

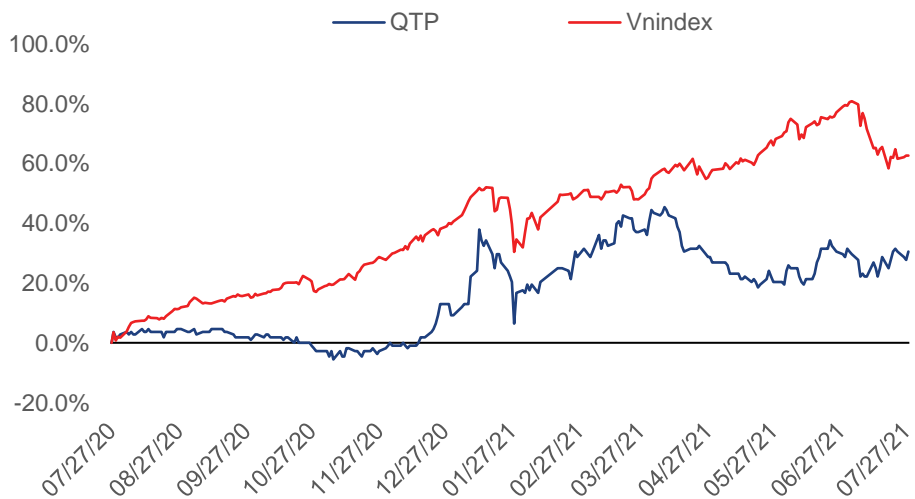
BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ QTP

28/07/2021



Tóm tắt khuyến nghị	MUA
Giá kỳ vọng (VND)	20,700
Giá thị trường 28/07/2021 (VND)	14,000
Tỷ suất lợi nhuận (%)	47.9%
Khoảng giá 52 tuần (VND)	10,000 – 15,700
Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND)	6 -8 tỷ
Giới hạn sở hữu nước ngoài – FOL (%)	49.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0.0%

Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu QTP cho những nhà đầu tư ưa thích một cổ phiếu giá trị, mang tính phòng thủ và có tỷ suất cổ tức cao.

QTP hiện nay đang hoạt động trong lĩnh vực nhiệt điện than, tọa lạc tại thành phố Hạ Long, tỉnh Quảng Ninh. Hoạt động kinh doanh của công ty tương đối ổn định, tạo ra dòng tiền khoảng 1,600 – 1,800 tỷ/năm nhưng bị ảnh hưởng lớn bởi tỷ giá do nợ vay của công ty chủ yếu là ngoại tệ. Trong giai đoạn 2010-2019, công ty gần như dành 100% dòng tiền từ hoạt động kinh doanh để trả nợ vay và chỉ mới bắt đầu trả cổ tức 2% vào năm 2019. Chúng tôi cho rằng, kể từ năm 2020, QTP sẽ bắt đầu tăng tỷ lệ chi trả cổ tức lên cao hơn do không còn bị tác động lớn bởi nợ vay và tỷ giá.

Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu QTP được xác định ở mức **20,700 đồng/cổ phiếu**, tương đương với mức định giá EV/EBITDA 2021 là 6.0x

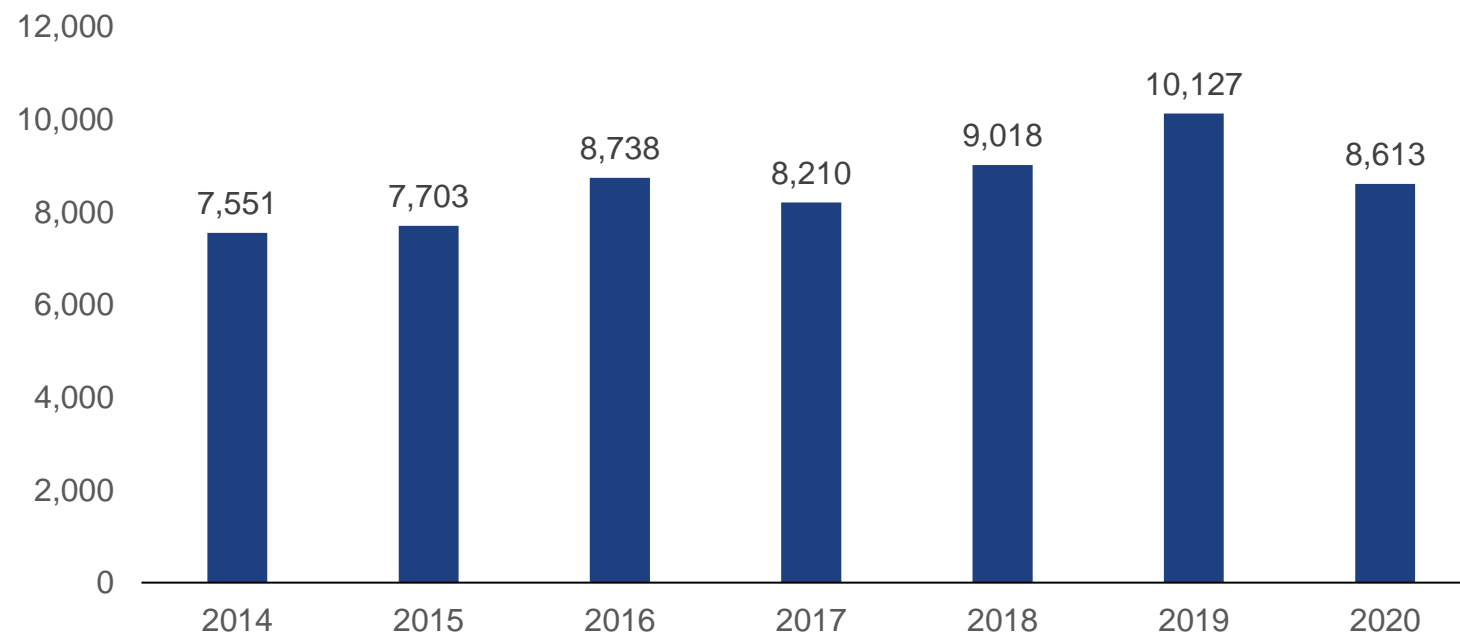
Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	10,127	9,182	8,707	9,178	9,380
Tăng trưởng DT	12.3%	-9.3%	-5.2%	5.4%	2.2%
LNST	651	1,306	580	876	1,148
Tăng trưởng LNST	136.7%	100.6%	-55.6%	51.0%	31.1%
EPS (Vnd)	1,447	2,902	1,289	1,947	2,551

Tổng quan doanh nghiệp		UPCOM: QTP	
Ngành nghề kinh doanh		Sản xuất điện	
Vốn Chủ sở hữu		5,904 tỷ	
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)		6,255 tỷ	
Tăng trưởng DT 3 năm		1.6%	
Tăng trưởng LNST 3 năm		22.5%	
ROE bình quân		13.8%	
Tỷ suất cổ tức 2020		10% tiền mặt	
PE Trailing		7.0x	
Cơ cấu cổ đông			
Genco1		42.0%	
PPC		16.4%	
SCIC		11.4%	
Vinacomin		10.6%	
Khác		19.6%	

