

CTCP NHIỆT ĐIỆN HẢI PHÒNG (UpCOM: HND)

Vất vả trồng cây, có ngày hái trái

Nhiệt điện Hải Phòng (UpCOM: HND) có nhiều điểm mạnh nội tại nhờ các tổ máy điện trẻ, suất đầu tư cạnh tranh và hoạt động hiệu quả. Đáp ứng khoảng 7% phụ tải miền Bắc và 3,7% tổng tiêu thụ điện cả nước, lợi thế của HND được thể hiện ở biên gộp cao, suất tiêu hao than điều độ so với các nhà máy điện than sử dụng than vùng Đông Bắc Bộ. Thêm vào đó, việc tuân thủ lịch tu sửa và quản lý các chi phí vận hành khác chặt chẽ cũng góp phần tăng tính ổn định trong các chỉ số tài chính của HND.

Trong điều kiện thủy văn hiện tại, thế mạnh của HND được phát huy. Công suất huy động và sản lượng hợp đồng đều ở mức cao là động lực tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn. Đặc biệt trong những năm cuối cùng đẩy mạnh khấu hao và trả nợ, tăng công suất hoạt động giúp dòng tiền thu về dồi dào. Nhờ đó, HND trả nợ đúng lịch, giảm chi phí lãi vay cũng như chi phí lỗ tỷ giá trong khi vẫn có lãi cao và tăng tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu.

Sử dụng các phương pháp định giá EV/EBITDA, FCF và P/E, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của HND ở mức **22.900 đồng/CP**. Cộng thêm cổ tức tiền mặt 1.200 đồng, tổng mức sinh lời kỳ vọng cho các NĐT là **32%**, tương đương khuyến nghị **MUA** đối với HND. Việc đang niêm yết trên sàn Upcom trong khi cơ cấu cổ đông cô đặc đã hạn chế thanh khoản của cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng một khi SCIC hoàn tất việc thoái vốn và doanh nghiệp chuyển sang sàn giao dịch niêm yết, tính thanh khoản sẽ được cải thiện và động lực tăng giá sẽ rõ ràng hơn.

Luận điểm đầu tư

- Biên phí ổn định nhờ nhà máy trẻ, cơ chế mua bán điện là bản lề cho biên lợi nhuận
- Định phí được kiểm soát nhờ hoạt động sửa chữa lớn, giảm chi phí khấu hao theo lộ trình là động lực tăng trưởng quan trọng
- Tốc độ trả nợ nhanh giúp sức khỏe tài chính cải thiện rõ rệt trong dài hạn

Rủi ro

- Triển vọng kinh doanh năm 2021 – 2022 được dự báo sẽ kém khả quan hơn do xác suất La Nina trở lại khá cao. LNST được dự báo giảm mạnh trong năm 2021, có thể tác động tạm thời lên giá cổ phiếu.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	2017	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9.095	9.527	11.301	12.222	9.577
% tăng trưởng	-0,7	4,7	18,6	8,1	-21,6
Lợi nhuận sau thuế	396	425	1.203	1.443	801
% tăng trưởng	37,7	7,4	183,2	20,0	-44,5
Tỷ suất LNST (%)	4,3	4,5	10,6	11,8	8,4
ROA (%)	2,5	2,9	9,1	11,7	7,1
ROE (%)	17,0	15,3	19,0	19,2	10,2
EPS (VND)	723	765	2.322	2.743	1.522
Giá trị sổ sách (VND)	10.371	11.385	12.459	14.674	14.696
Cổ tức tiền mặt (VND)	0	650	1.600	1.200	1.500
P/E (x)	16,1	4,3	7,3	6,2	11,1
P/BV (x)	1,2	0,9	1,8	1,6	1,6

Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt

MUA

+32%

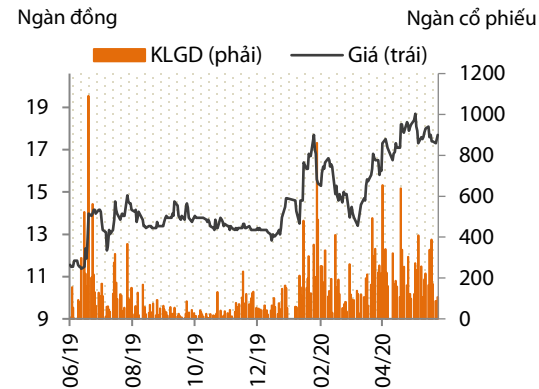
Giá thị trường (VND)	18.200
Giá mục tiêu (VND)	22.900

