

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

MUA +20,9%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	02/06/2025
Giá hiện tại	13.400 VND
Giá mục tiêu	15.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	16.000 VND
TL tăng	+11,9%
Lợi suất cổ tức	9,0%
Tổng mức sinh lời	+20,9%
GT vốn hóa	6,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	3 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	5,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	64%
SL cổ phiếu lưu hành	450,0 tr
Pha loãng	450,0 tr

	QTP	VNI
P/E (trung)	10,4x	13,5x
P/B (ht)	1,1x	1,7x
ROE	10,5%	12,9%
ROA	8,4%	2,0%

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

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	11.908	12.111	11.625	11.213
% YoY	-1%	2%	-4%	-4%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	650	617	665	699
% YoY	6%	-5%	8%	5%
EPS	6,2%	-5,0%	7,7%	5,2%
% YoY				
Biên LN gộp	7,2%	7,2%	8,0%	8,7%
Biên LN ròng	5,5%	5,1%	5,7%	6,2%
ROE	12,7%	12,0%	12,7%	13,0%
Nợ ròng/VCSH	-7,2%	-15,6%	-22,3%	-21,0%
Lợi suất cổ tức	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
DPS (đồng)	1.200	1.200	1.200	1.200
P/E	9,8x	10,3x	9,5x	9,1x
P/B	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x
EV/EBITDA	8,4x	8,3x	8,0x	8,8x

Lợi suất cổ tức vẫn duy trì ở mức hấp dẫn

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% giá mục tiêu xuống mức 15.000 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP).
- Mức giảm đối với giá mục tiêu chủ yếu xuất phát từ việc (1) chúng tôi giảm 13,0% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025–29 (với mức giảm lần lượt là 20,6%/15,2%/24,5%/4,2%/3,5% cho các năm trong giai đoạn 2025–29), từ đó lẫn át (2) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật thời gian định giá của chúng tôi sang giữa năm 2026. Mức điều chỉnh giảm đối với LNST sau lợi ích CĐTS đến từ (1) mức giảm 5% của giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) như đã nêu trong Báo cáo cập nhật ngành Nhiệt điện ngày 02/06/2025, từ đó lẫn át tác động tích cực của (2) mức giảm 2% của chi phí nguyên vật liệu trung bình, nhờ sự sụt giảm của giá than trộn (xem [Báo cáo cập nhật ngành Năng lượng](#) ngày 25/04/2025 của chúng tôi).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2025 sẽ giảm 5% YoY, chủ yếu do thuế suất hiệu dụng tăng lên 20% (so với mức 10% trong năm 2024), trong khi LNTT tăng 7% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 4% YoY của sản lượng thương và (2) sự gia tăng của tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc), qua đó bù đắp cho (3) sự sụt giảm so với cùng kỳ năm trước của giá CGM.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2025–27 sẽ ở mức 6,4%, bất chấp việc doanh thu giảm với mức CAGR 3,8% do sản lượng thương phẩm giảm (mà chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do khả năng xảy ra chu kỳ thời tiết trung tính/La Nina trong giai đoạn 2026–2027). Mức tăng trưởng của lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động cắt giảm chi phí, và được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi về mức giảm dự kiến của chi phí khấu hao và chi phí mua than.
- QTP có định giá khá hấp dẫn với (1) P/E dự phóng năm 2026 là 9,5 lần, thấp hơn 51% so với mức trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực và (2) lợi suất cổ tức dự kiến ở mức cao là 9%, nhờ được hỗ trợ bởi dòng tiền hoạt động mạnh mẽ của công ty (ước tính khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng/năm).
- Yếu tố hỗ trợ:** Chi phí bảo trì thấp hơn dự kiến, khoản bồi thường lỗ tỷ giá xấp xỉ 600 tỷ đồng của năm ngoái sẽ được ghi nhận trong vài năm tới; SCIC thoái vốn; hoạt động phát hành lần đầu của EVNGENCO1; chuyển niêm yết sang sàn HOSE trong dài hạn.
- Rủi ro:** Tỷ suất hao nhiệt (mức tiêu thụ than/kWh) cao hơn dự kiến và các sự cố kỹ thuật khiến tổ máy ngừng hoạt động.