Lược sử công ty

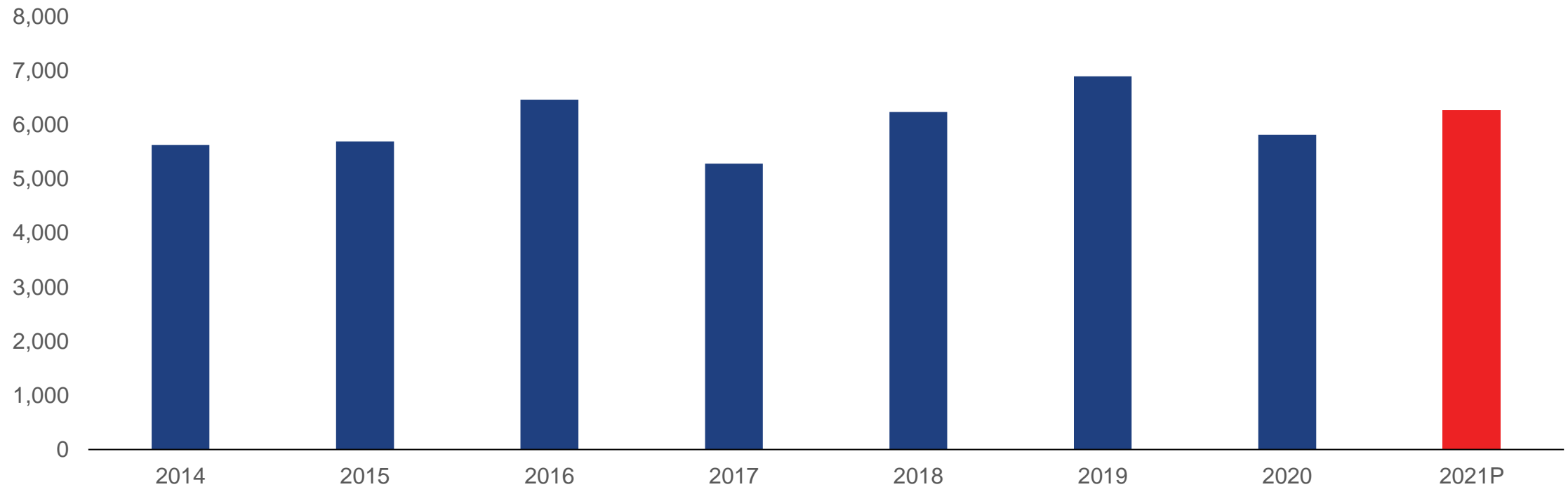
- QTP được thành lập vào năm 2002 với 3 cổ đông sáng lập là EVN, TKV và LILAMA. Sau nhiều năm xây dựng, QN1 và QN2 lần lượt đi vào hoạt động vào năm 2009 và 2012.
- QTP chính thức niêm yết trên sàn UPCOM vào năm 2015.
- Trải qua hơn 10 năm kể từ khi phát điện, hiệu quả hoạt động của QTP đã có những cải thiện rõ rệt, cấu trúc tài chính ngày càng lành mạnh và dự kiến sẽ trả hết nợ vay vào năm 2023.

Doanh thu QTP



Nhà máy	Tổ máy	Công suất (MW)	Năm hoạt động thương mại
Quảng Ninh 1	1	300	2009
	2	300	2010
Quảng Ninh 2	3	300	2012
	4	300	2013

Sản lượng điện thương phẩm QTP (Triệu kWh)

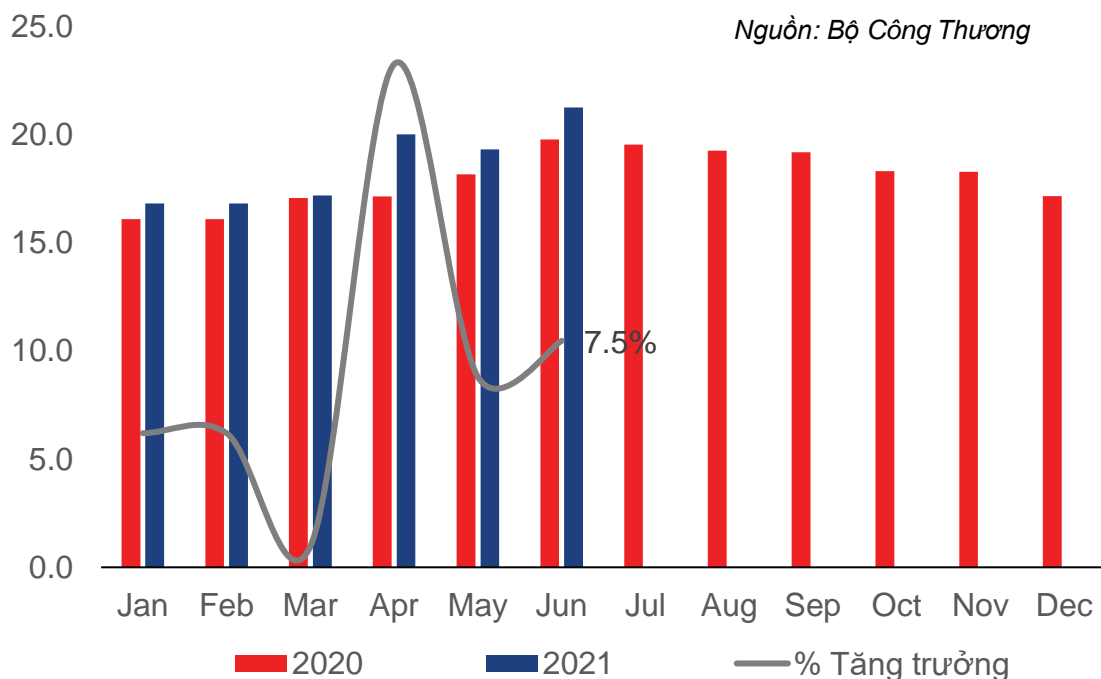


TIÊU THỤ ĐIỆN HỒI PHỤC TỐT TRONG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2021.

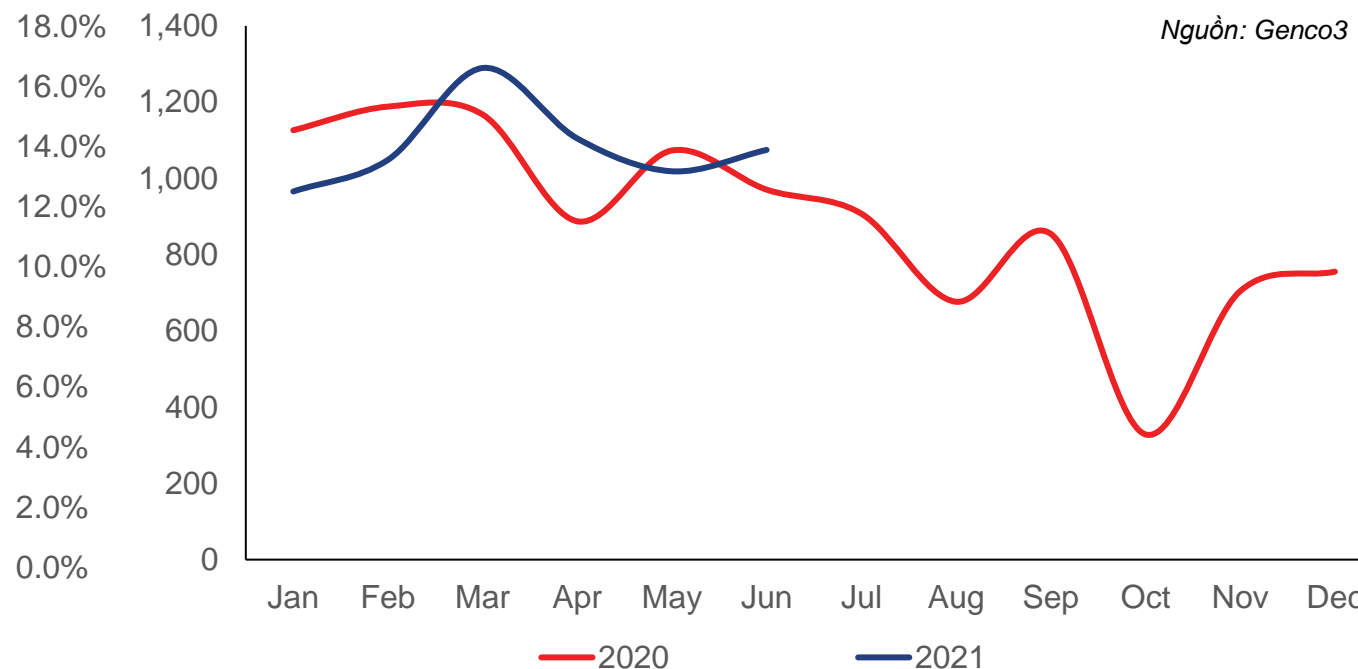
Lũy kế 6 tháng đầu năm 2021, sản lượng điện thương phẩm đạt 111.34 tỷ kWh, tăng trưởng 6.8% so với cùng kỳ. Trong tháng 6/2021, phụ tải điện liên tục lập đỉnh mới, lên đến hơn 42,000 MW do tình hình thời tiết nắng nóng khắp cả nước. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng tiêu thụ điện này sẽ tiếp tục duy trì trong 6 tháng cuối năm và không bị ảnh hưởng nhiều bởi dịch bệnh.

