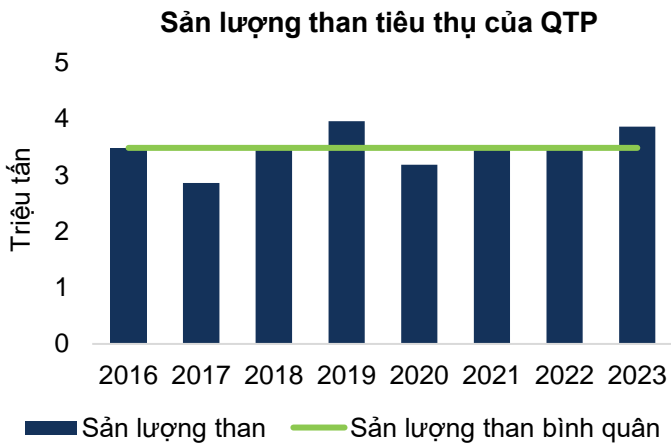
Cơ cấu chi phí SXKD theo yếu tố của QTP



Nguồn: QTP, FPTs research

- ✓ **Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng chủ yếu trong tổng chi phí sản xuất của QTP.** Trong cơ cấu chi phí sản xuất của QTP, chi phí nguyên vật liệu chiếm tỉ trọng cao nhất với 85,3% bao gồm nguyên liệu chính là than đốt và các nguyên vật liệu phụ bao gồm nước, dầu FO, chất tẩy oxy...
- ✓ **Nhiên liệu chính sử dụng trong sản xuất điện là than đốt và được đảm bảo** với khối lượng tiêu thụ hàng năm bình quân là 3,5 triệu tấn. Hiện nay nhiên liệu đầu vào của QTP là sự kết hợp giữa than nhập ngoại và than nội địa được lấy từ mỏ Hòn Gai (Quảng Ninh) thông qua Tập đoàn Công nghiệp Than khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tổng Công ty Đông Bắc. Nguồn than được đảm bảo nhờ vào việc tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đã ký thỏa thuận hợp tác với TKV và Tổng công ty Đông Bắc. Theo đó, TKV và Tổng công ty Đông Bắc sẽ chịu trách nhiệm cung cấp đủ than cho các nhà máy nhiệt điện của EVN trong suốt thời gian vận hành của nhà máy. Đối với QTP, TKV sẽ đảm bảo cung cấp khoảng 3 triệu tấn (+/-5%) và TCT Đông Bắc sẽ cung cấp 1 triệu tấn (+/-5%), tương ứng với việc sản xuất 7,7-7,9 tỷ kWh mỗi năm.

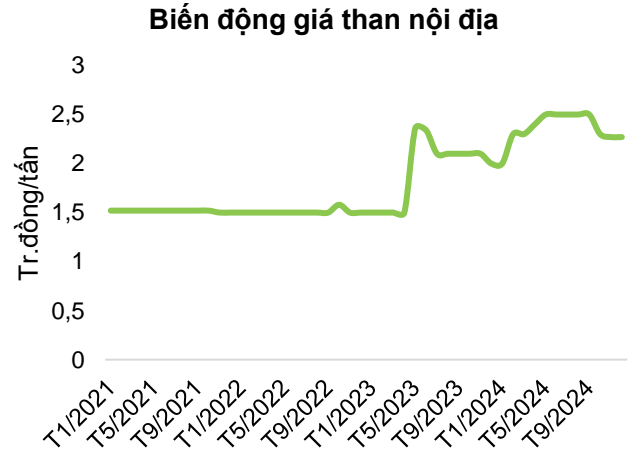
- ✓ **Nhiên liệu than được cung cấp đầy đủ phục vụ cho quá trình sản xuất ổn định.**



Nguồn: QTP, FPTs research

Những năm gần đây, nhu cầu tiêu thụ điện khu vực miền Bắc tăng lên nhanh chóng và thường xuyên thiếu điện vào mùa cao điểm. Vì vậy QTP luôn sẵn sàng hoạt động sản xuất điện để đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ điện cho khu vực miền Bắc. Sản lượng than đầu vào của QTP luôn được cung cấp đầy đủ nhờ lợi thế nhà máy đặt gần vùng nhiên liệu và được ký kết hợp đồng mua than dài hạn với TKV và TCT Đông Bắc. Tồn kho nhiên liệu cuối năm 2023 và 2024 của QTP tăng cao, sẵn sàng hoạt động sản xuất với công suất tối đa, phục vụ nhu cầu tiêu thụ điện của miền Bắc vào mùa cao điểm.

- ✓ **Giá than thế giới biến động mạnh và duy trì ở mức cao so với giá than nội địa cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện than.**

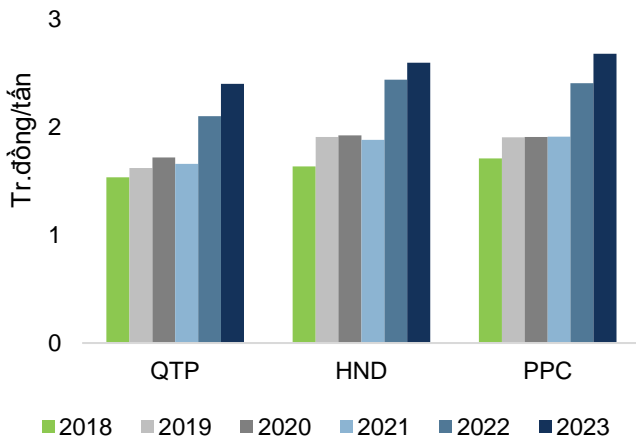


Nguồn: World Bank, EVN, TKV, FPTs research

Giá than nội địa cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện duy trì khá ổn định trong giai đoạn trước năm 2022 và bắt đầu tăng lên từ tháng 5/2023 cho đến nay do chi phí khai thác sâu từ các mỏ than tăng mạnh và khan hiếm nguồn cung. Tuy nhiên so với mức độ biến động từ giá than thế giới thì giá than nội địa vẫn khá ổn định. Giá than thế giới bắt đầu tăng mạnh từ nửa cuối năm 2021 và đạt đỉnh vào năm 2022 do thiếu hụt nguồn cung toàn cầu, sau đó giá than đã giảm mạnh và duy trì quanh mức 125 USD/tấn (tương đương 3,1 triệu đồng/tấn). Đây cũng là mức khá cao so với giá than nội địa (giá than nội địa đang ở mức 2,2-2,3 triệu đồng/tấn).

- ✓ **Tăng sử dụng than trộn nhập khẩu khiến giá than đầu vào của QTP và một số nhà máy nhiệt điện tăng cao.**

Giá than của các nhà máy nhiệt điện

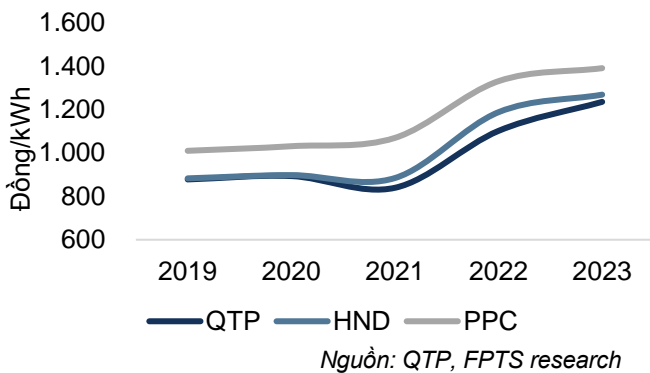


Nguồn: QTP, HND, PPC, FPT S research

Trước năm 2022, QTP và các nhà máy nhiệt điện than sử dụng khá ít than trộn nhập khẩu, chủ yếu là do nhu cầu than trong nước vẫn có thể đáp ứng được. Tuy nhiên từ năm 2022, việc nhu cầu than tăng đột biến trong khi nguồn cung bị khan hiếm hơn làm cho các nhà máy nhiệt điện phải sử dụng than trộn nhập khẩu nhiều hơn để sản xuất điện (QTP bắt đầu sử dụng 100% than trộn từ năm 2023, năm 2022 là 50%). Giá than thế giới mặc dù đã hạ nhiệt so với đỉnh năm 2022, tuy nhiên vẫn ở mức cao hơn so với giá than nội địa cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện. Việc sử dụng than trộn nhập khẩu nhiều trong quá trình sản xuất khiến cho chi phí nhiên liệu đầu vào của QTP và một số nhà máy nhiệt điện than tăng lên khá nhanh từ năm 2022.