Hiệu quả về mặt chi phí thúc đẩy khả năng phục hồi lợi nhuận: Chi phí nguyên liệu trung bình quý 1/2025 có dấu hiệu cải thiện, giảm 12% QoQ xuống 1.301 VND/kWh (giữ nguyên so với cùng kỳ năm trước), phản ánh xu hướng giảm của giá than toàn cầu. Diễn biến này hỗ trợ dự báo của chúng tôi về việc giá than trộn toàn ngành trong năm 2025 sẽ giảm 2% YoY. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng chi phí khấu hao sẽ giảm xuống 400 tỷ VND (-30% YoY) trong năm 2027. Mức cải thiện

trong chi phí này sẽ giúp giảm thiểu tác động từ việc sản lượng thương phẩm giảm và giá CGM thấp hơn do khả năng xảy ra chu kỳ thời tiết trung tính/La Nina trong giai đoạn 2026–2027.

QTP đang chuẩn bị nâng cấp nhà máy để đáp ứng mục tiêu năng lượng sạch năm 2031 của Việt Nam, với kế hoạch sẽ đi vào vận hành thương mại trong quý 3/2031. Nghiên cứu khả thi với TV1 đang được tiến hành. Tổng vốn đầu tư điều chỉnh là 3,2 nghìn tỷ đồng (cao hơn 60% so với kế hoạch ban đầu). Tuy nhiên, hiện chưa có chấp thuận chính thức nào đối với việc đưa chi phí đầu tư điều chỉnh này vào giá bán bình quân của QTP thông qua hợp đồng mua bán điện (PPA) mới, nhằm thu hồi các khoản chi phí đó. Cho đến khi có thông tin rõ ràng hơn, chúng tôi duy trì giả định vốn đầu tư là 2,0 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 2025–2029 và không bao gồm bất kỳ điều chỉnh thành phần cố định nào. Dù yêu cầu vốn lớn, QTP vẫn cam kết duy trì cổ tức tiền mặt tối thiểu 1.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 7,5%), khiến cổ phiếu này được định giá ở mức hấp dẫn ngay cả trong bối cảnh bất ổn về chính sách kinh tế của Mỹ.

Triển vọng năm 2025: LNST sẽ giảm do thuế suất hiệu dụng cao hơn, trong khi mức tăng 4% YoY trong sản lượng sẽ thúc đẩy tăng trưởng LNTT

Hình 1: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY%	Dự báo 2025 mới s/v cũ	Diễn giải cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	6.730	6.979	4%	0,0%	(a) Chúng tôi dự phóng hiệu suất hoạt động đạt 73% trong năm 2025 (so với 70% trong năm 2024), chủ yếu nhờ QTP tăng sản lượng để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng ở miền Bắc.
Chênh lệch giá (đồng/kWh)	324	324	0%	-7,9%	
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.753	1.735	-1%	-7,2%	(a) Được thúc đẩy bởi: (1) giá CGM toàn ngành giảm 9% YoY, lẫn át (2) tỷ lệ Qc của QTP trong năm 2025 tăng, đạt 80% (so với 73% năm 2024). (b) Do dự phóng giá CGM toàn ngành giảm 8%.
Chi phí nguyên liệu trung bình (đồng/kWh)	1.429	1.411	-1%	-7,1%	(a) Chủ yếu do giá than trộn toàn ngành giảm 2% YoY. (b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm 7% trong dự phóng giá than trộn toàn ngành.
Doanh thu	11.908	12.111	2%	-7,2%	Quý 1/2025 ghi nhận doanh thu 2,9 nghìn tỷ đồng (giảm 2% YoY; đạt 22% so với dự phóng cũ cho cả năm 2025).
Giá vốn hàng bán	-11.051	-11.234	2%	-6,2%	(b) Do kết quả quý 1.
- trong đó, chi phí khấu hao	-567	-548	-3%	-3,9%	(b) Do kết quả quý 1.
- trong đó, chi phí bảo trì và các chi phí khác	-413	-454	10%	7,3%	
Lợi nhuận gộp	858	878	2%	-18,7%	(a) Được thúc đẩy bởi chi phí khấu hao giảm 3% YoY. (b) Được thúc đẩy bởi dự phóng spread giá bán giảm.
Chi phí quản lý (G&A)	-115	-120	5%	0,0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	743	758	2%	-21,0%	
Thu nhập tài chính	7	14	117%	11,0%	(a & b) Do kết quả quý 1.
Chi phí tài chính	-25	0	-100%	N.M.	Chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ hoàn tất trả hết nợ vào năm 2025
- trong đó, chi phí lãi vay	-21	0	-100%	N.M.	
LNTT	722	772	7%	-20,6%	
Chi phí thuế thu nhập	-73	-154	113%	-20,6%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	650	617	-5%	-20,6%	(a) Được thúc đẩy bởi thuế suất hiệu dụng tăng lên 20% (so với 10% trong năm 2024), trong khi LNTT tăng 7% YoY, nhờ: (1) sản lượng bán tăng 4%, (2) tỷ lệ Qc tăng, lẫn át (3) tác động tiêu cực từ giá CGM giảm. Việc thuế suất hiệu dụng của QTP tăng lên 20% vào năm 2025 là do hết thời hạn ưu đãi thuế. Trước năm 2024, QTP được hưởng thuế suất ưu đãi chỉ 5%. Năm 2024, thuế suất tăng lên 10% (so với 5% năm 2023). Bắt đầu từ năm 2025, công ty sẽ chịu thuế suất doanh nghiệp phổ thông là 20%. (b) LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo thấp hơn chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng spread giá bán, khi tốc độ giảm giá bán bình quân cao hơn tốc độ giảm chi phí nguyên liệu bình quân.