Cổ tức tiền mặt (VND)*	1.200
------------------------	-------

* Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	9.000
SLCPLH (triệu cp)	500
Beta	0,6
Free Float (%)	14,0
Giá cao nhất 52 tuần	19.000
Giá thấp nhất 52 tuần	11.668
KLGD bình quân 20 phiên	189.131



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
HND	18,9	49,9	135,4
Tiện ích công cộng	7,2	-20,8	-0,3
UpCOM Index	11,3	1,9	-1,1
VN-Index	14,6	9,7	11,5

Cổ đông lớn (%)

GENCO2	47
PPC	20
SCIC	15
Gới hạn sở hữu của NĐTNN còn lại (%)	49

Nguyễn Hà Trinh

(084) 028 - 6299 2006 - Ext 1551

trinh.nh@vpsc.com.vn

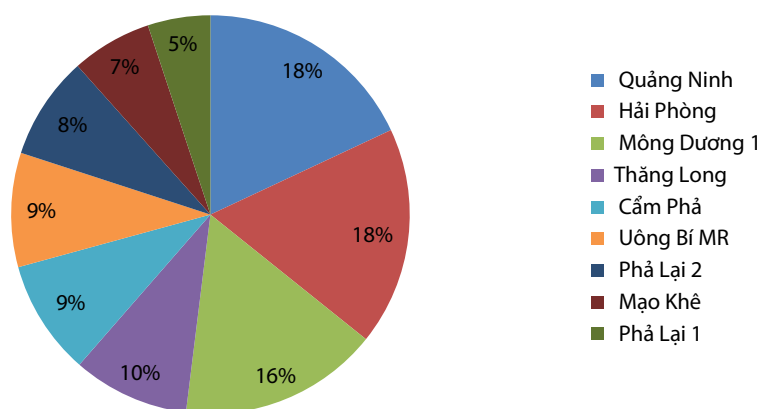
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Suất tiêu hao ổn định nhờ nhà máy trẻ, cơ chế mua bán điện là bản lề cho biên lợi nhuận

Hiệu suất cao nhờ máy móc hiện đại

Nhiệt điện Hải Phòng sử dụng tua-bin từ Marubeni (Nhật Bản) và nồi hơi của Dongfang (Trung Quốc). Điều này cho phép HND hưởng suất đầu tư thấp so với mặt bằng chung của các nhà máy điện than có công suất khoảng 1.200 MW xây dựng cùng giai đoạn. Suất đầu tư của Nhiệt điện Hải Phòng khoảng 18,3 tỷ đồng/MW, chỉ cao hơn Nhiệt điện Quảng Ninh (17,8 tỷ đồng/MW). Trong khi đó, HND đạt tiêu hao nhiên liệu tương đương với các tổ máy có suất đầu tư tốn kém hơn.

Hình 1: Sản lượng kế hoạch năm 2020 của các nhà máy nhiệt điện trong tam giác kinh tế Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh



Nguồn: Cục Điều tiết Điện lực, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nhiệt điện Hải Phòng là một trong những nhà máy nhiệt điện than nằm trong khu vực tam giác kinh tế Hà Nội - Hải Phòng – Quảng Ninh. Với kế hoạch sản lượng năm 2020 hơn 8 tỷ kWh, cao thứ 2, HND chiếm khoảng 18% thị phần các nhà máy nhiệt điện tham gia trực tiếp vào thị trường điện trong khu vực này. HND là nhà máy chạy nền năm 2020 với hệ số tải 85%. Giai đoạn 2019-2020, gần như tất cả các nhà máy nhiệt điện trực tiếp tham gia thị trường (trừ Nhiệt điện khí Nhơn Trạch 1) đều chạy nền, trong đó nhiều nhà máy có hệ số tải trên 80% để bù cho công suất thiếu hụt ở các nhà máy thủy điện phía Bắc, vừa cung cấp điện lên đường dây truyền tải Bắc- Trung- Nam. Theo số liệu của EVN, năm 2019 sản lượng điện thương phẩm của cả nước đạt 221,4 tỷ kWh, trong đó HND cung cấp khoảng 3,7%.