Trong 6 tháng đầu năm 2021, giá thị trường điện bình quân duy trì ở mức ổn định quanh 1,000đ – 1,200đ/kWh, tương đương so với cùng kỳ. Trong 6 tháng cuối năm, giá điện thị trường sẽ bắt đầu suy giảm do chuẩn bị bước vào mùa mưa. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng so với cùng kỳ giá điện vẫn sẽ tốt hơn do mực nước các hồ thủy điện hiện nay đang khá thấp và điện mặt trời sẽ không còn đóng góp nhiều trong cơ cấu nguồn điện vào mùa mưa.

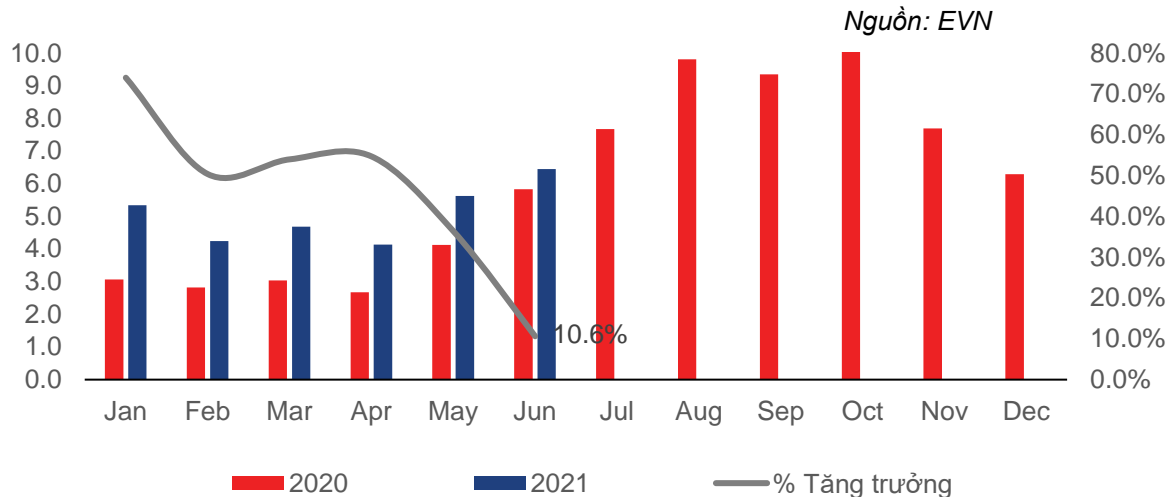
Sản lượng điện thương phẩm (Tỷ kWh)



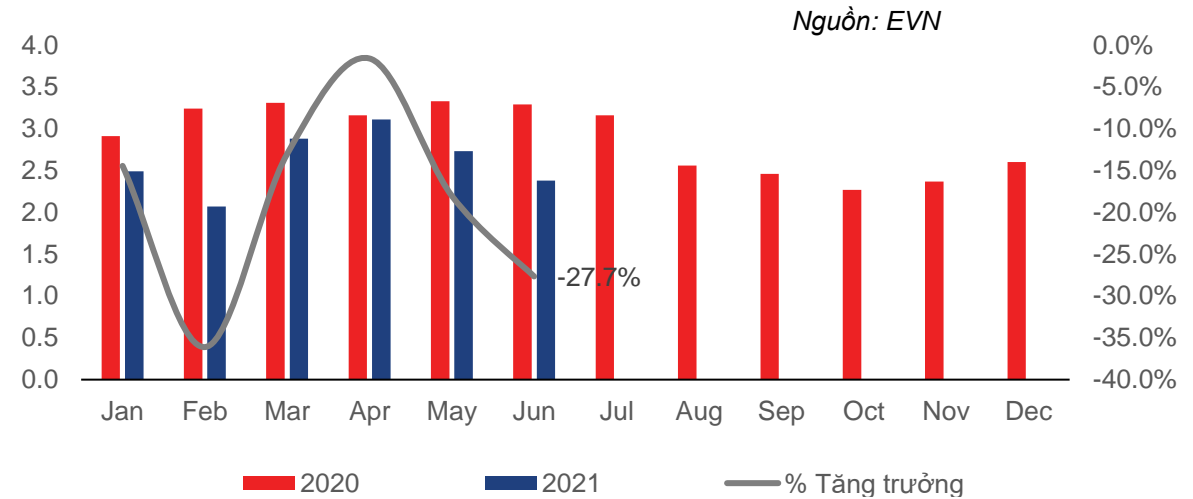
Giá thị trường điện bình quân hàng tháng (Vnd/kWh)



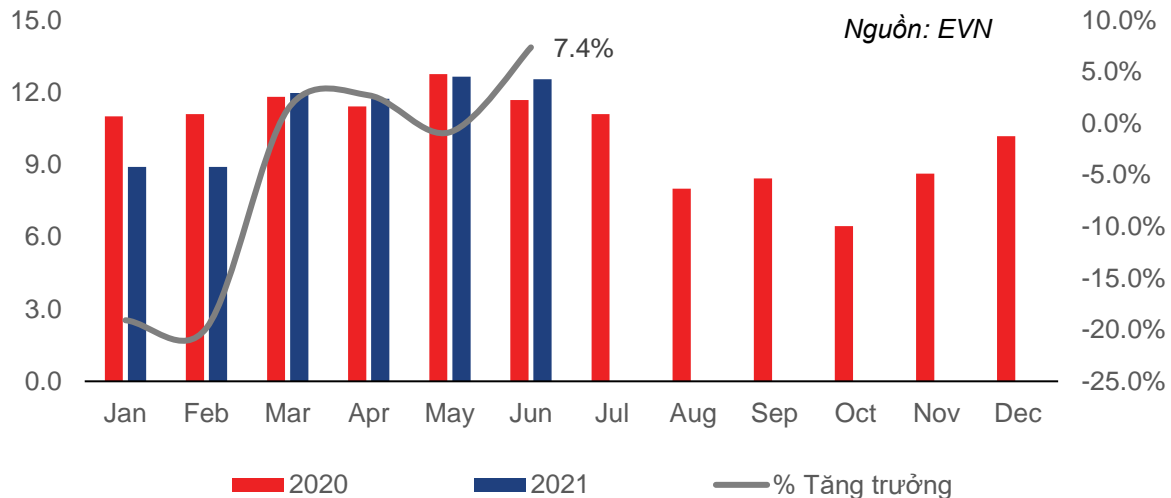
Sản lượng huy động từ Thủy điện (Tỷ kWh)