Nguồn: QTP, Vietcap dự báo

Định giá

Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi áp dụng khung thời gian dự báo 24 năm (2025-2048) cho mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) của chúng tôi, thay vì phương pháp giá trị cuối truyền thống với Mô hình tăng trưởng Gordon. Điều này dựa theo vòng đời hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than, dao động từ 30 đến 35 năm. QTP 1 đã bắt đầu hoạt động từ giai đoạn 2010-2011, tiếp theo là QTP 2 từ giai đoạn 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 xác định giá mục tiêu, nhằm 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. Mặc dù, Việt Nam đang tư nhân hóa ngành điện, nhưng vẫn cần phải cải thiện tính minh bạch về giá cả và cơ chế vận hành của thị trường phát điện cạnh tranh (sản xuất/bán buôn/bán lẻ).

Chúng tôi điều chỉnh giảm 6,3% giá mục tiêu cho QTP xuống 15.000 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn duy trì khuyến nghị MUA. Mức giá mục tiêu thấp hơn phản ánh (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-29 của chúng tôi giảm 13,0% (lần lượt giảm 20,6%/15,2%/24,5%/4,2%/3,5% cho giai đoạn 2025-29), lần át (2) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang giữa năm 2026. Việc điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS chủ yếu là do (1) giá bán trung bình giảm, do giá CGM giảm 5%, như đã nêu trong Báo cáo cập nhật ngành Nhiệt điện ngày 02/06/2025, lần át (2) mức giảm 2% trong chi phí nguyên liệu trung bình do giá than trộn giảm.

Hình 2: Tóm tắt định giá

CKDT	
Giá trị VCSH/cổ phiếu (đồng)	17.685
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế	15,0%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	15.000
Tỷ lệ tăng	11,9%
Lợi suất cổ tức năm 2024	9,0%
Tổng mức sinh lời	20,9%
Lợi suất cổ tức năm 2025 tại giá mục tiêu	8,0%

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi duy trì giả định công ty sẽ chi 2,0 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 2025-2029, phù hợp với kế hoạch ban đầu của QTP được đề ra từ năm 2018, nhằm nâng cấp nhà máy để đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường. Tuy nhiên, tại ĐHCĐ thường niên năm 2025, QTP đã điều chỉnh khoản đầu tư ước tính lên 3,2 nghìn tỷ đồng. Mức tăng này phản ánh: (1) tỷ giá đồng VND chịu áp lực trượt giá (do phần lớn thiết bị được nhập khẩu), và (2) các quy định về khí thải nghiêm ngặt hơn, đòi hỏi hệ thống có thông số kỹ thuật cao hơn. Mặc dù con số điều chỉnh đã được công bố, hiện chưa có phê duyệt chính thức nào để điều chỉnh hợp đồng PPA nhằm tích hợp khoản đầu tư này vào thành phần giá cố định. QTP đã đề xuất điều chỉnh PPA sau khi hoàn tất nâng cấp để bù đắp chi phí đầu tư gia tăng, nhưng báo cáo nghiên cứu khả thi của dự án vẫn đang được Chính phủ xem xét. Cho đến khi có phê duyệt chính thức, chúng tôi vẫn duy trì giả định vốn đầu tư là 2,0 nghìn tỷ đồng và không đưa bất kỳ điều chỉnh nào về PPA vào mô hình định giá.

