

BÁO CÁO PHÂN TÍCH QTP

23/02/2021



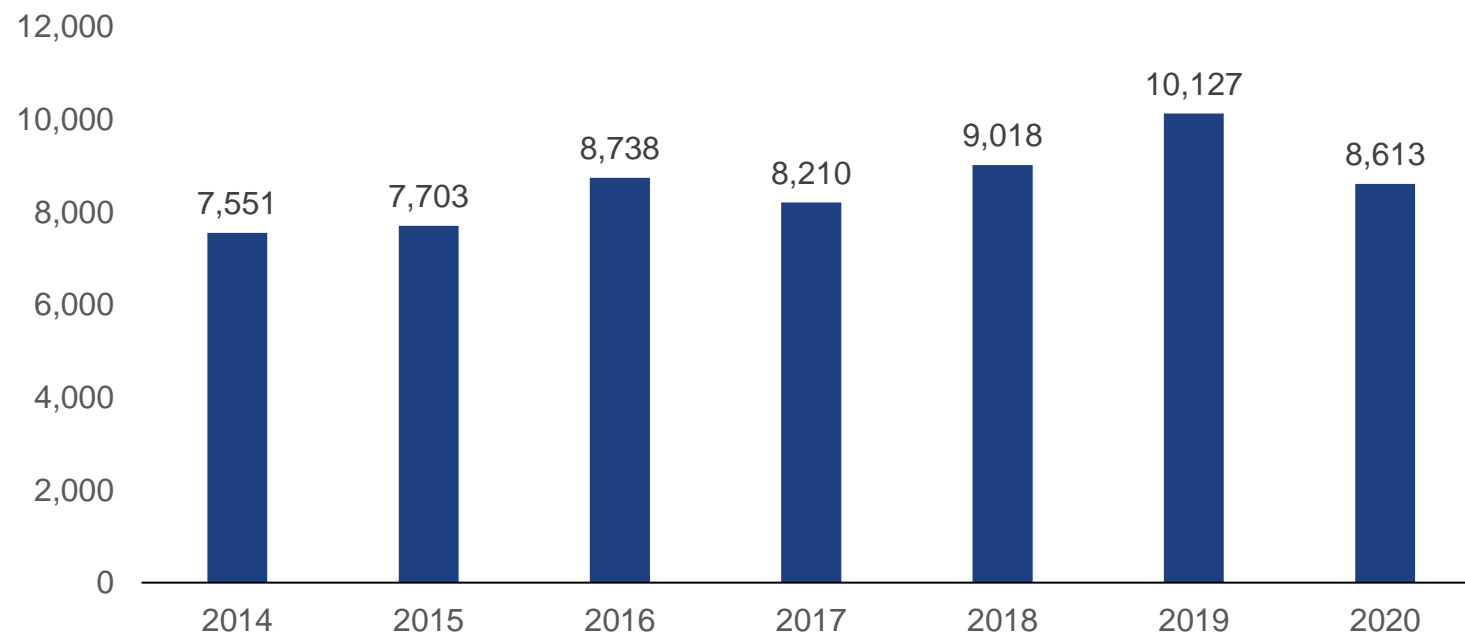
Tổng quan doanh nghiệp	UPCOM: QTP
Ngành nghề kinh doanh	Sản xuất điện
Vốn CSH	5,548 tỷ
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5,895 tỷ
Tăng trưởng DT 3 năm	5.04%
Tăng trưởng LNST 3 năm	21.1%
ROE bình quân	13.0%
Tỷ suất cổ tức 2019	2% tiền mặt
PE Trailing	7.7x

Cơ cấu cổ đông	
Genco1	42.0%
PPC	16.4%
SCIC	11.4%
Vinacomin	10.6%
REE	7.7%
Khác	11.9%

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 cuối năm 2021.