- ✓ **Chi phí nhiên liệu sản xuất điện trên một kWh của QTP thấp hơn so với các nhà máy nhiệt điện than khác.**

Chi phí nhiên liệu để sản xuất 1 kWh

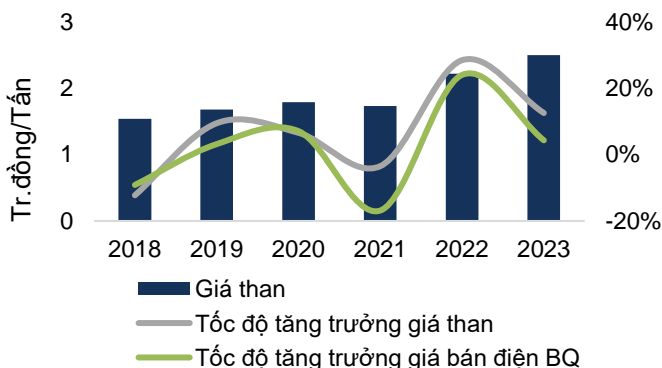


Nguồn: QTP, FPT S research

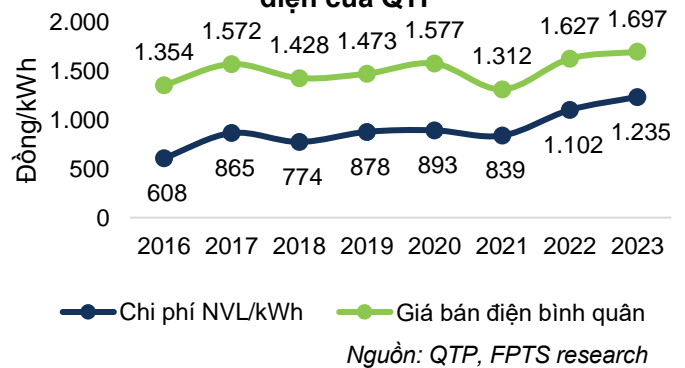
Nhà máy của QTP là một trong những nhà máy hoạt động ổn định, hàng năm có kế hoạch bảo dưỡng, trung tu và đại tu định kỳ nên hạn chế được sự cố máy móc. Vị trí nhà máy đặt tại Quảng Ninh (khu vực có trữ lượng than lớn nhất cả nước) gần với nguồn nhiên liệu than giúp tiết kiệm được chi phí vận chuyển cũng như đảm bảo được sự hoạt động ổn định trong khâu sản xuất. Điều này cũng giúp cho chi phí nhiên liệu của QTP thấp hơn so với các nhà máy nhiệt điện than khác.

- ✓ **Giá than ảnh hưởng trực tiếp đến giá bán điện của QTP**

Biến động giá than của QTP



Biến động của chi phí NVL và giá bán điện của QTP



Nguồn: QTP, FPT S research

Theo hợp đồng mua bán điện giữa EVN và QTP (hợp đồng PPA), giá bán điện sẽ được tính toán trên cơ sở bao gồm tất cả các khoản chi phí đầu vào, đồng thời hợp đồng PPA cho phép QTP chuyển những rủi ro của chi phí vào giá bán điện theo hợp đồng, bao gồm: giá than, khấu hao và chi phí lao động... Từ năm 2022, giá than bắt đầu tăng mạnh làm cho giá bán điện của QTP trong giai đoạn này cũng tăng mạnh so với trước đó. Cụ thể, giá than giai đoạn 2022-2023 tăng lần lượt 28%, 13% so với cùng kỳ; giá bán điện bình quân của QTP giai đoạn 2022-2023 cũng tăng lần lượt là 24% và 4% yoy. Ngoài ra, giá than tăng mạnh khiến chi phí sản xuất tăng cao sẽ làm cho EVN giảm bớt huy động sản lượng từ QTP và ưu tiên huy động sản lượng điện từ các nguồn điện có chi phí sản xuất thấp khác.

3. Quy mô sản xuất

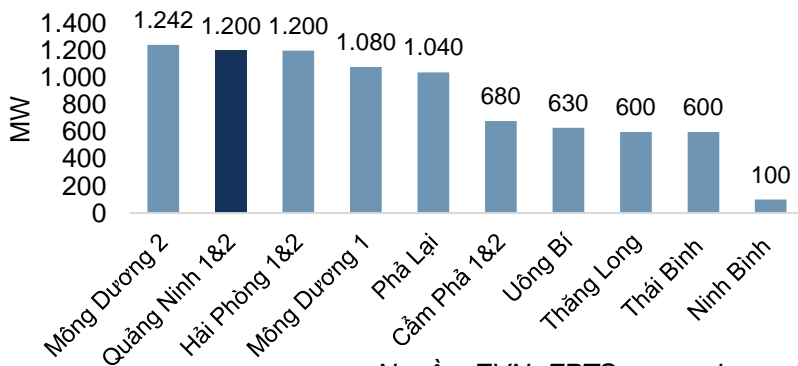
Hiện tại QTP đang sở hữu và vận hành nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 1&2 với tổng công suất 1.200 MW. Mỗi năm sẽ cung cấp cho điện lưới quốc gia khoảng 7,2 tỷ kWh và sản lượng điện sản xuất ra sẽ được bán toàn bộ cho EVN.

Tên nhà máy	Vị trí	Năm hoạt động	Công suất (MW)	Sản lượng điện BQ 5 năm (tỷ kWh/năm)	Hình thức bán điện
NMND Quảng Ninh 1	Phường Hà Khánh, TP.	2009	600	7,2	Doanh thu bán điện cho EVN được tính trên 2 phần: 70-90% sản lượng điện tính theo giá hợp đồng 10-30% sản lượng tính theo giá giao ngay trên thị trường điện
NMND Quảng Ninh 2	Hạ Long	2012	600		

Nguồn: QTP, FPTs research

- ✓ **Nhiệt điện Quảng Ninh là một trong những nhà máy có công suất lớn nhất khu vực miền Bắc.**

Công suất các nhà máy nhiệt điện phía Bắc

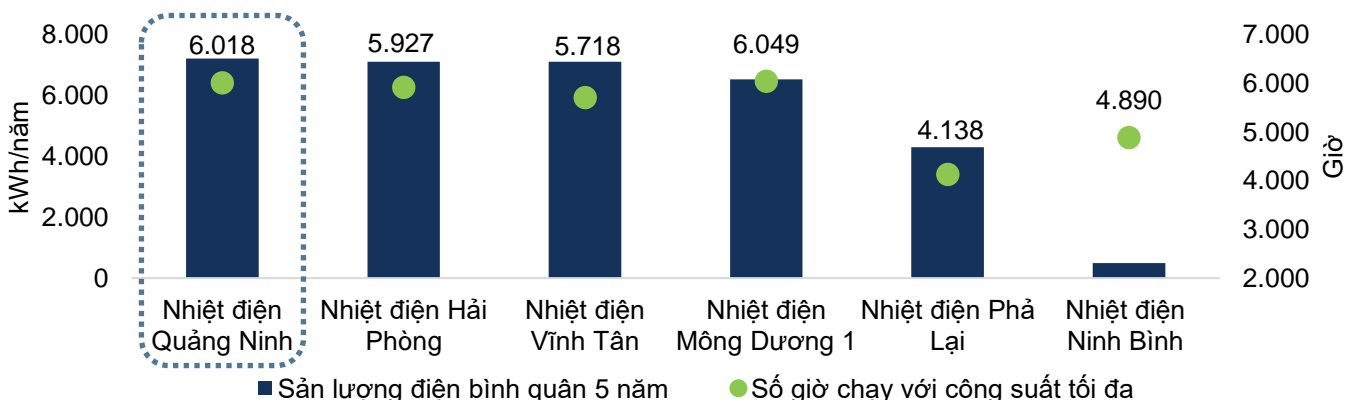


Nguồn: EVN, FPTs research

Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 1&2 là một trong những nhà máy có quy mô công suất lớn nhất khu vực miền Bắc. Nhà máy nằm tại thành phố Hạ Long, Quảng Ninh. Đây là khu vực có trữ lượng nhiên liệu đầu vào than lớn nhất cả nước. Vì vậy, với quy mô công suất lớn và vị trí nhà máy thuận lợi là một lợi thế của QTP.

- ✓ **Hiệu suất hoạt động cao so với các nhà máy nhiệt điện than khác.** Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh nằm ở vị trí chiến lược của khu vực miền Bắc và nằm giữa 3 khu kinh tế trọng điểm, đông dân cư (Quảng Ninh – Hà Nội – Hải Phòng). Miền Bắc là khu vực tiêu thụ gần 46% sản lượng điện của cả nước và luôn trong tình trạng thiếu điện vào mùa cao điểm. Riêng 3 tỉnh trên đã có mức tiêu thụ điện lớn với tổng sản lượng điện chiếm gần 42% cả nước. Việc có vị trí địa lý thuận lợi và nhà máy hoạt động ổn định đã giúp cho QTP luôn được EVN huy động với mức hiệu suất cao so với các nhà máy nhiệt điện khác trong cùng khu vực.