Hình 3: Dự báo dòng tiền giai đoạn 2025-2029

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD	758	808	847	1,159	1,193
+ Khấu hao	570	570	400	400	400
- Thuế	-154	-166	-175	-238	-247
- Tăng vốn hoạt động	196	78	403	-451	-83
- Vốn đầu tư XD CB	-400	-400	-1,000	-100	-100
Dòng tiền tự do	969	890	475	770	1,163
Giá trị hiện tại của DTTD	916	751	358	518	698
Tổng GTHT của DTTD	916	1,667	2,025	2,542	3,241

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Định giá chiết khấu dòng tiền và các giả định

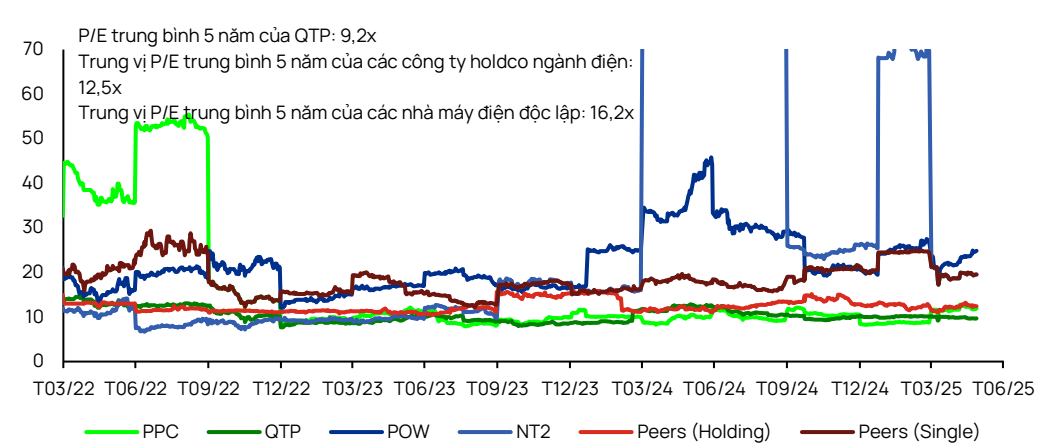
Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD (2025-2029)	3.241
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của DTTD (2030-2048)	4.759
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GTC	7.999
Chi phí VCSH %	13,2	13,2	Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	126
Chi phí nợ vay %	9,0	9,0	Trừ: Nợ vay	-168
Thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0	Giá trị VCSH	7.958
Tỷ lệ nợ/vốn %	20,0	20,0	Số lượng cổ phiếu (triệu)	450
WACC %	12,0	12,0	Giá trị/cổ phiếu (đồng)	17.685

Nguồn: Vietcap

Các công ty cùng ngành

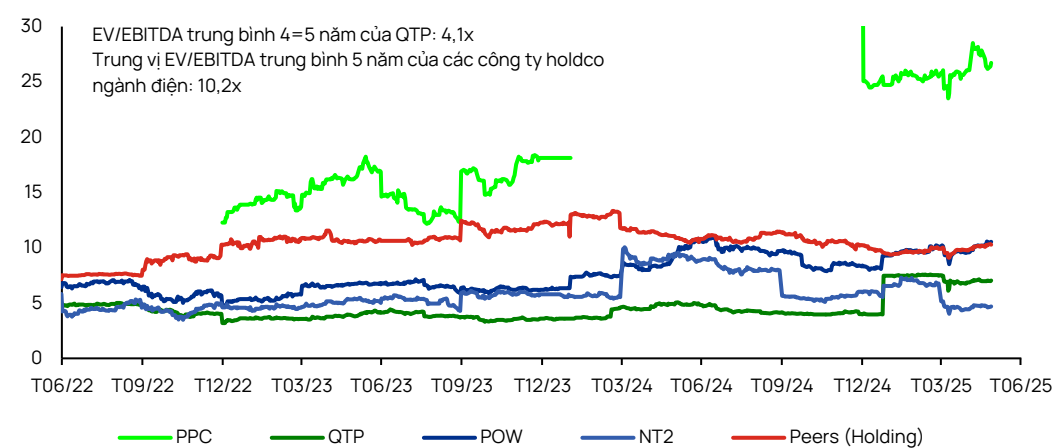
Chúng tôi đã chọn ra một số công ty cùng ngành trong khu vực, bao gồm các công ty holdco ngành điện hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện, cùng với các nhà máy điện riêng lẻ tại Châu Á. Tất cả các công ty này đều là nhà sản xuất điện, nhưng khác với QTP về loại điện, công suất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