Doanh thu QTP



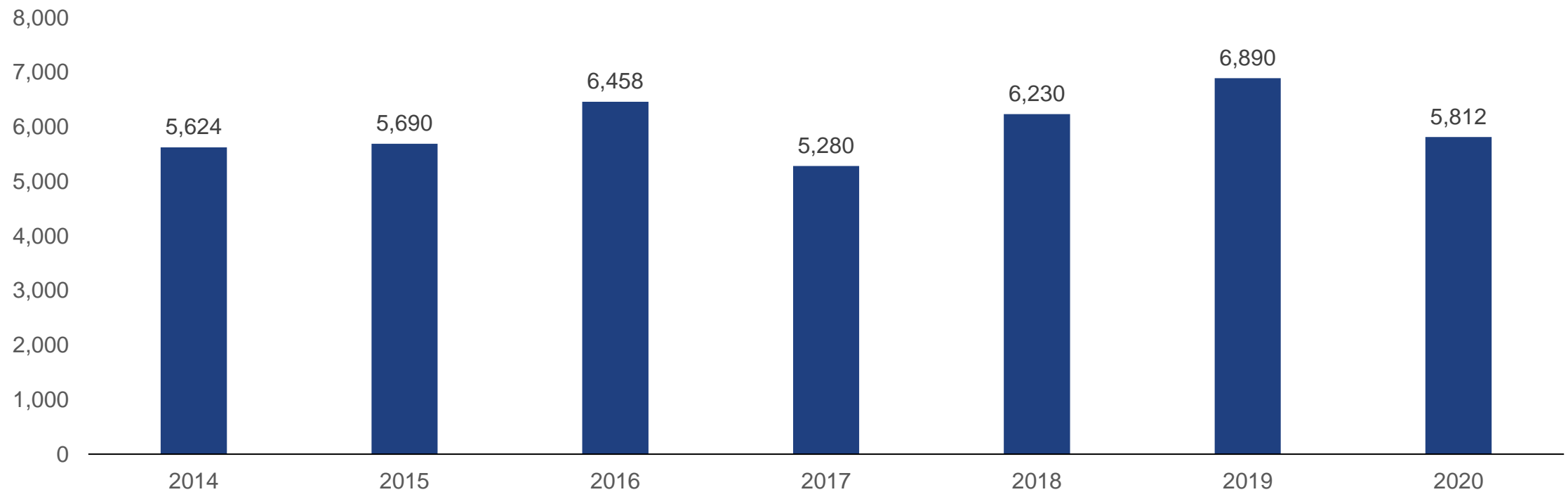
Vị trí địa lý thuận lợi là tiền đề giúp cho QTP được huy động điện ở mức cao trong dài hạn

QTP tọa lạc ở phía Đông Bắc tỉnh Quảng Ninh tại Phường Hà Khánh, TP. Hạ Long. Quảng Ninh là một trong 3 tỉnh của vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc bao gồm Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh. Mức độ đô thị hóa, công nghiệp hóa cùng với tốc độ tăng trưởng 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 so với các nhà máy ở khu vực khác.