Hiệu suất hoạt động với công suất tối đa

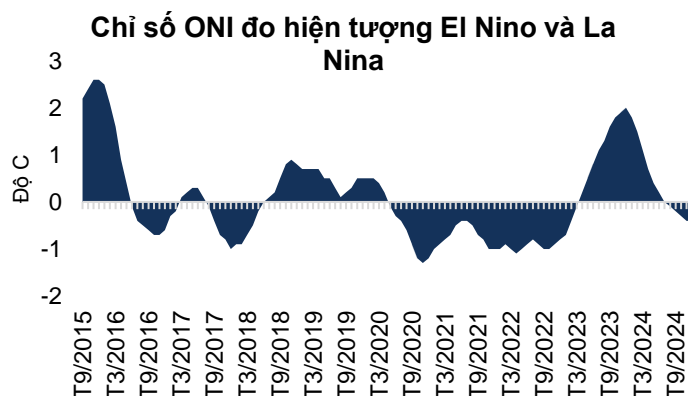
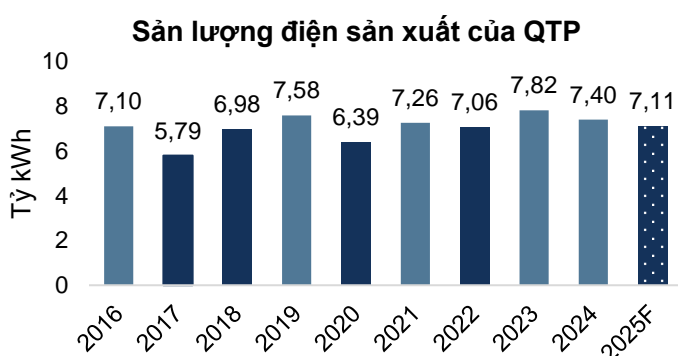


Nguồn: QTP, HND, NBP, FPTs Research

4. Đầu ra

- ✓ **Tình hình thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng điện của QTP.** EVN sẽ ưu tiên huy động các nguồn điện có chi phí rẻ như thủy điện để cung cấp điện năng tiêu thụ trước các nguồn điện khác. Những năm xảy ra La Nina gây mưa nhiều, tạo thuận lợi cho hoạt động sản xuất của các nhà máy thủy điện. Vì thế những năm này, EVN sẽ tăng huy động sản lượng từ thủy điện và giảm huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện. Ngược lại, những năm diễn ra El Nino, gây hạn hán, ít mưa, hoạt động sản xuất của thủy điện gặp khó khăn dẫn đến EVN sẽ huy động sản lượng điện từ các nguồn điện khác nhiều hơn để bù đắp sự thiếu hụt nguồn cung từ thủy điện. Nhờ đó, hoạt động sản xuất điện của các nhà máy nhiệt điện như QTP cũng sẽ thuận lợi hơn.

Thực tế chứng minh, vào những năm diễn ra El Nino như 2016; 2019; 2023-2024 thì sản lượng điện của QTP được huy động cao hơn. Ngược lại, những năm diễn ra La Nina như 2017 đến nửa đầu năm 2018; 2020; 2022 thì sản lượng điện của QTP cũng thấp hơn năm trước đó. Theo Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia, La Nina mức yếu sẽ xuất hiện vào nửa đầu năm 2025, điều này có thể làm giảm sản lượng điện của QTP so với cùng kỳ.



Nguồn: QTP, Trung tâm dự báo khí hậu CPC thuộc NOAA.

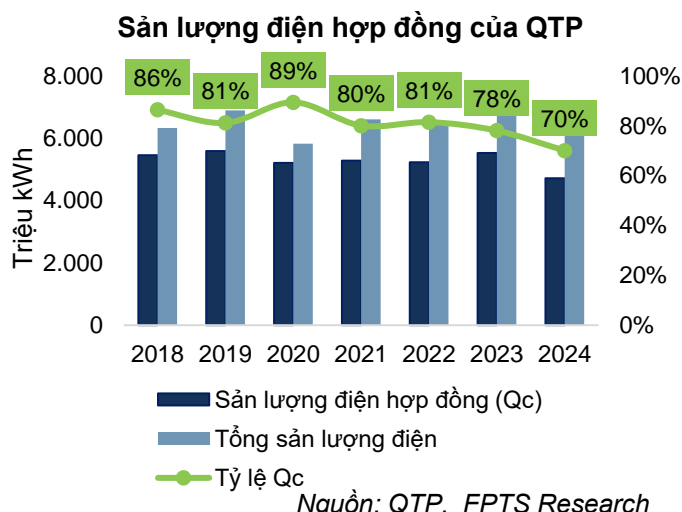
Oceanic Niño Index (ONI) là chỉ số đo lường mức độ xảy ra El Nino, La Nina và ENSO

ONI >= 0,5 độ C thì xảy ra hiện tượng El Nino

ONI <= -0,5 độ C thì xảy ra hiện tượng La Nina

- ✓ **Nhu cầu tiêu thụ điện ở miền Bắc tăng nhanh giúp QTP duy trì sản lượng huy động ở mức cao.** Những năm trở lại đây, diễn biến khí hậu ngày càng gay gắt hơn, cùng với đó, nhu cầu tiêu thụ điện khu vực miền Bắc tăng nhanh và thường xuyên thiếu điện vào giai đoạn cao điểm. QTP lại có lợi thế từ vị trí địa lý nhà máy và công suất hoạt động ổn định. Vì vậy, sản lượng điện sản xuất mặc dù bị ảnh hưởng bởi hiện tượng La Nina ở mức yếu trong đầu năm 2025 nhưng chúng tôi kỳ vọng EVN vẫn sẽ tiếp tục duy trì huy động điện từ QTP ở mức cao. Chúng tôi ước tính năm 2025, sản lượng của QTP duy trì ở mức 7,11 tỷ kWh, giảm nhẹ 4% so với năm 2024.

- ✓ **Toàn bộ sản lượng điện sản xuất ra đều bán cho EVN.**



Nguồn: QTP, FPT Research

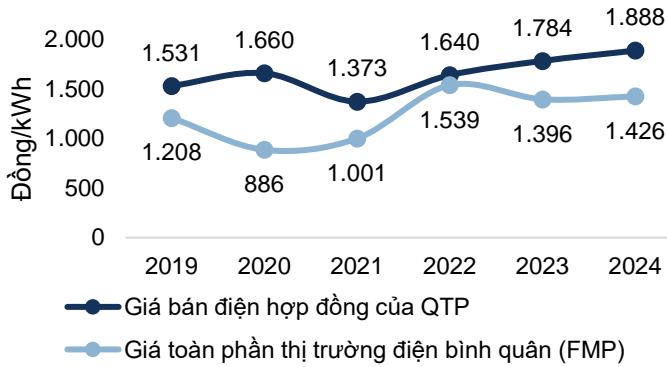
Sản lượng điện sản xuất của QTP sẽ được bán cho EVN thành 2 phần. Trong đó:

- 70-90% sản lượng điện sẽ được thanh toán theo giá hợp đồng đã được đàm phán với EVN (tỷ lệ Qc).
- Phần còn lại sẽ được thanh toán theo giá thị trường điện.

Năm 2023-2024, tỷ lệ Qc đang giảm dưới 80% so với các giai đoạn trước đó. Việc giá nhiên liệu đầu vào tăng mạnh cũng khiến cho tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng giảm xuống. Ngoài ra, những năm diễn ra El Nino (2019, 2023-2024), tỷ lệ Qc cũng thấp hơn so với các năm trước. Tỷ lệ Qc thay đổi sẽ tác động đến giá bán điện bình quân, từ đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của QTP.

✓ **Giá bán điện hợp đồng cao hơn so với giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh.**

Giá bán điện của QTP



Trên thị trường điện cạnh tranh có sự tham gia chào giá của các nhà máy thủy điện (nguồn điện giá rẻ, có chi phí sản xuất thấp). Các nhà máy thủy điện thường chào giá bán điện khá thấp và có lợi thế cạnh tranh về giá so với các nhà máy nhiệt điện. Vì vậy, giá bán điện bình quân trên thị trường điện cạnh tranh thường khá thấp so với giá bán điện hợp đồng của các nhà máy nhiệt điện.