Hình 5: P/E trượt của QTP, PPC, và các công ty cùng ngành trong khu vực (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 28/05/2025)

Hình 6: Diễn biến EV/EBITDA trượt của PPC, QTP, và một số công ty cùng ngành trong khu vực (x) (*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. (*) EBITDA trượt của PPC âm từ quý 4/2021 đến quý 1/2022, và trong quý 4/2023. Kể từ tháng 04/2024, EV/EBITDA trượt của công ty là 101,6 lần, và đến nay đã giảm xuống còn 44,1 lần vào cuối năm 2024 (Dữ liệu tính đến ngày 28/05/2025).

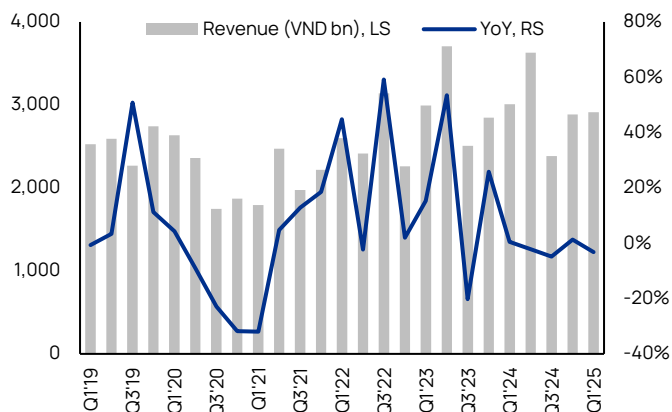
Hình 7: So sánh các công ty cùng ngành với QTP

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ vay ròng/ VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	LS cổ túc (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/ EBITDA (x)
Công ty holdco ngành điện													
Manila Electric	Philippines	10.889	8.314	8,5	808,6	18,1	0,9	7,0	35,8	4,5	12,9	4,3	11,9
First Philip Hld	Philippines	493	2.931	4,8	262,1	1,9	44,2	2,9	9,4	3,7	1,8	0,2	4,5
Ratchaburi Elec	Thái Lan	1.714	834	-23,6	166,9	10,5	28,6	2,6	5,7	5,6	9,7	0,6	18,4
Banpu Power Pcl	Thái Lan	662	765	-22,7	47,2	-57,7	41,5	1,6	3,2	7,6	13,2	0,4	20,8
Global Power Syn	Thái Lan	2.805	2.538	1,4	124,6	26,1	90,2	1,5	4,0	2,5	21,2	0,9	8,9
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	471	4,3	129,1	15,7	-6,3	10,4	15,0	N/A	N/A	N/A	8,7
Tata Power Co	Ấn Độ	14.963	7.746	6,6	469,8	7,4	116,9	2,7	11,7	0,5	32,2	3,6	12,7
Cikarang Listrin	Indonesia	728	545	-0,2	74,2	20,9	7,9	4,9	10,3	9,8	9,6	1,0	3,9
Ytl Power Intl	Malaysia	6.295	5.014	-2,2	608,9	-22,4	118,6	4,1	13,8	2,2	9,6	1,3	8,5
Malakoff Corp Bh	Malaysia	922	1.965	-1,1	58,9	N/A	100,3	1,4	5,1	5,5	17,9	0,7	5,5
Mmc Corp Bhd	Malaysia	N/A	1.141	6,6	130,5	99,7	90,2	2,1	5,7	N/A	N/A	N/A	8,6
K-Electric Ltd	Pakistan	559	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	1.225	1.275	18,7	50,6	63,6	20,1	1,7	4,0	N/A	24,8	1,0	10,1
Trung vị		1.225	1.565	1,4	129,1	15,7	44,2	2,6	7,6	4,5	13,1	0,9	8,8
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonbu	Thái Lan	73	93	-31,4	-6,4	N/A	122,5	-2,5	-6,5	2,5	N/A	0,7	18,2
Vivant Corp	Philippines	325	175	51,9	41,8	24,0	9,9	7,8	12,4	3,1	7,5	0,9	13,8
AC Energy	Philippines	1.790	597	-7,1	148,7	6,2	78,0	2,8	5,8	2,0	13,8	0,7	63,6
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	887	583	-15,2	32,2	-8,0	124,6	1,2	3,5	1,6	27,4	0,9	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	2.838	1.444	46,6	287,0	63,7	89,0	7,3	18,2	1,7	6,8	1,5	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	4.397	858	9,7	156,5	11,1	69,5	2,4	5,3	1,3	28,0	1,5	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	957	287	2,1	35,8	-11,4	113,3	1,7	6,6	1,8	26,6	1,7	N/A
Nhon Trach 2 (NT2)	Việt Nam	204	281	59,2	11,0	242,8	-31,9	3,6	6,8	4,3	19,6	1,3	5,2
Hai Phong (HND)	Việt Nam	232	441	-3,6	10,3	-41,4	-0,6	3,5	4,4	3,8	23,2	1,1	7,6
Pha Lai (PPC)	Việt Nam	148	286	11,0	12,8	-36,1	-0,6	5,1	7,0	5,0	12,0	0,8	25,8
Trung vị		606	364	5,9	34,0	6,2	73,8	3,1	6,2	2,2	19,6	1,0	16,0
Quảng Ninh (QTP)	Việt Nam	231	475	-1,2	24,7	1,2	-7,2	8,4	12,0	9,0	9,7	1,2	8,3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 28/05/2025)

