

Công ty Cổ phần Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP: UPCOM)

Khuyến nghị: MUA

Giá mục tiêu 1 năm: 23.300 Đồng/cp

Chuyên viên phân tích:

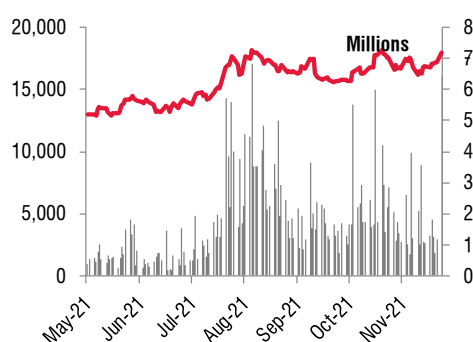
Thái Gia Hào (Mr.)

haotg@ssi.com.vn

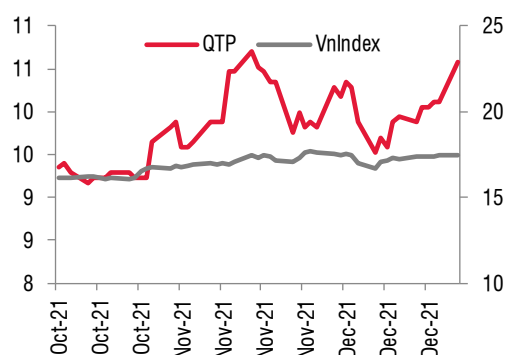
Thông số cơ bản

Giá	18.000
Vốn hóa (tỷ VND)	8.100
Số lượng CP lưu hành	450.000.000
KLGD TB 3T	1.904.313
GTGD TB 3T (tỷ VND)	29,95
P/E	10,58
P/B	1,46
ROE	14,7%
ROA	7,3%
Sở hữu NN	64,04%
Sở hữu NĐTNN	0,28%
Room NĐTNN	49%
Free-float	88,4%

Biến động giá cổ phiếu



P/E so sánh



Lợi nhuận hồi phục, định giá hấp dẫn

Luận điểm đầu tư: Trong bối cảnh nhu cầu điện toàn quốc phục hồi và nhu cầu điện than tăng trong năm 2022, chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ chứng kiến sự hồi phục về sản lượng phát điện (+12% YoY), doanh thu (+24,2%) và LNST (+27,6% YoY). Dư nợ và chi phí lãi vay giảm có thể hỗ trợ mức tăng trưởng LNST cao hơn tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 1 năm là 23.300 đồng/cp đối với QTP. Tổng mức sinh lời ROI là 43,9% (bao gồm 8,7% tỷ suất cổ tức 2022). Nhà đầu tư cần lưu ý LNST trong Q4/2021 ước tính là 216 tỷ đồng (-73% YoY). Do đó, chúng tôi cho rằng Q4/2021 có thể là thời điểm phù hợp để NĐT tích lũy cổ phiếu trước khi nhu cầu điện than hồi phục vào năm 2022.

Các chỉ tiêu chính (tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	8.210	9.018	10.127	9.182	8.339	10.358
Lợi nhuận gộp	1.479	1.203	1.271	1.834	833	975
EBITDA	3.334	2.803	2.997	2.833	1.914	1.919
Lợi nhuận trước thuế	709	275	660	1.375	645	823
Lợi nhuận ròng	709	275	651	1.306	613	782
EPS (VND)	1.575	612	1.447	2.901	1.314	1.677
BVPS (VND)	8.247	9.145	10.878	13.530	13.844	14.021
DPS (VND)	0	0	200	1.000	1.000	1.500
ROA	4,8%	2,1%	5,6%	12,2%	5,8%	7,2%
ROE	21,5%	7,0%	14,4%	23,8%	9,9%	12,5%
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	1,8%	8,5%	5,8%	8,7%
Tổng nguồn vốn	3.711	4.115	4.895	6.089	6.230	6.310
Tổng tài sản	14.049	12.385	10.966	10.508	10.801	10.797
Nợ ròng	9.242	6.998	4.960	2.913	1.017	1.356
Nợ/ vốn CSH	2,58	1,83	1,14	0,62	0,52	0,45
P/E	5,33	17,82	7,88	4,07	13,09	10,26
P/B	1,02	1,19	1,05	0,87	1,24	1,23
EV/EBITDA	3,91	4,25	3,37	2,73	4,62	4,61

Nguồn: QTP, SSI Research

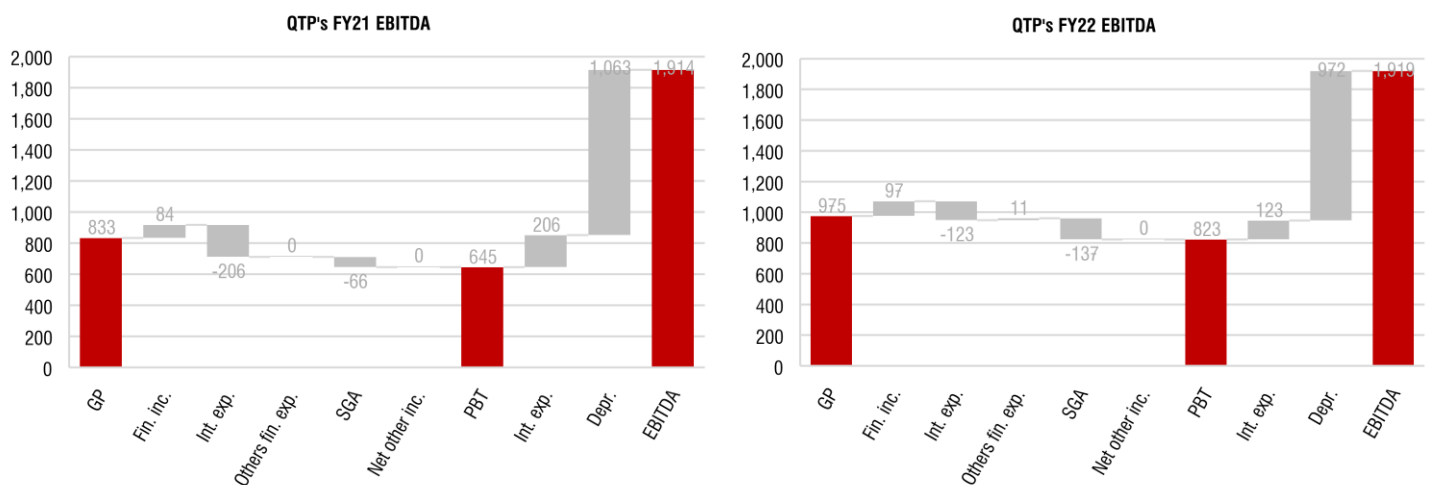
KQKQ 9T2021: Tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhờ chi phí khấu hao giảm

(tỷ đồng)	9T2021	9T2020	YoY	% hoàn thành KH 2021	TSLN		
					9T2021	9T2020	2020
Doanh thu thuần	6.238	6.743	-7,5%	75%			
Lợi nhuận gộp	559	238	134,9%		9,0%	3,5%	20,0%
Lợi nhuận hoạt động	548	175	213,1%		8,8%	2,6%	17,9%
EBIT	568	201	182,5%		9,1%	3,0%	18,3%
EBITDA	1.300	1.621	-19,8%		20,8%	24,0%	30,9%
Lợi nhuận trước thuế	417	-40			6,7%	-0,6%	15,0%
Lợi nhuận ròng	396	-40		125%	6,4%	-0,6%	14,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	396	-40			6,4%	-0,6%	14,2%

- Từ Q4/2020, công ty đã giãn thời gian khấu hao từ 10 năm sang 15 năm cho lò hơi và tua bin. Do đó, chi phí khấu hao giảm từ 1,9 nghìn tỷ đồng/ năm còn 1 nghìn tỷ đồng/ năm. Năm 2020 đã hồi tố chi phí khấu hao trong Q4/2020. Do đó, tăng trưởng lợi nhuận tích cực 9T2021 chủ yếu nhờ chi phí khấu hao giảm. Nếu chúng tôi điều chỉnh chi phí khấu hao 9T2020 theo chi phí khấu hao mới, LNTT 9T2021 giảm khoảng 19% YoY chủ yếu do giá hợp đồng mua bán điện giảm. **Như dự báo, lợi nhuận Q4/2021 có thể giảm do mức so sánh cao trong Q4/2020 (do điều chỉnh hồi tố chi phí khấu hao) trước khi hồi phục trong 2022.**
- Cần lưu ý rằng EVN đã điều chỉnh giảm 70 đồng/kwh (-16%) giá cố định trong hợp đồng mua bán điện với QTP kể từ 2021.
- Nhìn chung, LNST 2021 ước tính đạt 613 tỷ đồng (-53% YoY) tương ứng đạt 216 tỷ đồng trong Q4/2021 (-73% YoY). Chúng tôi cho rằng Q4/2021 là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu trước khi nhu cầu điện than hồi phục vào năm 2022.

Triển vọng 2022: Sản lượng phát điện và lợi nhuận hồi phục

Biểu đồ 9: Sản lượng hồi phục + chi phí lãi vay giảm = lợi nhuận gộp và LNST tăng (tỷ đồng)



Nguồn: Công ty, SSI Research

Dự báo lợi nhuận của QTP	2019	2020	2021F	2022F	Giá định
Sản lượng thương mại (triệu kwh)	6.890	5.821	6.490	7.269	<ul style="list-style-type: none"> Với điều kiện thủy văn kém thuận lợi và nhu cầu điện toàn quốc ước tính phục hồi vào năm 2022, tăng trưởng tổng sản lượng và sản lượng hợp đồng (Qc) ước tính cải thiện. Do giá khí và than nhiệt tăng, giá CGM giá định tăng trong 2022. Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do giá than tăng (+ 15% YoY), sản lượng và Qc tăng hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận gộp. Do dư nợ và chi phí lãi vay giảm, LNST ước tính tăng 27,6% YoY vào năm 2022.
%yoy	9,0%	-15,5%	11,5%	12,0%	
Qc	5.586	5.202	5.186	5.452	
Qm	1.304	619	1.304	1.817	
Giá bán trung bình (vnd/kwh)	1.469,76	1.577,46	1.284,91	1.425,04	
Giá CGM (vnd/kwh)	1.208	1.000	1.030	1.207	
%yoy	4%	-17%	3%	17,2%	
Tổng doanh thu (triệu đồng)	10.126.640	9.182.385	8.339.034	10.358.309	
%yoy	12,3%	-9,3%	-9,2%	24,2%	
Lợi nhuận gộp	1.270.965	1.833.994	833.148	975.387	
%biên LN gộp	12,6%	20,0%	10,0%	9,4%	
Chi phí lãi vay	-430.651	-308.453	-205.755	-123.154	
Lợi nhuận trước thuế	659.950	1.374.845	645.064	823.175	
%yoy	139,8%	108,3%	-53,1%	27,6%	
Lợi nhuận sau thuế	650.987	1.305.594	612.811	782.016	
%yoy	136,5%	100,6%	-53,1%	27,6%	

Nguồn: Công ty, SSI Research

Tóm tắt định giá

Định giá theo DCF (triệu đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
EBIT	946.329	820.011	787.370	941.985	797.606
Thuế TNDN (%)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	10,0%
Cộng: Khấu hao	972.321	916.455	1.003.255	1.119.128	1.003.255
Trừ: CAPEX	1.000.000	1.000.000	0	0	0
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	375.311	128.872	65.828	272.639	-185.525
Dòng tiền tự do	496.022	566.594	1.685.428	1.741.374	1.906.626
Giá trị cuối					16.943.881
Giá trị hiện tại	439.414	463.011	1.270.505	1.210.892	1.222.997
Giá trị hiện tại của giá trị cuối					10.868.583
Tổng giá trị doanh nghiệp			17.136.182		
Vốn CSH			14.371.987		
Giá mục tiêu (VND)			31.938		
chiết khấu 20% do giá than và Qc biến động			26.615		

Tóm tắt định giá	Định giá	Tỷ trọng	Giá định
DCF	26.615	40%	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi áp dụng tỷ trọng thấp hơn cho phương pháp chiết khấu dòng tiền do sản lượng và giá than biến động. Giá mục tiêu 1 năm tương ứng EV/EBITDA 2022 là 6x, thấp hơn 33% so với các công ty trong khu vực. Chúng tôi nhận thấy đây là mức giá hợp lý do biên EBITDA của QTP là 18,5%, thấp hơn so với các công ty trong khu vực là 27%.
EV/EBITDA	20.998	60%	
Giá mục tiêu	23.300		
%tăng giá	35,1%		
Tỷ suất cổ tức 2022	8,7%		
Tổng mức sinh lời	43,9%		

Phân tích các kịch bản của QTP theo giá than và giá CGM: Rủi ro thấp

Kịch bản xấu nhất của chúng tôi là giá than nhiệt tăng +20% YoY, giá mục tiêu có thể giảm còn 18.789 đồng/cp so với giá đóng cửa ngày 16/12/2021 là 17.200 đồng/cp. Rủi ro giảm đối với khuyến nghị được hạn chế.

Phân tích các kịch bản của QTP theo giá than và giá CGM

	TP	Changes in coal price			
		5%	10%	15%	20%
Changes in CGM price	5.61%	22,889	21,522	20,156	18,789
	7.16%	23,304	21,937	20,571	19,204
	8.00%	23,528	22,162	20,795	19,428
	10.61%	24,226	22,859	21,493	20,126
	12.16%	24,641	23,275	21,908	20,541
	13.00%	24,865	23,499	22,132	20,766
	15.61%	25,563	24,197	22,830	21,463
	17.16%	25,979	24,612	23,245	21,879
	18.00%	26,203	24,836	23,469	22,103
	19.97%	26,730	25,364	23,997	22,630
	20.83%	26,960	25,593	24,227	22,860
	22.16%	27,316	25,949	24,583	23,216
	25.79%	28,285	26,918	25,552	24,185
	25.83%	28,297	26,931	25,564	24,197
	30.83%	29,635	28,268	26,901	25,535

	%YoY 2022 NPAT	Changes in coal price			
		5%	10%	15%	20%
Changes in CGM price	5.61%	23.8%	9.3%	-5.1%	-19.6%
	7.16%	28.2%	13.7%	-0.7%	-15.2%
	8.00%	30.6%	16.1%	1.6%	-12.8%
	10.61%	38.0%	23.5%	9.0%	-5.4%
	12.16%	42.4%	27.9%	13.4%	-1.0%
	13.00%	44.7%	30.3%	15.8%	1.4%
	15.61%	52.1%	37.7%	23.2%	8.8%
	17.16%	56.5%	42.1%	27.6%	13.2%
	18.00%	58.9%	44.5%	30.0%	15.5%
	19.97%	64.5%	50.0%	35.6%	21.1%
	20.83%	66.9%	52.5%	38.0%	23.6%
	22.16%	70.7%	56.3%	41.8%	27.3%
	25.79%	81.0%	66.5%	52.1%	37.6%
	25.83%	81.1%	66.7%	52.2%	37.7%
	30.83%	95.3%	80.8%	66.4%	51.9%

Nguồn: SSI Research

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715