Nguồn: QTP, EVN, FPTs Research

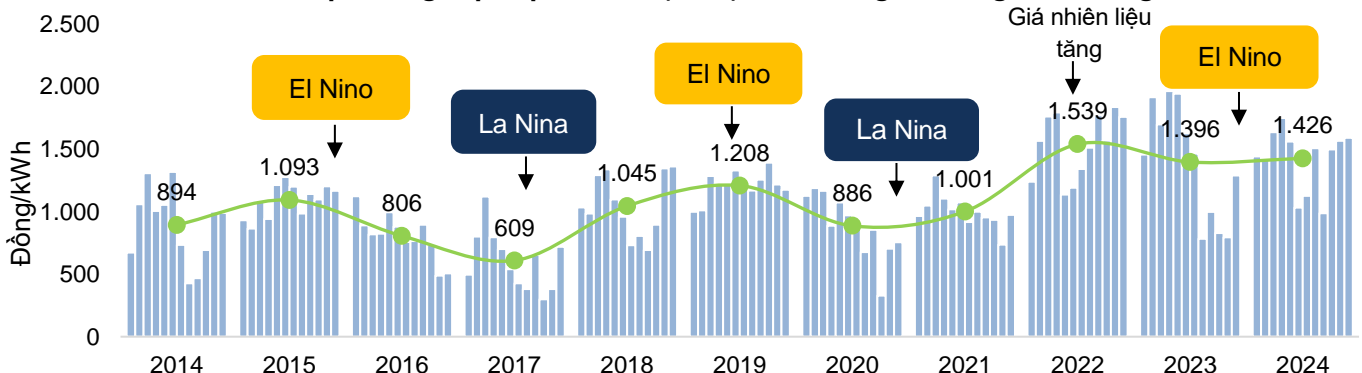
✓ **Giá bán điện hợp đồng được thỏa thuận và ký kết dài hạn với EVN.** Giá bán điện hợp đồng phải đảm bảo 2 yếu tố: (1) đảm bảo cho chủ đầu tư chi trả các khoản chi phí hợp lý trong toàn bộ đời sống kinh tế của dự án; (2) đảm bảo lợi nhuận cho chủ đầu tư với tỷ suất sinh lời nội tại của dự án (IRR) được quy định không vượt quá 12%. Giá hợp đồng của QTP được tính toán dựa trên giá cố định và giá biến đổi. Trong đó giá cố định được tính dựa trên các chi phí cố định như khấu hao, chi phí vận hành bảo dưỡng, chi phí lãi vay. Khi hết thời gian khấu hao và trả nợ, EVN cũng sẽ điều chỉnh giảm giá cố định. Còn giá biến đổi sẽ được tính toán dựa trên những loại chi phí biến đổi trong quá trình vận hành của nhà máy như các loại chi phí nhiên liệu than, nhiên liệu phụ (dầu), giá điều chỉnh khác của nhà máy và chi phí vận chuyển nhiên liệu than.

Năm 2021, EVN đã thực hiện điều chỉnh giảm giá cố định của QTP khiến giá hợp đồng giảm khá mạnh (giá bán điện hợp đồng giảm 17% yoy). Điều này đã làm cho biên lợi nhuận gộp của QTP năm 2021 giảm mạnh xuống còn 11,5%. Từ năm 2022, giá than tăng mạnh khiến giá hợp đồng của QTP cũng tăng. Đây là một trong những nguyên nhân làm cho EVN giảm huy động sản lượng điện theo giá hợp đồng từ 81% năm 2022 xuống 70% trong năm 2024.

✓ **Giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh thường bị ảnh hưởng bởi:**

+ Chu kỳ diễn ra hiện tượng La Nina và El Nino. Do có sự tham gia cạnh tranh về giá bán của các nhà máy thủy điện nên những năm diễn ra El Nino gây mưa ít, sản lượng điện sản xuất của thủy điện thấp, nguồn cung sản lượng điện bị thiếu hụt và EVN sẽ tăng huy động từ các nguồn điện có chi phí sản xuất cao. Những năm này sản lượng điện của thủy điện tham gia thị trường điện cạnh tranh thấp, dẫn đến giá bán điện trên thị trường cũng cao hơn so với các năm trước đó. Chúng tôi nhận thấy, những năm diễn ra El Nino như 2015-2016, 2019, 2023-2024, giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh thường chạm mức giá trần và cao hơn so với trung bình các năm trước đó và ngược lại.

Giá bán trên thị trường điện cạnh tranh (FMP) theo tháng và trung bình trong năm



Nguồn: EVN, FPTs Research

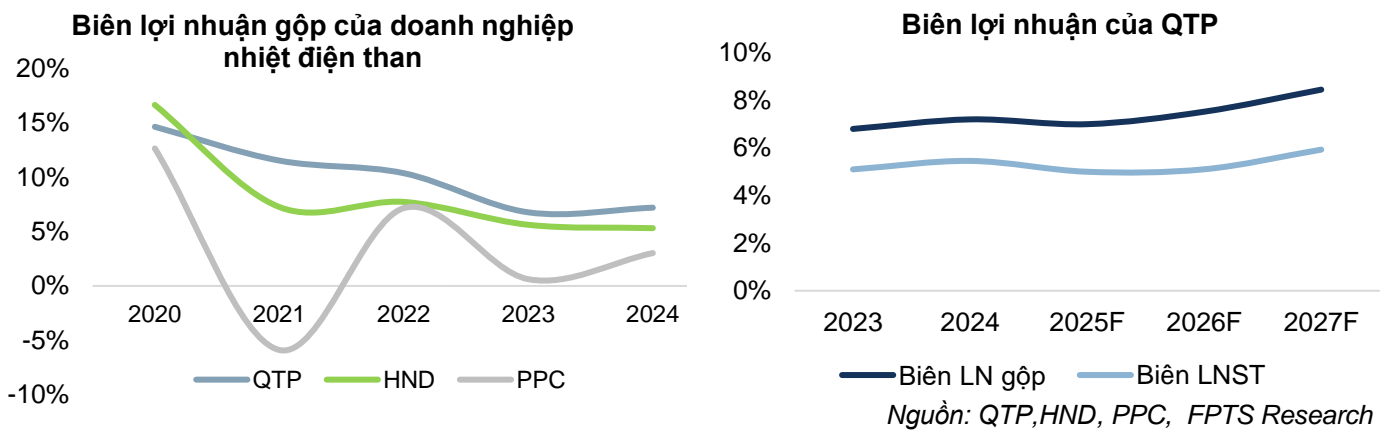
+ Giá nhiên liệu đầu vào và nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao. Năm 2022, khi giá nhiên liệu (khí đốt, than, dầu...) tăng cao khiến cho chi phí sản xuất của các doanh nghiệp nhiệt điện tăng mạnh. Cùng với đó, nhu cầu tiêu thụ điện tăng lên dẫn đến việc EVN sẽ tăng huy động sản lượng từ các nhà máy điện có chi phí sản xuất cao hơn. Vì vậy, năm 2022 giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh cũng tăng lên mức cao hơn so với các năm trước.

Như vậy, những năm xảy ra El Nino hoặc giá nhiên liệu tăng mạnh và tỷ lệ huy động nguồn điện có chi phí sản xuất cao tăng lên sẽ làm cho giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh tăng lên.

- ✓ **Lợi thế cạnh tranh về giá bán điện trên thị trường điện của QTP bị giảm sút.** Các nhà máy phát điện có chi phí sản xuất thấp sẽ có lợi thế chào giá điện trên thị trường này. Từ năm 2023, QTP đã sử dụng 100% than trộn nhập khẩu dùng cho sản xuất (năm 2022 tỷ lệ này là 50%), giá than này thường cao hơn và có mức biến động lớn hơn so với giá than trong nước. Điều này làm tăng chi phí nhiên liệu đầu vào của QTP so với giai đoạn trước đó. Vì vậy, việc giá than trộn nhập khẩu duy trì ở mức cao sẽ khiến cho lợi thế chào giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh của QTP bị giảm đi. Đồng thời biên lợi nhuận gộp của QTP cũng bị thu hẹp.

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Biên lợi nhuận gộp của QTP đang cao hơn các doanh nghiệp được so sánh và kỳ vọng sẽ được cải thiện



Hợp đồng mua bán điện với EVN cho phép chuyển những rủi ro về chi phí sản xuất vào giá bán điện hợp đồng, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp của QTP đang giảm so với giai đoạn trước năm 2021 bởi một số yếu tố như:

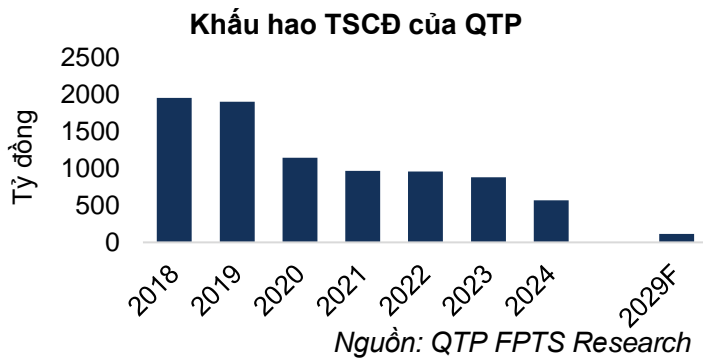
+ Tỷ lệ huy động sản lượng điện hợp đồng (tỷ lệ Qc). Giá bán điện hợp đồng thường cao hơn so với giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh. Vì vậy khi tỷ lệ Qc thay đổi sẽ tác động đến giá bán điện bình quân của QTP, từ đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Từ năm 2021, tỷ lệ huy động sản lượng điện hợp đồng bắt đầu giảm so với các năm trước đó khiến biên lợi nhuận gộp của QTP cũng bị ảnh hưởng.