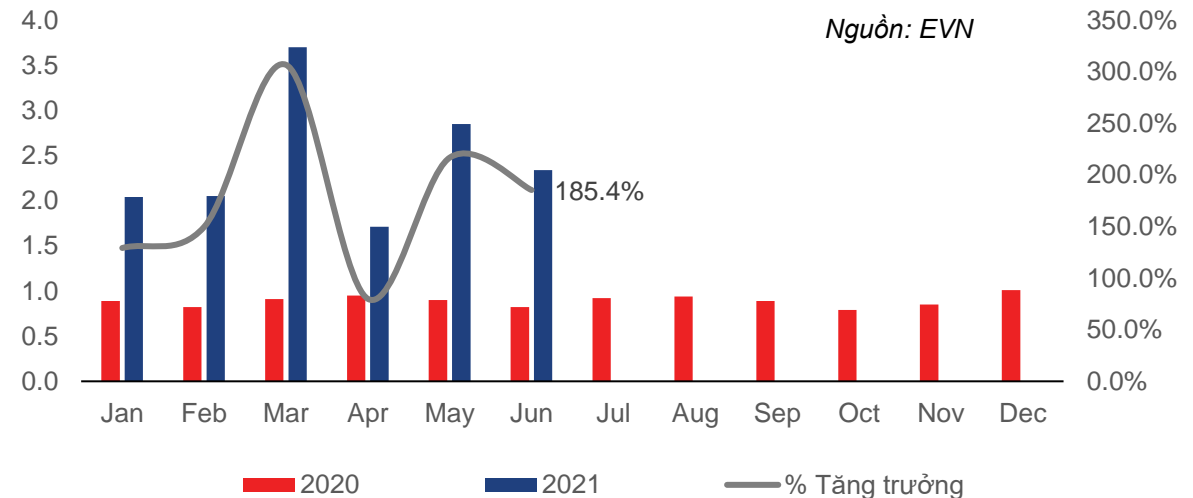
Sản lượng huy động từ tua bin khí (Tỷ kWh)



Sản lượng huy động từ nhiệt điện than (Tỷ kWh)

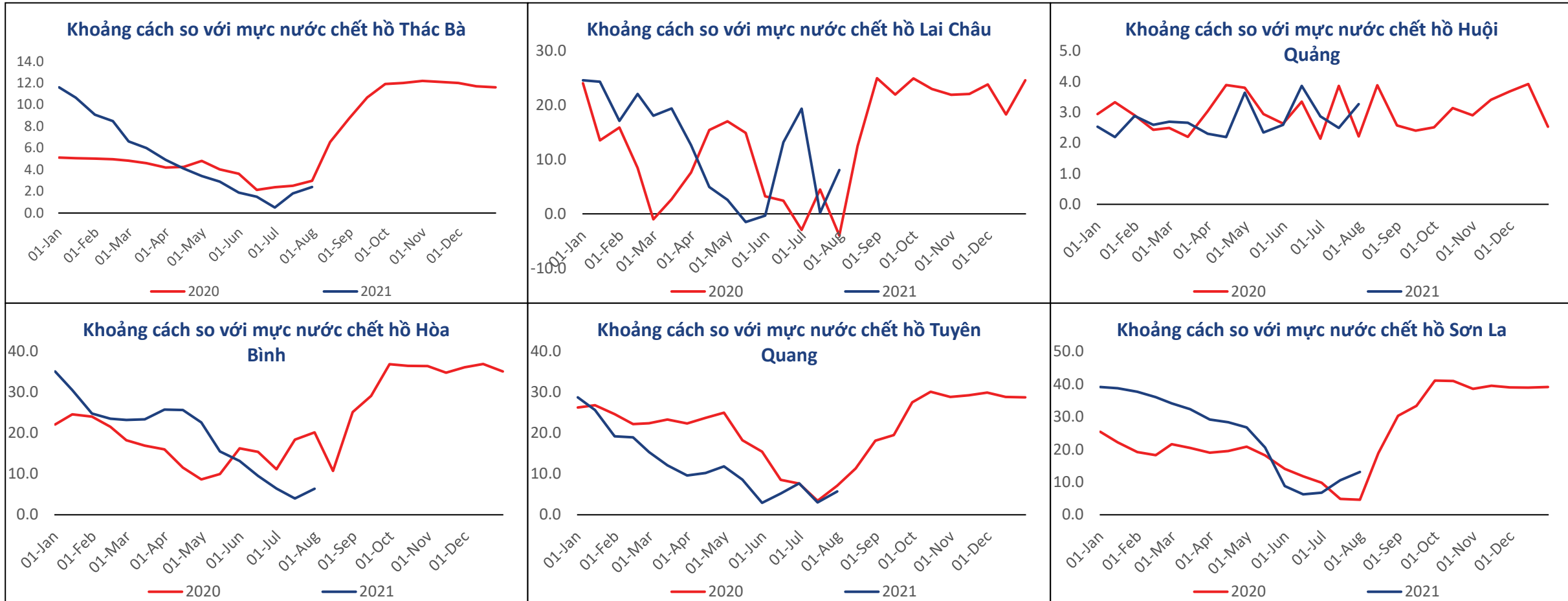


Sản lượng huy động từ năng lượng tái tạo (Tỷ kWh)



KHOẢNG CÁCH SO VỚI MỨC NƯỚC CHẾT TẠI CÁC HỒ THỦY ĐIỆN ĐANG Ở MỨC TƯƠNG ĐƯƠNG SO VỚI CÙNG KỲ.

Tính đến cuối tháng 7/2021, khoảng cách so với mực nước chết tại các hồ thủy điện đang ở mức tương đương so với cùng kỳ. Lưu ý rằng, trong 6 tháng đầu năm 2020, mực nước các hồ thủy điện ở mức thấp kỷ lục trong nhiều năm nhưng trong 6 tháng cuối năm 2020, lượng mưa trên khắp cả nước ở mức cao hơn rất nhiều so với nhiều năm trước đó.



Nguồn: EVN, TCSC Research

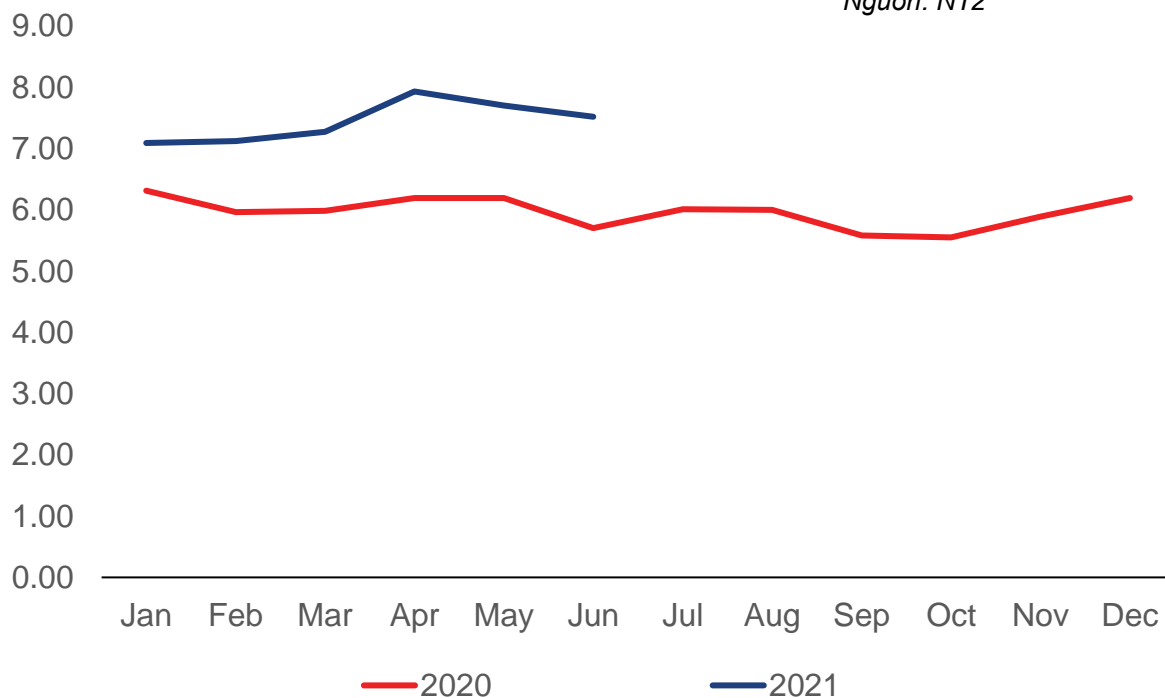
GIÁ VỐN NHIÊN LIỆU ĐẦU VÀO CỦA CÁC NHÀ MÁY ĐIỆN TUA BIN KHÍ ĐANG CAO HƠN SO VỚI GIÁ THỊ TRƯỜNG ĐIỆN BÌNH QUÂN.