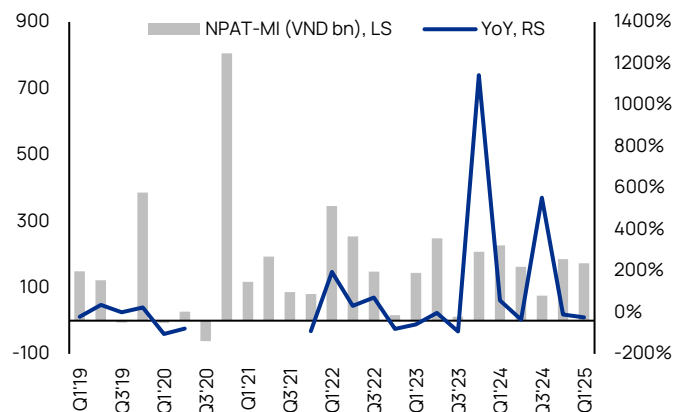
KQKD theo quý của QTP

Hình 8: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



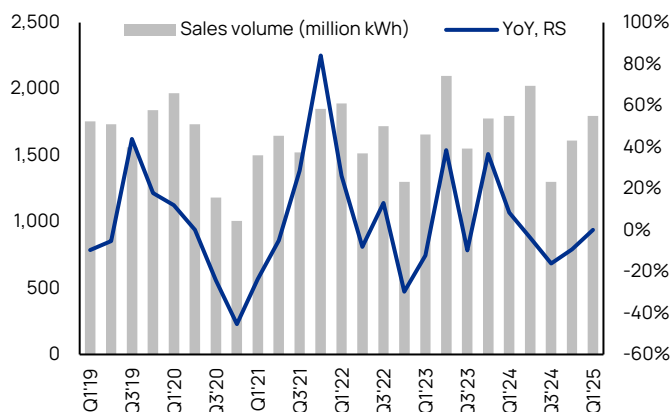
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 9: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý (tỷ đồng)



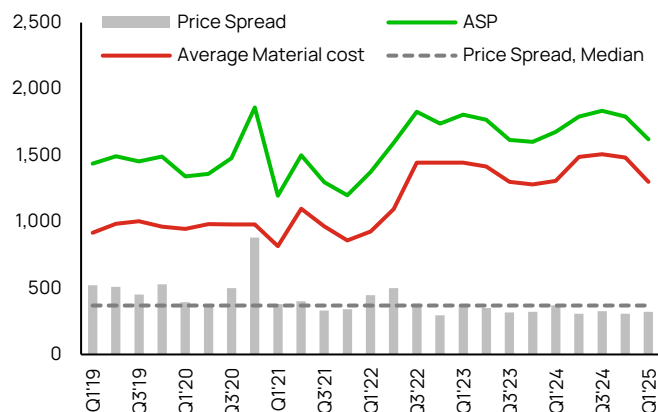
Nguồn: QTP, Vietcap (YoY không có ý nghĩa khi so sánh với các khoản lỗ)