+ Giá nhiên liệu đầu vào tăng gây khó khăn cho việc chào giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh, thu hẹp biên lợi nhuận gộp trên thị trường điện. Chúng tôi kỳ vọng, với giá than thế giới sau khi tăng đã hạ nhiệt, giá than trong nước sau khi tăng mạnh vào năm 2023 và đang đi ngang thì giá nhiên liệu của QTP sẽ duy trì mức ổn định hơn giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho QTP trong tương lai.

+ Suất tiêu hao nhiệt vượt mức quy định. Theo hợp đồng mua bán điện giữa các nhà máy nhiệt điện, EVN chỉ thanh toán chi phí nhiên liệu trong phạm vi suất tiêu hao nhiệt chuẩn cộng thêm mức giới hạn nhất định. Nếu vượt mức này thì phần chi phí nhiên liệu phát sinh thêm sẽ không được EVN thanh toán. Trong những năm gần đây, suất tiêu hao nhiệt của QTP cũng đang cao hơn 5-7,5% so với phương án giá điện mà EVN quy định do việc sử dụng than trộn không đúng với thiết kế ban đầu của nhà máy làm cho hao phí than nhiều hơn. Điều này cũng sẽ làm giảm biên lợi nhuận của QTP.

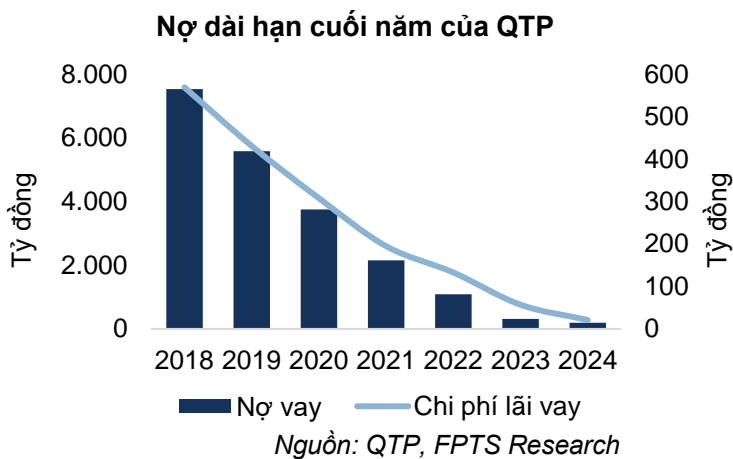
Kỳ vọng biên lợi nhuận được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng, khi giá than hạ nhiệt cùng với đó các yếu tố tích cực từ việc giảm khấu hao và hết nợ vay sẽ giúp biên lợi nhuận của QTP được cải thiện hơn.

2. Các nhà máy gần hết thời gian khấu hao



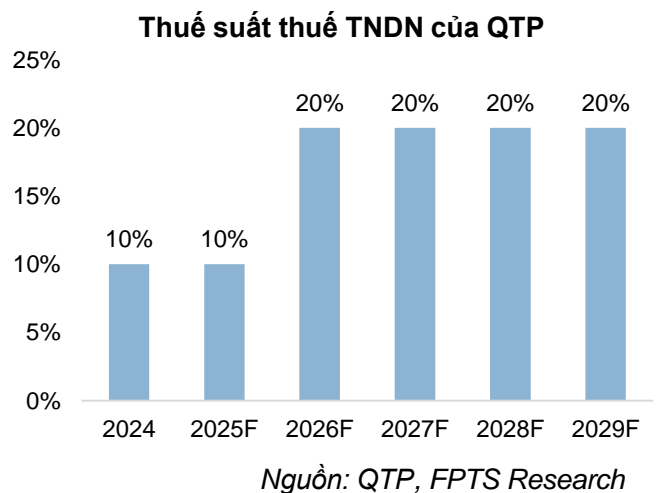
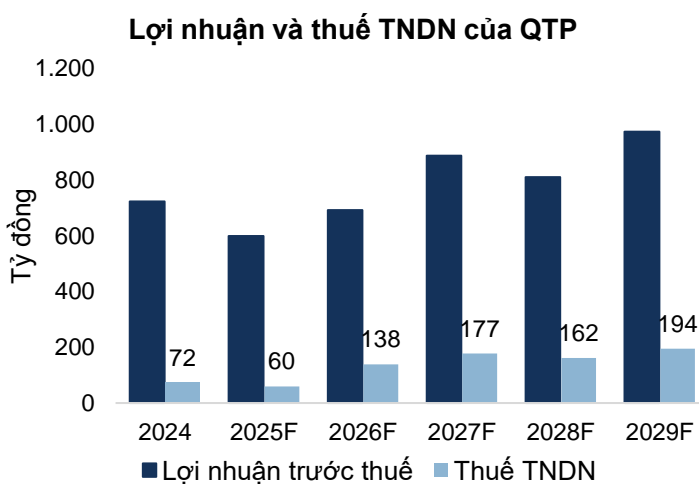
Khấu hao giảm dần sẽ giúp QTP cải thiện được biên lợi nhuận. Theo thời gian khấu hao của các nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh, một số máy móc thiết bị của nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 1 đã hết thời gian khấu hao vào năm 2024 và nhiệt điện Quảng Ninh 2 sẽ hết khấu hao vào 2028. Điều này sẽ giúp cho QTP cải thiện được biên lợi nhuận trong thời gian tới.

3. Dư nợ vay giảm dần giúp QTP giảm bớt áp lực về chi phí lãi vay hàng năm



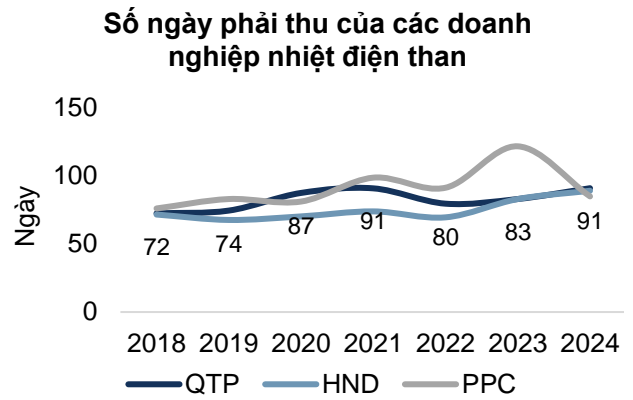
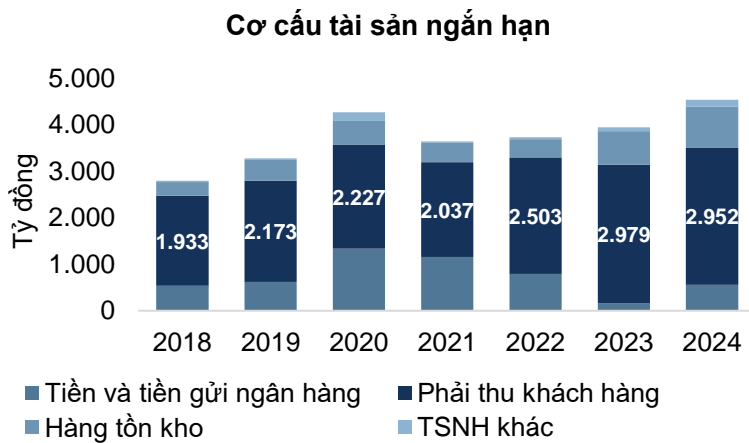
Nợ vay của QTP đã giảm đáng kể qua các năm từ hơn 7.500 tỷ đồng cuối năm 2018 xuống chỉ còn 193 tỷ đồng cuối năm 2024. Từ đó chi phí lãi vay phải trả hàng năm của QTP cũng giảm mạnh, giúp gia tăng thêm lợi nhuận hàng năm cho QTP. Từ năm 2025, QTP sẽ hết nợ vay và chưa có nhu cầu vay dài hạn để đầu tư dự án mới. Vì vậy doanh nghiệp sẽ giảm bớt được áp lực về chi phí lãi vay và tăng chi trả cổ tức nhiều hơn cho cổ đông.

4. Hết thời gian ưu đãi 50% thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp.



QTP đã hết thời gian ưu đãi 50% thuế suất. Đối với các doanh nghiệp điện có nhà máy mới đi vào hoạt động sẽ được hưởng ưu đãi về thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN). Đối với QTP, thuế suất 10% được áp dụng trong vòng 15 năm kể từ năm 2010. Đồng thời QTP được miễn thuế TNDN trong 4 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và được giảm 50% thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo kể từ kỳ tính thuế năm 2011. Năm 2024, QTP đã hết thời gian ưu đãi 50% số thuế phải nộp với mức thuế suất 5% và áp dụng mức thuế suất 10% cho đến hết năm 2025. Sau đó, QTP sẽ hết thời gian ưu đãi và nộp thuế với thuế suất bình thường là 20%. Điều này sẽ làm tăng chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp và bào mòn lợi nhuận của QTP.