Trong 6 tháng đầu năm 2021, giá khí đầu vào tại các nhà máy điện tua bin khí bắt đầu tăng mạnh do giá dầu tăng mạnh và các nhà máy sử dụng thêm nguồn cung khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt. Chúng tôi cho rằng xác suất cao giá khí sẽ tiếp tục duy trì trên \$7.0/mmBTU trong 6 tháng còn lại.

Giá vốn nhiên liệu trong giá vốn hàng bán hiện nay của NT2 đã cao hơn rất nhiều so với giá thị trường điện bình quân. Do đó, các nhà máy tua bin khí khó có thể cạnh tranh với các nguồn năng lượng khác trên thị trường điện.

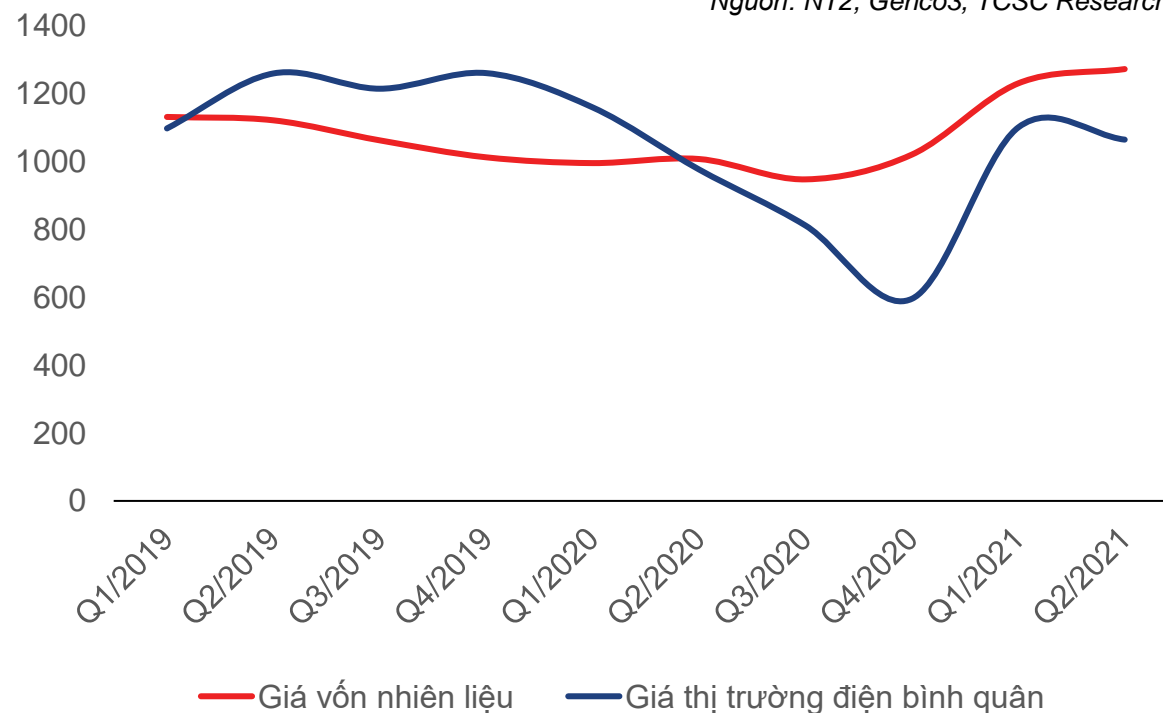
Giá khí đầu vào của nhà máy Nhơn Trạch 2 (USD/mmBTU)

Nguồn: NT2



Tương quan giá vốn nhiên liệu của NT2 và giá thị trường điện bình quân (Vnd/kWh)

Nguồn: NT2, Genco3, TCSC Research

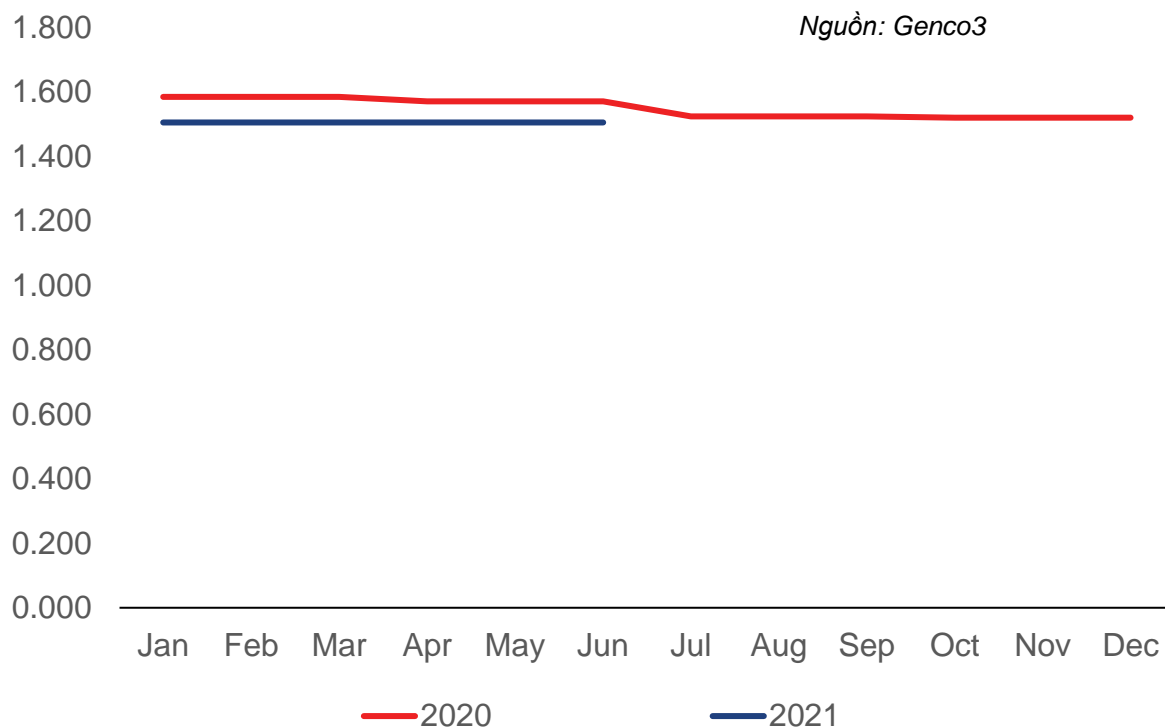


NHIỆT ĐIỆN THAN DUY TRÌ ỔN ĐỊNH VÀ CÓ THỂ CẠNH TRANH TỐT TRÊN THỊ TRƯỜNG ĐIỆN TRONG THỜI GIAN TỚI.

Trong 6 tháng đầu năm 2021, giá than đầu vào tại các nhà máy nhiệt điện than vẫn duy trì ổn định quanh mức 1.6 triệu/tấn. Khoảng cách giữa giá thị trường điện bình quân và giá vốn nguyên liệu đầu vào được duy trì quanh mức 100đ/kWh, đủ để các nhà máy có thể cạnh tranh trên thị trường điện, mặc dù không tốt bằng năm 2019. Chúng tôi cho rằng khoảng cách này sẽ tiếp tục được cải thiện khi các nguồn năng lượng truyền thống khác đang gặp khó khăn, thị trường điện dần cân bằng hơn do nguồn điện từ năng lượng tái tạo không còn đột biến như cuối năm 2020, tăng trưởng sản lượng điện đang dần quay trở lại.