Hình 10: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý (triệu kWh)



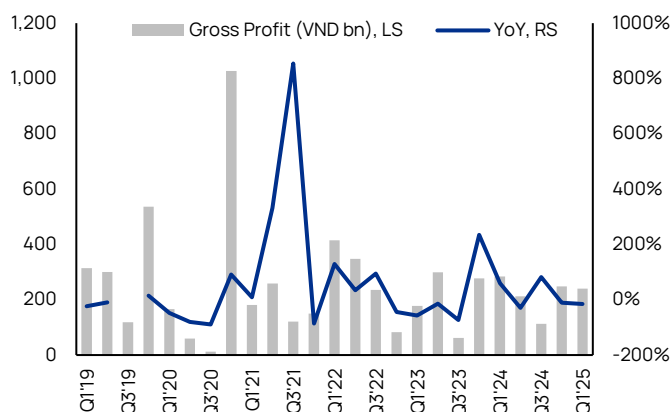
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 11: Chênh lệch giá hàng quý (đồng/kWh)



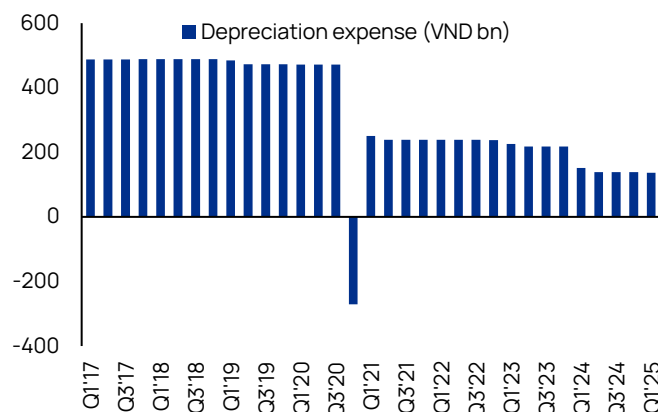
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 12: Lợi nhuận gộp hàng quý (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap

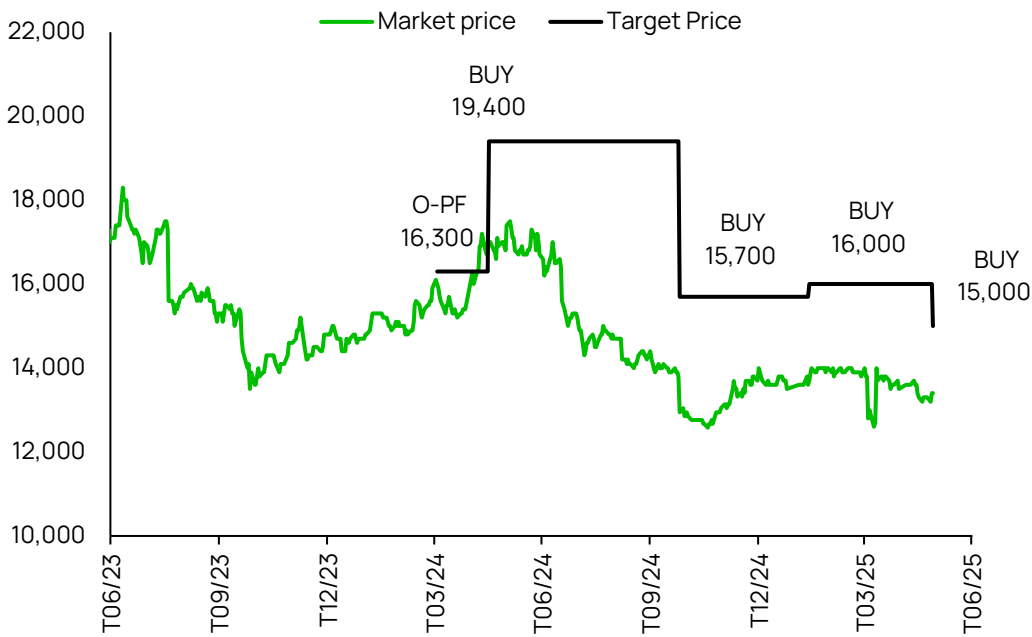
Hình 13: Chi phí khấu hao hàng quý (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap (Chi phí khấu hao âm trong quý 4/2020 do hoàn nhập chi phí, sau thời gian khấu hao kéo dài của QTP)