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 QTP

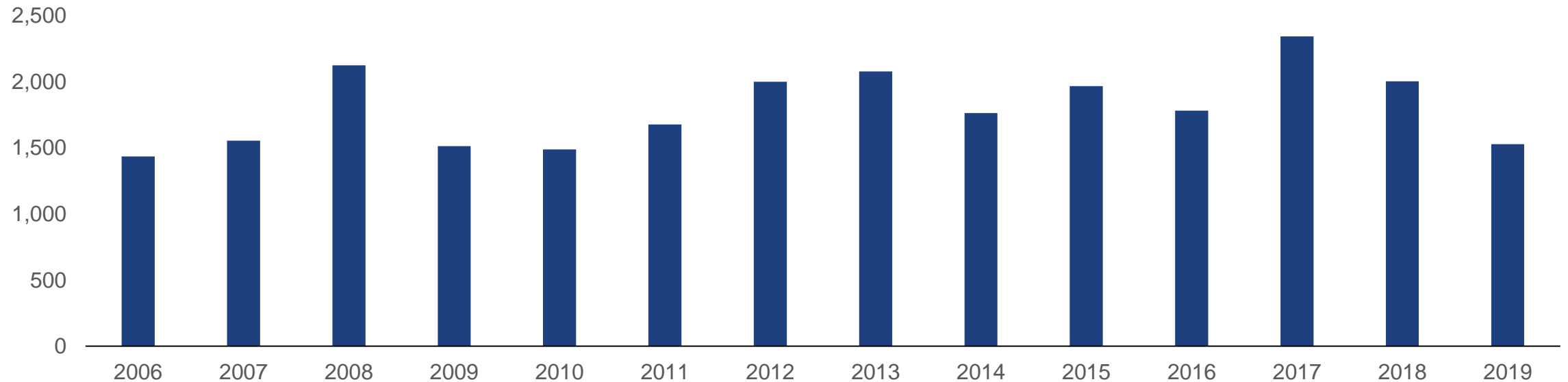


Nhà máy	Công suất	TMĐT	Suất đầu tư (Tỷ/MW)	COD	Tuabin	Nồi hơi
Hải Phòng	1,200	22,000	18.3	2011 vs 2014	Nhật Bản	Trung Quốc
Quảng Ninh	1,200	21,400	17.8	2010 vs 2013	Trung Quốc	Trung Quốc
Phả Lại 1	440			1984	Nga	Nga
Phả Lại 2	600			2001	Mỹ	Mỹ
Mông Dương 1	1,080	37,400	34.6	2015	Hàn Quốc	Hàn Quốc
Vĩnh Tân 2	1,244	23,500	18.9	2015	Trung Quốc	Trung Quốc
Vũng Áng 1	1,200	28,800	24.0	2014 vs 2015	Nhật Bản	Trung Quốc

Sản lượng các nhà máy nhiệt điện than ở VN

	Công suất	2016	2017	2018	2019	2020
QTP	1,200 MW	6,458	5,282	6,322	6,891	5,812
HND	1,200 MW	6,448	5,769	6,326	7,378	6,619
PPC	1,040 MW	5,246	4,998	5,607	5,508	5,250
Vĩnh Tân 2	1,244 MW		5,230	6,200	7,184	7,771
Vũng Áng	1,200 MW	3,184	4,381	4,877	5,771	6,569
Mông Dương	1,080 MW		4,326	5,209	7,050	6,725

Lượng mưa bình quân ở miền Bắc theo năm (mm)



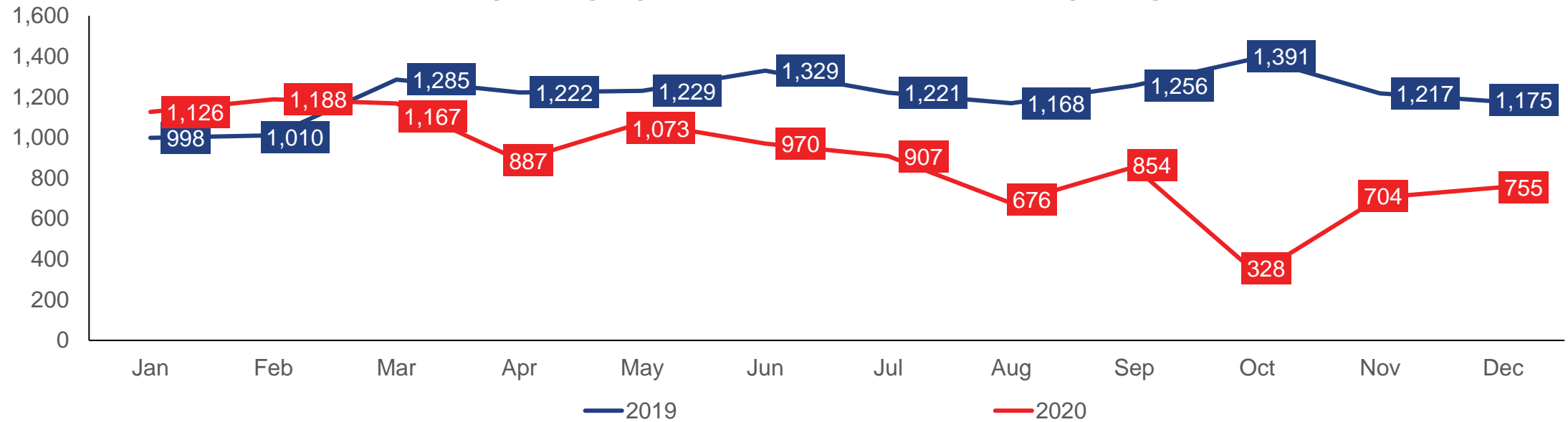
Nguồn: GSO, TCSC Research

Sản lượng Qc được giao và sản lượng thực tế qua các năm

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Qc được giao	5,515	6,121	5,600	5,586	6,048	5,193
Tổng sản lượng thực tế	6,458	5,282	6,322	6,891	5,812	