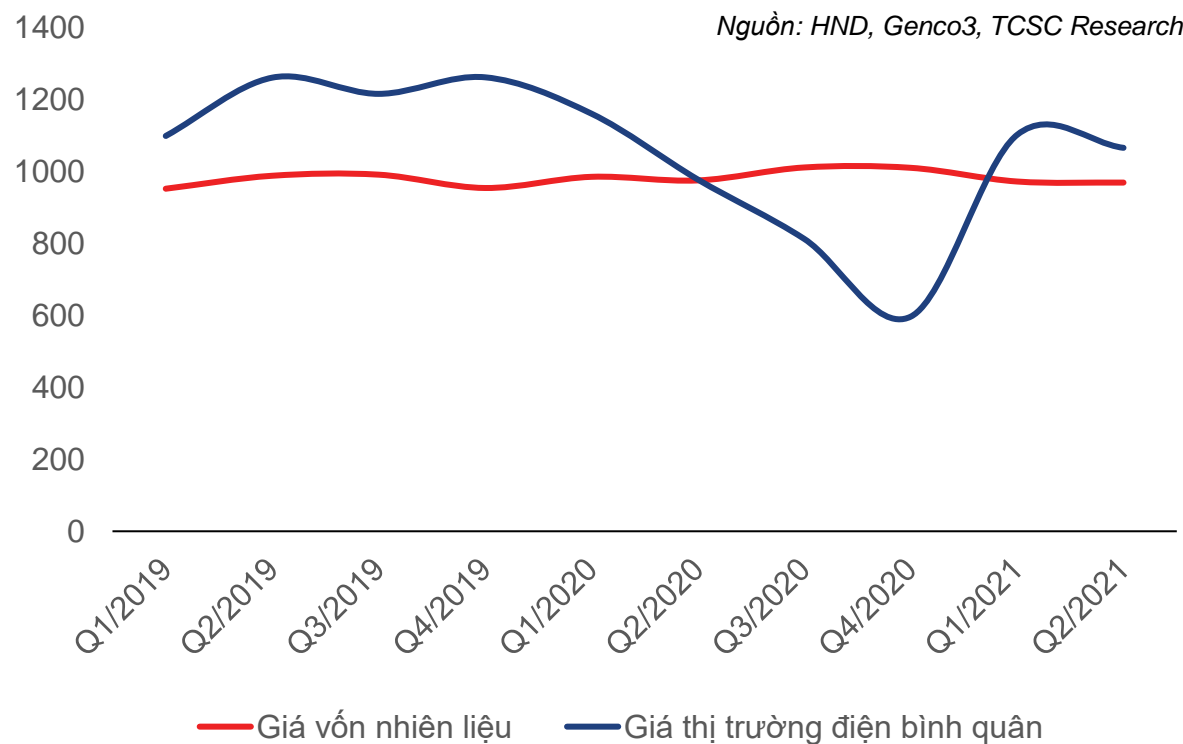
Giá than 6A pha trộn NMNĐ Mông Dương 1 (Triệu/tấn)

Nguồn: Genco3



Tương quan giá vốn nguyên liệu của HND và giá thị trường điện bình quân (Vnd/kWh)

Nguồn: HND, Genco3, TCSC Research



VỊ TRÍ ĐỊA LÝ CHIẾN LƯỢC GIÚP CHO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA QTP CÓ NHIỀU THUẬN LỢI.

QTP tọa lạc tại Phường Hà Khánh, TP. Hạ Long, tỉnh Quảng Ninh. Đây là một trong 3 khu vực của vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc bao gồm Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh. Mức độ đô thị hóa, công nghiệp hóa cao ở Quảng Ninh giúp cho sản lượng tiêu thụ điện ở khu vực này luôn tăng trưởng ở mức hai chữ số. Bên cạnh đó, QTP còn nằm ở vị trí có trữ lượng than lớn nhất cả nước, giúp cho việc nhập than, sản xuất kinh doanh thuận lợi hơn rất nhiều.



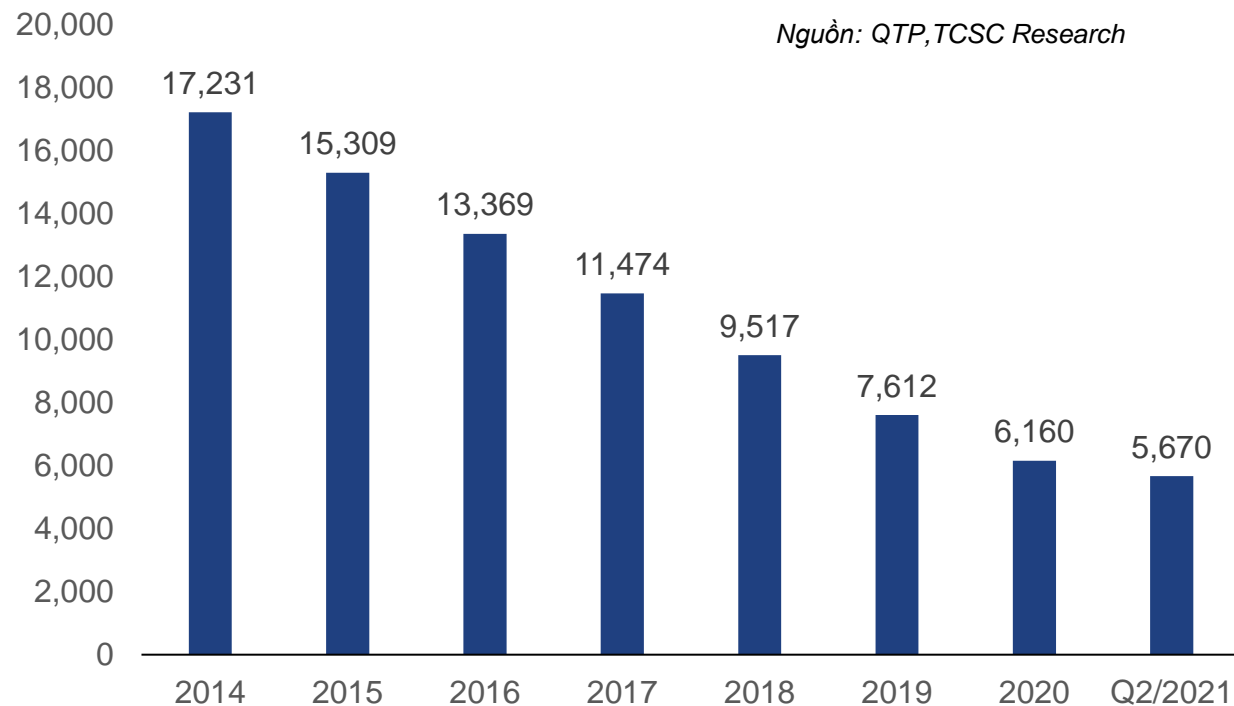
Nguồn: Tổng cục Thống kê, Bộ Kế hoạch và Đầu tư

THỜI GIAN KHẤU HAO TÀI SẢN CỐ ĐỊNH NGẮN GIÚP QTP GIẢM DƯ NỢ VAY RẤT NHANH.

Trước khi thay đổi chính sách khấu hao vào cuối năm 2020, thời gian khấu hao bình quân tài sản cố định của QTP là 10 năm, thấp hơn nhiều so với mức bình quân trong ngành là 12-15 năm. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của QTP gần như được sử dụng 100% để trả nợ vay. Do đó, dư nợ vay của QTP giảm rất nhanh trong giai đoạn này. Theo ước tính của TCSC, QTP sẽ hoàn thành xong nghĩa vụ trả nợ vay vào năm 2023.

