

## CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

MUA +21,0%

<b>Ngành</b>	<b>Tiện ích</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>10/12/2025</b>
Giá hiện tại	12.900 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>14.600 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	15.000 VND
TL tăng	+13,2%
Lợi suất cổ tức	7,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+21,0%</b>

GT vốn hóa	5,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	2,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	2,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	64%
SL cổ phiếu lưu hành	450,0 tr
Pha loãng	450,0 tr

	<b>QTP</b>	<b>VNI</b>
P/E (trượt)	10,5x	16,9x
P/B (ht)	1,2x	2,1x
ROE	11,3%	13,5%
ROA	8,1%	2,0%

## Company Overview

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, 15 năm) và Quảng Ninh 2 (2x300 MW, 11 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 Vinacomina (10,6%), cùng các cổ đông khác.

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Dương Tấn Phước**  
Chuyên viên

**Đình Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	11.908	10.605	11.668	10.376
% YoY	-1%	-11%	10%	-11%
LNST-CĐTS (tỷ đồng)	650	551	694	809
% YoY	6%	-15%	26%	17%
EPS	6,2%	-15,1%	25,8%	16,7%
% YoY	7,2%	7,6%	8,2%	10,6%
Biên LN gộp	5,5%	5,2%	5,9%	7,8%
Biên LN ròng	12,7%	10,8%	13,3%	14,8%
ROE	-7,2%	-27,1%	-31,8%	-33,1%
Nợ ròng/VCSH	9,3%	7,8%	9,3%	9,3%
Lợi suất cổ tức	1.200	1.000	1.200	1.200
DPS (đồng)	9,4x	11,1x	8,8x	7,5x
P/E	1,1x	1,1x	1,1x	1,0x
P/B	8,2x	8,6x	7,7x	9,2x
EV/EBITDA				

## Sản lượng dẫn dắt tăng trưởng trong năm 2026; lợi suất cổ tức hấp dẫn

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 3% giá mục tiêu xuống 14.600 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với QTP.
- Nguyên nhân cho mức giảm trong giá mục tiêu bao gồm (1) dự báo vốn XDCB giai đoạn 2026-30 tăng lên mức 3,2 nghìn tỷ đồng (so với 2 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-29 trong dự báo trước), lần át (2) mức tăng 10% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-29 (lần lượt thay đổi -11%/+4%/+16%/+11%/+23% trong giai đoạn 2025-29), cùng với tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu tới cuối năm 2026. LNST sau lợi ích CĐTS dự phóng tăng chủ yếu do chúng tôi lùi thời điểm khấu hao cho dự án nâng cấp nhà máy để đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường sang sau năm 2030, phù hợp với kế hoạch từ ban lãnh đạo. Diễn biến này bù đắp cho (1) mức giảm 6% trong dự báo sản lượng điện năm 2025 và (2) mức giảm 7% trong dự báo giá CGM trung bình, như đã đề cập trong Báo cáo Cập nhật ngành Nhiệt điện (10/12/2025).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 tăng mạnh 26% YoY, được hỗ trợ bởi (1) sản lượng điện thương phẩm tăng 7% YoY khi huy động cao hơn để đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng tại miền Bắc, (2) chi phí vận hành và bảo trì giảm 10% do do chúng tôi dự kiến sẽ trở về mức bình thường từ mức cơ sở cao của 2025, và (3) thu nhập tài chính ròng tăng khi QTP chuyển sang vị thế tiền mặt ròng sau khi trả hết nợ trong năm 2025.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 23% trong giai đoạn 2026-28, được hỗ trợ bởi (1) sản lượng cao hơn, (2) giá bán trung bình cải thiện theo CAGR của giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) toàn ngành đạt 8%, và (3) chi phí khấu hao giảm dần.
- QTP có định giá khá hấp dẫn với (1) P/E dự phóng năm 2026 là 8,8 lần, thấp hơn 25% so với mức trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực, và (2) lợi suất cổ tức dự kiến ở mức cao là 9%, nhờ được hỗ trợ bởi dòng tiền hoạt động mạnh mẽ của công ty (ước tính khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng/năm).
- Yếu tố hỗ trợ:** Khoản bồi thường lỗ tỷ giá xấp xỉ 600 tỷ đồng dự kiến sẽ được ghi nhận trong vài năm tới; giá cổ định trong hợp đồng PPA mới sẽ cao hơn dự kiến nếu được điều chỉnh để phản ánh chi phí nâng cấp môi trường.
- Rủi ro:** Tỷ suất hao nhiệt (mức tiêu thụ than/kWh) cao hơn dự kiến và các sự cố kỹ thuật khiến tổ máy ngừng hoạt động.

## Triển vọng năm 2026 dự kiến sẽ tích cực nhờ được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng nhu cầu điện:

Chúng tôi dự báo nhu cầu điện của Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức 7,5% YoY trong năm 2026 (thấp hơn so với mục tiêu 8,5%-14,1% của Bộ Công Thương). QTP hiện có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ điều kiện cung-cầu ngày càng thắt chặt tại khu vực miền Bắc.

**Hiệu quả chi phí dự kiến sẽ củng cố khả năng phục hồi của lợi nhuận:** Trong 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025), chi phí nguyên vật liệu trung bình của QTP giảm 11% YoY (giảm sâu hơn so với

mức giảm 8% YoY của giá than pha trộn toàn ngành), qua đó cho thấy tỷ suất hao nhiệt được cải thiện. Điều này đồng nghĩa với việc QTP cần ít than hơn để sản xuất cùng một lượng điện, qua đó làm giảm chi phí nguyên vật liệu bình quân. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng, do chi phí khấu hao dự kiến sẽ giảm mạnh xuống mức 200 tỷ đồng (-65% YoY) vào năm 2027. Lợi thế cạnh tranh về chi phí so với các nhà máy nhiệt điện khí của QTP cũng sẽ được duy trì (do giá khí dự kiến tăng +3% YoY trong năm 2026), đồng thời chi phí biến đổi của QTP vẫn sẽ thấp hơn khoảng 17% so với các doanh nghiệp nhiệt điện than miền Bắc như PPC và HND (theo các chuyên gia trong ngành). Những yếu tố này dự kiến sẽ thúc đẩy tỷ lệ huy động đạt mức cao và làm gia tăng chênh lệch giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) cho QTP vào năm 2026.

## Triển vọng năm 2025: LNST giảm 11% do sản lượng giảm và thuế suất hiệu dụng tăng

Hình 1: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY%	Dự báo 2025 mới s/v cũ	Diễn giải cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo cũ
<b>Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)</b>	<b>6.794</b>	<b>6.597</b>	<b>-3%</b>	<b>-5,5%</b>	<b>Kết quả 9T đạt 4.960 triệu kWh (-3% YoY; 71% dự báo năm 2025 cũ của chúng tôi).</b> (a) Chủ yếu do mức độ huy động thấp hơn trong bối cảnh sản lượng thủy điện đạt mức cao. (b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
<b>Chênh lệch giá (đồng/kWh)</b>	<b>324</b>	<b>331</b>	<b>2%</b>	<b>2,3%</b>	
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.753	1.608	-8%	-7,4%	(a) Do (1) mức giảm 30% YoY của giá CGM toàn ngành, lẫn át việc (2) tỷ lệ Qc của QTP tăng lên mức 80% trong năm 2025 (so với 73% trong năm 2024). (b) Do chúng tôi giảm 22% dự báo giá CGM toàn ngành.
Chi phí nguyên liệu trung bình (đồng/kWh)	1.429	1.276	-11%	-9,6%	(a) Chủ yếu do giá than pha trộn toàn ngành giảm 8% YoY. (b) Do chúng tôi giảm 6% dự báo giá than pha trộn toàn ngành.
<b>Doanh thu</b>	<b>11.908</b>	<b>10.605</b>	<b>-11%</b>	<b>-12,4%</b>	<b>KQ 9T đạt 7,8 nghìn tỷ đồng (-13% YoY; 65% dự báo năm 2025 cũ).</b>
Giá vốn hàng bán	-11.051	-9.803	-11%	-12,7%	
- trong đó, chi phí khấu hao	-567	-548	-3%	0,0%	
- trong đó, chi phí bảo trì và các chi phí khác	-413	-454	10%	0,0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>858</b>	<b>802</b>	<b>-6%</b>	<b>-8,6%</b>	<b>(a) Do (1) mức giảm 3% YoY của sản lượng thương phẩm, lẫn át (2) mức tăng nhẹ 2% YoY của chênh lệch giá và (3) mức giảm 3% YoY của chi phí khấu hao.</b> <b>(b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm giá định sản lượng thương phẩm của chúng tôi.</b>
Chi phí quản lý (G&A)	-115	-120	5%	0,0%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>743</b>	<b>682</b>	<b>-8%</b>	<b>-10,0%</b>	
Thu nhập tài chính	7	23	258%	64,7%	KQ 9T đạt 14 tỷ đồng (tăng gấp 12 lần YoY; 96% dự báo năm 2025 cũ). (a & b) Dựa theo kết quả 9T.
Chi phí tài chính	-25	-16	-36%	N.M.	(a & b) Dựa theo kết quả 9T.
- trong đó, chi phí lãi vay	-21	-16	-23%	N.M.	
<b>LNTT</b>	<b>722</b>	<b>689</b>	<b>-5%</b>	<b>-10,7%</b>	
Chi phí thuế thu nhập	-73	-138	90%	-10,7%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>650</b>	<b>551</b>	<b>-15%</b>	<b>-10,7%</b>	<b>KQ 9T đạt 396 tỷ đồng (-15% YoY; 64% dự báo năm 2025 cũ).</b> <b>(a) Do (1) mức giảm 3% YoY của sản lượng bán và (2) việc thuế suất hiệu dụng tăng lên mức 20% (so với 10% trong năm 2024), đã lẫn át (3) mức tăng 2% YoY của chênh lệch giá và (4) mức giảm nhẹ 3% YoY của chi phí khấu hao.</b> Việc thuế suất thuế hiệu dụng của QTP tăng lên mức 20% vào năm 2025 là do các ưu đãi thuế của công ty đã hết hiệu lực. Trước năm 2024, QTP được hưởng mức thuế suất TNDN ưu đãi là 5%. Đến năm 2024, thuế suất này đã tăng lên 10% (so với mức 5% vào năm 2023). Và từ năm 2025, công ty sẽ áp dụng mức thuế suất TNDN 20%. <b>(b) Chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng thương phẩm dựa theo kết quả 9T.</b>

Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

## Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận dự kiến sẽ phục hồi nhờ đà tăng của sản lượng

Hình 2: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY%	Diễn giải cho tăng trưởng YoY
<b>Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)</b>	<b>6.597</b>	<b>7.075</b>	<b>7%</b>	Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động sẽ đạt mức 74% trong năm 2026 (so với 69% trong năm 2025), do chúng tôi kỳ vọng mức độ huy động sẽ tăng cao hơn nhằm đáp ứng sự gia tăng của nhu cầu điện tại khu vực miền Bắc. Chúng tôi dự báo nhu cầu điện sẽ ghi nhận mức tăng trưởng 7,5% trong năm 2026.
<b>Chênh lệch giá (đồng/kWh)</b>	<b>331</b>	<b>326</b>	<b>-1%</b>	
Giá bán trung bình (đồng/kWh)	1.608	1.649	3%	
Chi phí nguyên liệu trung bình (đồng/kWh)	1.276	1.323	4%	Do chúng tôi điều chỉnh tăng 4% YoY dự báo giá than pha trộn toàn ngành.
<b>Doanh thu</b>	<b>10.605</b>	<b>11.668</b>	<b>10%</b>	
Giá vốn hàng bán	-9.803	-10.715	9%	
- trong đó, chi phí khấu hao	-548	-548	0%	
- trong đó, chi phí bảo trì và các chi phí khác	-454	-408	-10%	Chúng tôi dự báo chi phí bảo trì và các chi phí khác sẽ trở về mức bình thường từ nền cao của năm 2025, và đạt 408 tỷ đồng (-10% YoY; cao hơn 13% so với mức trung bình của giai đoạn 2021-2024 là 361 tỷ đồng).
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>802</b>	<b>953</b>	<b>19%</b>	
Chi phí quản lý (G&A)	-120	-126	5%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>682</b>	<b>827</b>	<b>21%</b>	
Thu nhập tài chính	23	41	73%	Do chúng tôi dự báo QTP sẽ cải thiện vị thế tiền mặt ròng sau khi hoàn tất việc trả toàn bộ số nợ vay trong năm 2025.
Chi phí tài chính	-16	0	-100%	
- trong đó, chi phí lãi vay	-16	0	-100%	
<b>LNTT</b>	<b>689</b>	<b>867</b>	<b>26%</b>	
Chi phí thuế thu nhập	-138	-173	26%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>551</b>	<b>694</b>	<b>26%</b>	Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 7% YoY của sản lượng bán, mức giảm 10% của chi phí bảo trì và các chi phí khác, cùng với sự gia tăng của thu nhập tài chính ròng.

Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

## Định giá

### Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi áp dụng khung thời gian dự báo 23 năm (2026-2048) cho mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) của chúng tôi, thay vì phương pháp giá trị cuối truyền thống với Mô hình tăng trưởng Gordon. Điều này dựa theo vòng đời hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than, dao động từ 30 đến 35 năm. QTP 1 đã bắt đầu hoạt động từ giai đoạn 2010-2011, tiếp theo là QTP 2 từ giai đoạn 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 hiện áp dụng mức chiết khấu 15% cho định giá của chúng tôi để xác định giá mục tiêu, nhằm 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. Mặc dù, Việt Nam đang tư nhân hóa ngành điện, nhưng vẫn cần phải cải thiện tính minh bạch về giá cả và cơ chế vận hành của thị trường phát điện cạnh tranh (sản xuất/bán buôn/bán lẻ).

Chúng tôi điều chỉnh giảm 2,7% giá mục tiêu xuống mức 14.600 đồng/cổ phiếu, nhưng giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với QTP. Với nguyên nhân chủ yếu được thúc đẩy bởi việc (1) mức tăng của chúng tôi đối với dự báo vốn đầu tư XDCB từ mức 2 nghìn tỷ đồng (giai đoạn 2025-2029) lên 3,2 nghìn tỷ đồng (giai đoạn 2026-2030), làm giảm thiểu tác động tích cực của (2) mức điều chỉnh tăng 10,3% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo giai đoạn 2025-2029 (với các mức thay đổi lần lượt là -10,7% / +4,4% / +15,8% / +10,8% / +23,3% cho từng năm trong giai đoạn 2025-2029F), cùng với (3) việc chúng tôi dời mô hình định giá sang cuối năm 2026.

Mức điều chỉnh tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS chủ yếu phản ánh giả định của chúng tôi rằng phần chi phí khấu hao cho dự án nâng cấp tiêu chuẩn môi trường sẽ được dời sang sau năm 2030 (nhìn chung phù hợp với kế hoạch của ban lãnh đạo). Việc này giúp bù đắp cho tác động từ (1) mức điều chỉnh giảm 6% của chúng tôi đối với giả định sản lượng thương phẩm năm 2025 và (2) mức giảm 7% đối với giả định giá CGM, như đã nêu trong Báo cáo cập nhật Ngành nhiệt điện ngày 10/12/25.

### Hình 3: Tóm tắt định giá

CKDT	
Giá trị VCSH/cổ phiếu (đồng)	17.219
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế	15,0%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>14.600</b>
Tỷ lệ tăng	13,2%
Lợi suất cổ tức năm 2025	7,8%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>20,9%</b>
Lợi suất cổ tức năm 2026 tại giá mục tiêu	8,2%

Nguồn: Vietcap

Chúng tôi nâng giả định vốn đầu tư XDCB cho giai đoạn 2026-2030 lên mức 3,2 nghìn tỷ đồng, phù hợp với kế hoạch của QTP nhằm nâng cấp nhà máy để đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường mới. Mức vốn đầu tư này cao hơn 60% so với kế hoạch mà QTP đặt ra vào năm 2018. Theo công ty, mức vốn đầu tư tăng cao chủ yếu phản ánh sự mất giá của đồng VND (do phần lớn thiết bị phải nhập khẩu) và các yêu cầu pháp lý ngày càng nghiêm ngặt, đòi hỏi hệ thống phải có tiêu chuẩn kỹ thuật cao hơn. QTP đặt mục tiêu sẽ hoàn tất quá trình nâng cấp và đưa thiết bị vào vận hành vào quý 3/2031. Việc nâng cấp sẽ được triển khai theo từng giai đoạn đối với mỗi máy trong bốn tổ máy.

Theo đó, chúng tôi giả định vốn đầu tư XDCB hàng năm sẽ đạt 320 tỷ đồng trong năm 2026 và 720 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2027-2030. Do QTP dự kiến sẽ ghi nhận chi phí khấu hao trong giai đoạn 2031-2040, nên chúng tôi quyết định dời lịch khấu hao sang sau năm 2030, qua đó nâng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo của chúng tôi.

Chúng tôi lưu ý một yếu tố hỗ trợ tiềm năng là: hiện chưa có phê duyệt chính thức cho việc tính toán vốn đầu tư nâng cấp vào giá bán điện trung bình của QTP theo hợp đồng PPA mới. Do đó, chúng tôi giữ nguyên các giả định hiện tại về giá PPA cho đến khi có thêm thông tin chi tiết hơn. QTP đặt mục tiêu sẽ đàm phán và đạt được các điều khoản có lợi hơn trong chu kỳ PPA tiếp theo.

Hình 4: báo dòng tiền giai đoạn 2025-2030

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>682</b>	<b>827</b>	<b>966</b>	<b>1.276</b>	<b>1.486</b>	<b>1.398</b>
+ Khấu hao	570	570	200	200	200	200
- Thuế	-138	-173	-202	-263	-304	-287
- Tăng vốn hoạt động	445	-179	412	-569	-78	-48
- Vốn đầu tư XD/CB	-9	-320	-720	-720	-720	-720
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1.551</b>	<b>724</b>	<b>655</b>	<b>-76</b>	<b>584</b>	<b>544</b>
Giá trị hiện tại của DTTD		647	522	-54	371	309
<b>Tổng GTHT của DTTD</b>		<b>647</b>	<b>1.169</b>	<b>1.115</b>	<b>1.486</b>	<b>1.794</b>

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Định giá chiết khấu dòng tiền và các giả định

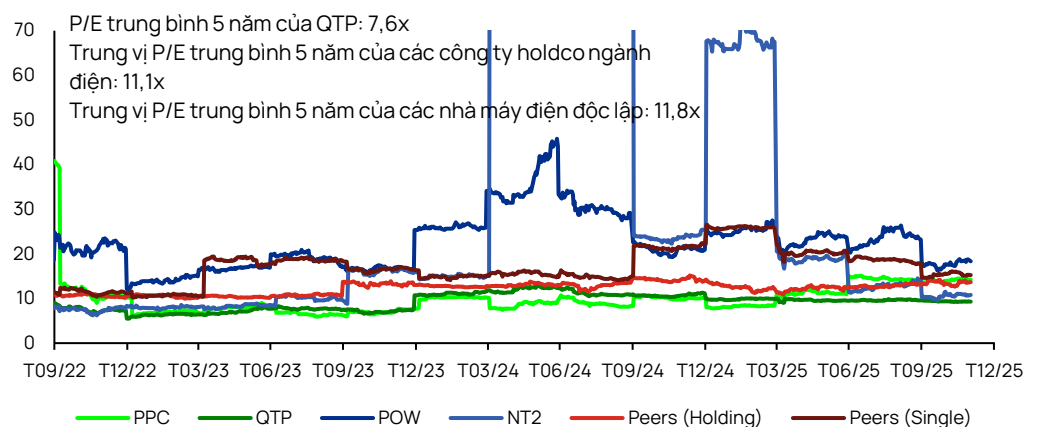
Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD (2026-2030)	1.794
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của DTTD (2031-2048)	4.960
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	<b>Tổng GTHT của DTTD</b>	<b>6.755</b>
Chi phí VCSH %	13,2	13,2	Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	1.087
Chi phí nợ vay %	9,0	9,0	Trừ: Nợ vay	-93
Thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>7.749</b>
Tỷ lệ nợ/vốn %	20,0	20,0	Số lượng cổ phiếu (triệu)	450
<b>WACC %</b>	<b>12,0</b>	<b>12,0</b>	<b>Giá trị trên mỗi cổ phiếu (đồng)</b>	<b>17.219</b>

Nguồn: Vietcap

### Các công ty cùng ngành

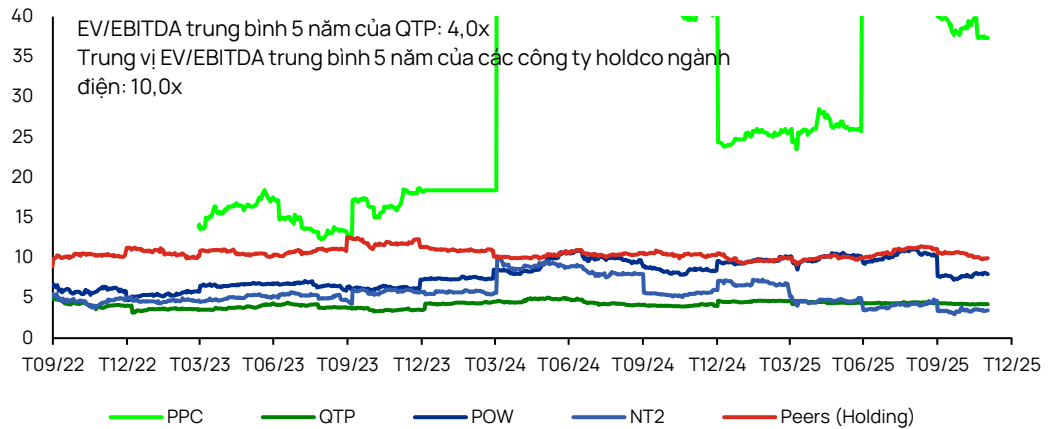
Chúng tôi đã chọn ra một số công ty cùng ngành trong khu vực, bao gồm các công ty holdco ngành điện hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện, cùng với các nhà máy điện riêng lẻ tại Châu Á. Tất cả các công ty này đều là nhà sản xuất điện, nhưng khác với QTP về loại điện, công suất và cơ chế thị trường.

Hình 6: P/E trượt của QTP, PPC, và các công ty cùng ngành trong khu vực (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 01/12/2025)

Hình 7: Diễn biến EV/EBITDA trượt của PPC, QTP, và một số công ty cùng ngành trong khu vực (\*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap. (\*) EBITDA trượt của PPC âm từ quý 4/2021 đến quý 1/2022, và trong quý 4/2023. Kể từ tháng 04/2024, EV/EBITDA trượt của công ty là 101,6 lần, và đến nay đã giảm xuống còn 44,1 lần vào cuối năm 2024 (Dữ liệu tính đến ngày 01/12/2025).

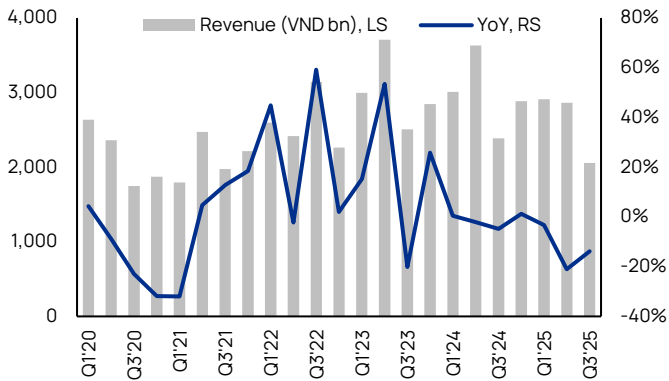
Hình 8: So sánh các công ty cùng ngành với QTP

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ vay ròng/VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	LS cổ tức (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/EBITDA (x)
<b>Công ty holdco ngành điện</b>													
Manila Electric	Philippines	11.417	8.486	4,9	853,1	12,8	0,9	7,1	32,8	4,2	13,6	4,0	12,0
First Philip Hld	Philippines	523	2.911	1,0	269,9	12,6	44,2	2,9	9,2	3,1	2,1	0,2	4,7
Ratchaburi Elec	Thái Lan	2.023	706	-32,1	182,7	3,2	28,6	2,9	6,5	4,8	10,6	0,7	21,0
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.229	802	-6,5	58,9	-23,5	41,5	2,0	4,0	3,8	20,1	0,8	23,6
Global Power Syn	Thái Lan	3.107	2.630	-0,7	177,1	66,7	90,2	2,1	5,5	2,4	16,8	0,9	10,2
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	471	4,3	129,1	15,7	-6,3	10,4	15,0	N/A	N/A	N/A	8,7
Tata Power Co	Ấn Độ	13.758	7.746	6,6	469,8	7,4	115,9	2,7	11,7	0,6	31,1	3,5	12,5
Cikarang Listrin	Indonesia	682	550	0,5	60,1	-17,5	7,9	4,7	8,3	9,9	11,1	0,9	4,2
Ytl Power Intl	Malaysia	6.870	4.804	-4,5	593,1	-15,0	118,1	3,7	12,7	2,4	10,6	1,3	11,8
Malakoff Corp Bh	Malaysia	1.017	1.819	-12,9	34,8	N/A	100,3	0,8	2,8	4,3	43,7	0,8	6,3
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	553	1.612	-20,4	39,8	N/A	125,3	N/A	N/A	N/A	13,7	1,4	N/A
PV Power (POW)	Việt Nam	1.318	1.322	19,5	74,0	39,7	20,1	2,3	5,8	N/A	18,3	1,0	7,7
<b>Trung vị</b>		<b>1.318</b>	<b>1.612</b>	<b>0,5</b>	<b>130,5</b>	<b>12,6</b>	<b>44,2</b>	<b>2,8</b>	<b>7,4</b>	<b>3,8</b>	<b>13,7</b>	<b>0,9</b>	<b>9,5</b>
<b>Nhà máy điện độc lập</b>													
Sahacogen Chonbu	Thái Lan	79	95	-19,5	-8,6	N/A	122,5	-3,3	-8,5	2,3	N/A	0,8	24,3
Vivant Corp	Philippines	324	203	29,1	49,6	48,1	9,9	8,8	13,9	3,1	6,0	0,9	13,4
AC Energy	Philippines	1.653	547	-12,2	52,4	-66,5	78,0	0,9	2,0	2,1	59,8	0,7	356,1
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	972	574	-10,7	58,5	128,0	124,6	2,2	6,2	1,2	16,2	1,0	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	3.031	1.820	13,8	361,4	30,4	89,0	8,8	22,0	2,7	7,3	1,5	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	5.629	967	14,7	209,9	22,2	69,5	2,9	6,9	1,0	26,1	1,8	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.108	365	38,5	61,8	75,4	113,3	2,9	10,7	0,9	17,6	1,8	N/A
Nhon Trạch 2 (NT2)	Việt Nam	256	281	34,6	25,3	187,1	-31,9	7,0	14,6	6,4	10,7	1,5	3,4
Hải Phòng (HND)	Việt Nam	203	393	-10,0	8,9	-30,5	-0,6	3,3	3,8	3,7	23,3	0,9	6,7
Phả Lại (PPC)	Việt Nam	<b>122</b>	<b>261</b>	<b>-12,7</b>	<b>8,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>7,0</b>	<b>14,3</b>	<b>0,7</b>	<b>41,5</b>
<b>Trung vị</b>		<b>648</b>	<b>379</b>	<b>1,9</b>	<b>51,0</b>	<b>30,4</b>	<b>73,8</b>	<b>3,1</b>	<b>6,5</b>	<b>2,5</b>	<b>16,2</b>	<b>0,9</b>	<b>18,8</b>
<b>Quảng Ninh (QTP)</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>219</b>	<b>475</b>	<b>-1,2</b>	<b>24,7</b>	<b>1,2</b>	<b>-18,8</b>	<b>8,1</b>	<b>11,3</b>	<b>9,3</b>	<b>10,5</b>	<b>1,2</b>	<b>3,9</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 01/12/2025)

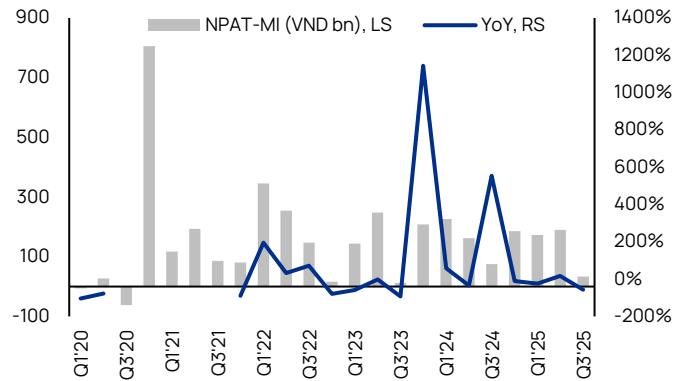
## KQKD theo quý của QTP

Hình 9: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



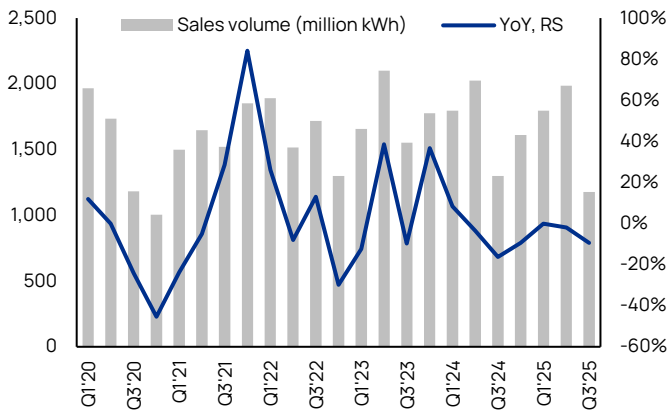
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 10: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý (tỷ đồng)



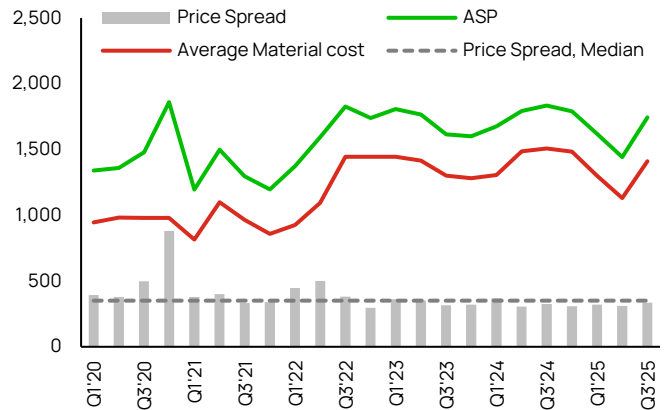
Nguồn: QTP, Vietcap (YoY không có ý nghĩa khi so sánh với các khoản lỗ)

Hình 11: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý (triệu kWh)



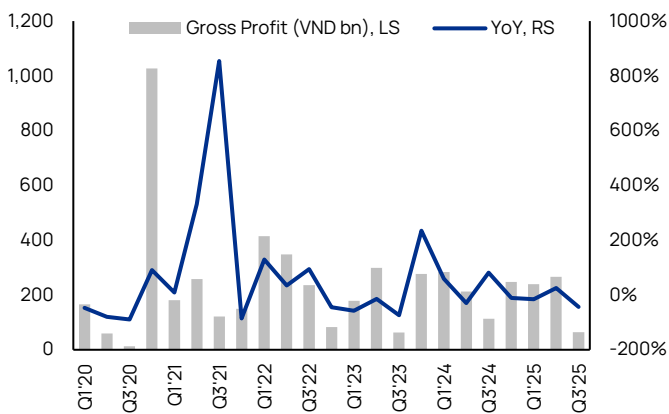
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 12: Chênh lệch giá hàng quý (đồng/kWh)



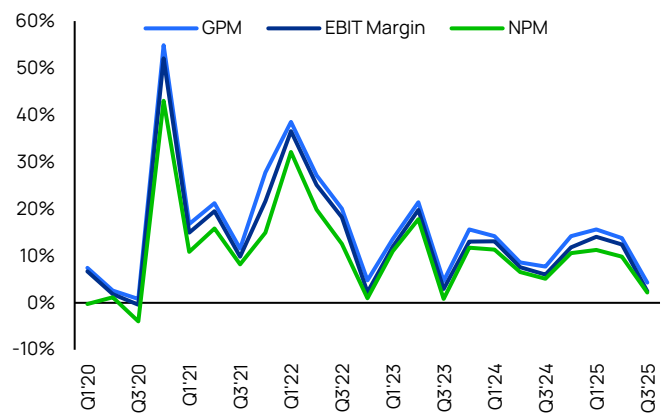
Nguồn: QTP, Vietcap

Hình 13: Lợi nhuận gộp hàng quý (tỷ đồng)



Nguồn: QTP, Vietcap

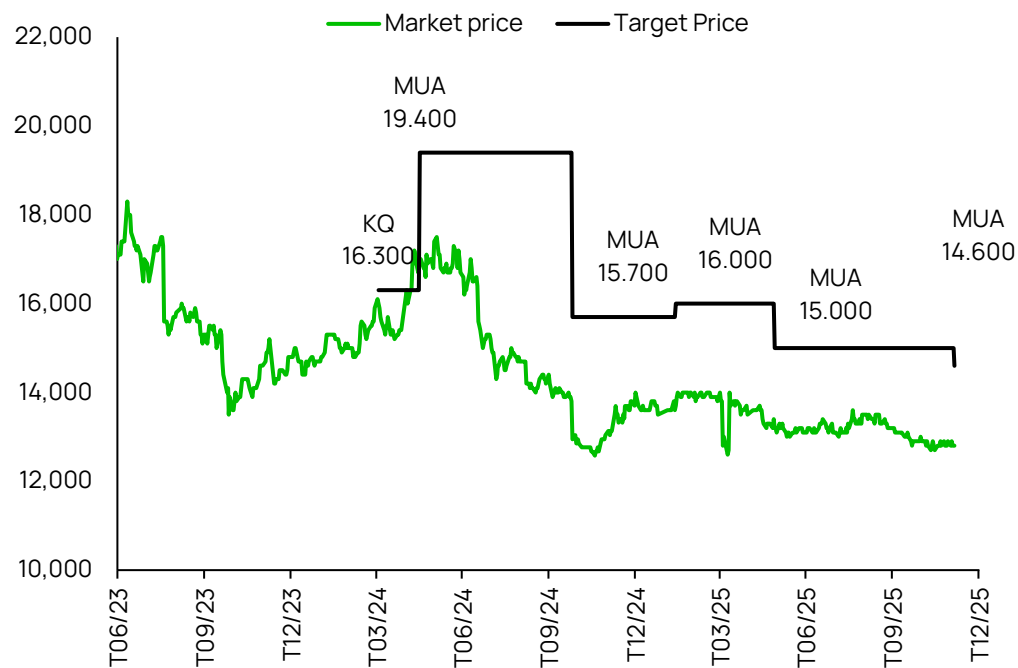
Hình 14: Chi phí khấu hao hàng quý (tỷ đồng)



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 15: 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)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>11.908</b>	<b>10.605</b>	<b>11.668</b>	<b>10.376</b>
Giá vốn hàng bán	-11.051	-9.803	-10.715	-9.277
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>858</b>	<b>802</b>	<b>953</b>	<b>1.099</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-115	-120	-126	-133
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>743</b>	<b>682</b>	<b>827</b>	<b>966</b>
Doanh thu tài chính	7	23	41	46
Chi phí tài chính	-25	-16	0	0
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-21	-16	0	0
Lợi nhuận từ công ty LDLC	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-2	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>722</b>	<b>689</b>	<b>867</b>	<b>1.012</b>
Thuế TNDN	-73	-138	-173	-202
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>650</b>	<b>551</b>	<b>694</b>	<b>809</b>
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
<b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>650</b>	<b>551</b>	<b>694</b>	<b>809</b>
<b>LNST sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>630</b>	<b>551</b>	<b>694</b>	<b>809</b>
EBITDA	1.313	1.252	1.397	1.166
EPS báo cáo, VND	1.372	1.164	1.465	1.709
EPS điều chỉnh (1), VND	1.327	1.164	1.465	1.709
DPS báo cáo, VND	1.200	1.000	1.200	1.200
DPS/EPS báo cáo (%)	87%	86%	82%	70%
(1) EPS điều chỉnh theo lỗ tỷ giá và quỹ phúc lợi & khen thưởng				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-1,2%	-10,9%	10,0%	-11,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	5,6%	-8,2%	21,2%	16,9%
Tăng trưởng LNTT	12,1%	-4,6%	25,8%	16,7%
Tăng trưởng EPS	6,2%	-15,1%	25,8%	16,7%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp	7,2%	7,6%	8,2%	10,6%
Biên LN từ HĐ	6,2%	6,4%	7,1%	9,3%
Biên EBITDA	11,0%	11,8%	12,0%	11,2%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	5,5%	5,2%	5,9%	7,8%
ROE	12,7%	10,8%	13,3%	14,8%
ROA	8,8%	7,7%	10,0%	11,2%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	27	28	23	26
Số ngày phải thu	85	83	67	74
Số ngày phải trả	43	44	33	41
TG luân chuyển tiền	69	67	57	60
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,6	2,9	2,7
CS thanh toán nhanh	1,6	2,3	2,5	2,3
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,2	0,4	0,5
Nợ/Tài sản	2,6%	1,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn sử dụng	3,7%	1,3%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn CSH	-7,2%	-27,1%	-31,8%	-33,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	35,7x	N.M.	N.M.	N.M.

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	36	420	666	827
Đầu tư TC ngắn hạn	522	1.032	1.032	1.032
Các khoản phải thu	2.763	2.034	2.238	1.990
Hàng tồn kho	882	645	705	610
TS ngắn hạn khác	347	347	347	347
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>4.549</b>	<b>4.477</b>	<b>4.986</b>	<b>4.805</b>
TS dài hạn (gộp)	21.253	21.262	21.582	22.302
- Khấu hao lũy kế	-18.403	-18.973	-19.543	-19.743
TS dài hạn (ròng)	2.850	2.289	2.039	2.559
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	56	56	56	56
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>2.907</b>	<b>2.346</b>	<b>2.096</b>	<b>2.616</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>7.456</b>	<b>6.822</b>	<b>7.082</b>	<b>7.420</b>
Phải trả ngắn hạn	1.435	913	998	1.067
Nợ ngắn hạn	75	52	0	0
Nợ ngắn hạn khác	738	738	738	738
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.248</b>	<b>1.702</b>	<b>1.736</b>	<b>1.805</b>
Nợ dài hạn	118	18	0	0
Nợ dài hạn khác	5	5	5	5
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.370</b>	<b>1.725</b>	<b>1.741</b>	<b>1.810</b>
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	355	366	610	879
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>5.086</b>	<b>5.097</b>	<b>5.341</b>	<b>5.610</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>7.456</b>	<b>6.822</b>	<b>7.082</b>	<b>7.420</b>
CP lưu hành cuối năm (tr)	450	450	450	450

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>158</b>	<b>36</b>	<b>420</b>	<b>666</b>
Thu nhập ròng	650	551	694	809
Khấu hao	570	570	570	200
Thay đổi vốn lưu động	211	445	-179	412
Điều chỉnh khác	-231	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.199</b>	<b>1.567</b>	<b>1.085</b>	<b>1.421</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-6	-9	-320	-720
Đầu tư, ròng	-516	-510	0	0
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-523</b>	<b>-519</b>	<b>-320</b>	<b>-720</b>
Cổ tức đã trả	-675	-540	-450	-540
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-23	-23	-52	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-100	-100	-18	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-799</b>	<b>-663</b>	<b>-519</b>	<b>-540</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-122</b>	<b>385</b>	<b>246</b>	<b>161</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>36</b>	<b>420</b>	<b>666</b>	<b>827</b>

Nguồn: QTP, dự báo của Vietcap

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Phường Sài Gòn, TP. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Sài Gòn, Tp. HCM  
+84 28 8882 6868

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6  
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)  
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)  
+84 28 8882 6868

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588  
research@vietcap.com.vn

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
nam.hoang@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

##### Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thủy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, 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, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Anthony Le

#### Giám đốc

#### Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525  
anthony.le@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

#### Giám đốc điều hành

#### Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222  
quynh.chau@vietcap.com.vn

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 chúng tôi về công ty này. Chúng 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 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.

## 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.