Nguồn: QTP, TCSC Research

Giá thị trường điện toàn phần FMP bình quân hàng tháng

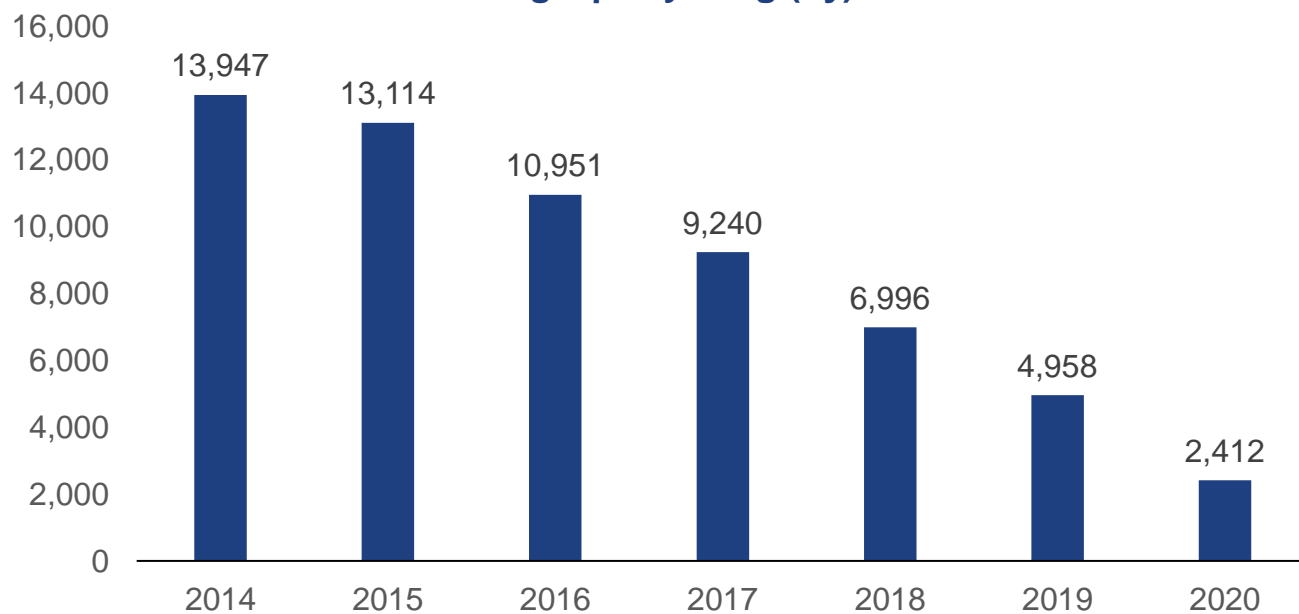


Biểu giá trần trên thị trường điện

	2017	2018	2019	2020	2021
BNE	Vĩnh Tân 2	Vĩnh Tân 2	Vĩnh Tân 4	Vĩnh Tân 4 MR	Vĩnh Tân 4
SMP Cap	1266	1280	1319	1342.3	1503.5
CAN bình quân	152	215	140.9	63.5	141
FMP Cap	1,418	1,495	1,460	1,406	1,645

	Công suất	Nguyên giá TSCĐ	Thời gian KH
QTP	1,200 MW	21,400	10 năm
HND	1,200 MW	22,200	12 năm
PPC	1,040 MW	13,200	15 năm
NT2	750 MW	11,300	16 năm

Tổng nợ vay ròng (Tỷ)

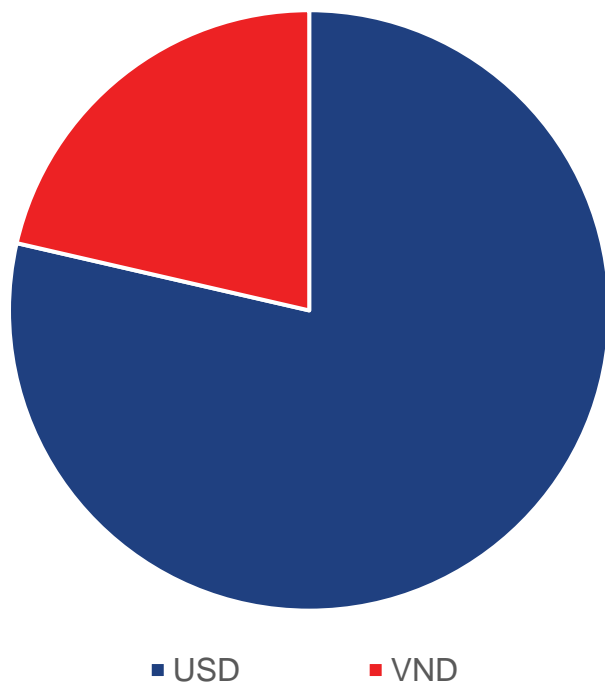


Kể từ khi nhà máy điện Quảng Ninh đi vào hoạt động vào năm 2010 đến nay, QTP chỉ mới trả 2% cổ tức vào năm 2019, nguyên nhân chủ yếu là do:

- Dòng tiền CFO được sử dụng gần như 100% để trả nợ vay.
- Trong giai đoạn 2010 – 2018, VND mất giá rất nhiều so với các ngoại tệ khác như USD. Trong khi đó, hầu hết các khoản vay của QTP là các khoản vay ngoại tệ. Vì vậy, trong giai đoạn 2010 - 2018, lợi nhuận chưa phân phối của QTP lun âm, khiến công ty không thể chia cổ tức

- Chi phí lãi vay giảm đều mỗi năm khoảng hơn 100 tỷ nhờ giảm dư nợ vay. Các khoản vay bằng VND của QTP hiện nay đều là các khoản vay có lãi suất thả nổi. Do đó, chi phí lãi vay trong năm 2021 sẽ giảm mạnh hơn nhờ dư nợ vay và lãi suất đều giảm.
- Tính đến hết năm 2020, dư nợ vay của QTP bằng USD khoảng 2,800 tỷ. Trong năm 2020, tỷ giá USD/VND giảm khoảng 1.4% và kỳ vọng xu hướng tỷ giá sẽ tiếp tục giảm trong năm 2021 giúp QTP ghi nhận thêm lãi tỷ giá trong năm 2021.
- Khoản phân bổ chênh lệch tỷ giá của năm 2015 đã được phân bổ hết từ năm 2015 đến năm 2019. Do đó, kể từ năm 2020, QTP sẽ không còn ghi nhận khoản phân bổ lỗ tỷ giá của năm 2015. Ngoài ra, trong các năm tiếp theo, QTP nhiều khả năng sẽ được EVN bồi thường các khoản lỗ tỷ giá đã thực hiện tương tự như PPC và HND.

Cơ cấu vay nợ của QTP



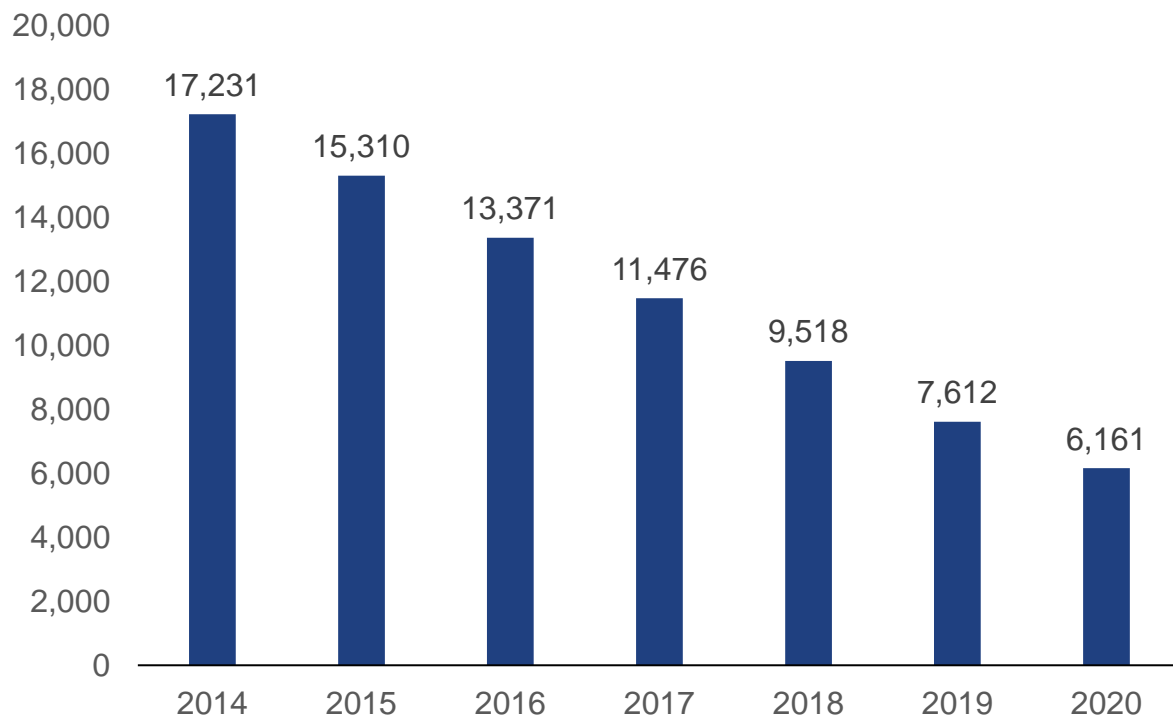
CHI PHÍ TÀI CHÍNH QTP

	2016	2017	2018	2019
Chi phí tài chính	1,014	803	857	562
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>775</i>	<i>669</i>	<i>569</i>	<i>431</i>
<i>Lỗ/lãi lỗ tỷ giá</i>	<i>110</i>	<i>5</i>	<i>159</i>	<i>2</i>
<i>Phân bổ chênh lệch tỷ giá 2015</i>	<i>129</i>	<i>129</i>	<i>129</i>	<i>129</i>

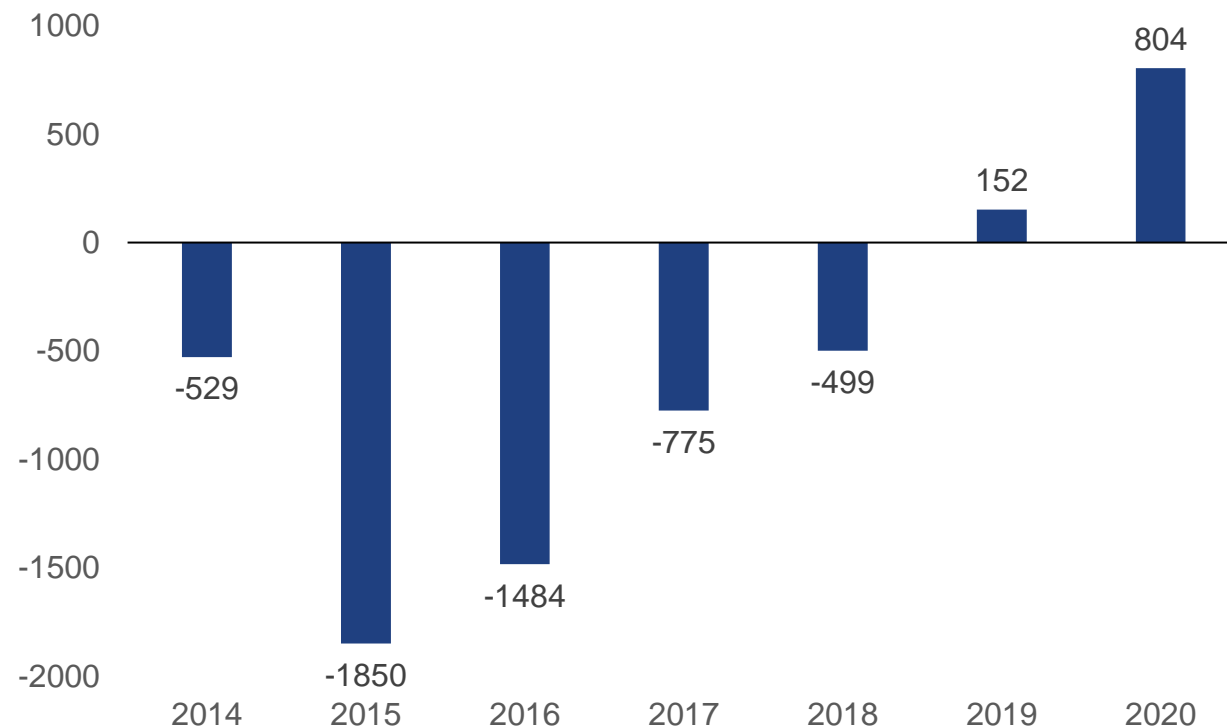
Chúng tôi cho rằng QTP có nhiều động lực để chi trả cổ tức cao hơn kể từ năm 2020 và đã có các động thái về mặt kế toán nhằm giúp công ty chi trả cổ tức cho năm 2020:

- 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 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 3,000/cp).

Giá trị tài sản cố định (Tỷ)



Lợi nhuận chưa phân phối



	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	10	318	70	301	322	537	623	1,338
Khoản phải thu	311	876	1,475	1,399	1,669	1,960	2,203	1,836
Tài sản cố định	18,392	17,231	15,310	13,371	11,476	9,518	7,612	6,161
Vay ngắn hạn	2,364	2,570	2,072	1,966	1,946	1,891	1,830	1,336
Vay dài hạn	12,325	11,695	11,112	9,286	7,616	5,642	3,751	2,414
Vốn CSH	4,183	4,214	2,378	2,873	3,711	4,115	4,895	5,548
TỔNG TÀI SẢN	20,285	19,969	17,188	15,459	14,049	12,385	10,966	9,939

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh số	7,551	7,703	8,738	8,210	9,018	10,127	8,613
Tăng trưởng doanh thu	174.4%	2.0%	13.4%	-6.0%	9.8%	12.3%	-15.0%
Lãi gộp	1,124	1,043	1,451	1,479	1,203	1,271	1,265
Tỷ suất lãi gộp	14.9%	13.5%	16.6%	18.0%	13.3%	12.6%	14.7%
SG&A	-48	-101	-68	-73	-72	-71	-105
SG&A/Doanh thu	-0.6%	-1.3%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	-1.2%
EBIT	1,076	942	1,383	1,406	1,131	1,200	1,160
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	14.2%	12.2%	15.8%	17.1%	12.5%	11.8%	13.5%
EBITDA	2,774	2,893	3,337	3,362	3,091	3,106	2,849
EBITDA/Doanh thu	36.7%	37.6%	38.2%	41.0%	34.3%	30.7%	33.1%
Doanh thu tài chính	73	103	15	30	4	27	48
Chi phí tài chính	-1,147	-2,370	-1,014	-804	-857	-562	-396
Lợi nhuận tài chính	-1,074	-2,267	-999	-774	-853	-535	-348
Lợi nhuận trước thuế	7	-1,321	367	709	275	660	806
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	0.1%	-17.1%	4.2%	8.6%	3.0%	6.5%	9.4%
Lợi nhuận sau thuế	7	-1,321	367	709	275	651	766
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	0.1%	-17.1%	4.2%	8.6%	3.0%	6.4%	8.9%

- Dòng tiền CFO của QTP đều đặn mỗi năm 2,000 tỷ và gần như được dùng toàn bộ để các khoản đi vay.
- Theo ước tính, QTP sẽ hết nợ vay vào khoảng đầu năm 2022. Do đó, lượng tiền mặt của QTP mỗi năm sẽ tăng khoảng 2,000 tỷ (khoảng 4,400đ/cp) và dự kiến sẽ được dùng 70% - 80% để trả cổ tức.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,417	1,462	2,305	2,174	2,410	2,014	2,604
Lợi nhuận sau thuế	7	-1,321	367	709	275	651	766
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-507	-27	-38	-484	-10	21	-465
<i>Trong đó:</i>							
Tiền đầu tư tài sản cố định	-511	-30	-41	-492	-13	0	-1
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-603	-1,683	-2,036	-1,672	-2,185	-1,949	-1,924
<i>Trong đó:</i>							
Tiền đi vay - tiền trả nợ	-603	-1,683	-2,036	-1,672	-2,185	-1,949	-1,834
Tiền nhận được từ phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	0	0	0	0	0	0	-90

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh số	7,703	8,738	8,210	9,018	10,127	8,613	8,646	9,267	9,463
Tăng trưởng doanh thu	2.0%	13.4%	-6.0%	9.8%	12.3%	-15.0%	0.4%	7.2%	2.1%
Lãi gộp	1,043	1,451	1,479	1,203	1,271	1,265	993	1,143	1,180
Tỷ suất lãi gộp	13.5%	16.6%	18.0%	13.3%	12.6%	14.7%	11.5%	12.3%	12.5%
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%	-1.2%	-1.3%	-1.2%	-1.3%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	942	1,383	1,406	1,131	1,200	1,160	883	1,028	1,060
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	12.2%	15.8%	17.1%	12.5%	11.8%	13.5%	10.2%	11.1%	11.2%
Doanh thu tài chính	103	15	30	4	27	48	40	40	50
Chi phí tài chính	-2,370	-1,014	-804	-857	-562	-396	-244	-120	0
Lợi nhuận tài chính	-2,267	-999	-774	-853	-535	-348	-204	-80	50
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	-1,321	367	709	275	651	766	645	901	1,054
Tăng trưởng LNST	-18971.4%	-127.8%	93.2%	-61.2%	136.7%	17.7%	-15.8%	39.7%	17.0%
EPS cơ bản	-2,936	816	1,576	611	1,447	1,702	1,433	2,002	2,342

PPC							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capacity	5,822	6,487	4,586	4,841	4,792	5,481	6,567
EPS	3,204	1,720	1,683	2,618	3,440	3,887	3,087
Dividend	2,000	2,500	2,000	2,700	2,500	2,500	2,500
Payout Ratio	62.4%	145.3%	118.8%	103.1%	72.7%	64.3%	81.0%

HND							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capacity	678	784	374	492	864	1,938	3,202
EPS	662	784	574	792	850	2,406	2,904
Dividend	600	700	500	650	750	1,600	2,000
Payout Ratio	90.6%	89.3%	87.1%	82.1%	88.2%	66.5%	68.9%

QTP							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capacity	0	0	0	0	0	338	1,787
EPS	16	-2,936	816	1,576	611	1,447	1,702
Dividend	0	0	0	0	0	200	N/A
Payout Ratio	0%	0%	0%	0%	0%	59%	N/A

- So với các doanh nghiệp trong cùng ngành, QTP đang có mức định giá rất hấp dẫn mặc dù nhà máy mới chỉ hoạt động được khoảng 10 năm.
- Tất cả các dấu hiệu đều chỉ ra rằng, QTP đang chuẩn bị bước vào giai đoạn tăng tỉ lệ chi trả cổ tức, giúp cổ phiếu được rerating về định giá.
- Mức định giá hợp lý của QTP được xác định ở mức EV/EBITDA 4.0x, tương đương 21,000đ/cp, upside 68% so với giá thị trường 12,500đ/cp.

	Vốn hóa	Năm hoạt động	EV/EBITDA
QTP	5,890	2010 vs 2012	2.8x
HND	9,650	2011 vs 2014	3.5x
PPC	7,887	1985 vs 2002	4.7x
NT2	6,678	2011	4.9x
POW	26,931		4.0x

Catalyst:

- QTP hiện đang có mức định giá rẻ hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp trong ngành và sẽ trở thành cổ máy in tiền kể từ 2022.
- Doanh nghiệp chuẩn bị bước vào giai đoạn tăng tỷ lệ chi trả cổ tức, giúp cổ phiếu được rerating về định giá.

Risk:

- Kết quả kinh doanh trong năm 2021 sẽ gặp nhiều khó khăn do yếu tố về chu kỳ thời tiết và năng lượng tái tạo.

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