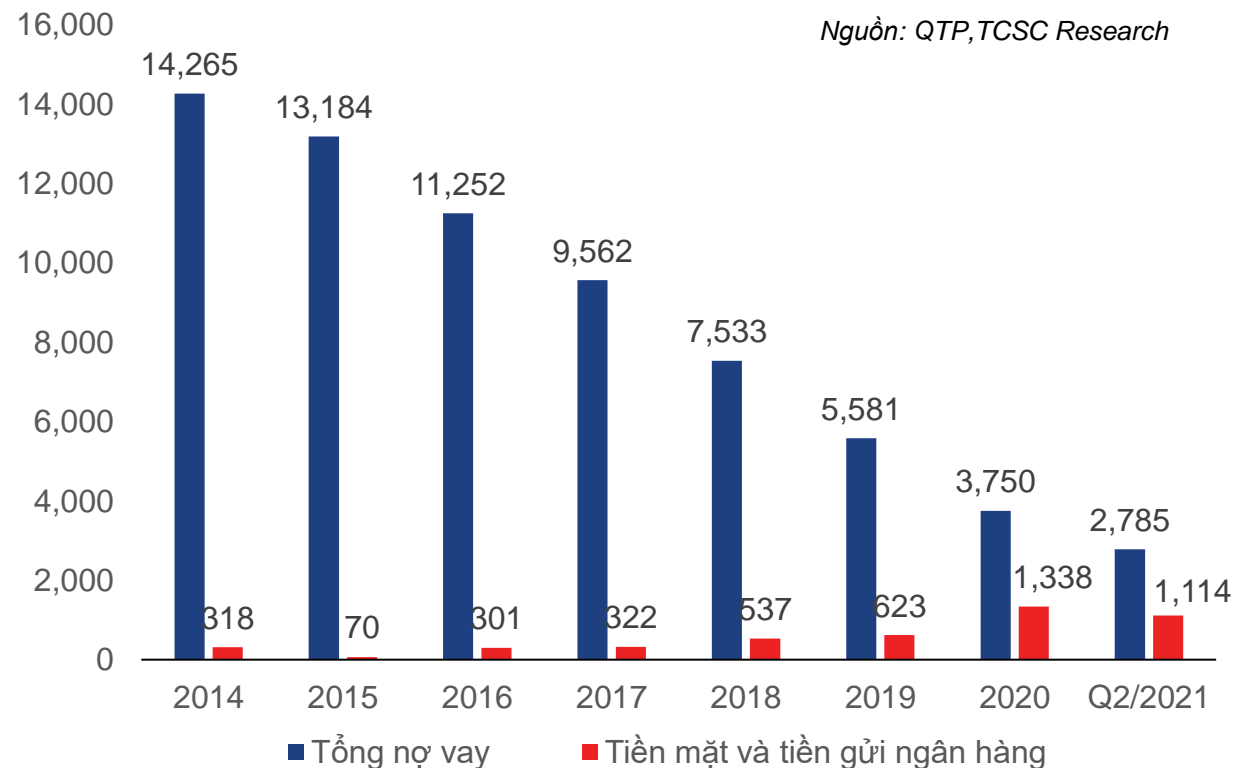
Giá trị còn lại TSCĐ hữu hình (Tỷ)

Nguồn: QTP, TCSC Research



Tình hình tài chính của QTP

Nguồn: QTP, TCSC Research



KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀY CÀNG CẢI THIỆN VÀ ỔN ĐỊNH HƠN.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của QTP rất ổn định trong suốt giai đoạn 2014-2020, trung bình đạt được khoảng 1,200 tỷ/năm. Tuy nhiên, do nợ vay của QTP trong giai đoạn này chủ yếu là ngoại tệ nên chi phí tài chính liên tục biến động mạnh, khiến cho lợi nhuận sau thuế của QTP không ổn định. Tính đến tháng 6/2021, dư nợ vay của QTP chỉ còn 2,785 tỷ và chủ yếu là bằng VND. Do đó, kết quả kinh doanh sẽ ngày càng cải thiện và ổn định hơn so với giai đoạn trước đây.

Bên cạnh các vấn đề về tài chính, hoạt động kinh doanh cốt lõi của QTP cũng đang có những cải thiện đáng kể. Theo QTP, suất hao nhiệt bình quân 4 tháng đầu năm 2021 là 10,872 KJ/kWh, giảm đáng kể so với cùng kỳ là 11,126 KJ/kWh. Hiện nay, ban lãnh đạo của QTP vẫn đang tiếp tục nỗ lực để giảm suất hao nhiệt về mức theo phương án giá điện trong hợp đồng PPA.

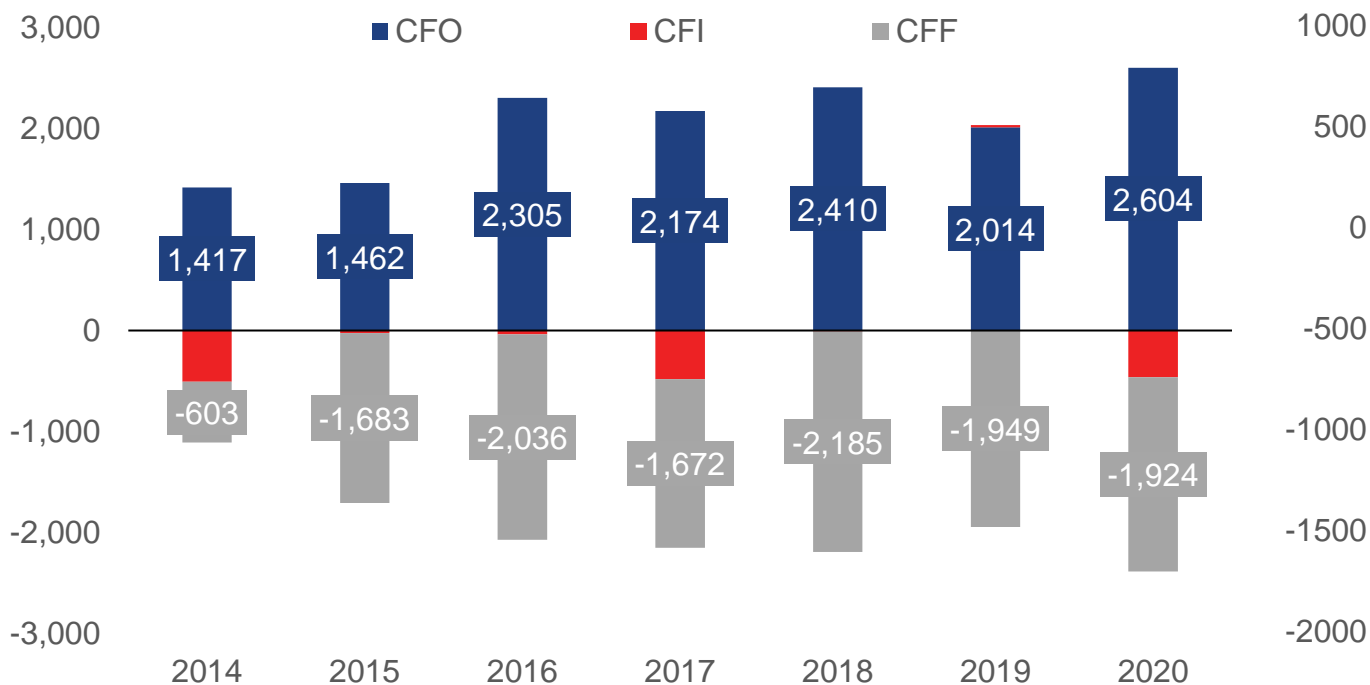
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	6T2020	6T2021
Doanh số	7,551	7,703	8,738	8,210	9,018	10,127	9,182	4,995	4,265
Lãi gộp	1,124	1,043	1,451	1,479	1,203	1,271	1,834	225	439
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1,076	942	1,383	1,406	1,131	1,200	1,729	191	398
Doanh thu tài chính	73	103	15	30	4	27	48	20	35
Chi phí tài chính	-1,147	-2,370	-1,014	-804	-857	-562	-396	-188	-105
Lợi nhuận trước thuế	7	-1,321	367	709	275	660	1,375	22	326
Lợi nhuận sau thuế	7	-1,321	367	709	275	651	1,306	21	310

DÒNG TIỀN DỒI DÀO GIÚP QTP CÓ THỂ TĂNG CỔ TỨC SAU KHI HẾT NỢ VAY

Chúng tôi cho rằng QTP có nhiều động lực để chi trả cổ tức cao hơn kể từ năm 2020 và đã có các động thái về mặt kế toán nhằm giúp công ty chi trả cổ tức cho năm 2020 như:

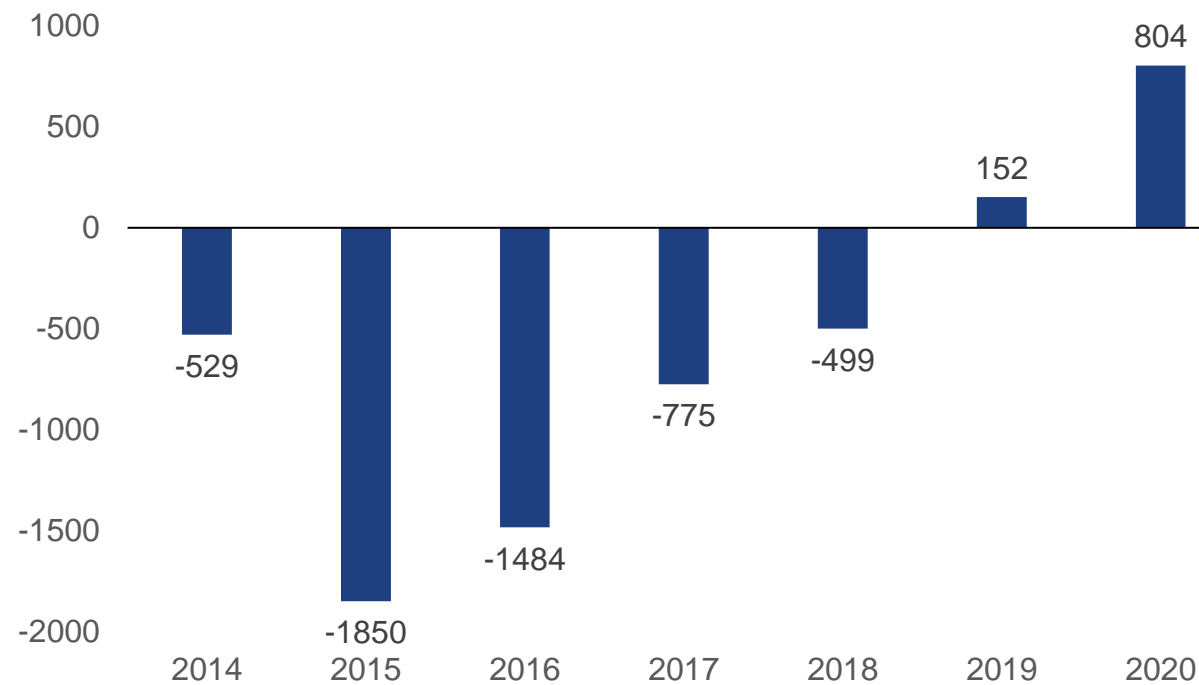
- Trong năm 2020, QTP đã thay đổi thời gian khấu hao TSCĐ từ 10 năm lên thành 15 năm. Do đó, chi phí khấu hao TSCĐ mỗi năm sẽ giảm từ 1,900 tỷ xuống còn khoảng 1,000 tỷ mỗi năm, giúp LNST của QTP tăng thêm khoảng 800 tỷ, tạo dư địa tăng tỷ lệ chi trả cổ tức.
- Dòng tiền dồi dào khoảng 1,600 – 2,000 tỷ/năm trong khi nợ vay sắp hết khiến cho QTP đang trở thành “cỗ máy in tiền”. Tiền mặt của QTP tính đến hết năm 2020 lên đến hơn 1,300 tỷ (khoảng 3,000đ/cp). Hiện nay, QTP vẫn đang còn 1,000đ cổ tức năm 2020 chưa chia.

Dòng tiền của QTP



Nguồn: QTP, TCSC Research

Lợi nhuận chưa phân phối



Nguồn: QTP, TCSC Research

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Q2/2021
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	10	318	70	301	322	537	623	1,338	1,114
Khoản phải thu	311	876	1,475	1,399	1,669	1,960	2,203	2,405	2,509
Tài sản cố định	18,392	17,231	15,310	13,371	11,476	9,518	7,612	6,161	5,671
Vay ngắn hạn	2,364	2,570	2,072	1,966	1,946	1,891	1,830	1,336	876
Vay dài hạn	12,325	11,695	11,112	9,286	7,616	5,642	3,751	2,414	1,909
Vốn Chủ sở hữu	4,183	4,214	2,378	2,873	3,711	4,115	4,895	6,089	5,903
TỔNG TÀI SẢN	20,285	19,969	17,188	15,459	14,049	12,385	10,966	10,508	9,823

Nguồn: QTP, TCSC Research

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh số	7,703	8,738	8,210	9,018	10,127	9,182	8,707	9,178	9,380
Tăng trưởng doanh thu	2.0%	13.4%	-6.0%	9.8%	12.3%	-9.3%	-5.2%	5.4%	2.2%
Lãi gộp	1,043	1,451	1,479	1,203	1,271	1,834	851	1,067	1,248
Tỷ suất lãi gộp	13.5%	16.6%	18.0%	13.3%	12.6%	20.0%	9.8%	11.6%	13.3%
SG&A	-101	-68	-73	-72	-71	-105	-110	-115	-120
SG&A/Doanh thu	-1.3%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	-1.3%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	942	1,383	1,406	1,131	1,200	1,729	741	952	1,128
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	12.2%	15.8%	17.1%	12.5%	11.8%	18.8%	8.5%	8.7%	8.2%
Doanh thu tài chính	103	15	30	4	27	48	60	70	80
Chi phí tài chính	-2,370	-1,014	-804	-857	-562	-396	-190	-100	0
Lãi/(lỗ) trước thuế	-1,321	367	709	275	660	1,375	611	922	1,208
Lãi/(lỗ) sau thuế	-1,321	367	709	275	651	1,306	580	876	1,148
Tăng trưởng LNST	-18971.4%	-127.8%	93.2%	-61.2%	136.7%	100.6%	-55.6%	51.0%	31.1%

Nguồn: QTP, TCSC Research

QTP ĐANG CÓ MỨC ĐỊNH GIÁ RẺ HƠN SO VỚI CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH

QTP hiện nay đang được giao dịch ở mức định giá thấp hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành, cụ thể như sau:

- Theo phương pháp định giá P/E, QTP đang được giao dịch ở mức P/E 6.0x, thấp hơn 42% so với trung bình ngành.
- Theo phương pháp định giá P/B, QTP đang được giao dịch ở mức P/B 1.0x, thấp hơn 30% so với trung bình ngành.
- Theo phương pháp định giá EV/EBITDA, QTP đang được giao dịch ở mức EV/EBITDA 4.4x, thấp hơn 20% so với trung bình ngành.

	P/E	P/B	EV/EBITDA
QTP	6.0x	1.0x	4.4x
HND	9.7x	1.4x	5.9x
PPC	8.4x	1.3x	7.1x
NT2	15.6x	1.3x	5.0x
POW	11.1x	0.8x	4.9x

GIÁ MỤC TIÊU ĐỐI VỚI QTP LÀ 20,700Đ/CP, CAO HƠN 47.8% SO VỚI GIÁ THỊ TRƯỜNG HIỆN NAY.

Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền, giá mục tiêu QTP cho 1 năm tới là 20,700đ/cp, cao hơn 47.8% so với giá thị trường hiện nay.

Tại mức giá 14,000đ/cp, QTP đang được giao dịch ở mức EV/EBITDA là 4.4x, đang thấp hơn mức bình quân ngành là 6.0x. Các doanh nghiệp trong cùng ngành đang được giao dịch ở mức EV/EBITDA như sau: HND (5.9x); NT2 (5.0x); PPC (7.1x)

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền HĐKD	2,604	1,750	1,676	1,748	1,692	1,692	1,580	1,580
Lãi vay * (1-T)	293	181	95	0	0	0	0	0
Chi đầu tư, bảo dưỡng TSCĐ	-465	-200	-220	-242	-266	-293	-322	-354
FCFF	2,432	1,731	1,551	1,506	1,426	1,399	1,258	1,226
PV of FCFF	5,824							
PV of Terminal Value	5,176							
Giá trị doanh nghiệp	11,000							
Tiền	1,114							
Nợ vay	-2,785							
Giá trị vốn chủ sở hữu	9,329							
Số lượng cổ phiếu	450,000,000							
Giá mục tiêu	20,731							

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC 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 TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

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 Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. 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 hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities
THANHCÔNG
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn