

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

MUA +25,5%

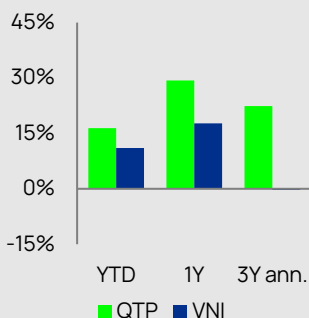
Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	16/05/2024
Giá hiện tại	16.900 VND
Giá mục tiêu	19.400 VND
Giá mục tiêu gần nhất	16.300 VND
TL tăng	+14,8%
Lợi suất cổ tức	10,7%
Tổng mức sinh lời	+25,5%
GT vốn hóa	7,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	10,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	64%
SL cổ phiếu lưu hành	450,0 tr
Pha loãng	450,0 tr

	QTP	VNI
P/E (trượt)	11,2x	15,6x
P/B (hiện tại)	1,4x	1,7x
ROE	11,5%	12,1%
ROA	9,0%	1,9%

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

Đình Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	12.058	12.444	12.920	11.260
% YoY	16%	3%	4%	-13%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	612	843	1.282	1.085
% YoY	-20%	38%	52%	-15%
EPS	-8,2%	37,8%	52,1%	-15,4%
% YoY				
Biên LN gộp	6,8%	8,5%	13,0%	12,6%
Biên LN ròng	5,1%	6,8%	9,9%	9,6%
ROE	10,8%	16,1%	23,0%	18,5%
Nợ ròng/VCSH	3,0%	-13,3%	-19,2%	-29,0%
Lợi suất cổ tức	8,9%	10,7%	13,0%	13,0%
DPS (đồng)	1.500	1.800	2.200	2.200
P/E	13,1x	9,5x	6,2x	7,4x
P/B	1,5x	1,4x	1,3x	1,3x
EV/EBITDA	7,9x	8,2x	5,8x	6,7x

Thành phần cố định cao hơn, lợi thế chi phí thấp thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP) thêm 19% lên 19.400 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị của chúng tôi từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo cao hơn 15,9% của chúng tôi (+1,6%/+28,1%/+14,6%/+16,4%/+16,6% vào các năm 2024/25/26/27/28F) và (2) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2025.
- Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS do (1) chúng tôi tăng thành phần cố định của Hợp đồng mua bán điện (PPA) thêm 5%, điều mà trước đây chúng tôi ước tính thấp và (2) chúng tôi nâng dự báo giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) sau [Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện](#), ngày 16/5/2024. Những yếu tố này bù đắp nhiều hơn cho chi phí bảo trì và các chi phí khác cao hơn dự kiến của chúng tôi vào năm 2024 như đã giải thích tại ĐHCĐ năm 2024 của QTP.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ tăng 38% YoY vào năm 2024, nhờ (1) sản lượng điện thương phẩm tăng 1% YoY và (2) giá bán trung bình tăng 2% YoY, (3) chi phí khấu hao ước tính của chúng tôi giảm 284 tỷ đồng và (4) chi phí lãi vay giảm 67% YoY. Trong quý 1/2024, QTP ghi nhận LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt mức cao 227 tỷ đồng (+57% YoY).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS là 21% trong giai đoạn 2023-26, nhờ (1) hiệu suất hoạt động bền vững cao ở mức 68-75%, (2) chi phí khấu hao thấp hơn, (3) giá CGM cao hơn và (4) chi phí than giảm.
- Định giá của QTP có vẻ hấp dẫn với (1) P/E dự phóng năm 2024 là 9,5 lần, thấp hơn 24% so với mức trung bình 4 năm của trung vị các công ty cùng ngành trong khu vực của chúng tôi và (2) lợi suất cổ tức dự phóng ở mức cao (11-13%).
- Yếu tố hỗ trợ:** Chi phí bảo trì thấp hơn dự kiến, khoản bồi thường lỗ tỷ giá của các năm trước khoảng 600 tỷ đồng sẽ được nhận trong vài năm tới; thoái vốn của SCIC; IPO của EVNGENCO1; chuyển niêm yết sang HOSE trong dài hạn.
- Rủi ro:** Tỷ suất hao nhiệt cao hơn dự kiến (tiêu thụ than trên mỗi kWh) và tạm dừng vận hành máy phát điện do vấn đề kỹ thuật.

Chúng tôi tăng thành phần cố định của QTP trong hợp đồng PPA thêm 5% lên 357 đồng/kWh.

Trước đây chúng tôi đã ước tính thành phần cố định này ở mức thấp do lo ngại những khó khăn tài chính của EVN có thể ảnh hưởng đến khả năng đàm phán của QTP. Tuy nhiên, tại ĐHCĐ năm 2024, ban lãnh đạo khẳng định thành phần cố định không thay đổi ở mức 357 đồng/kWh trong suốt vòng đời dự án do hợp đồng của QTP ký theo Thông tư 41/2010 không yêu cầu đàm phán để thay đổi thành phần cố định.

Ban lãnh đạo xem sản lượng hợp đồng giảm xuống 70% vào năm 2024 là một cơ hội. Quyết định số 158 của Bộ Công Thương (ngày 29/12/2023) hướng dẫn giảm tỷ lệ sản lượng hợp đồng đối với các nhà máy nhiệt điện từ 80% (2023) xuống 70% (2024). Lợi thế cạnh tranh chi phí thấp của QTP được hỗ trợ bởi (1) QTP được hưởng lợi từ việc nằm gần trữ lượng than, giảm thiểu chi phí vận

chuyển và (2) xu hướng giảm giá than hiện nay hỗ trợ giảm chi phí sản xuất, cùng với (3) chi phí khấu hao dự kiến sẽ giảm 32% trong năm nay. Nhìn chung, những yếu tố này cho phép QTP có khả năng thu được lợi nhuận cao hơn từ sản lượng theo hợp đồng thấp hơn (khi giá CGM tăng cao hơn so với giá PPA).

Triển vọng năm 2024: Chênh lệch giá tăng, chi phí khấu hao giảm mạnh dự kiến dẫn tăng trưởng LNST

Hình 1: Triển vọng năm 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY%	Dự báo 2024 mới/dự báo cũ	Diễn giải cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	7.085	7.166	1%	0,0%	(1) Chúng tôi dự kiến hiệu suất hoạt động là 75% vào năm 2024 (so với 74% vào năm 2023), điều mà chúng tôi cho là do QTP tăng cường sản xuất để cung cấp cho nhu cầu điện ngày càng tăng tại miền Bắc.
Chênh lệch giá (đồng/kWh)	338	347	2%	3,6%	(2) Chủ yếu do giá bán trung bình tăng.
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.702	1.737	2%	0,7%	(2) Chúng tôi nâng giá định giá bán trung bình do (a) thành phần cố định PPA tăng 5% (mà trước đây chúng tôi đã ước tính thành phần cố định này ở mức thấp do lo ngại những khó khăn tài chính của EVN có thể ảnh hưởng đến khả năng đàm phán của QTP), và (b) giá CGM cao hơn theo Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện của chúng tôi ngày 16/05/2024.
Chi phí nguyên liệu trung bình (đồng/kWh)	1.364	1.390	2%	0,0%	(1&2) Mặc dù chúng tôi dự báo giá than trộn tương đương 5a của TKV sẽ giảm so với cùng kỳ (như đã nêu trong Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện của chúng tôi, ngày 18/12/2023), chúng tôi dự báo chi phí nguyên vật liệu trung bình của QTP sẽ tăng nhẹ so với cùng kỳ do công ty tăng cường thu mua nhằm đảm bảo đủ nguồn nguyên liệu cho sản xuất trong bối cảnh tiêu thụ điện cao tại miền Bắc.
Doanh thu	12.058	12.444	3%	0,7%	
Giá vốn hàng bán	-11.241	-11.391	1%	0,7%	
- trong đó, chi phí khấu hao	-884	-600	-32%	0,0%	
- trong đó, chi phí bảo trì và các chi phí khác	-347	-460	33%	21,8%	(2) Chúng tôi tăng dự báo chi phí bảo trì và các chi phí khác theo nghị quyết ĐHCĐ năm 2024 của QTP. Trong quý 1/2024, chi phí bảo trì và chi phí khác là 160 tỷ đồng (+20% YoY), tương ứng với 53% và 42% dự báo cũ và mới của chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	817	1.053	29%	0,2%	(2) Chi phí bảo trì và các chi phí khác cao hơn được bù đắp bằng chênh lệch giá tăng do giá bán trung bình cao hơn.
Chi phí quản lý (G&A)	-114	-119	5%	0,8%	
Lợi nhuận từ HĐKD	703	934	33%	0,1%	
Thu nhập tài chính	23	22	-4%	168,8%	(2) Chủ yếu là do chúng tôi giảm dự báo cổ tức trả vào năm 2024, dẫn đến số dư tiền mặt cao hơn.
Chi phí tài chính	-77	-19	-76%	0,0%	(1) Chủ yếu là do chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ trả hết nợ vào năm 2024.
- trong đó, chi phí lãi vay	-57	-19	-67%	0,0%	
LNTT	644	937	45%	1,6%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	612	843	38%	1,6%	(1) Chủ yếu là do chúng tôi kỳ vọng (a) sản lượng bán hàng tăng 1% YoY, (b) chênh lệch giá tăng 2% YoY do giá CGM cao hơn, (c) chi phí khấu hao ước tính của chúng tôi giảm 284 tỷ đồng, và (d) chi phí lãi vay giảm 67% YoY. (2) Do (a) chúng tôi tăng giá định thành phần cố định của giá PPA thêm 5% vì trước đây chúng tôi đã ước tính thành phần này ở mức thấp và (b) chúng tôi tăng giá CGM như đã nêu trong Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện của chúng tôi, ngày 16/05/2024. Những yếu tố này bù đắp nhiều hơn so với chi phí bảo trì và các chi phí khác dự kiến cao hơn của chúng tôi sau nghị quyết ĐHCĐ của QTP. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo quý 1/2024 của QTP đạt 227 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương 27,3%/26,9% dự báo cũ/mới tương ứng của chúng tôi.

Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

Định giá

Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi áp dụng khung thời gian dự báo 24 năm (2024-2048) cho mô hình định giá CKDT của chúng tôi, thay vì phương pháp giá trị cuối truyền thống với Mô hình tăng trưởng Gordon. Điều này xuất phát từ vòng đời hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than, dao động từ 30 đến 35 năm. QTP 1 bắt đầu hoạt động vào năm 2010-2011, tiếp theo là QTP 2 vào năm 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 đặt ra mức giá mục tiêu, 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. Việt Nam đang tự do hóa ngành điện, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, vẫn cần cải thiện tính minh bạch về giá cả và cơ chế vận hành của thị trường cạnh tranh (sản xuất/bán buôn/bán lẻ).

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho QTP thêm 19% lên 19.400 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị của chúng tôi từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CBTS báo cáo cao hơn 15,9% của chúng tôi (+1,6%/+28,1%/+14,6%/+16,4%/+16,6% vào các năm 2024/25/26/27/28) và (2) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2025. Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CBTS do chúng tôi tăng thành phần cố định của PPA thêm 5%, điều mà trước đây chúng tôi ước tính thấp và chúng tôi nâng dự báo giá CGM như đã đề cập trong [Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện](#), ngày 16/5/2024. Những yếu tố này bù đắp nhiều hơn cho chi phí bảo trì và các chi phí khác cao hơn dự kiến của chúng tôi vào năm 2024 dựa theo nghị quyết ĐHCĐ năm 2024 của QTP.

Hình 2: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Chiết khấu dòng tiền
Giá trị VCSH/cổ phiếu (đồng)	22.811
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế	15%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	19.400
Tỷ lệ tăng	14,8%
Lợi suất cổ tức dự phóng năm 2024	10,7%
Tổng mức sinh lời	25,5%
Lợi suất cổ tức dự phóng năm 2024 tại giá mục tiêu	9,3%

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi dự phóng QTP sẽ chi 2,1 nghìn tỷ đồng trong năm 2024-2028 để tuân thủ các tiêu chuẩn môi trường mới. Khoản đầu tư này sẽ nâng cấp hệ thống phát thải khí thải của QTP để đáp ứng các tiêu chuẩn do Quy chuẩn kỹ thuật số QCVN 22:2009/BTNMT đặt ra. Theo QTP, công ty đã đề xuất tăng thành phần cố định PPA sau khi nâng cấp để bù đắp cho tổng vốn đầu tư tăng lên. Hiện tại, công ty vẫn đang chờ phê duyệt cuối cùng của Chính phủ về kế hoạch nghiên cứu khả thi của dự án. Chúng tôi thận trọng đưa khoản vốn đầu tư này vào dự báo nhưng không tăng thành phần cố định PPA tương ứng.

Hình 3: Dự báo dòng tiền

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận từ HĐKD	934	1.557	1.285	1.129	1.183
+ Khấu hao	600	600	600	400	400
- Thuế	-94	-321	-271	-240	-250
- Tăng vốn hoạt động	298	-264	299	6	-16
- Vốn đầu tư XDCB	-200	-400	-400	-1.000	-100
Dòng tiền tự do	1.538	1.173	1.513	295	1.216
Giá trị hiện tại của DTTD	1.452	986	1.133	197	723
Tổng GTHT của DTTD	1.452	2.438	3.571	3.768	4.490

Nguồn: Vietcap

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

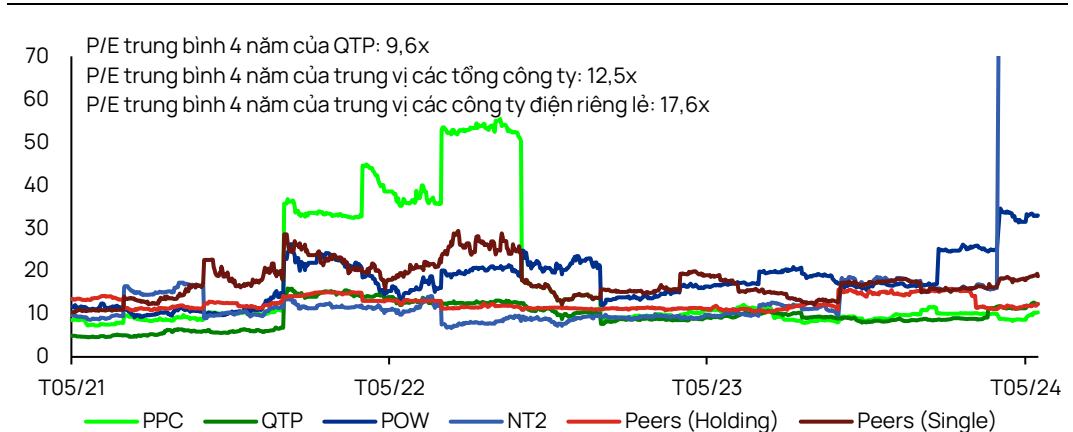
Chi phí vốn	Cũ	Mới	Chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng
Beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD (2024-2028)	4.490
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của DTTD (2029-2048)	5.932
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GTC	10.422
Chi phí VCSH %	13,2	13,2	Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	159
Chi phí nợ vay %	9,0	9,0	Trừ: Nợ vay	-316
Thuế doanh nghiệp %	5,0	5,0	Giá trị VCSH	10.265
Tỷ lệ nợ/vốn %	20,0	20,0	Số lượng cổ phiếu (triệu)	450
WACC %	12,3	12,3	Giá trị/cổ phiếu (đồng)	22.811

Nguồn: Vietcap

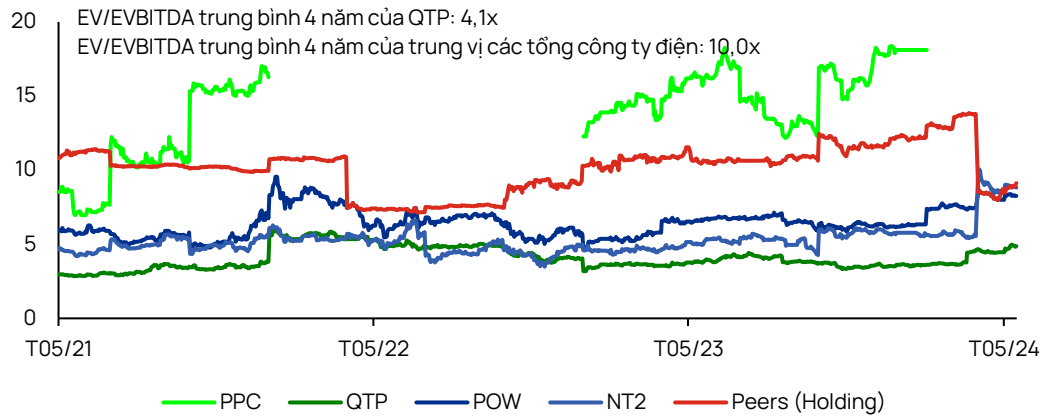
Các công ty cùng ngành

Chúng tôi lựa chọn các công ty cùng ngành trong khu vực, bao gồm các công ty nắm giữ quyền lực 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 PPC về loại điện, công suất và cơ chế thị trường.

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



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 15/05/2024)

Hình 6: EV/EBITDA của QTP, PPC, và các công ty cùng ngành trong khu vực (x) (*)


Nguồn: Bloomberg, Vietcap. (*) EBITDA trượt 12T của PPC âm từ quý 4/2021 đến quý 1/2022, và trong quý 4/2023. Kể từ ngày 01/04/2024, EV/EBITDA trượt 12T của PPC là 101,6 lần (cập nhật đến ngày 15/05/2024).

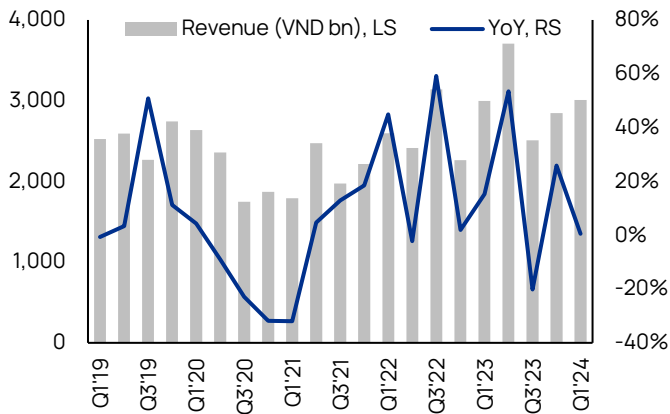
Hình 7: So sánh QTP và các công ty cùng ngành

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ ròng/Vốn CSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/EBITDA (x)
Các tổng công ty điện													
Manila Electric	Philippines	7.285	7.915	-0,8	707,4	35,0	7,1	6,9	32,8	5,3	10,6	3,4	9,6
First Philip Hld	Philippines	527	2.890	-9,1	265,8	8,0	32,6	3,4	10,7	3,4	2,0	0,2	4,3
Ratchaburi Elec	Thái Lan	1.681	1.079	-47,9	149,3	-7,0	55,6	2,3	5,2	4,7	11,7	0,6	13,9
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.142	946	38,2	110,2	-21,3	36,3	6,0	10,8	5,2	10,8	0,8	13,0
Global Power Syn	Thái Lan	3.838	2.447	-30,7	97,7	102,9	97,5	1,3	3,5	1,3	40,8	1,3	14,2
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	439	6,4	115,5	79,2	31,3	8,5	16,9	N/A	N/A	N/A	4,1
Tata Power Co	Ấn Độ	16.573	6.863	28,7	415,5	91,6	118,6	2,8	13,0	0,5	41,5	4,8	13,9
Cikarang Listrin	Indonesia	671	546	-1,7	61,3	-25,6	11,3	4,5	8,4	10,6	10,7	0,9	4,4
Ytl Power Intl	Malaysia	8.865	5.106	24,9	735,1	86,6	132,0	6,0	20,6	1,2	12,4	2,3	6,1
Malakoff Corp Bh	Malaysia	701	1.990	-12,4	-183,8	N/A	103,9	-4,0	-14,4	4,4	N/A	0,6	N/A
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	462	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	1.012	1.128	-5,0	32,5	-58,3	5,4	1,2	2,5	N/A	32,9	0,8	8,5
Trung vị		1.142	1.565	-1,7	115,5	35,0	55,6	3,1	9,6	4,4	11,7	0,9	8,6
Các công ty điện riêng lẻ													
Sahacogen Chonbu	Thái Lan	107	145	-12,1	2,7	N/A	40,7	1,0	2,5	1,5	43	1,1	11,1
Vivant Corp	Philippines	320	120	48,5	34,6	-10,2	13,5	8,1	13,1	2,2	9,5	1,0	16,9
AC Energy	Philippines	3.467	664	0,7	144,7	-44,9	9,2	3,1	6,2	0,8	24,9	1,3	N/A
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	871	693	24,4	35,3	N/A	91,1	1,4	4,4	1,2	20	1,0	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	1.517	389	35,6	85,8	114,5	90,6	2,9	7,3	0,9	16,8	1,3	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	4.795	774	-28,6	128,2	-43,5	45,9	2,1	4,4	0,4	37,6	1,6	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.008	283	-10,7	40,7	-6,2	125,5	1,8	7,8	1,8	25,0	1,9	N/A
Nhon Trạch 2 (NT2)	Việt Nam	248	185	-50,2	3,4	-91,5	-20,8	1,0	1,4	10,0	102,8	1,6	10,1
Hải Phòng (HND)	Việt Nam	301	480	8,9	18,5	-19,3	6,1	5,5	7,2	7,2	17,3	1,3	5,0
Phả Lại (PPC)	Việt Nam	203	270	18,2	20,7	11,4	-2,5	8,0	10,2	18,3	10,4	1,1	101,9
Trung vị		595	336	4,8	35,0	-14,7	27,1	2,5	6,7	1,6	22,6	1,3	11,1
Quảng Ninh (QTP)	Việt Nam	297	506	15,8	25,7	-19,9	3,0	7,9	10,7	16,6	12,4	1,4	4,3

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (cập nhật ngày 15/05/2024)

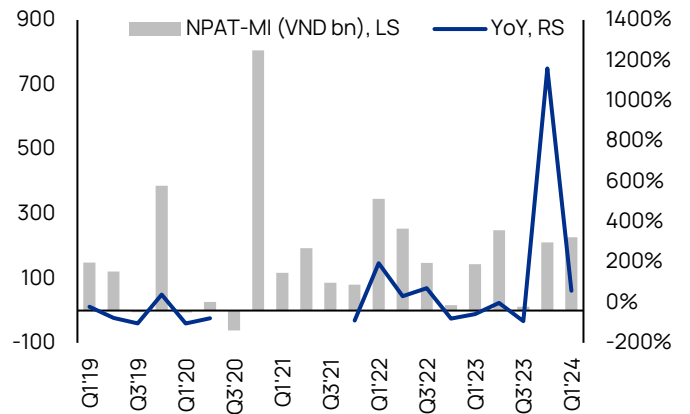
KQKD theo quý của QTP

Hình 8: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



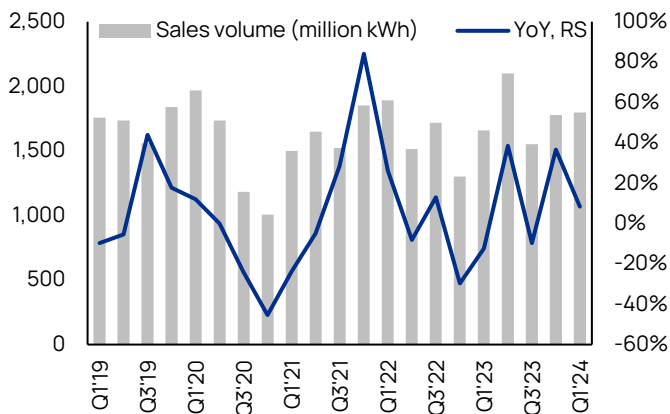
Nguồn: QTP, Vietcap

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



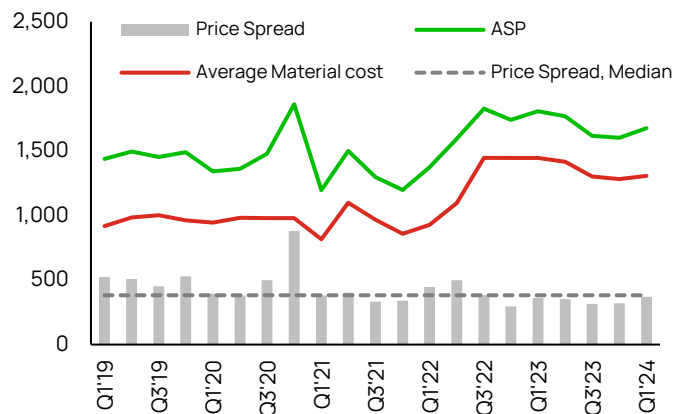
Nguồn: QTP, Vietcap (tăng trưởng YoY không có ý nghĩa khi so với các khoản lỗ)

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



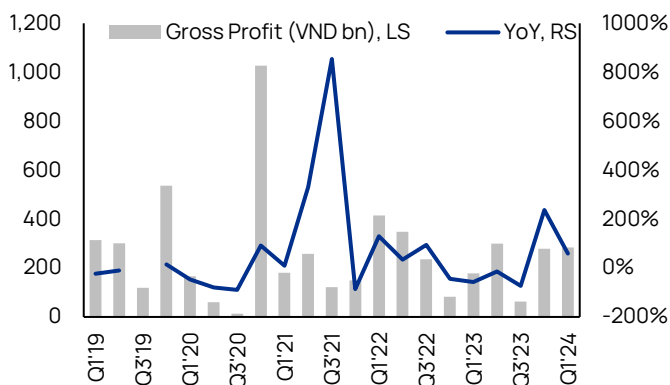
Nguồn: QTP, Vietcap

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



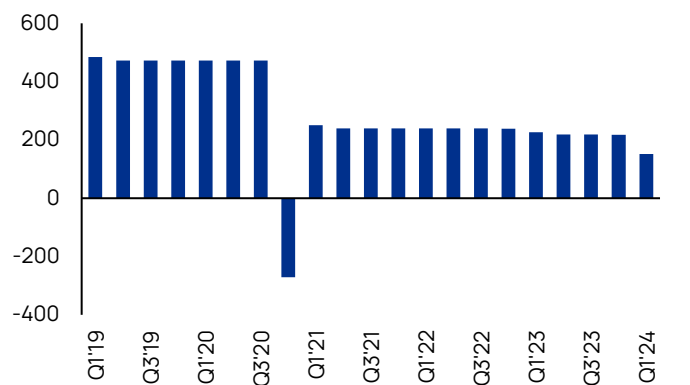
Nguồn: QTP, Vietcap

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



Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 13: Chi phí khấu hao (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

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12.058	12.444	12.920	11.260
Giá vốn hàng bán	-11.241	-11.391	-11.237	-9.843
Lợi nhuận gộp	817	1.053	1.683	1.417
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-114	-119	-125	-132
LN thuần HĐKD	703	934	1.557	1.285
Doanh thu tài chính	23	22	46	71
Chi phí tài chính	-77	-19	0	0
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-57	-19	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-4	0	0	0
LNTT	644	937	1.603	1.356
Thuế TNDN	-33	-94	-321	-271
LNST trước CĐTS	612	843	1.282	1.085
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	612	843	1.282	1.085
LNST sau CĐTS, điều chỉnh	610	843	1.282	1.085
EBITDA	1.587	1.534	2.157	1.885
EPS báo cáo, VND	1.292	1.780	2.707	2.290
EPS điều chỉnh (1), VND	1.288	1.780	2.707	2.290
DPS báo cáo, VND	1.500	1.800	2.200	2.200
DPS/EPS báo cáo (%)	116%	101%	81%	96%

(1) EPS điều chỉnh cho lỗ tỷ giá và quỹ phúc lợi & khen thưởng

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	15,8%	3,2%	3,8%	-12,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	-27,4%	32,8%	66,7%	-17,5%
Tăng trưởng LNTT	-19,9%	45,4%	71,1%	-15,4%
Tăng trưởng EPS	-8,2%	37,8%	52,1%	-15,4%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	6,8%	8,5%	13,0%	12,6%
Biên LN từ HĐ %	5,8%	7,5%	12,1%	11,4%
Biên EBITDA	13,2%	12,3%	16,7%	16,7%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	5,1%	6,8%	9,9%	9,6%
ROE %	10,8%	16,1%	23,0%	18,5%
ROA %	7,9%	12,0%	18,3%	14,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	18	19	18	21
Số ngày phải thu	77	73	66	75
Số ngày phải trả	29	29	23	27
TG luân chuyển tiền	67	64	61	70
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,7	3,0	3,3
CS thanh toán nhanh	1,6	2,3	2,6	2,9
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,5	0,7	1,2
Nợ/Tài sản	4,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn sử dụng	5,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn CSH	3,0%	-13,3%	-19,2%	-29,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	12,2x	49,4x	N.M.	N.M.

Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	158	708	1.116	1.710
Đầu tư TC ngắn hạn	2	2	2	2
Các khoản phải thu	2.790	2.216	2.478	2.160
Hàng tồn kho	726	468	616	539
TS ngắn hạn khác	271	271	271	271
Tổng TS ngắn hạn	3.946	3.664	4.482	4.681
TS dài hạn (gộp)	21.210	21.410	21.810	22.210
- Khấu hao lũy kế	-17.837	-18.437	-19.037	-19.637
TS dài hạn (ròng)	3.374	2.974	2.774	2.574
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	63	63	63	63
Tổng TS dài hạn	3.436	3.036	2.836	2.636
Tổng Tài sản	7.382	6.700	7.318	7.318
Phải trả ngắn hạn	1.158	624	770	674
Nợ ngắn hạn	98	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	737	737	737	737
Tổng nợ ngắn hạn	1.993	1.361	1.507	1.411
Nợ dài hạn	218	0	0	0
Nợ dài hạn khác	5	5	5	5
Tổng nợ	2.216	1.366	1.512	1.416
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	435	603	1.076	1.171
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	5.166	5.334	5.807	5.902
Tổng cộng nguồn vốn	7.382	6.700	7.318	7.318
CP lưu hành cuối năm (tr)	450	450	450	450

LIU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	24	158	708	1.116
Lợi nhuận sau thuế	612	843	1.282	1.085
Khấu hao	884	600	600	600
Thay đổi vốn lưu động	348	298	-264	299
Điều chỉnh khác	-695	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.149	1.741	1.618	1.984
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-10	-200	-400	-400
Đầu tư, ròng	798	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	787	-200	-400	-400
Cổ tức đã trả	-1.011	-675	-810	-990
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-678	-98	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-98	-218	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-15	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-1.802	-991	-810	-990
Tổng lưu chuyển tiền tệ	134	550	408	594
Tiền cuối năm	158	708	1.116	1.710

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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 tôi đối với các công ty này. 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 Đống 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

Alastair Macdonald
Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Phó 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
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, 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

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

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

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@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.