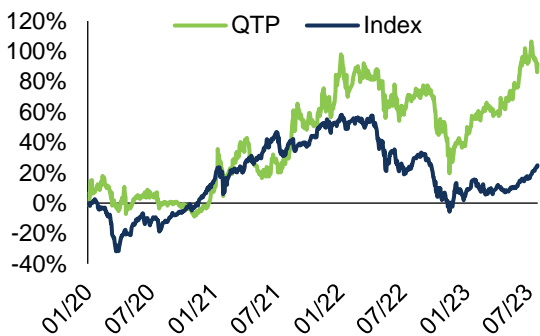


**NGÀNH: ĐIỆN**
**Ngày 07 tháng 08 năm 2023**
**CTCP NHIỆT ĐIỆN QUẢNG NINH (UPCOM: QTP)**
**Đậu Đức Nam**

Chuyên viên phân tích  
Email: namdd@fpts.com.vn  
Tel: 19006446 - Ext: 4304

**Người phê duyệt báo cáo:**

Nguyễn Ngọc Đức  
Trưởng nhóm phân tích cơ bản

**Biến động giá cổ phiếu QTP và VNINDEX**

**Thông tin giao dịch (07/08/2023)**

Giá hiện tại (đồng/cp)	17.100
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	18.300
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	10.591
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	450
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	883.597
% sở hữu nước ngoài	0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	7.695
P/E trailing 12 tháng (lần)	13,61x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	1.256

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh
Địa chỉ	Tổ 33 Khu 5, Phường Hà Khánh, Tp. Hạ Long, Tỉnh Quảng Ninh
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện
Chi phí chính	Chi phí nhiên liệu than

**Cơ cấu cổ đông**

Tổng Công ty Phát điện 1 (EVNGENCO1)	42,00%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC)	16,35%
Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC)	11,42%
Tổng Công ty Điện Lực TKV (DTK)	10,62%

**SẢN LƯỢNG ĐIỆN TĂNG TRƯỞNG MẠNH NHƯNG GIÁ THAN TĂNG KHIẾN LỢI NHUẬN SỤT GIẢM**
**CẬP NHẬT KQKD 1H2023:**

► **Doanh thu tăng trưởng mạnh, nhưng lợi nhuận lại sụt giảm so với cùng kỳ.** Doanh thu của QTP trong 1H2023 tăng 34% so với cùng kỳ nhờ sản lượng và giá bán điện đều tăng lên. Tuy nhiên, giá than tăng mạnh khiến cho lợi nhuận gộp và LNST của QTP giảm lần lượt 37% và 34% so với cùng kỳ. ([chi tiết](#))

► **Sản lượng điện của QTP trong Q2/2023 và 1H2023 tăng lần lượt 38% và 10% so với cùng kỳ.** Sản lượng điện của QTP tăng trưởng mạnh nhờ vào việc El Nino quay trở lại gây ra tình trạng thiếu điện trầm trọng, đặc biệt là tại miền Bắc. ([chi tiết](#))

► **Lợi nhuận 1H2023 sụt giảm do không chuyển được hết chi phí sang giá bán.** Giá than đầu vào của QTP tăng trung bình 40% so với cùng kỳ, khiến cho cả chi phí và giá bán điện của QTP đều tăng mạnh. Tuy nhiên, mức tăng giá bán bao gồm cả giá hợp đồng và giá điện thị trường đều thấp hơn so với mức tăng chi phí khiến cho lợi nhuận của QTP sụt giảm so với cùng kỳ. ([chi tiết](#))

**KHUYẾN NGHỊ:**

Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu QTP là **21.000 đồng/cp**, cao hơn 22,8% so với mức giá đóng cửa ngày 07/08/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu QTP ([chi tiết](#)) dựa trên những luận điểm:

► **Triển vọng trong ngắn và trung hạn vẫn tích cực nhờ El Nino và giá than thế giới giảm mạnh.** El Nino trở lại cũng như tình trạng thiếu điện tại miền Bắc sẽ giúp QTP có thể duy trì được mức sản lượng điện cao trong giai đoạn 2023 – 2025. Đồng thời, giá than thế giới giảm mạnh có thể sẽ giúp cho giá than trộn giảm xuống và nguồn cung than được đảm bảo hơn. ([chi tiết](#))

► **Triển vọng kém khả quan hơn trong dài hạn sau khi Quy hoạch điện 8 được phê duyệt.** Quy hoạch điện 8 được phê duyệt trong tháng 5/2023 có định hướng hạn chế phát triển nhiệt điện than, bao gồm việc hạn chế công suất và việc yêu cầu các nhà máy phải chuyển đổi nhiên liệu sang sinh khối/amoniac. ([chi tiết](#))

► **QTP đã thông qua việc phân phối lợi nhuận năm 2022 với mức cổ tức tiền mặt cao là 2.250 đồng/cp.** Chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ tiếp tục trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ cao trong các năm tới nhờ triển vọng kinh doanh khả quan và dòng tiền tốt sau khi trả hết nợ vay. ([chi tiết](#))

**RỦI RO DOANH NGHIỆP**

- Rủi ro gặp sự cố lớn
- Rủi ro thiếu than
- Rủi ro biến động giá than

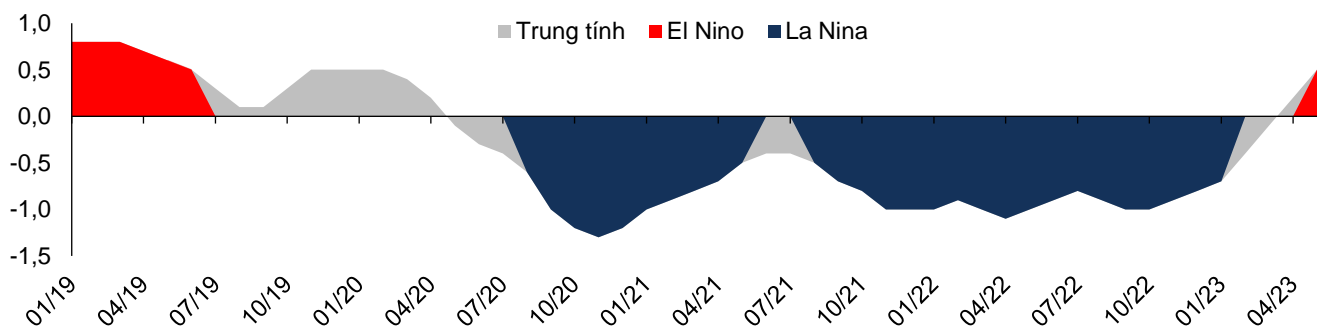
## I. CẬP NHẬT NGÀNH ĐIỆN 1H2023

El Nino quay trở lại dẫn tới tình trạng thiếu điện nghiêm trọng, đặc biệt là tại miền Bắc do nhu cầu tiêu thụ tăng cao trong khi sản lượng thủy điện lại sụt giảm mạnh. Trong bối cảnh đó, nhiệt điện than trở thành nguồn điện có sự tăng trưởng sản lượng tích cực nhất nhờ nguồn cung than được cải thiện hơn, trong khi các nguồn điện lớn khác lại đang chịu nhiều ảnh hưởng tiêu cực. Tuy nhiên, giá than đầu vào tăng mạnh so với cùng kỳ cũng đã có những ảnh hưởng tiêu cực tới các nhà máy nhiệt điện than nói riêng và cả ngành điện nói chung.

### 1. El Nino quay trở lại gây ra tình trạng thiếu điện

Chu kỳ La Nina kéo dài 3 năm đã chính thức kết thúc vào đầu năm 2023 và bắt đầu chuyển sang pha El Nino. El Nino tạo ra tình trạng thời tiết nắng nóng gay gắt, khiến cho nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao. Đồng thời, El Nino cũng giảm suy giảm lượng nước về các hồ thủy điện, làm ảnh hưởng tới nguồn cung điện toàn quốc và làm gia tăng nguy cơ thiếu điện.

**La Nina kết thúc vào đầu năm 2023 và chuyển sang pha El Nino**



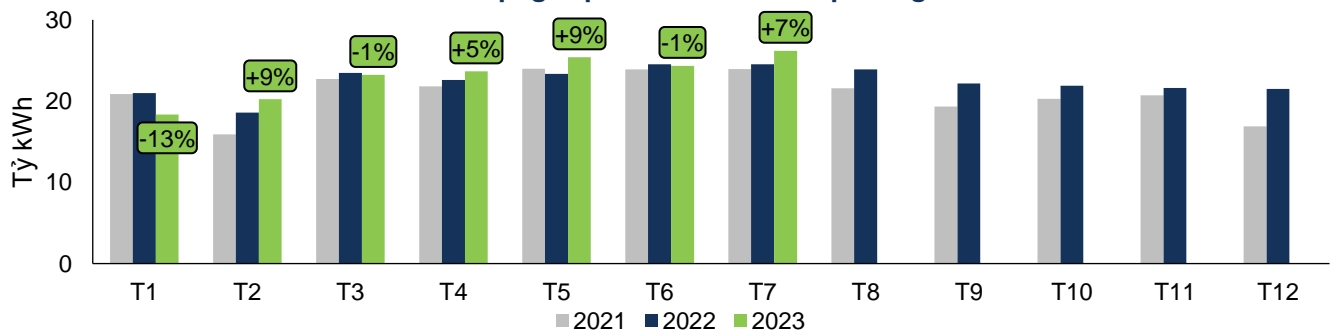
Nguồn: NOAA

### Nhu cầu tiêu thụ thấp trong Q1, nhưng tăng trở lại trong Q2/2023.

Sản lượng điện sản xuất toàn quốc trong Q1/2023 giảm 1,6% so với cùng kỳ năm 2022. Nguyên nhân chủ yếu là do nhiều ngành công nghiệp gặp khó khăn và phải cắt giảm sản xuất. Lĩnh vực sản xuất công nghiệp là lĩnh vực tiêu thụ điện năng nhiều nhất tại Việt Nam, chiếm 55% sản lượng điện tiêu thụ hàng năm. Do đó, hoạt động sản xuất công nghiệp suy yếu đã ảnh hưởng lớn tới nhu cầu tiêu thụ điện toàn quốc.

Tuy nhiên, bước sang quý 2, thời tiết nắng nóng gay gắt đã khiến cho nhu cầu tiêu thụ điện sinh hoạt (chiếm 35% sản lượng tiêu thụ hàng năm) tăng lên một cách đột biến và khiến cho sản lượng điện toàn hệ thống tăng cao trở lại. Đỉnh điểm là trong tháng 5, sản lượng điện tăng trưởng 9% so với cùng kỳ. Sản lượng điện toàn quốc trong quý 2 tăng trưởng 4% so với cùng kỳ năm 2022 và tăng 19% so với Q1/2023.

**Sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống**



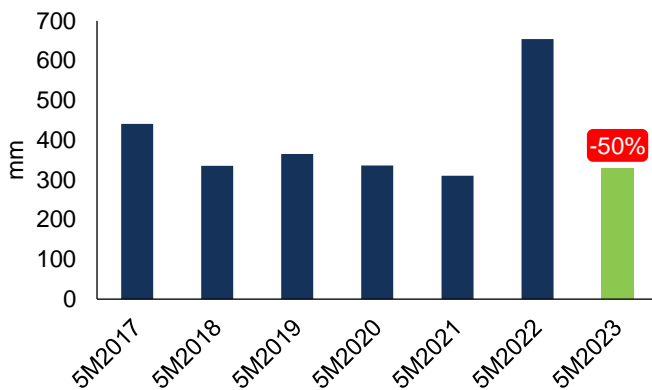
Nguồn: EVN, Bộ Công Thương

### Sản lượng thủy điện sụt giảm mạnh dẫn tới tình trạng thiếu điện.

Do ảnh hưởng của El Nino, lượng mưa bắt đầu sụt giảm và lưu lượng nước về các hồ thủy điện bắt đầu kém dần trong nửa đầu năm 2023. Lượng mưa lũy kế 5 tháng đầu năm 2023 giảm 50% so với cùng kỳ năm 2022 và thấp hơn 20% so với mức trung bình giai đoạn 2017 – 2021. Tình trạng thiếu nước diễn ra nghiêm trọng nhất vào giai đoạn tháng 4 – 5/2023, khi mực nước các hồ thủy điện rơi xuống mức rất thấp, trong đó nhiều hồ thủy điện lớn mực nước đã giảm xuống dưới mực nước chết nên nhà máy không thể phát điện.

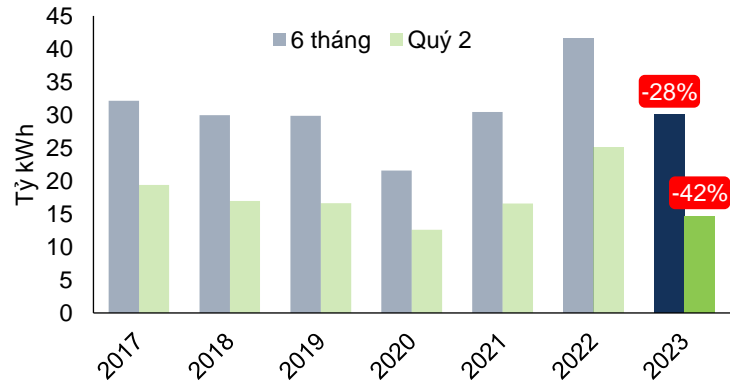
Tình hình thủy văn kém thuận lợi khiến cho sản lượng thủy điện giảm mạnh, đặc biệt là trong quý 2. Sản lượng thủy điện toàn hệ thống trong quý 2 và lũy kế 6 tháng 2023 giảm lần lượt 42% và 28% so với cùng kỳ năm 2022.

**Lượng mưa lũy kế 5 tháng đầu năm**



Nguồn: Tổng cục Thủy lợi

**Sản lượng thủy điện toàn hệ thống trong quý 2**



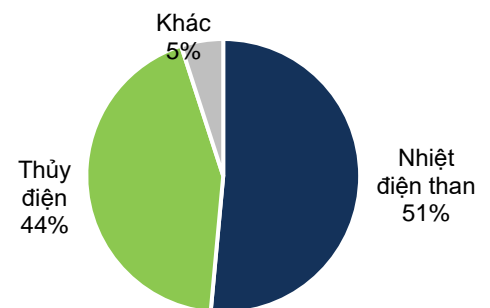
Nguồn: EVN, NLDC, FPTS tổng hợp

Thủy điện là nguồn điện có công suất lớn thứ 2 trong hệ thống điện và đóng góp khoảng 30% sản lượng điện hàng năm. Thủy điện cũng có vai trò quan trọng trong việc điều tiết hệ thống điện nhờ đặc tính vận hành linh hoạt. Do đó, việc sản lượng thủy điện sụt giảm mạnh và nhiều nhà máy thủy điện không thể phát điện đã gây ra tình trạng thiếu điện nghiêm trọng và gây ra nhiều khó khăn trong việc vận hành hệ thống điện.

**Miền Bắc là khu vực thiếu điện nghiêm trọng nhất.** Miền Bắc phụ thuộc rất nhiều vào nguồn thủy điện do công suất thủy điện chiếm tới 44%. Trong 1H2023, khi sản lượng thủy điện giảm mạnh do El Nino trở lại, khu vực này thiếu điện một cách trầm trọng.

Miền Bắc gần như không còn công suất nguồn điện dự phòng để bù đắp cho nguồn thủy điện do tình hình cung – cầu điện tại khu vực này đang dần trở nên mất cân đối hơn. Miền Bắc là khu vực có tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện cao nhất cả nước trong nhiều năm trở lại đây, trong khi nguồn cung lại phát triển rất chậm do có ít tài nguyên khí và năng lượng tái tạo và do nhiều dự án điện lớn chậm trễ tiến độ.

**Cơ cấu nguồn điện tại miền Bắc 2023**



Nguồn: EVN, NLDC, FPTS tổng hợp

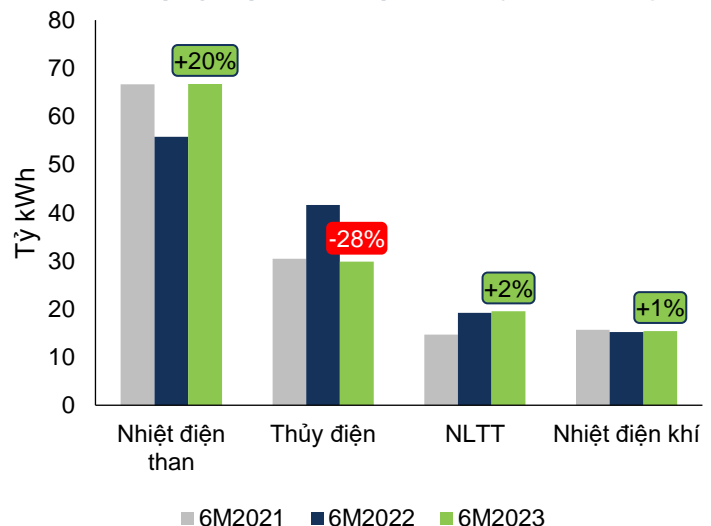
## 2. Nhiệt điện than được huy động cao trong Q2/2023

**Nhiệt điện than là nguồn điện tăng trưởng tốt nhất trong nửa đầu năm 2023.** Lũy kế 6 tháng 2023, sản lượng nhiệt điện than ước tính tăng 20% so với cùng kỳ. Đặc biệt là trong Q2/2023, các nhà máy nhiệt điện than hầu như đều được huy động tối đa khả năng.

Nhiệt điện than là nguồn điện được hưởng lợi nhiều nhất trong Q2/2023 nhờ vào: (1) nhu cầu tiêu thụ điện tăng; (2) các nguồn điện khác gặp khó khăn và (3) nguồn cung than cải thiện hơn trong quý 2.

Các nguồn điện lớn khác như thủy điện, điện tái tạo hay điện khí đều gặp khó khăn trong nửa đầu năm 2023. Thủy văn không thuận lợi khiến sản lượng thủy điện giảm 28% yoy. Nguồn cấp khí hạn chế khiến cho sản lượng nhiệt điện khí chỉ tăng 1% so với mức nền thấp năm 2022. Một số thời điểm các nhà máy thiếu khí và phải sử dụng nhiên liệu thay thế là dầu DO.

**Sản lượng điện theo loại hình lũy kế 6 tháng**



Nguồn: EVN, Bộ Công Thương

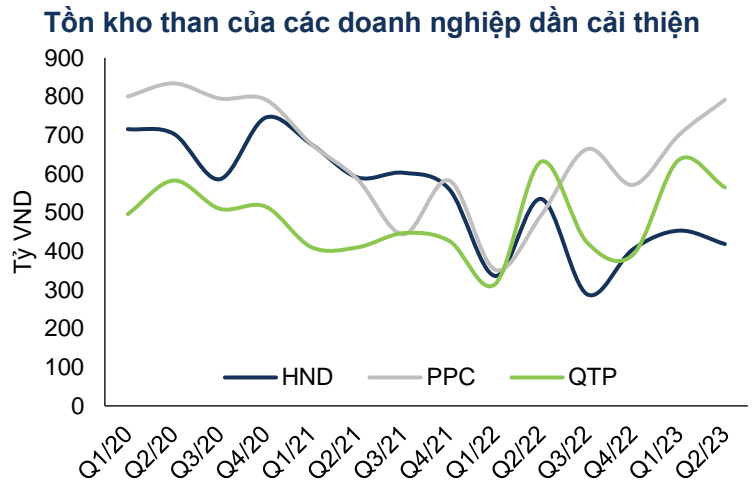
Sản lượng điện tái tạo cũng chỉ tăng 2% so với cùng kỳ năm 2022 do có ít nguồn mới đi vào vận hành. Các dự án vẫn đang trong giai đoạn đàm phán giá điện chuyển tiếp và chỉ có một vài dự án được COD từ tháng 6/2023.

### 3. Nguồn cung than cải thiện hơn trong quý 2, tuy nhiên giá than tăng mạnh so với cùng kỳ 2022

#### Nguồn cung than thiếu hụt trong Q1, tuy nhiên cải thiện hơn trong Q2/2023.

Tình hình cung cấp than tiếp tục khó khăn trong nửa đầu Q1/2023 do sản lượng cấp than thấp và lượng than tồn kho dự trữ liên tục giảm. Nguồn than đầu vào kém cho nhiều doanh nghiệp nhiệt điện gặp khó khăn và sản lượng điện sụt giảm mạnh trong Q1/2023.

Trong quý 2, do áp lực thiếu điện tăng cao, Bộ Công Thương đã chỉ đạo EVN làm việc với Tập đoàn (TKV) và Tổng Công ty Đông Bắc (TCTĐB) tìm phương án tăng khả năng cấp than cho các nhà máy, nhờ đó sản lượng than cũng được cải thiện hơn. Theo số liệu từ TKV, nhà cung cấp than lớn nhất trong nước, sản lượng than cấp cho các nhà máy điện trong 6 tháng đầu năm 2023 đạt 21,16 triệu tấn, tăng 16% so với cùng kỳ năm 2022. Tổng Công ty Đông Bắc cũng tăng sản lượng cấp than cho các nhà máy thêm 10% so với cam kết trong hợp đồng. Sản lượng than nhập khẩu lũy kế 5 tháng đầu năm 2022 cũng tăng trưởng 40% so với cùng kỳ.



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

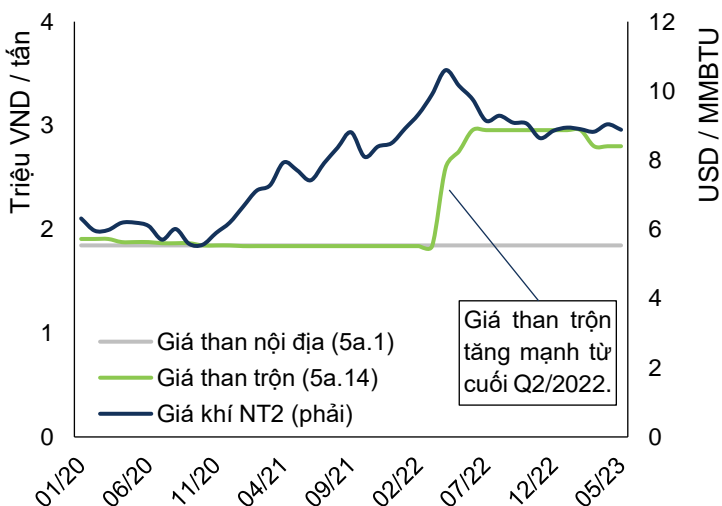
Sản lượng than đầu vào được cải thiện trong Q2/2023 đã giúp các nhà máy nhiệt điện than gia tăng được lượng tồn kho than để đảm bảo sản xuất cũng như có thể gia tăng sản lượng điện để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao trong giai đoạn cao điểm nắng nóng của quý 2.

[\(Quay lại\)](#)

**Giá than 1H2023 tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2022.** Giá các loại nhiên liệu quan trọng là than và khí đang duy trì khá ổn định trong nửa đầu năm 2023 và không còn tăng đột biến như giai đoạn 2021 - 2022.

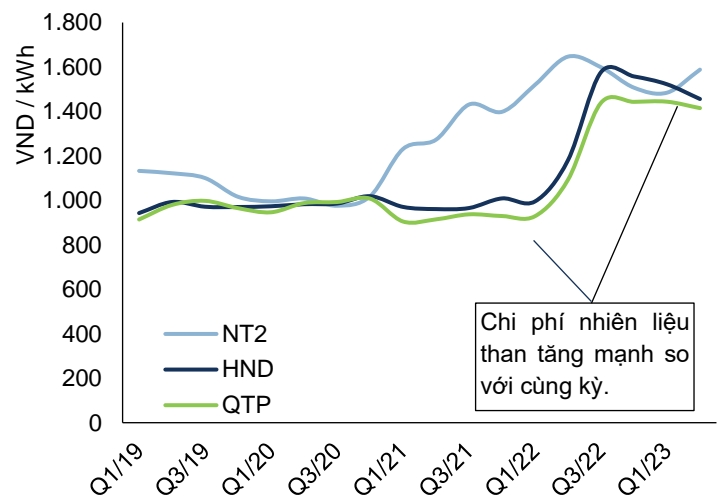
Tuy nhiên, so với cùng kỳ năm 2022 giá than đầu vào trung bình của các nhà máy nhiệt điện than lại tăng khoảng 30 - 50%. Nguyên nhân là do giá than trộn điều chỉnh tăng mạnh từ cuối Q2/2022 và giữ ổn định cho tới hiện tại, đồng thời trong năm 2023 do nguồn than khan hiếm nên các nhà máy phải dùng hoàn toàn nguồn than trộn giá cao thay vì được dùng khoảng 25 - 30% nguồn than nội địa giá rẻ như giai đoạn đầu năm 2022.

#### Giá các loại nhiên liệu vẫn đang neo ở mức cao



Nguồn: NT2, Bộ Công Thương, FPTTS tổng hợp

#### Chi phí nhiên liệu / kWh của các nhà máy điện



Nguồn: FPTTS tổng hợp

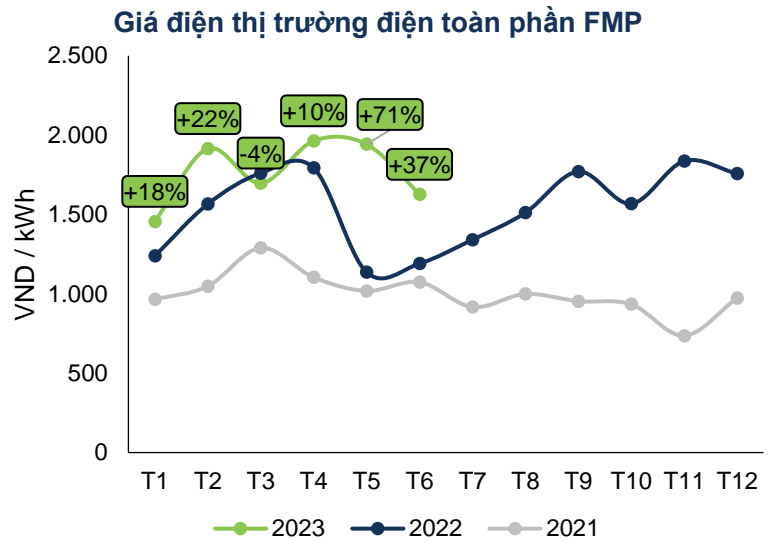
Nhìn chung, giá than và giá khí đều đang neo ở mức khá cao, khiến cho cả chi phí đầu vào và giá bán điện của các doanh nghiệp nhiệt điện đều đang duy trì ở mức cao. Chi phí nhiên liệu của các nhà máy nhiệt điện đang rơi vào khoảng 1.400 - 1.500 VND/kWh. Trong khi đó, giá bán điện của các nhà máy rơi vào 1.700 - 2.000 VND/kWh, xấp xỉ hoặc thậm chí cao hơn so với giá bán lẻ điện bình quân của EVN. Điều này đã gây ra nhiều tác động tiêu cực tới ngành điện, bao gồm cả các nhà máy điện và cả người mua điện là EVN.

#### 4. Giá điện trên thị trường điện cạnh tranh tiếp tục duy trì ở mức cao.

Giá điện trên thị trường điện cạnh tranh luôn duy trì ở mức cao trong các tháng đầu năm 2023. Giá điện toàn phần (FMP) trên thị trường điện trung bình 6 tháng đầu năm đạt 1.767 VND/kWh, tăng 319 VND/kWh (+22%) so với cùng kỳ năm 2022.

Giá FMP đạt mức cao do các nguyên nhân như: (1) giá nhiên liệu cao khiến chi phí của các nhà máy nhiệt điện tăng lên; (2) nguồn điện có giá bán thấp là thủy điện sụt giảm mạnh sản lượng; (3) nhu cầu tiêu thụ tăng cao và thiếu điện nên hệ thống phải huy động tới các nguồn điện giá cao.

Đối với các nhà máy nhiệt điện than, giá điện thị trường vẫn đang cao hơn khoảng 300 – 400 VND/kWh so với chi phí nhiên liệu, do đó các nhà máy vẫn đang có lợi nhuận và có thể gia tăng phần sản lượng phát trên thị trường nếu nguồn than đảm bảo. Tuy nhiên, chi phí nhiên liệu than cũng tăng lên khoảng 400 – 500 VND/kWh, khiến cho lợi nhuận trên mỗi đơn vị sản lượng bán trên thị trường cũng giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2022.

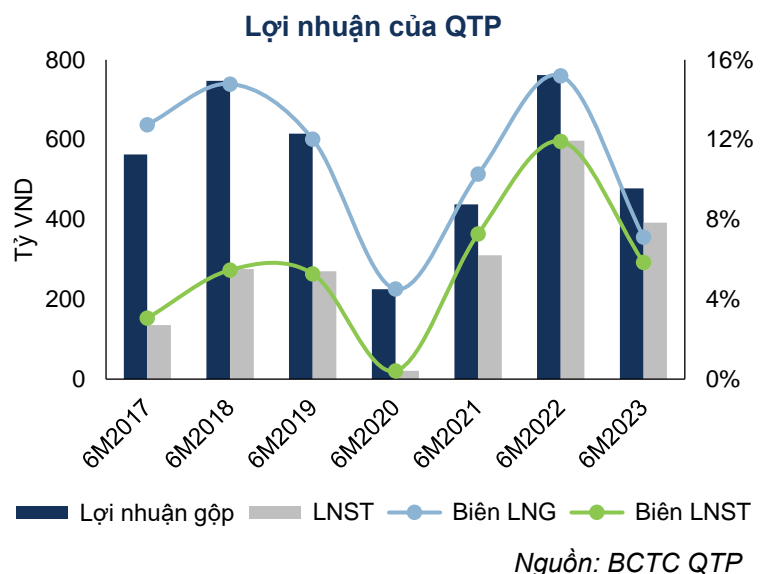
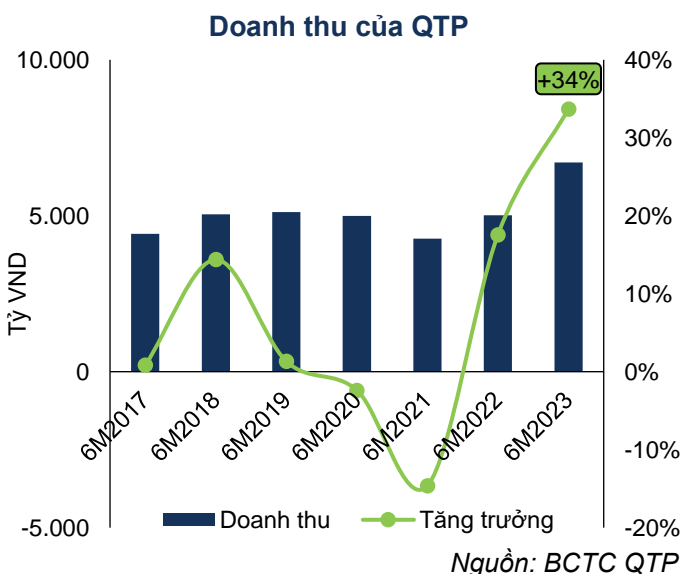


Nguồn: EVN GENCO3

## II. CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH 1H2023

(Trở về [trang 1](#))

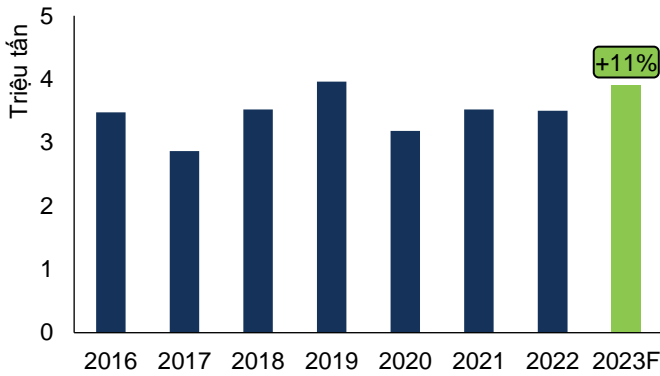
**Doanh thu 1H2023 tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận sụt giảm so với cùng kỳ.** Doanh thu của QTP trong 1H2023 đạt 6.704 tỷ đồng, tăng 34% so với cùng kỳ năm 2022. Sản lượng và giá bán điện đều tăng lên so với cùng kỳ giúp QTP đạt được mức tăng trưởng doanh thu cao kể trên. Tuy nhiên, chi phí đầu vào tăng mạnh và QTP không chuyển hóa được toàn bộ chi phí sang giá bán khiến cho lợi nhuận của công ty trong 1H2023 sụt giảm. Cụ thể, lợi nhuận gộp và LNST 1H2023 của QTP giảm lần lượt 37% và 34% so với cùng kỳ.



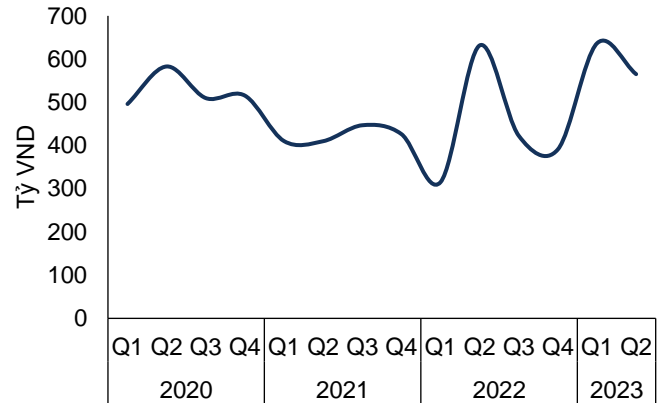
### 1. Nguồn than đầu vào đảm bảo ổn định giúp hỗ trợ cho việc gia tăng sản lượng điện

QTP sử dụng nguồn than được cung cấp từ 2 đơn vị là Tập đoàn Than khoáng sản Việt Nam (TKV) và Tổng Công ty Đông Bắc (TCTĐB) và đã ký hợp đồng than dài hạn với 2 đơn vị trên. Hàng năm QTP sẽ đàm phán với các đơn vị trên mức sản lượng than hợp đồng cho cả năm. Năm 2023, QTP đã đàm phán được mức sản lượng là 3,9 triệu tấn, cao hơn 11% so với lượng than tiêu thụ năm 2022. Trong đó, TKV cam kết cung cấp 3 triệu tấn (+/- 5%) và TCTĐB cam kết cung cấp 0,9 triệu tấn (+/- 10%). Chúng tôi ước tính nếu các nhà cung cấp cung ứng đủ lượng than theo hợp đồng thì QTP sẽ đủ than để sản xuất khoảng 7,7 – 7,8 tỷ kWh, tăng 9 - 10% so với năm 2022 và cũng là mức sản lượng cao nhất từ trước tới nay.



**Sản lượng than tiêu thụ hàng năm của QTP**


Nguồn: QTP

**Hàng tồn kho của QTP**


Nguồn: BCTC QTP

Nhìn chung, nguồn cung than của QTP trong nửa đầu năm 2023 là tương đối ổn định và đủ đảm bảo cho việc sản xuất. Ngoại trừ 2 tháng đầu năm vẫn có một số khó khăn do tình hình thiếu than chung, các tháng sau đó nguồn than đầu vào đã trở nên ổn định. Giá trị hàng tồn kho đã tăng mạnh kể từ cuối Q1/2023 và đang cao hơn nhiều so với nửa cuối năm 2022. Trong khi đó, giá than trong giai đoạn này không thay đổi nhiều, cho thấy sản lượng than tồn kho đã có sự cải thiện đáng kể. Nguồn than ổn định đã giúp cho QTP đạt được mức sản lượng điện rất cao trong giai đoạn cao điểm nắng nóng vừa qua.

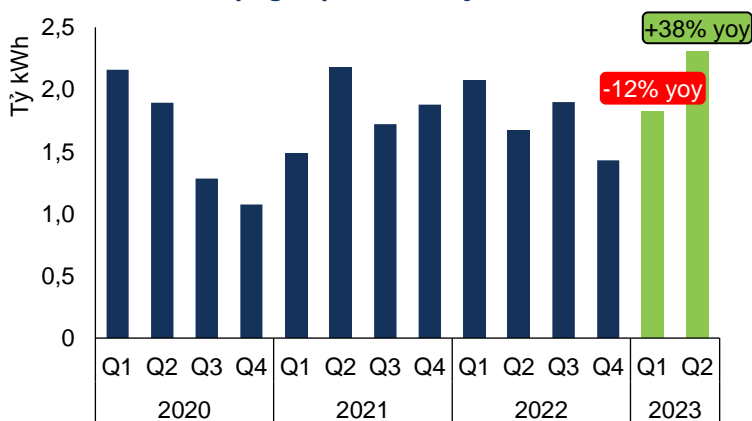
So với nhiều doanh nghiệp nhiệt điện than khác, chúng tôi nhận thấy QTP lợi thế hơn về nguồn than đầu vào nhờ vị trí thuận lợi và mối quan hệ tốt với các nhà cung cấp. Lượng than QTP được cấp thường ổn định hơn và đây là một lợi thế khá quan trọng trong những giai đoạn thiếu than như hiện tại. Do vị trí gần các mỏ than, chi phí vận chuyển than của QTP cũng rất thấp giúp doanh nghiệp có lợi thế hơn về chi phí sản xuất.

(Trở về [trang 1](#))

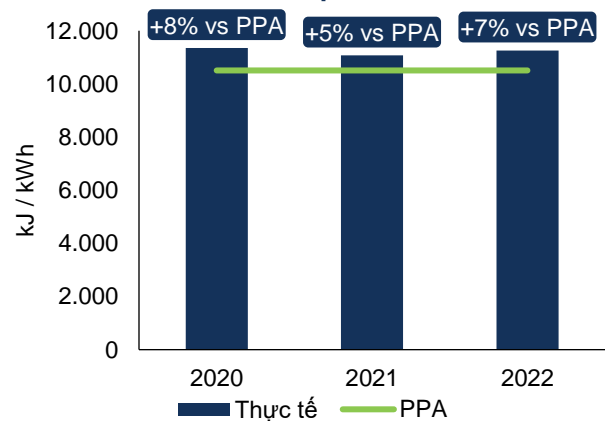
**2. Sản lượng điện tăng mạnh trong Q2/2023, tuy nhiên nhà máy đang vận hành chưa hiệu quả**

**Sản lượng điện tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm 2023, đặc biệt là trong quý 2.** Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, sản lượng điện sản xuất của QTP đạt 4,130 tỷ kWh, tăng 10,3% so với cùng kỳ. Sản lượng điện Q1 giảm 12% so với cùng kỳ do nhu cầu tiêu thụ điện thấp trong quý 1 và nguồn cấp than chưa ổn định trong khoảng thời gian đầu năm.

Tuy nhiên sang quý 2, sản lượng điện của QTP đạt mức rất cao là 2,3 tỷ kWh, tăng 38% so với cùng kỳ. Tình trạng thiếu điện trầm trọng tại miền Bắc trong quý 2 khiến cho EVN luôn phải huy động tối đa công suất từ các nguồn nhiệt điện than. Bên cạnh đó, nguồn cấp than được cải thiện trong quý 2 giúp QTP đảm bảo được nguồn than để liên tục vận hành các tổ máy với công suất cao.

**Sản lượng điện theo Quý của QTP**


Nguồn: QTP, FPTTS tổng hợp

**Suất hao nhiệt của QTP**


Nguồn: QTP

**Nhà máy đang vận hành chưa hiệu quả do chỉ tiêu suất hao nhiệt của QTP cao hơn so với PPA, làm ảnh hưởng tới lợi nhuận.** Suất hao nhiệt (Heat Rate/HR)<sup>1</sup> là chỉ tiêu kỹ thuật quan trọng đối với các nhà máy nhiệt điện

<sup>1</sup> Suất hao nhiệt (Heat rate): Lượng nhiệt năng từ nhiên liệu đầu vào cần sử dụng để tạo ra 1 kWh điện

than, do đây là yếu tố để tính toán giá điện theo hợp đồng PPA (chi tiết ở [phụ lục](#)). Suất hao nhiệt trong hợp đồng của QTP đang là 10.505 kJ/kWh, dựa trên thông số bảo hành của nhà thầu EPC. Nếu QTP vận hành với suất hao nhiệt thực tế cao hơn so với mức trên, lợi nhuận của công ty sẽ bị ảnh hưởng do giá bán điện theo hợp đồng sẽ không chi trả được toàn bộ chi phí nhiên liệu. Chi phí nhiên liệu trung bình hàng năm của QTP là khoảng 6.000 tỷ/năm, chiếm 70 – 80% tổng chi phí. Với mức chi phí lớn như trên thì chỉ cần mất đi một tỷ lệ nhỏ trong chi phí nhiên liệu cũng có thể ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của QTP.

Trong giai đoạn 2020 - 2022, suất hao nhiệt thực tế của QTP đều cao hơn 5 – 8% so với suất hao nhiệt trong hợp đồng. Một số nguyên nhân tới vấn đề trên bao gồm: (1) các thiết bị không còn vận hành đúng được như thiết kế; (2) hệ thống kênh tuần hoàn nước làm mát bị ảnh hưởng bởi thủy triều và (3) nhà máy phải sử dụng than trộn, không đúng với thiết kế ban đầu. Trong giai đoạn thời tiết nắng nóng và nhà máy phải vận hành với cường độ cao như trong 1H2023, suất hao nhiệt của QTP cũng thường có xu hướng tăng lên.

Với mức Qc trung bình khoảng 5,5 tỷ kWh, suất hao nhiệt cao hơn 5 – 8% PPA khiến cho lợi nhuận của QTP giai đoạn 2020 – 2022 giảm đi khoảng 275 – 440 tỷ đồng mỗi năm (35 – 56% LNST năm 2022). Ngoài ra, giá than càng cao thì lợi nhuận của QTP càng bị ảnh hưởng nhiều hơn. Trong 1H2023, do giá than tăng mạnh, chúng tôi ước tính lợi nhuận của QTP giảm thêm khoảng 100 – 150 tỷ đồng so với cùng kỳ do vấn đề suất hao nhiệt.

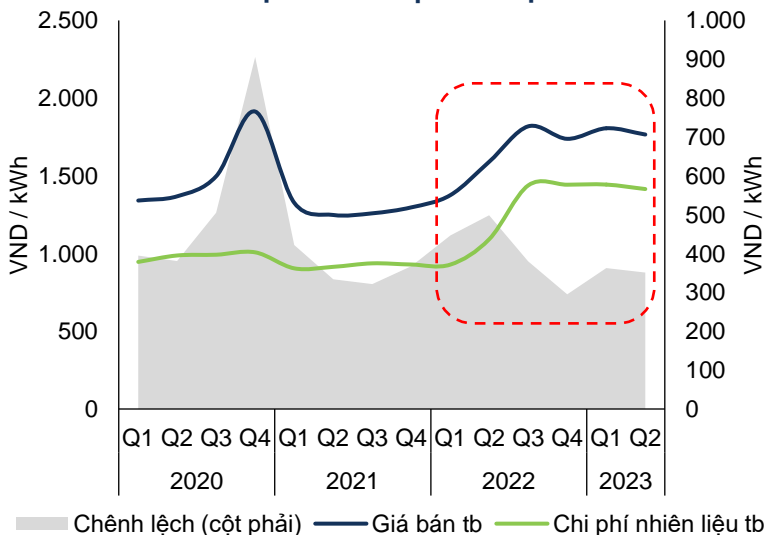
### 3. Mức tăng giá bán thấp hơn so với chi phí đầu vào khiến lợi nhuận giảm so với cùng kỳ (Trở về [trang 1](#))

**Chi phí và giá bán điện đều tăng mạnh so với cùng kỳ do giá than tăng.** Như đã đề cập ở phần ở phần [Cập nhật ngành điện](#), giá than của các doanh nghiệp đều đã tăng mạnh từ Q3/2022 và duy trì cho tới hiện tại.

Giá than tăng đã khiến cho chi phí đầu vào của QTP tăng lên. Cụ thể, tổng chi phí nhiên liệu trong 1H2023 của QTP tăng 79% so với cùng kỳ và chi phí nhiên liệu trên mỗi kWh tăng 426 VND/kWh (+41% yoy). Các chi phí còn lại không thay đổi quá nhiều so với cùng kỳ.

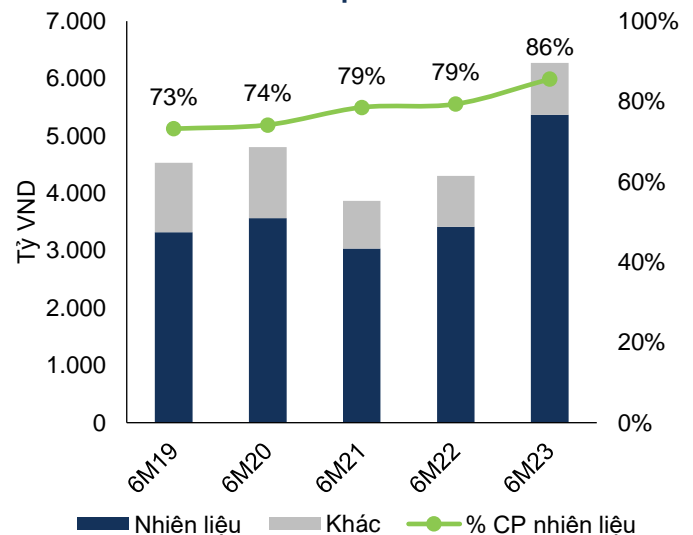
Giá bán trung bình của QTP trong 1H2023 cũng tăng 312 VND/kWh (+20% yoy) nhờ: (1) giá hợp đồng được điều chỉnh tăng theo giá nhiên liệu và (2) giá điện trên thị trường cạnh tranh tăng cao trong nửa đầu năm 2023.

**Giá bán và chi phí nhiên liệu bình quân của QTP**



Nguồn: QTP, FPT S tổng hợp

**Cơ cấu chi phí của QTP**



Nguồn: QTP

**Lợi nhuận giảm so với cùng kỳ do QTP không chuyển được toàn bộ chi phí nhiên liệu sang giá bán.** Mặc dù sản lượng điện tăng 10% so với cùng kỳ, lợi nhuận của QTP trong 1H2023 lại sụt giảm mạnh. Nguyên nhân chính là QTP không chuyển được hết mức tăng chi phí nhiên liệu sang giá bán, khiến cho lợi nhuận trên mỗi kWh điện của QTP giảm đi gần 100 VND/kWh.

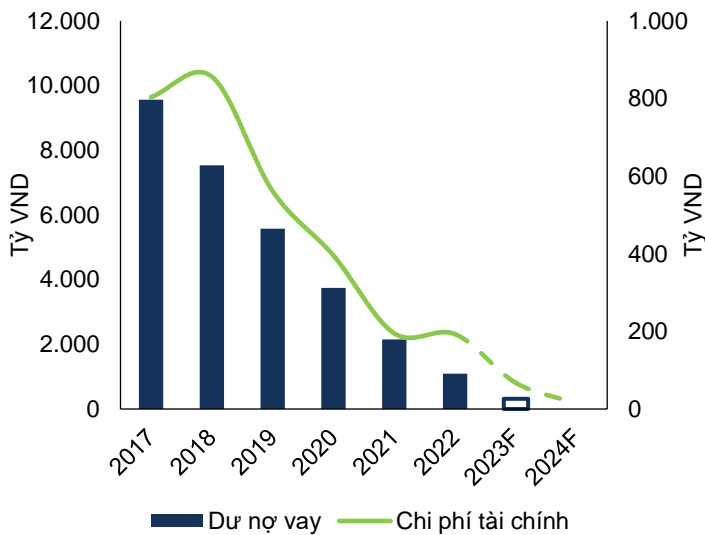
Trong đó, cả giá điện trên thị trường cạnh tranh và giá điện hợp đồng của QTP đều tăng ít hơn so với mức chi phí nhiên liệu. Mức tăng giá điện trên thị trường cạnh tranh bị hạn chế do bị giới hạn bởi mức giá trần. Trong khi đó, giá điện hợp đồng cũng không chuyển được hết toàn bộ chi phí nhiên liệu do QTP đang vận hành với suất hao nhiệt thực tế cao hơn so với mức thỏa thuận trong PPA.

### III. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

#### 1. Nợ vay tiếp tục giảm giúp giảm chi phí và cải thiện dòng tiền

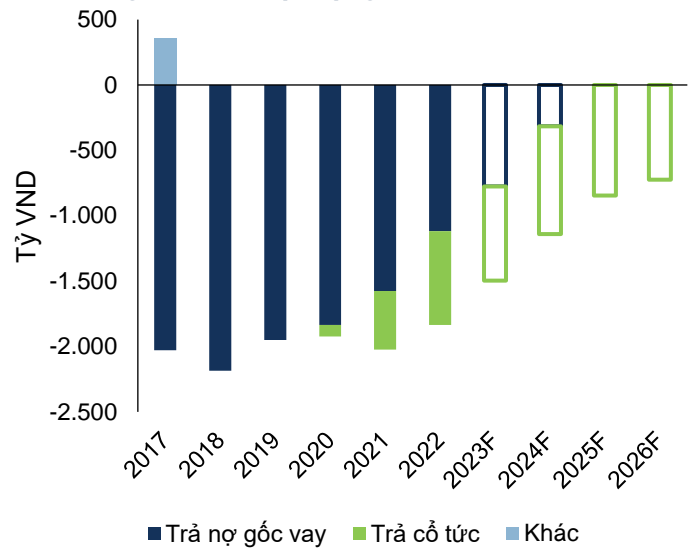
Dư nợ vay dài hạn của QTP tiếp tục giảm mạnh trong năm 2022. Tổng dư nợ vay dài hạn ở thời điểm cuối năm 2022 chỉ còn hơn 1.000 tỷ đồng. QTP dự kiến sẽ trả hết các khoản nợ gốc vay ngoại tệ trong năm 2023 và sẽ trả hết toàn bộ các khoản vay dài hạn trong năm 2024. Nhờ đó, chi phí tài chính của QTP dự kiến sẽ tiếp tục giảm mạnh trong các năm tới. Do sắp trả hết nợ vay dài hạn và không có nợ vay ngắn hạn, QTP gần như không rủi ro đáng kể nào liên quan tới nợ vay, lãi suất hay tỷ giá.

**Tổng dư nợ vay dài hạn cuối kỳ của QTP**



Nguồn: BCTC QTP, FPTS tổng hợp

**Dòng tiền từ hoạt động tài chính của QTP**



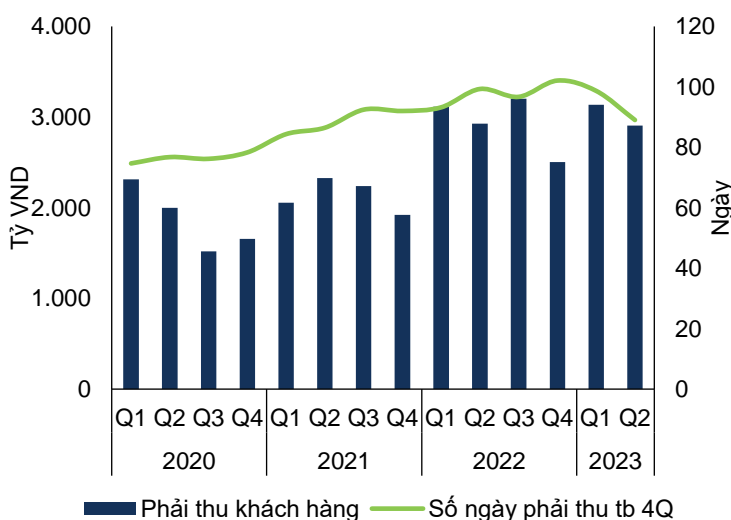
Nguồn: BCTC QTP, FPTS tổng hợp

Khoản nợ gốc vay cần phải trả cũng đã giảm mạnh từ khoảng 2.000 tỷ/năm xuống chỉ còn hơn 1.500 tỷ năm 2021 và 1.100 tỷ năm 2022. Chúng tôi ước tính khoản nợ gốc đến hạn trả cũng sẽ tiếp tục giảm mạnh xuống còn 776 tỷ năm 2023 và 316 tỷ năm 2024. Nhờ đó, QTP sẽ tiếp tục cải thiện dòng tiền và có thêm dòng tiền để phục vụ các nhu cầu khác như trả cổ tức hay đầu tư tài sản cố định.

#### 2. Phải thu tăng mạnh do EVN gặp khó khăn, nhưng sẽ không ảnh hưởng quá nhiều dòng tiền

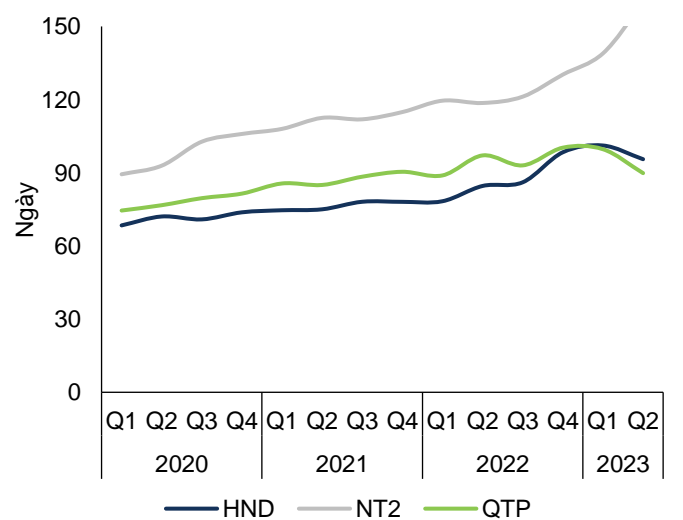
Khoản phải thu của QTP đã tăng lên khá cao kể từ năm 2022 và số ngày phải thu trung bình cũng tăng từ 70 - 75 ngày lên khoảng 90 - 100 ngày. Đây cũng là tình hình chung của rất nhiều các doanh nghiệp điện. Khoản phải thu của các doanh nghiệp điện tăng mạnh bắt nguồn từ việc EVN gặp khó khăn về tài chính và khó cân đối được dòng tiền để có thể thanh toán tiền điện mua từ các nhà máy.

**Phải thu khách hàng của QTP**



Nguồn: BCTC QTP

**Số ngày phải thu của một số doanh nghiệp điện**

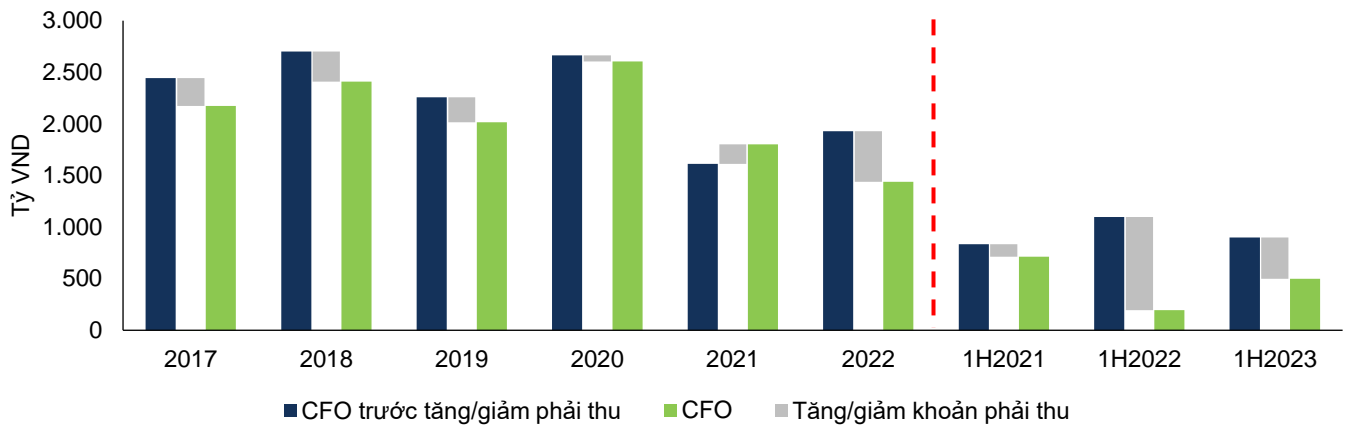


Nguồn: BCTC QTP, HND, NT2



**Phải thu tăng lên chưa ảnh hưởng quá nhiều tới dòng tiền của QTP.** Phải thu tăng mạnh khiến cho dòng tiền CFO của QTP sụt giảm trong năm 2022 và 1H2023. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rủi ro từ việc khoản phải thu tăng lên không quá lớn và QTP vẫn sẽ cân đối được dòng tiền do: (1) dòng tiền CFO vẫn đang dương và (2) dòng tiền để trả nợ vay đã giảm mạnh trong vài năm trở lại đây.

### Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của QTP



Nguồn: BCTC QTP

Ngoài ra, EVN cũng đã được điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện thêm 3% trong tháng 5/2023 và nhiều khả năng sẽ có thêm những đợt điều chỉnh giá điện trong cuối năm 2023 hoặc trong năm 2024. Điều này sẽ giúp EVN tháo gỡ được những khó khăn về tài chính và có thêm dòng tiền để thanh toán tiền điện cho các nhà máy. Nhờ đó, khoản phải thu của QTP có thể cải thiện hơn trong giai đoạn sắp tới.

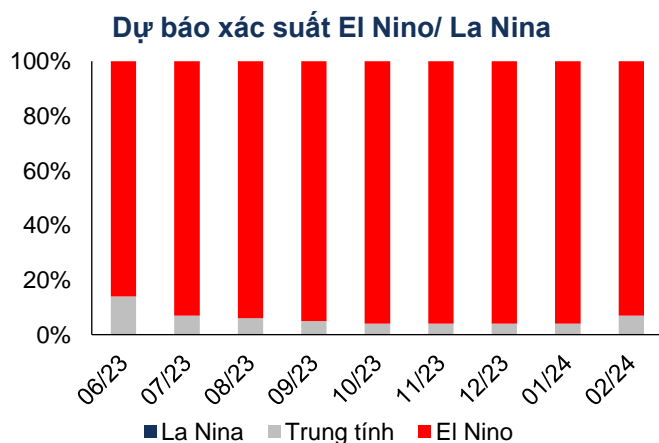
## IV. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

(Trở về [trang 1](#))

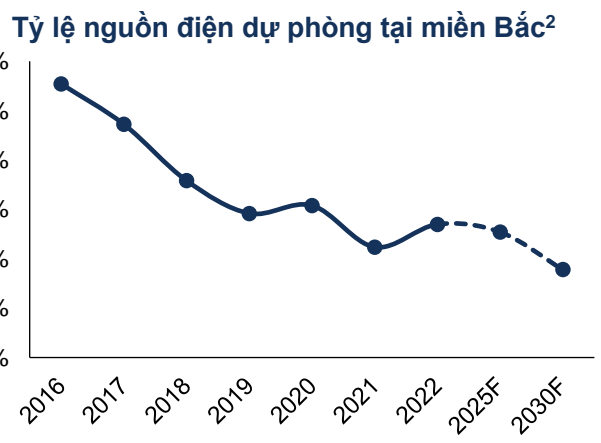
### 1. Triển vọng khả quan trong ngắn và trung hạn nhờ El Nino và giá than thế giới giảm

#### 1.1. Triển vọng sản lượng tích cực nhờ El Nino và thiếu hụt nguồn cung điện tại miền Bắc

**Triển vọng tăng trưởng sản lượng cho các nhà máy nhiệt điện than nhờ El Nino.** El Nino mới chỉ bắt đầu xuất hiện từ giữa năm 2023 và sẽ tiếp tục kéo dài trong thời gian tới. Các đợt El Nino trong quá khứ thường sẽ kéo dài 1 - 2 năm. Theo dự báo của CPC/IRI thì xác suất rất cao El Nino vẫn sẽ còn tiếp diễn cho tới đầu năm 2024. Diễn biến thời tiết như trên sẽ tạo ra điều kiện thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện để gia tăng sản lượng điện.



Nguồn: CPC IRI



Nguồn: FPTs tổng hợp, Thuyết minh QHĐ 8

**Các nhà máy nhiệt điện tại miền Bắc có triển vọng tăng trưởng cao hơn do khu vực này đang có nguy cơ thiếu điện rất cao trong giai đoạn 2023 - 2025.** Miền Bắc đang là khu vực tiêu thụ điện nhiều nhất và tốc độ tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ tại miền Bắc là cao nhất cả nước trong nhiều năm trở lại đây. Tuy nhiên, việc đầu tư nguồn điện tại miền Bắc lại đang gặp rất nhiều khó khăn khiến cho tăng trưởng công suất nguồn điện tại khu

<sup>2</sup> Tỷ lệ nguồn điện dự phòng: Tính bằng  $(P_{\text{đặt}} - P_{\text{max}}) / P_{\text{max}}$ . Trong đó:  $P_{\text{đặt}}$  là tổng công suất đặt, không bao gồm nhập khẩu, các nguồn tự cung tự cấp như đmt mái nhà, nhiệt điện đồng phát,...  $P_{\text{max}}$  là công suất tiêu thụ đỉnh trong năm.

vực này là rất thấp. Do đó, tỷ lệ nguồn điện dự phòng tại miền Bắc đang có xu hướng giảm mạnh trong nhiều năm trở lại đây và dự kiến có thể tiếp tục suy giảm trong giai đoạn 2023 - 2030. Đồng thời, miền Bắc phụ thuộc rất nhiều vào thủy điện (chiếm 44% công suất) nên giai đoạn 2023 – 2025 khi El Nino diễn ra thì nguy cơ thiếu điện tại miền Bắc lại càng trở nên nghiêm trọng hơn.

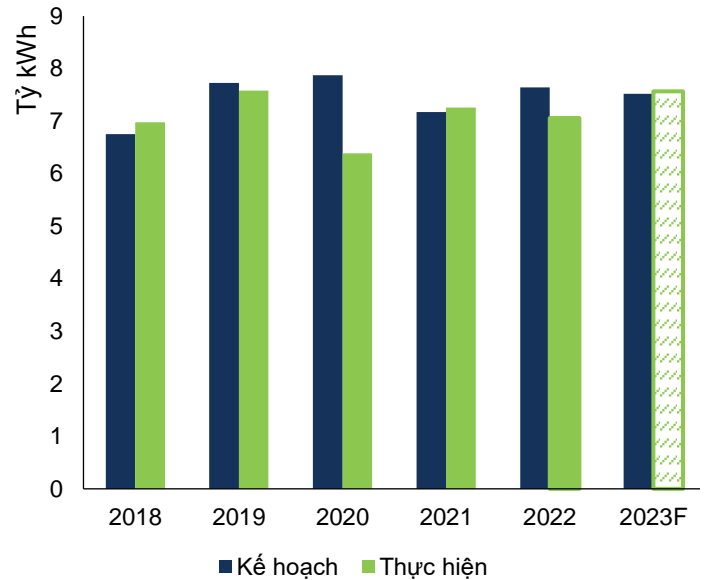
Việc đầu tư nguồn điện mới tại miền Bắc vẫn sẽ tiếp tục gặp khó khăn, đồng thời công suất truyền tải điện từ các khu vực khác tới miền Bắc vẫn đang rất hạn chế. Do đó, nhu cầu huy động từ các nhà máy điện trong khu vực này sẽ rất cao để có thể đáp ứng nhu cầu tiêu thụ.

**QTP được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì mức sản lượng cao nhờ lợi thế về nguồn than ổn định.** Nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện giai đoạn sắp tới là rất lớn, tuy nhiên các nhà máy cần đảm bảo nguồn than để sản xuất.

QTP có lợi thế về nguồn than hơn nhiều doanh nghiệp nhiệt điện than khác và vẫn có thể đảm bảo được nguồn than khá ổn định trong những giai đoạn thiếu than trước đây. Do đó, chúng tôi cho rằng QTP vẫn sẽ tiếp tục đảm bảo được nguồn cung than và duy trì được mức sản lượng cao trong thời gian tới.

QTP cũng đặt kế hoạch sản lượng cao trong năm 2023 với mức sản lượng là 7,52 tỷ kWh, tăng 6,5% so với thực hiện 2022. Nhờ đạt được mức sản lượng cao trong 1H2023, QTP hoàn toàn có thể đạt và vượt kế hoạch sản lượng năm 2023 và sản lượng năm 2023 sẽ đạt mức cao nhất kể từ khi các nhà máy đi vào vận hành.

**Sản lượng điện sản xuất của QTP**



Nguồn: QTP, FPTS tổng hợp

**1.2. Kỳ vọng giá than trộn điều chỉnh giảm sau khi giá than thế giới đã giảm mạnh**

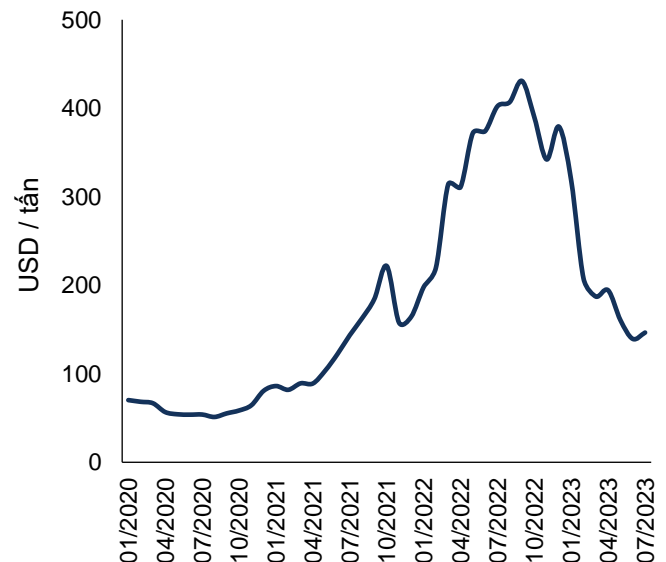
**Giá than thế giới giảm mạnh tuy nhiên giá than trộn cấp cho các nhà máy điện vẫn đang khá cao.** Giá than toàn cầu đã giảm rất mạnh kể từ đầu năm 2023 cho đến nay. Tiêu biểu là giá hợp đồng tương lai than Newcastle đã giảm từ mức 400 USD/tấn vào cuối năm 2022 xuống chỉ còn khoảng 130 – 140 USD/tấn vào tháng 7/2023.

Tuy nhiên, giá than trộn tại Việt Nam mới chỉ giảm nhẹ 3 – 5% so với giai đoạn cuối năm 2022 và vẫn đang cao hơn rất nhiều so với nửa đầu năm 2022. Giá than cao đã gây ra nhiều khó khăn cho QTP cũng như các doanh nghiệp nhiệt điện than khác nói chung.

**Kỳ vọng giá than trộn điều chỉnh giảm và nguồn than dồi dào hơn.** Năm 2022, EVN cùng với TKV và TCTĐB đã thống nhất giá than pha trộn dựa trên giá than nhập khẩu mà các đơn vị này nhập khẩu về để pha trộn. Do giá than thế giới đã giảm mạnh, chúng tôi kỳ vọng các đơn vị này sẽ sớm đưa ra các đợt điều chỉnh giảm giá than trộn trong thời gian tới và giúp QTP có thể cải thiện lợi nhuận.

Ngoài ra, việc giá than thế giới giảm sẽ giúp việc nhập khẩu than dễ dàng hơn và làm gia tăng nguồn cung than cho các nhà máy điện. Ngoài việc TKV và TCTĐB có thể dễ dàng nhập khẩu than để pha trộn, các nhà máy điện cũng có thể tự chủ động nhập khẩu than để bổ sung thêm nguồn than đầu vào. Trong năm 2023 cũng đã có một số nhà máy điện có thể tự nhập than với mức giá ngang bằng hoặc thấp hơn so với giá than trộn trong nước. Việc gia tăng sản lượng than nhập khẩu sẽ giúp hạn chế phần nào rủi ro thiếu than cho cả QTP cũng như tất cả các nhà máy nhiệt điện than.

**Giá than Newcastle Future 1M**



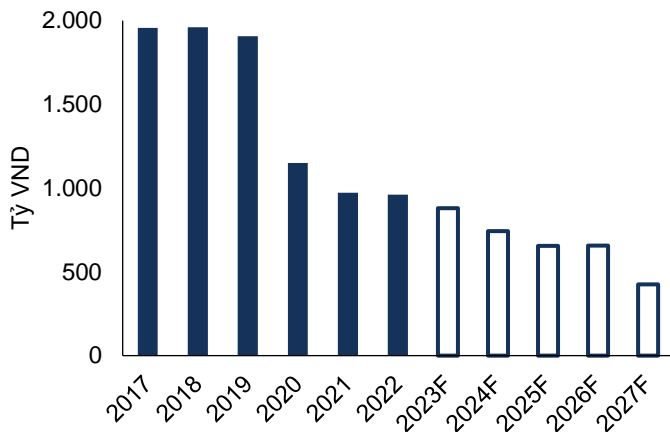
Nguồn: Bloomberg

### 1.3. QTP trả cổ tức cao cho năm 2022 và kỳ vọng tiếp tục trả cổ tức cao trong các năm tới

**QTP chi trả cổ tức cao cho năm 2022.** Trong ĐHCĐ thường niên 2023, công ty đã thông qua việc phân phối lợi nhuận năm 2022 và toàn bộ phần lợi nhuận giữ lại với mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt rất cao là 22,5%. Trong đó, công ty đã tạm ứng trước 10% cổ tức tiền mặt trong nửa đầu năm 2023, phần còn lại dự kiến sẽ được chi trả trong giai đoạn cuối năm.

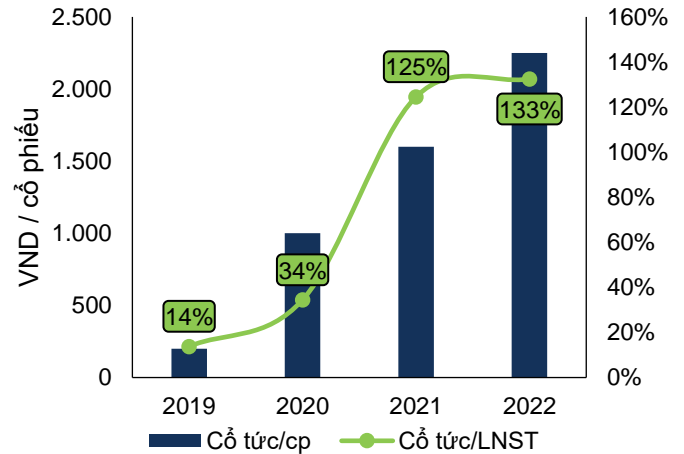
**Khấu hao dự kiến sẽ giảm dần giúp QTP cải thiện lợi nhuận và tăng cổ tức trong các năm tới.** QTP đã khấu hao hết một số thiết bị máy móc và chi phí khấu hao dự kiến sẽ giảm dần trong các năm tới. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao của QTP sẽ giảm dần từ mức 960 tỷ năm 2022 xuống còn khoản hơn 400 tỷ năm 2027. Chi phí khấu hao giảm sẽ giúp QTP gia tăng lợi nhuận trong các năm tới và từ đó có thể tăng mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt.

**Dự phóng chi phí khấu hao QTP**



Nguồn: QTP, FPTS tổng hợp

**Tình hình chi trả cổ tức của QTP**



Nguồn: QTP, FPTS tổng hợp

**Kỳ vọng QTP tiếp tục duy trì mức chi trả cổ tức cao nhờ dòng tiền lớn và lợi nhuận được cải thiện hơn.** Kể từ năm 2019, sau khi hết lỗ lũy kế, QTP bắt đầu chia cổ tức trở lại và tỷ lệ cổ tức cũng tăng dần qua các năm. Chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ tiếp tục chi trả mức cổ tức cao trong các năm tới nhờ: (1) lợi nhuận tăng trưởng do hưởng lợi từ El Nino và khấu hao giảm dần và (2) QTP có thể chi trả mức cổ tức tiền mặt với tỷ lệ cổ tức/LNST cao (khoảng 80 – 90%).

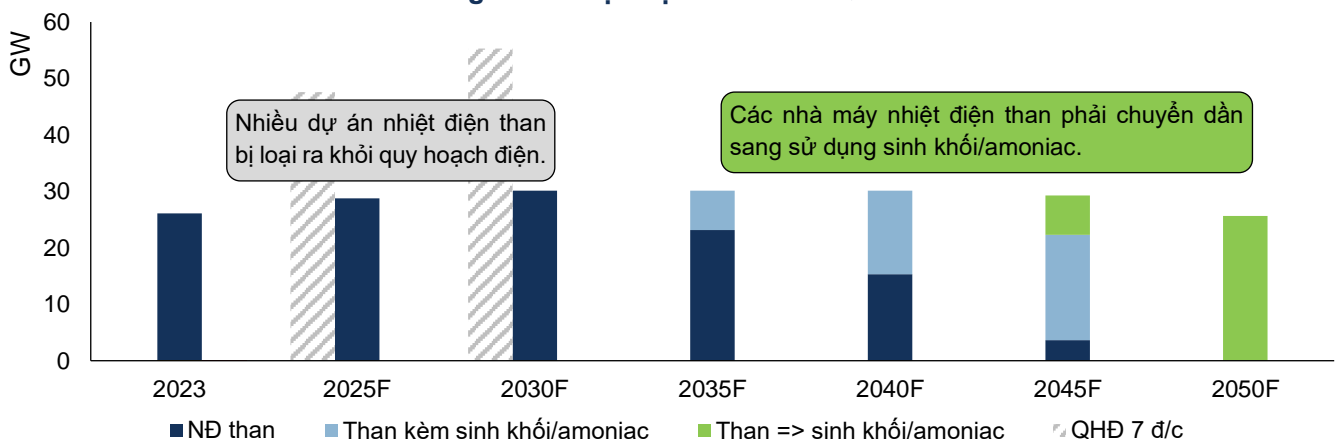
Chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cổ tức/LNST kể trên là khá phổ biến đối với các doanh nghiệp nhiệt điện. Trong các năm tới QTP hoàn toàn có thể chi trả cổ tức với tỷ lệ trên nhờ: (1) dòng tiền tăng lên sau khi đã trả gần hết các khoản nợ vay dài hạn và (2) QTP chưa có nhu cầu đầu tư nào quá lớn trong thời gian tới.

## 2. Triển vọng dài hạn kém tích cực sau khi QHĐ 8 được phê duyệt

*(Trở về [trang 1](#))*

**Quy hoạch điện VIII hạn chế sự phát triển của nhiệt điện than.** Tháng 5/2023, Quy hoạch điện 8 (QHĐ 8) đã chính thức được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt nhằm đưa ra định hướng phát triển cho ngành điện trong giai đoạn 2021 – 2030 với tầm nhìn tới năm 2050. Theo định hướng của QHĐ8, nhiệt điện than là nguồn điện bị hạn chế phát triển nhiều nhất, trái ngược với các quy hoạch điện trước.

**Công suất nhiệt điện than theo QHĐ 8**



Nguồn: Thuyết minh QHĐ8

Cụ thể, nhiệt điện than chỉ phát triển thêm cho tới năm 2030, với công suất tăng thêm khá hạn chế từ mức 26 GW hiện tại lên khoảng 30 GW năm 2030. Mức công suất này thấp hơn 46% so với công suất nhiệt điện than dự kiến theo QHĐ 7 điều chỉnh và có rất nhiều dự án nhiệt điện than đã được phê duyệt theo QHĐ 7 điều chỉnh đã bị loại ra khỏi quy hoạch.

Kể từ năm 2030, không có thêm nhà máy nhiệt điện than nào được xây mới, đồng thời các nhà máy đang hoạt động cũng sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực do: (1) phải chuyển đổi dần nhiên liệu than thành sinh khối/amoniac và (2) các nhà máy vận hành trên 40 năm nếu không chuyển đổi được nhiên liệu sẽ phải dừng hoạt động.

**Triển vọng trong dài hạn của QTP sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực.** QHĐ 8 sẽ tạo ra nhiều tác động tiêu cực tới triển vọng dài hạn cho QTP nói riêng và các nhà máy nhiệt điện than nói chung, cụ thể:

- Do quy hoạch hạn chế phát triển nhiệt điện than, QTP sẽ khó đầu tư để gia tăng công suất hay góp vốn vào các dự án nhiệt điện than khác. Nếu có nhu cầu đầu tư mới để tăng trưởng, QTP sẽ phải lựa chọn những loại hình phát điện khác mà công ty không có nhiều kiến thức hay kinh nghiệm vận hành.
- QTP sẽ phải dần chuyển đổi nhiên liệu từ than sang sinh khối/amoniac. Việc chuyển đổi nhiên liệu sẽ làm tăng chi phí cho công ty, bao gồm chi phí đầu tư cải tạo máy móc thiết bị để phù hợp với nhiên liệu mới và chi phí nhiên liệu sẽ cao hơn so với sử dụng than.

Trong tương lai, QTP sẽ có 2 dự án đầu tư lớn là: (1) dự án nâng cấp hệ thống xử lý khí thải và (2) dự án chuyển đổi nhiên liệu. Hiện tại vẫn chưa có thông tin cụ thể về thời gian thực hiện, tổng mức đầu tư các dự án cũng như chưa có thông tin về việc chi phí đầu tư các dự án trên có được chuyển vào giá bán điện hay không. Tuy nhiên, việc thực hiện các dự án trên nhìn chung sẽ có những ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động kinh doanh của QTP.

## V. RỦI RO CỦA DOANH NGHIỆP

Chúng tôi đánh giá xác suất và mức độ ảnh hưởng của các rủi ro tới kết quả kinh doanh của QTP như sau:

Rất nghiêm trọng	Sự cố lớn			
Nghiêm trọng		Thiếu than		
Trung bình			Biến động giá than	
Ảnh hưởng nhỏ				
Không đáng kể				
<b>Mức độ ảnh hưởng</b>				
<b>Xác suất xảy ra</b>	Hiếm khi xảy ra	Khó xảy ra	Có thể xảy ra	Rất có thể xảy ra

**- Rủi ro gặp sự cố lớn:** Rủi ro các tổ máy của QTP có thể gặp phải sự cố đang tăng lên trong giai đoạn hiện tại do: (1) các tổ máy phải vận hành liên tục với công suất cao và (2) phải sử dụng than trộn không đúng với thiết kế ban đầu.

Trong vài năm gần đây đã có nhà máy nhiệt điện có tổ máy gặp sự cố lớn như: Vũng Áng, Phả Lại, Cẩm Phả. Các tổ máy kể trên đã gặp sự cố từ năm 2021, 2022 nhưng hiện tại vẫn chưa hoàn thành việc sửa chữa. Việc gặp phải những sự cố lớn như trên sẽ ảnh hưởng rất lớn tới kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp do: (1) chi phí sửa chữa, khắc phục sự cố rất lớn và (2) thời gian sửa chữa dài nên sản lượng điện sụt giảm nghiêm trọng.

**- Rủi ro thiếu than:** Do El Nino quay trở lại, nhu cầu than cho các nhà máy nhiệt điện là rất lớn. Trong khi sản lượng khai thác than trong nước gần như không tăng trưởng trong nhiều năm gần đây, do đó việc đảm bảo nguồn cung than sẽ gặp nhiều khó khăn và rủi ro thiếu than hoàn toàn có thể xảy ra.

Mặc dù có lợi thế về nguồn than so với nhiều doanh nghiệp nhiệt điện khác nhưng đây vẫn là một rủi ro mà QTP có thể sẽ gặp phải. Trong những giai đoạn toàn ngành gặp vấn đề thiếu than nghiêm trọng thì nguồn cung than đầu vào của QTP cũng sẽ ít nhiều bị ảnh hưởng. Việc thiếu hụt nguồn cung than sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới triển vọng sản lượng cũng như kết quả kinh doanh của QTP.

**- Rủi ro biến động giá than:** Giá than tăng lên sẽ ảnh hưởng tới triển vọng sản lượng của QTP khi chi phí sản xuất nhiệt điện than trở nên kém cạnh tranh hơn so với các nguồn điện khác. Đồng thời, giá than tăng cũng sẽ có những ảnh hưởng xấu tới lợi nhuận của QTP.

Giá than nội địa đã không thay đổi từ năm 2019 cho tới nay, trong khi chi phí khai thác than ngày càng tăng lên. Vì vậy, TKV và TCTĐB có thể sẽ đưa ra những đề xuất để tăng giá bán than nội địa trong các năm tới. Ngoài ra, các nhà máy điện hiện tại chỉ được cung cấp than pha trộn và giá than pha trộn có thể sẽ điều chỉnh tăng lên nếu giá than thế giới tăng trở lại.

## VI. DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

### 1. Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023:

Chúng tôi dự phóng sản lượng điện thương phẩm năm 2023 đạt 6.871 triệu kWh, tăng 7% so với năm 2022. Giá than trung bình cả năm 2023 ước tăng 20% so với năm 2022 và suất tiêu hao than tăng nhẹ so với cùng kỳ. Giá bán điện trung bình năm 2023 ước tăng 10% so với năm 2022. Dự phóng kết quả kinh doanh chi tiết năm 2023 của QTP cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	2023F	2022	%yoy	KH2023	%KH
Sản lượng điện sản xuất	7.567	7.059	+7%	7.519	101%
Sản lượng điện thương phẩm	6.871	6.425	+7%	6.816	101%
Doanh thu thuần	12.236	10.417	+17%	11.888	103%
Giá vốn	11.315	9.336	+21%		
Trong đó:					
<i>Chi phí nhiên liệu</i>	9.868	7.776	+27%		
<i>Chi phí khấu hao</i>	880	956	-8%		
Lợi nhuận gộp	921	1.081	-15%		
<i>Chi phí tài chính</i>	67	193	-65%		
<i>Chi phí QLDN</i>	156	113	+38%		
Lợi nhuận trước thuế	720	805	-11%	463	156%
Lợi nhuận sau thuế	684	764	-10%	440	155%

### 2. Dự phóng kết quả kinh doanh trong dài hạn

Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD của QTP trong giai đoạn 2023 - 2032 dựa trên các giả định chính như sau:

**- Sản lượng điện:** Sản lượng dự phóng giai đoạn 2023 - 2032 dựa trên dự phóng về chu kỳ El Nino/ La Nina. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ sản lượng hợp đồng theo kế hoạch vẫn giữ nguyên mức 80% cho đến năm 2025, sau đó giảm xuống còn 75% trong giai đoạn 2026 - 2032 và giả định tỷ lệ sản lượng hợp đồng trên thực tế vẫn đạt được mức như kế hoạch.

**- Giá than:** Chúng tôi ước tính giá than trung bình năm 2023 của QTP là 2,55 triệu đồng/tấn, tăng 20% so với năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá than năm 2024 sẽ giảm 8% nhờ việc giá than trộn điều chỉnh giảm theo giá than thế giới. Trong giai đoạn 2025 – 2032, chúng tôi dự phóng giá than sẽ tăng trung bình 1,5%/năm.

**- Giá bán điện:**

**+ Giá điện hợp đồng:** Thành phần giá cố định trong giá điện sẽ được giữ nguyên đến hết vòng đời dự án, thành phần giá biến đổi thay đổi dựa theo biến động giá than với suất hao nhiệt theo PPA là 10.505 kJ/kWh.

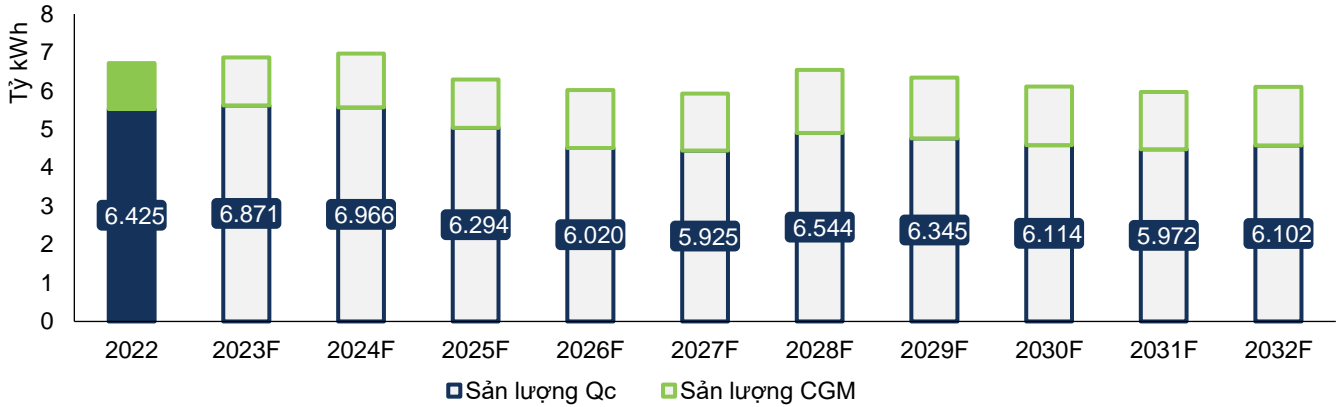
**+ Giá điện thị trường:** Chúng tôi ước tính giá bán trung bình cho phần sản lượng điện phát trực tiếp trên thị trường năm 2023 là 1.750 VND/kWh. Giá điện trên thị trường cạnh tranh có xu hướng tăng lên qua các năm do chi phí sản xuất điện của hệ thống ngày càng tăng lên. Do đó, chúng tôi ước tính giá điện trên thị trường sẽ tăng trung bình 1,5%/năm trong giai đoạn 2024 – 2032, tương đồng với mức tăng giá than.



- **Các dự án đầu tư:** Các dự án nâng cấp hệ thống xử lý khí thải và dự án chuyển đổi nhiên liệu hiện đều đang trong quá trình nghiên cứu và chưa có thông tin cụ thể về thời gian thực hiện cũng như tổng mức đầu tư của dự án, do đó chúng tôi chưa đưa các dự án này vào trong dự phóng.

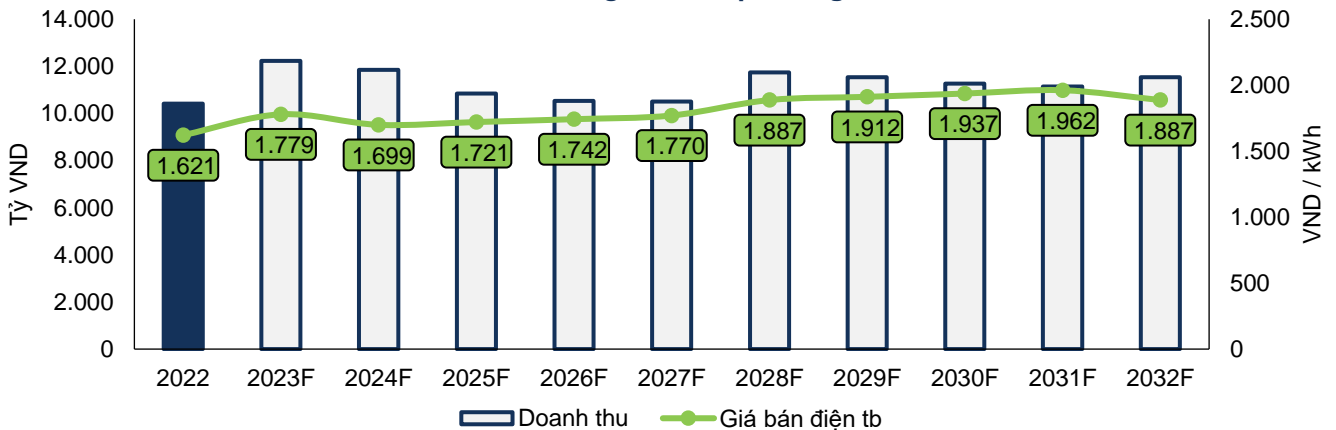
Kết quả của một số giả định trong dự phóng cụ thể như sau:

### Sản lượng điện thương phẩm



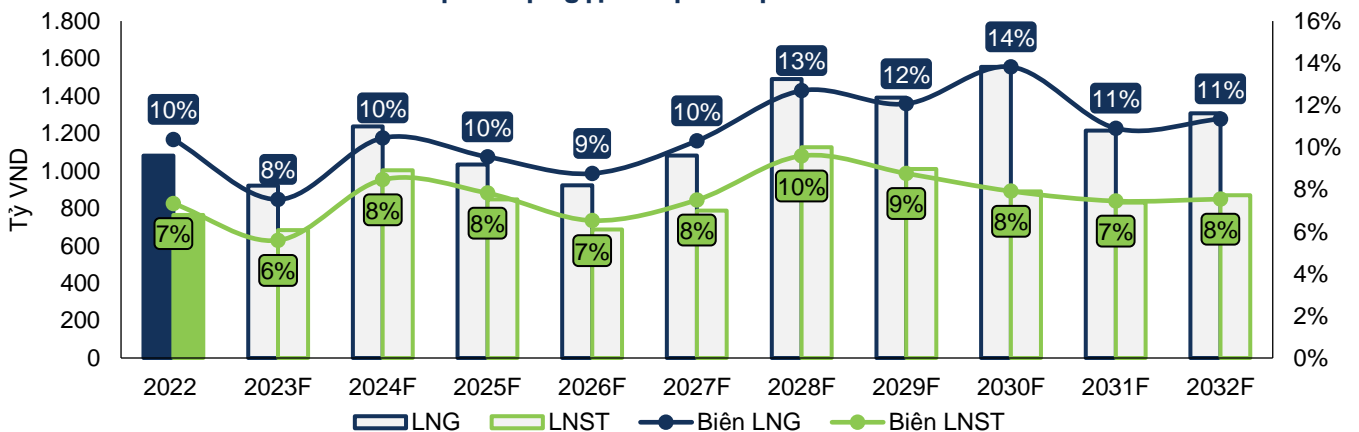
Nguồn: FPTs dự phóng

### Doanh thu và giá bán điện trung bình



Nguồn: FPTs dự phóng

### Lợi nhuận gộp và lợi nhuận sau thuế



Nguồn: FPTs dự phóng

**VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**
*(Trở về [trang 1](#))*

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 **21.000 đồng/cp**, cao hơn 22,8% so với mức giá đóng cửa ngày 07/08/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu QTP.

Phương pháp	Kết quả	Trọng số
<b>Phương pháp chiết khấu dòng tiền</b>		
Dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF	21.024	50%
Dòng tiền tự do chủ sở hữu FCFE	21.043	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)</b>		<b>21.034</b>

**Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2023	12,17%	Phần bù rủi ro	9,62%
Chi phí sử dụng nợ	6,90%	Hệ số Beta	0,8
Chi phí sử dụng VCSH 2023	12,48%	Tăng trưởng dài hạn	0,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,4%	Thời gian dự phóng	10 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)	10.553
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	0,1
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	1.092
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	9.461
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	450
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>21.024</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	9.469
<b>Giá mục tiêu (đồng/cp)</b>	<b>21.043</b>

**Lịch sử khuyến nghị:**

Khuyến nghị	Thời gian	Chi tiết báo cáo
<b>MUA</b>	18/05/2022	<a href="#">Báo cáo cập nhật tin tức</a>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG**

HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>10.417</b>	<b>12.236</b>	<b>11.837</b>	<b>10.831</b>
- Giá vốn hàng bán	9.336	11.315	10.600	9.796
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.081</b>	<b>921</b>	<b>1.237</b>	<b>1.034</b>
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0
- Chi phí quản lí DN	113	156	173	196
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>968</b>	<b>765</b>	<b>1.064</b>	<b>838</b>
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-159	-46	49	104
- Lợi nhuận khác	-4	0	0	0
<b>LN trước thuế, lãi vay</b>	<b>805</b>	<b>720</b>	<b>1.113</b>	<b>942</b>
- Chi phí lãi vay	133	67	15	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>805</b>	<b>720</b>	<b>1.113</b>	<b>942</b>
- Thuế TNDN	41	36	111	94
- Thuế hoãn lại	4	5	6	7
<b>LNST</b>	<b>764</b>	<b>684</b>	<b>1.002</b>	<b>848</b>
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	<b>764</b>	<b>684</b>	<b>1.002</b>	<b>848</b>
EPS (đ)	2.940	1.403	2.166	1.796
EBITDA	1.765	1.600	1.857	1.597
Khấu hao	960	880	743	655
Tăng trưởng doanh thu	22%	17%	-3%	-9%
Tăng trưởng LN HĐKD	32%	-21%	39%	-21%
Tăng trưởng EBIT	30%	-11%	55%	-15%
Tăng trưởng EPS	0%	-52%	54%	-17%
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10,4%	7,5%	10,4%	9,5%
Tỷ suất LNST	7,3%	5,6%	8,5%	7,8%
ROE DuPont	12,5%	11,4%	16,8%	13,9%
ROA DuPont	8,2%	9,1%	14,3%	12,3%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,7%	5,9%	9,4%	8,7%
LNST/LNTT	94,9%	95,0%	90,0%	90,0%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	112,3%	162,8%	169,3%	156,5%
Đòn bẩy tài chính	151,5%	125,9%	117,3%	113,6%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Số ngày phải thu	79,5	78,6	78,6	77,0
Số ngày tồn kho	16,0	19,7	19,7	19,7
Số ngày phải trả	21,3	19,4	19,4	19,4
Thời gian luân chuyển tiền	74,3	78,8	78,8	77,2
COGS / Hàng tồn kho	23,9	18,6	18,6	18,6
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
CS thanh toán hiện hành	2,38	3,02	5,09	6,10
CS thanh toán nhanh	2,13	2,51	4,42	5,43
CS thanh toán tiền mặt	0,51	0,30	1,42	2,52
Nợ / Tài sản	0,14	0,05	0,00	0,00
Nợ / Vốn CSH	0,18	0,05	0,00	0,00
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,13	0,05	0,00	0,00
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,05	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	6,04	10,71	76,01	n/a

CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương	24	6	212	485
+ Đầu tư TC ngắn hạn	772	352	1.002	1.502
+ Các khoản phải thu	2.515	2.646	2.560	2.297
+ Hàng tồn kho	391	609	571	528
+ Tài sản ngắn hạn khác	31	1	1	1
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.732</b>	<b>3.614</b>	<b>4.345</b>	<b>4.812</b>
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	21.191	21.191	21.221	21.251
+ Khấu hao lũy kế	-16.949	-17.828	-18.572	-19.227
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	4.242	3.362	2.649	2.024
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	71	5	5	5
+ Xây dựng CBDD	5	0	0	0
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>4.318</b>	<b>3.367</b>	<b>2.654</b>	<b>2.029</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>8.051</b>	<b>6.981</b>	<b>6.999</b>	<b>6.841</b>
<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
+ Phải trả người bán	607	652	630	577
+ Vay và nợ ngắn hạn	776	316	0	0
+ Quỹ khen thưởng	33	33	33	33
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>1.567</b>	<b>1.195</b>	<b>854</b>	<b>789</b>
+ Vay và nợ dài hạn	316	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	5	5	5	5
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>321</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.888</b>	<b>1.200</b>	<b>859</b>	<b>794</b>
+ Thặng dư	231	231	231	231
+ Vốn điều lệ	4.500	4.500	4.500	4.500
+ LN chưa phân phối	1.158	515	869	766
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.162</b>	<b>5.781</b>	<b>6.141</b>	<b>6.047</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>8.051</b>	<b>6.981</b>	<b>6.999</b>	<b>6.841</b>

LCTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>206</b>	<b>24</b>	<b>6</b>	<b>212</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>805</b>	<b>684</b>	<b>1.002</b>	<b>848</b>
+ Khấu hao	960	880	743	655
+ Điều chỉnh	-110	463	-677	-540
+ Thay đổi vốn lưu động	-217	-261	100	241
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.438</b>	<b>1.766</b>	<b>1.168</b>	<b>1.204</b>
+ Chi mua sắm TSCĐ	-4	5	-30	-30
+ Tăng (giảm) đầu tư	180	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	41	0	0	0
<b>Tiền từ hđ đầu tư</b>	<b>217</b>	<b>5</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>
+ Cổ tức đã trả	-719	-1.013	-615	-902
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	-460	-316	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	-316	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-1.836</b>	<b>-1.789</b>	<b>-931</b>	<b>-902</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-182</b>	<b>-18</b>	<b>206</b>	<b>272</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>24</b>	<b>6</b>	<b>212</b>	<b>485</b>

**VIII. PHỤ LỤC: CƠ CHẾ GIÁ BÁN ĐIỆN THEO HỢP ĐỒNG PPA CỦA QTP***(Quay lại)*

○ **Giá hợp đồng  $P_C$**  là mức giá được quy định trong hợp đồng mua bán điện PPA được thỏa thuận giữa EVN và nhà máy điện. Giá hợp đồng sẽ được áp dụng để thanh toán cho phần sản lượng điện hợp đồng (**Qc**), thường chiếm 80 – 90% sản lượng điện hàng năm của QTP. Công thức tính giá điện hợp đồng theo thông tư mới nhất ([Thông tư 57/2020/TT-BCT](#)) cụ thể như sau:

$$P_C = P_{CĐ} + P_{BĐ} = FC + FOMC + VC$$

Trong đó:

+ **FC**: Giá cố định chi trả cho chi phí đầu tư xây dựng nhà máy

+ **FOMC**: Giá vận hành và bảo dưỡng chi trả cho chi phí sửa chữa và nhân công vận hành nhà máy

+ **VC**: Giá biến đổi của nhà máy chi trả cho các chi phí nhiên liệu chính, phụ, chi phí vận chuyển nhiên liệu,...

○ **Giá biến đổi than**: Thành phần giá biến đổi than sẽ được điều chỉnh theo biến động giá than đầu vào dựa trên công thức sau:

$$VC_{\text{than}} = HR \times P_{\text{than}} \times [1 + (I-1) \times k_{HS}] \times k_{HR}$$

Trong đó:

+ **HR**: Suất hao nhiệt do hai bên thỏa thuận, dựa theo thiết kế hoặc thông số của nhà chế tạo thiết bị. Suất hao nhiệt theo hợp đồng của QTP là 10.505,1 kJ/kWh.

+  **$P_{\text{than}}$** : Giá than tại thời điểm thanh toán, điều chỉnh hàng tháng

+  $k_{HR}$ ,  $k_{HS}$ : Các hệ số điều chỉnh (điều chỉnh suất hao nhiệt, hệ số suy giảm công suất)

## 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.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu QTP, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp 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 <https://ezsearch.fpts.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: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

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

Tầng 3, 136-138 Lê Thị Hồng  
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,  
Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

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

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888