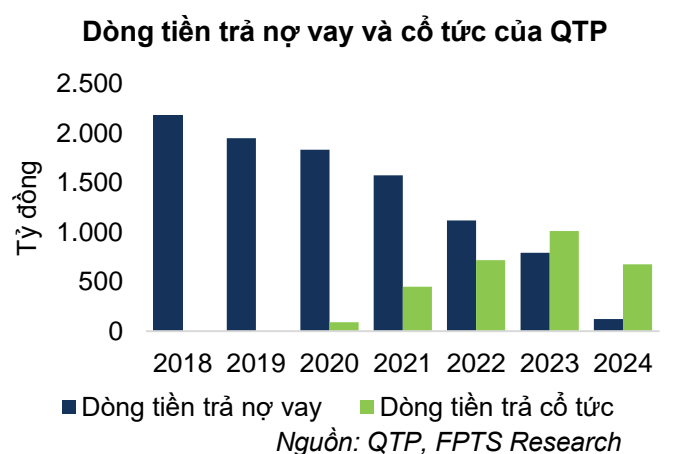
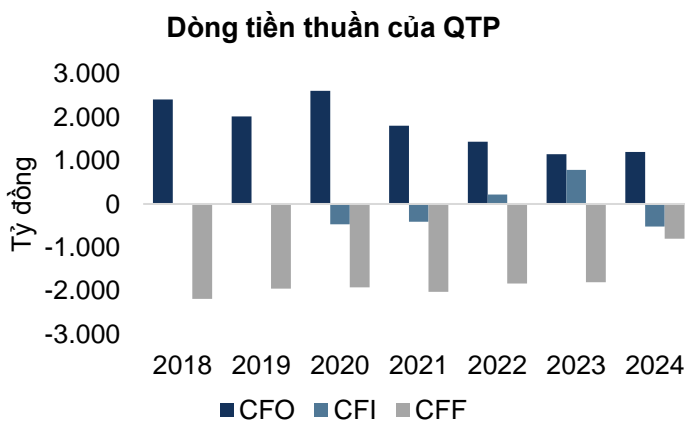
5. Tài sản ngắn hạn của QTP chủ yếu là phải thu khách hàng (công ty mua bán điện của EVN)



Nguồn: QTP, HND, PPC, FPT S Research

Khoản phải thu chiếm tỷ trọng lớn, khoảng 65-75% tài sản ngắn hạn của QTP. Khoản phải thu này chủ yếu đến từ công ty mua bán điện của EVN. Năm 2023, khoản phải thu của QTP tăng nhanh (khoản phải thu tăng từ 2.503 tỷ năm 2022 lên 2.979 tỷ năm 2023 và 2.952 tỷ năm 2024), số ngày phải thu trung bình cũng tăng lên 91 ngày vào năm 2024. Đây là tình hình chung của các doanh nghiệp điện luôn bị EVN chiếm dụng vốn. Điều này là do EVN đang gặp vấn đề khó khăn về mặt tài chính, chưa cân đối được dòng tiền để có thể thanh toán tiền mua điện cho các doanh nghiệp phát điện. Chúng tôi kỳ vọng, với việc tăng giá bán lẻ điện sẽ giúp cho tình hình tài chính của EVN tốt hơn, từ đó rút ngắn chu kỳ thanh toán tiền cho các doanh nghiệp điện.

6. Dòng tiền thuần ổn định và lợi nhuận cải thiện giúp QTP chi trả cổ tức cho cổ đông tăng lên



Nguồn: QTP, FPT S Research

- ✓ **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng bởi khoản phải thu với EVN.** Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh của QTP luôn dương nhờ hoạt động hiệu quả, tạo ra doanh thu và lợi nhuận hàng năm. Tuy nhiên, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đang có xu hướng giảm so với giai đoạn trước chủ yếu là do khoản phải thu với công ty mua bán điện của EVN tăng nhanh. Chúng tôi đánh giá vấn đề này không quá rủi ro cho QTP cũng như là các doanh nghiệp phát điện khác trong ngành.
- ✓ **QTP không có nhu cầu đầu tư dự án mới nhưng vẫn cần nâng cấp và cải tạo nhà máy.** Với kế hoạch phát triển nguồn điện trong tương lai của quy hoạch điện VIII thì sẽ hạn chế việc thêm mới các dự án nhà máy nhiệt điện than để bảo vệ môi trường và phát triển nguồn năng lượng sạch sau 2030. Tuy nhiên, đối với các nhà máy nhiệt điện than hoạt động được 20 năm thì sẽ chuyển đổi dùng nhiên liệu khác thay thế cho than trong quá trình sản xuất điện. Mặc dù không xây dựng thêm nhà máy mới để mở rộng quy mô sản xuất nhưng QTP vẫn cần phải đầu tư nâng cấp, cải tạo các nhà máy hiện tại để phù hợp với nhiên liệu thay thế mới.

- ✓ **Dòng tiền chi cho hoạt động tài chính sẽ giảm dần nhờ hết nợ vay dài hạn.** Dòng tiền từ hoạt động tài chính của QTP chủ yếu đến từ việc chi trả nợ vay dài hạn. Hàng năm QTP luôn chi trả rất lớn nợ vay cho ngân hàng từ việc xây dựng hai nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh. Đến năm 2024, nợ vay dài hạn của QTP gần như đã hết và doanh nghiệp không bị chịu áp lực về việc chi trả nợ vay lớn hàng năm.

Chúng tôi kỳ vọng, sau khi hoàn tất nghĩa vụ trả nợ và khấu hao tài sản cố định giảm dần sẽ giúp cho QTP tăng chi trả cổ tức cho cổ đông nhiều hơn.

V. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. Sản lượng điện kỳ vọng duy trì ở mức cao trong tương lai nhờ:

- ✓ **Nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục tăng cao và khu vực miền Bắc nguy cơ thiếu điện trầm trọng.**

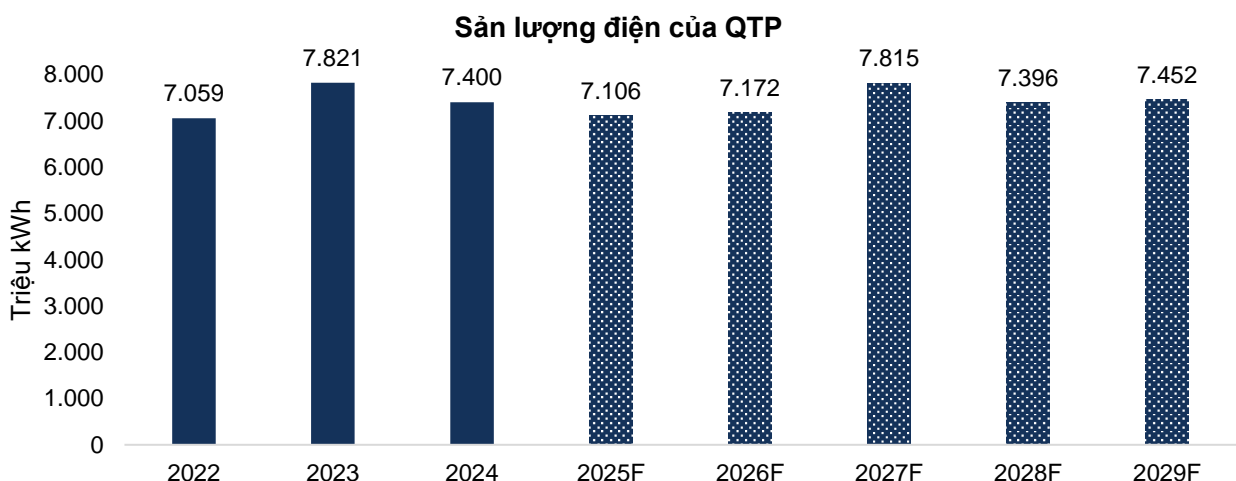
Những năm gần đây, miền Bắc thường xảy ra tình trạng thiếu điện vào mùa cao điểm, phải huy động nguồn điện cung ứng từ miền Nam và miền Trung thông qua đường dây truyền tải 500kv. Nguyên nhân chủ yếu là do nhu cầu tiêu thụ điện khu vực này tăng nhanh trong khi tốc độ tăng trưởng và phát triển nguồn điện lại thấp. Nhu cầu tiêu thụ điện ở khu vực này phụ thuộc rất lớn vào nguồn nhiệt điện than và thủy điện. Tuy nhiên với tình trạng ngày càng nóng lên của toàn cầu, diễn biến khí hậu phức tạp và dư địa phát triển nguồn thủy điện không còn nhiều dẫn đến nguồn nhiệt điện than vẫn đóng vai trò rất lớn trong việc cung ứng điện năng ổn định. Chúng tôi cho rằng QTP là một trong những nhà máy nhiệt điện than lớn nhất khu vực sẽ được duy trì sản lượng điện huy động lớn từ EVN để đáp ứng cho nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng tăng của miền Bắc.

- ✓ **Nguồn than được cung cấp đầy đủ, phục vụ cho hoạt động sản xuất điện ổn định.**

Trong bối cảnh thiếu nguồn than đầu vào, QTP vẫn được ưu tiên cung cấp đủ sản lượng than đầu vào đảm bảo cho quá trình sản xuất diễn ra ổn định và sẵn sàng hoạt động với công suất tối đa vào mùa cao điểm. Nhờ vào việc:

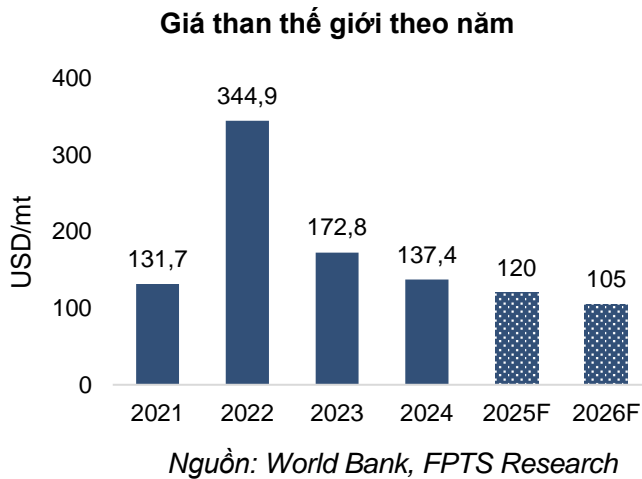
- QTP có lợi thế từ vị trí nhà máy đặt gần nguồn nguyên liệu và nằm ở khu vực có nhu cầu tiêu thụ điện cao nhất cả nước.
- Nhà máy được bảo dưỡng, trung tu và đại tu định kỳ giúp hoạt động sản xuất diễn ra thuận lợi, hạn chế gặp vấn đề sự cố.

Vì vậy, QTP được đảm bảo về nguồn than đầu vào, sẵn sàng cho việc tăng công suất huy động khi EVN cần để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của khu vực miền Bắc.



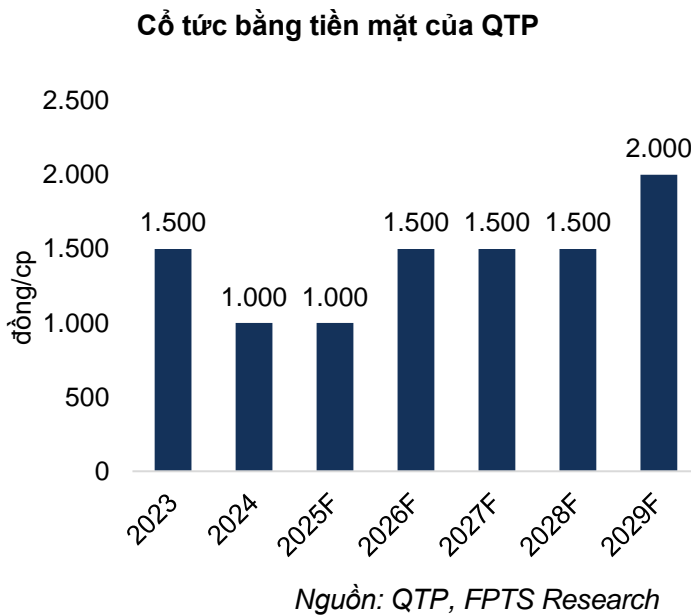
Nguồn: QTP, FPTs Research

2. Giá than thế giới giảm mạnh sau khi đạt đỉnh vào năm 2022.



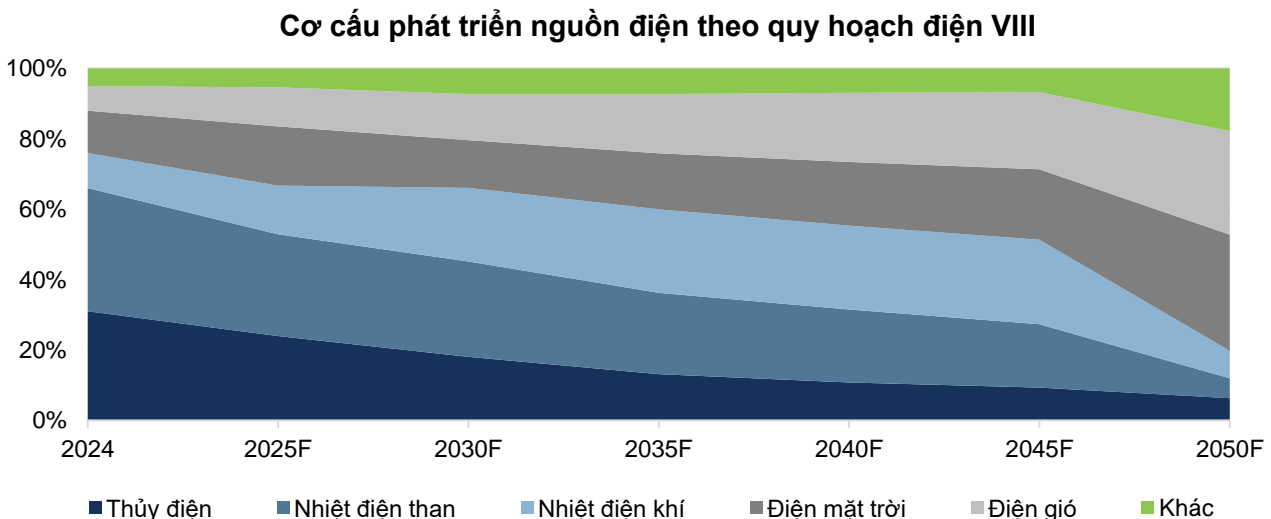
Do khan hiếm nguồn cung nhiên liệu trên toàn thế giới nên giá than đã tăng mạnh và đạt đỉnh vào năm 2022, sau đó giảm dần và duy trì ở mức 120-150 USD/mt. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng giá than đang giảm dần và theo ước tính của World Bank thì năm 2025 giá than sẽ giảm về mức 120 USD/mt và năm 2026 là 105 USD/mt. Ngoài ra chúng tôi kỳ vọng sau khi giá than nội địa tăng mạnh thì đang duy trì ở mức ổn định quanh 2,3 triệu đồng/tấn. Điều này sẽ giúp cho QTP có lợi thế chào giá hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh. Từ đó biên lợi nhuận gộp trên thị trường điện cũng được cải thiện hơn.

3. Hết nợ vay và khấu hao giảm dần giúp biên lợi nhuận cải thiện và tăng chi trả cổ tức.



QTP đã khấu hao hết một số máy móc thiết bị của nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 1, chi phí khấu hao dự kiến sẽ giảm cho các năm tiếp theo. Ngoài ra, việc trả hết nợ vay dài hạn sẽ giúp giảm bớt áp lực chi trả chi phí lãi vay hàng năm lên lợi nhuận của QTP. Như vậy việc khấu hao giảm dần và trả hết nợ vay sẽ giúp cho biên lợi nhuận của QTP được cải thiện trong các năm tới. Đồng thời sau khi hoàn thành nghĩa vụ thanh toán nợ thì doanh nghiệp sẽ tăng chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông. Chúng tôi ước tính, QTP sẽ trả cổ tức khoảng 1.000-2.000 đồng/cp trong thời gian tới.

4. Triển vọng dài hạn kém tích cực khi quy hoạch điện VIII hạn chế phát triển nguồn nhiệt điện than.



Nguồn: Quy hoạch điện VIII, FPT S Research

Quy hoạch điện VIII sẽ tập trung phát triển nguồn điện sạch và giải quyết vấn đề về truyền tải điện năng. Trong đó, điện khí và năng lượng tái tạo sẽ được phát triển mạnh về nguồn công suất. Nguồn điện than sẽ chỉ thực hiện tiếp các dự án đã có trong Quy hoạch điện VII điều chỉnh và đang đầu tư xây dựng đến năm 2030. Định hướng thực hiện chuyển đổi nhiên liệu sang sinh khối và amoniac với các nhà máy đã vận hành được 20 năm. Dừng hoạt động các nhà máy có tuổi thọ trên 40 năm nếu không thể chuyển đổi nhiên liệu.

VỀ QTP:

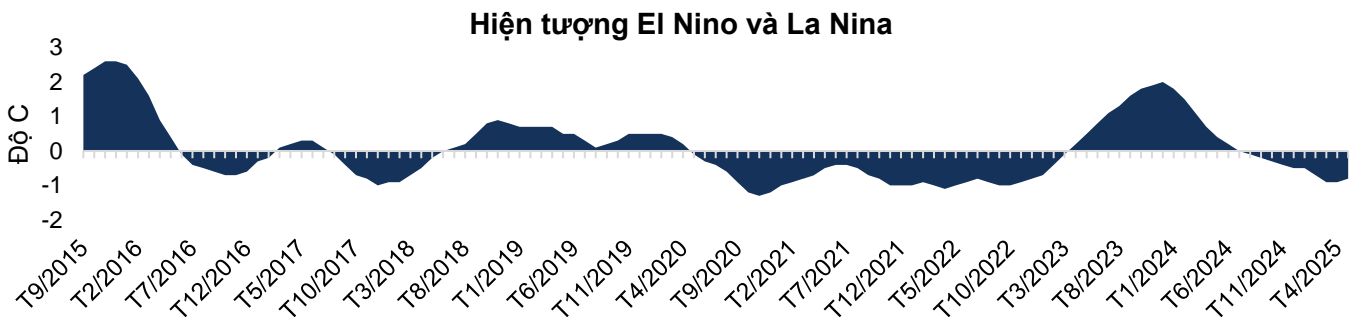
- ✓ Khó khăn trong việc mở rộng quy mô sản xuất do quy hoạch điện VIII giới hạn.
- ✓ Chuyển đổi nhiên liệu than sang sinh khối/amoniac. Việc chuyển đổi này sẽ làm tăng chi phí của QTP bao gồm cả chi phí nhiên liệu và chi phí đầu tư, cải tạo nhà máy hiện tại để phù hợp với nhiên liệu mới.

VI. RỦI RO ĐẦU TƯ

1. Biến động giá than ảnh hưởng đến sản lượng điện huy động của EVN.

Năm 2023, QTP bắt đầu sử dụng 100% than trộn nhập khẩu để sản xuất điện (các năm trước tỷ lệ sử dụng là 50%). Giá than trộn nhập khẩu luôn biến động mạnh và cao hơn so với giá than trong nước. Việc sử dụng hoàn toàn than trộn nhập khẩu vào quy trình sản xuất sẽ làm cho chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao hơn so với giai đoạn sử dụng than trong nước. Điều này dẫn đến việc EVN sẽ giảm bớt huy động sản lượng điện từ QTP nếu giá than trộn thế giới tăng nhanh.

2. Rủi ro về thời tiết.



Hiện tượng El Nino mức mạnh đã kết thúc vào giữa năm 2024, sau đó chuyển sang pha trung tính ENSO. Theo thông tin của Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn, hiện tượng La Nina sẽ xuất hiện trong nửa đầu năm 2025 với mức yếu và sau đó sẽ quay lại pha trung tính ENSO. Điều này có thể làm cho sản lượng điện huy động sẽ thấp hơn so với giai đoạn 2023-2024 (giai đoạn diễn ra El Nino) vì EVN sẽ tăng huy động từ nguồn thủy điện nhiều hơn. Chúng tôi ước tính, với mức độ ảnh hưởng không quá mạnh từ hiện tượng La Nina xảy ra ở mức yếu và nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tiếp tục tăng thì sản lượng điện năm 2025 của QTP vẫn duy trì được ở mức khoảng 7,1 tỷ kWh, giảm nhẹ 4% so với cùng kỳ.

3. Hết thời gian ưu đãi về thuế suất làm hao mòn lợi nhuận của QTP

Từ năm 2026, QTP sẽ áp dụng mức thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp như các doanh nghiệp thông thường. Với mức thuế suất 20%/năm sẽ làm tăng chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp mà QTP phải nộp. Khoản chi phí thuế này sẽ bào mòn thêm lợi nhuận sau thuế của QTP.

4. Rủi ro về sự cố nhà máy.

Nhà máy của QTP mặc dù được bảo dưỡng và trung tu định kỳ, tuy nhiên với việc liên tục hoạt động với công suất cao và sử dụng nguồn than trộn nhập khẩu (không đúng với thiết kế ban đầu) sẽ làm cho các máy móc bị tổn hại nhiều hơn và dẫn đến sự cố bất ngờ có thể xảy ra. Điều này sẽ khiến quá trình sản xuất của QTP bị gián đoạn, làm cho sản lượng điện sản xuất giảm và không đạt yêu cầu huy động của EVN. Đây là một rủi ro tiềm ẩn mà QTP sẽ phải đối mặt trong thời gian tới.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá cổ phiếu QTP sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF và dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu FCFE với trọng số 50:50. Giá trị của cổ phiếu bình quân theo 02 phương pháp là 16.900 đồng/cp, cao hơn 22% so với mức giá đóng cửa ngày 26/03/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu QTP.

Phương pháp	Kết quả	Trọng số
Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
Dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF	16.930	50%
Dòng tiền tự do chủ sở hữu FCFE	16.934	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)	16.932	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2025	10,5%	Phần bù rủi ro	9,38
Chi phí sử dụng nợ	3,7%	Hệ số Beta	0,8
Chi phí sử dụng VCSH 2025	10,5%	Tăng trưởng dài hạn	0,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,09%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	3.468
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	557
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	192,7
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	7.618
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	450
Giá mục tiêu (đồng/cp)	16.930
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	3.277
Giá mục tiêu (đồng/cp)	16.934

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD (Tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	11.908	10.968	10.837	11.945
- Giá vốn hàng bán	11.050	10.236	10.021	10.935
Lợi nhuận gộp	858	732	816	1.010
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0
- Chi phí QLDN	-114	142	-152	-172
Lợi nhuận thuần HĐKD	743	590	664	838
- Lãi (lỗ) HĐTC	-18	10	30	51
- Lợi nhuận khác	-2	-2	-2	-2
LN trước thuế, lãi vay	722	598	692	887
- Thuế TNDN	72	60	138	177
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0
LNST	650	538	554	710
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST của CĐ công ty mẹ	650	538	554	710
EPS (đồng)	1.444	1.191	1.229	1.574
EBITDA	1.272	1.123	1.206	1.394
Khấu hao	570	531	515	508
Tăng trưởng doanh thu	-1,2%	-7,9%	-1,2%	10,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	14,6%	-20%	13%	26%
Tăng trưởng EBIT	0%	-16%	17%	28%
Tăng trưởng EPS	6%	-18%	3%	28%

Chỉ số khả năng sinh lời	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất LN gộp	7,2%	7%	7,5%	8,5%
Tỷ suất LNST	5,5%	5%	5,1%	5,9%
ROE	13%	11%	11%	14%
ROA	9%	7%	8%	10%
Vòng quay tổng tài sản	1,61	1,53	1,56	1,69
Đòn bẩy tài chính	1,43	1,41	1,36	1,38

Chỉ số hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	91	94	91	87
Số ngày tồn kho	27	30	29	28
Số ngày phải trả	68	75	67	64
Thời gian luân chuyển tiền	50	49	53	51

Chỉ số TT/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,5	2,7	2,9
CS thanh toán nhanh	1,6	2,0	2,3	2,4
CS thanh toán tiền mặt	0,25	0,48	0,81	0,86
Nợ/TTS	32%	26%	27%	28%
Nợ/VCSH	47%	36%	36%	39%

CDKT (Tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền, tương đương tiền	557	870	1.516	1.717
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	2.963	2.697	2.698	3.009
+ Hàng tồn kho	882	817	800	873
Tổng tài sản ngắn hạn	4.549	4.520	5.147	5.744
+ Nguyên giá TSCĐHH	21.207	21.207	21.207	21.207
+ Khấu hao lũy kế	18.396	18.927	19.443	19.952
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	2.811	2.279	1.802	1.294
Tổng tài sản dài hạn	2.906	2.392	1.875	1.373
Tổng tài sản	7.456	6.913	7.022	7.118
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	2.068	1.715	1.777	1.885
+ Vay và nợ ngắn hạn	75	0	0	0
+ Quỹ khen thưởng	104	96	95	104
Nợ ngắn hạn	2.247	1.811	1.872	1.990
+ Vay nợ dài hạn	117,7	0	0	0
Nợ dài hạn	122,7	5	5	5
Tổng nợ	2.370	1.816	1.877	1.995
+ Thặng dư	230	230	230	230
+ Vốn điều lệ	4.500	4.500	4.500	4.500
+ LN chưa phân phối	209	230	280	258
Vốn chủ sở hữu	5.085	5.097	5.145	5.123
Tổng cộng nguồn vốn	7.456	6.913	7.022	7.118

LCTT (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	157	36	349	995
LNST	650	538	554	710
+ Khấu hao	570	531	515	508
+ Điều chỉnh	0	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	36	-110	26	-341
Tiền từ hoạt động KD	1.199	956	1.095	875
+ Chi mua sắm TSCĐ	-6,4	0	0	0
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các HĐ đầu tư khác	-516	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-522	0	0	0
+ Cổ tức đã trả	-675	-450	-450	-675
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	-75	0	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	-123	-117,7	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-798	-642	-450	-675
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-122	314	645	201
Tiền cuối năm	36	349	995	1.196

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QTP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu QTP nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3773 9058

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

Tầng 3, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận
1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6291 0607

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

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.23) 6355 3888