Diễn biến khuyến nghị

Hình 14: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Financial Statements

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	11.908	12.111	11.625	11.213
Giá vốn hàng bán	-11.051	-11.234	-10.691	-10.233
Lợi nhuận gộp	858	878	934	980
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-115	-120	-126	-133
LN thuần HĐKD	743	758	808	847
Doanh thu tài chính	7	14	23	27
Chi phí tài chính	-25	0	0	0
Trong đó, chi phí lãi vay	-21	0	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-2	0	0	0
LNTT	722	772	831	874
Thuế TNDN	-73	-154	-166	-175
LNST trước CĐTS	650	617	665	699
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	650	617	665	699
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	630	617	665	699
EBITDA	1.313	1.328	1.378	1.247
EPS báo cáo, VND	1.372	1.304	1.403	1.476
EPS điều chỉnh (1), VND	1.327	1.304	1.403	1.476
DPS báo cáo, VND	1.200	1.200	1.200	1.200
DPS/EPS báo cáo (%)	87%	92%	86%	81%
(1) EPS điều chỉnh cho lỗ tỷ giá và quỹ phúc lợi & khen thưởng				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-1,2%	1,7%	-4,0%	-3,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	5,6%	2,0%	6,6%	4,8%
Tăng trưởng LNTT	12,1%	6,8%	7,7%	5,2%
Tăng trưởng EPS	6,2%	-5,0%	7,7%	5,2%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	7,2%	7,2%	8,0%	8,7%
Biên LN từ HĐ %	6,2%	6,3%	6,9%	7,6%
Biên EBITDA	11,0%	11,0%	11,9%	11,1%
LN ròng trừ CĐTS điều	5,5%	5,1%	5,7%	6,2%
ROE %	12,7%	12,0%	12,7%	13,0%
ROA %	8,8%	8,6%	9,7%	9,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	27	24	21	20
Số ngày phải thu	85	77	71	71
Số ngày phải trả	43	38	31	37
TG luân chuyển tiền	69	63	61	55
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,5	2,7	2,2
CS thanh toán nhanh	1,6	2,1	2,3	1,9
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,2	0,4	0,3
Nợ/Tài sản	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn sử dụng	3,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn CSH	-7,2%	-15,6%	-22,3%	-21,0%
Khả năng thanh toán lãi	35,7x	N,M,	N,M,	N,M,

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	36	286	659	622
Đầu tư TC ngắn hạn	522	522	522	522
Các khoản phải thu	2.763	2.323	2.229	2.150
Hàng tồn kho	882	616	586	561
TS ngắn hạn khác	347	347	347	347
Tổng TS ngắn hạn	4.549	4.092	4.343	4.201
TS dài hạn (gộp)	21.253	21.653	22.053	23.053
- Khấu hao lũy kế	-18.403	-18.973	-19.543	-19.943
TS dài hạn (ròng)	2.850	2.680	2.510	3.110
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	56	56	56	56
Tổng TS dài hạn	2.907	2.737	2.567	3.167
Tổng Tài sản	7.456	6.829	6.909	7.367
Phải trả ngắn hạn	1.435	923	879	1.178
Nợ ngắn hạn	75	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	738	738	738	738
Tổng nợ ngắn hạn	2.248	1.661	1.616	1.915
Nợ dài hạn	118	0	0	0
Nợ dài hạn khác	5	5	5	5
Tổng nợ	2.370	1.666	1.621	1.920
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	355	432	557	716
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	5.086	5.163	5.288	5.447
Tổng cộng nguồn vốn	7.456	6.829	6.909	7.367
CP lưu hành cuối năm (tr)	450	450	450	450

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	158	36	286	659
Lợi nhuận sau thuế	650	617	665	699
Khấu hao	570	570	570	400
Thay đổi vốn lưu động	211	196	78	403
Điều chỉnh khác	-231	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.199	1.383	1.313	1.502
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-6	-400	-400	-1.000
Đầu tư, ròng	-516	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-523	-400	-400	-1.000
Cổ tức đã trả	-675	-540	-540	-540
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-23	-75	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-100	-118	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-799	-733	-540	-540
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-122	251	373	-38
Tiền cuối năm	36	286	659	622

Nguồn: QTP, Vietcap dự báo

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Dương Tấn Phước, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về 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 Đồng 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

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Trưởng phòng, 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

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

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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

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.