Bảng 1: Chi tiết thiết bị của một số nhà máy điện than tiêu biểu

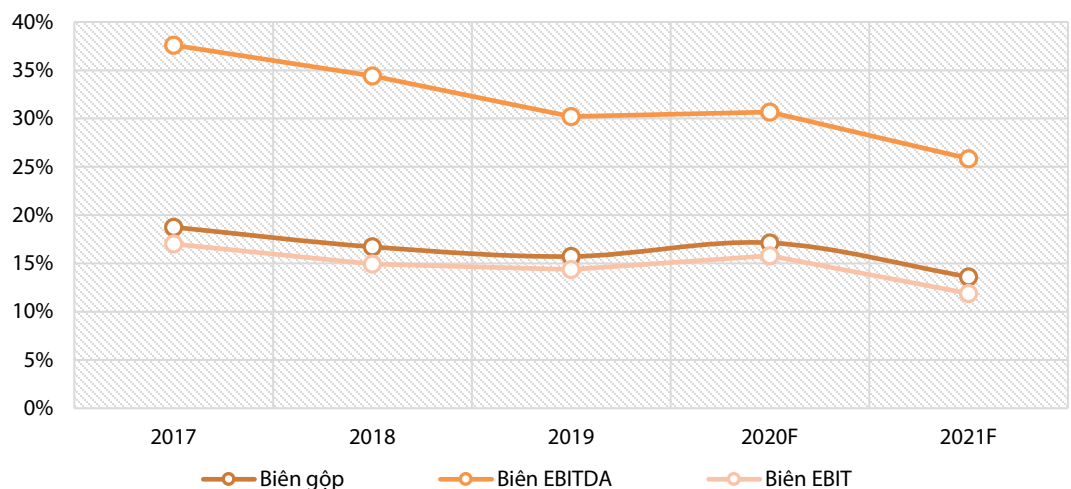
Nhà máy	Công suất (MW)	TMĐT (tỷ đồng)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Chủ sở hữu	COD	NSX tuabin	NSX nồi hơi
Hải Phòng 1	600 (2x300)	22.000	18,3	HND	- TM1: 11/2011 - TM2: 07/2011	Marubeni (Nhật Bản)	Dongfang (Trung Quốc)
Hải Phòng 2	600 (2x300)				02/2014		
Quảng Ninh 1	600 (2x300)	21.400	17,8	QTP	2010	SEC (Trung Quốc)	SEC (Trung Quốc)
Quảng Ninh 2	600 (2x300)				2013 & 2014		
Phả Lại 1	440 (4x110)	N/A	N/A	PPC	1984	Nga	Nga
Phả Lại 2	600 (2x300)	N/A	N/A		2001	General Electric (Mỹ)	General Electric (Mỹ)
Mông Dương 1	1080 (2x540)	37.400	34,6	PGV	2015	Hyundai E&C (Hàn Quốc)	Hyundai E&C (Hàn Quốc)
Vinh Tân 2	1244 (2x622)	23.500	18,9		2015	SEC (Trung Quốc)	SEC (Trung Quốc)
Vũng Áng 1	1200 (2x600)	28.800	24,0	POW	2014 & 2015	Toshiba (Nhật Bản)	Babcock & Wilcox Beijing (Trung Quốc)

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hiệu quả hoạt động duy trì tương đối ổn định

HND có khả năng duy trì biên lợi nhuận từ hoạt động phát điện dựa trên thế mạnh cốt lõi là nhà máy đầu tư tiết kiệm, máy móc hiện đại, kỹ thuật vận hành tốt và hoạt động sửa chữa định kỳ. Hình 2 thể hiện sự ổn định của biên gộp và biên EBIT của HND, trong khi chi phí khấu hao rất lớn làm biên EBITDA quá khứ cao, sau đó giảm mạnh khi công suất khai thác cải thiện.

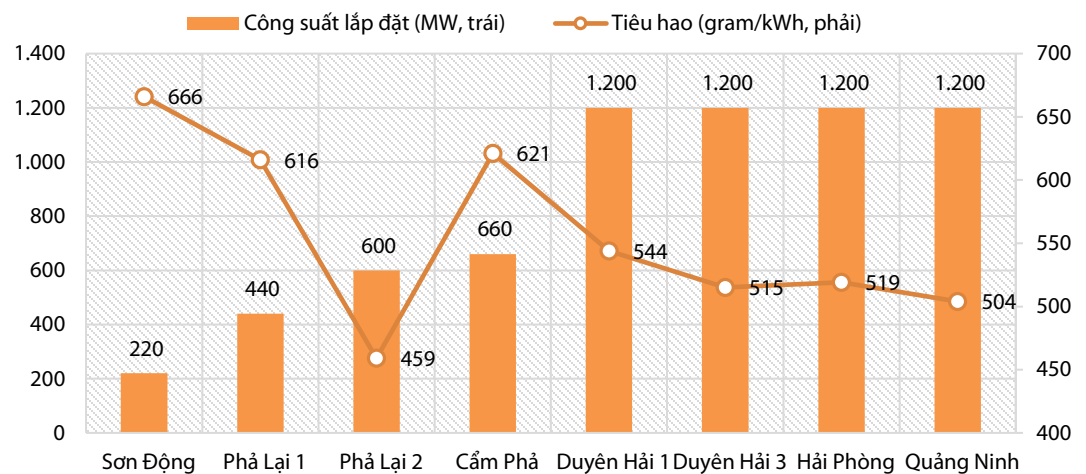
Hình 2: Biên gộp, biên EBITDA và biên EBIT



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Suất tiêu hao than thấp là một lợi thế. So với các nhà máy nhiệt điện than cùng công suất nhỏ hơn, HND thuộc nhóm nhà máy công suất lớn, có suất tiêu hao than tương đối thấp (Hình 3). Đây cũng là một lợi thế khi HND là một trong hai nhà máy điện duy nhất trong vùng có công suất thiết kế 1.200 MW (nhà máy còn lại là Nhiệt Điện Quảng Ninh – QTP).

Hình 3: Tiêu hao than (g/kWh)

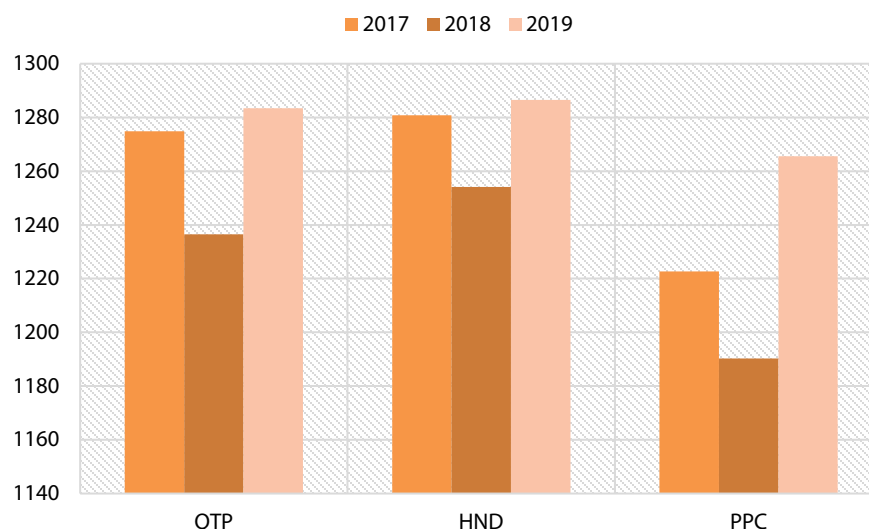


Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Cơ chế mua bán điện hiện tại là yếu tố ngành đóng vai trò bản lề để ổn định hóa biên lợi nhuận trong dài hạn. Việc được EVN bao tiêu phần lớn đầu ra sẽ giúp doanh nghiệp tránh được phần lớn ảnh hưởng do biến động giá nguyên liệu. Cụ thể, HND đã ký hợp đồng cung cấp than cho toàn bộ vòng đời dự án (tới năm 2042), ký hợp đồng với Đông Bắc 5 năm. Trong những năm gần đây, chi phí nguyên liệu (mà phần lớn là than) chiếm mức ổn định khoảng 65-70% giá vốn trên mỗi kWh điện thương phẩm, tương đương khoảng 832-863 đồng/kWh, ngoại trừ năm 2019 tăng lên 964 đồng/kWh do thiếu than nội địa. Chúng tôi cho rằng mức tiêu hao này có thể được duy trì ổn định dưới 1.000 đồng trong vòng 2 năm tới, dựa trên giả định giá than điều chỉnh tăng 2% mỗi năm.

Do đang trong quá trình đẩy mạnh trả nợ, HND không có nhiều lợi thế về thanh toán chi phí nguyên liệu nhằm giảm lượng than trộn. Lãnh đạo doanh nghiệp cho biết, các tổ máy hiện đại hoạt động hiệu quả chính là nhân tố giúp ổn định tiêu hao than. Như vậy, kể cả trong điều kiện thủy văn thuận lợi, HND vẫn sẽ có cơ hội duy trì công suất huy động cao ở cả hoạt động phát điện theo hợp đồng cũng như phát điện trên thị trường cạnh tranh.

Hình 4: Giá thành trên 1 kWh điện thương phẩm của một số nhà máy nhiệt điện niêm yết lớn



Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

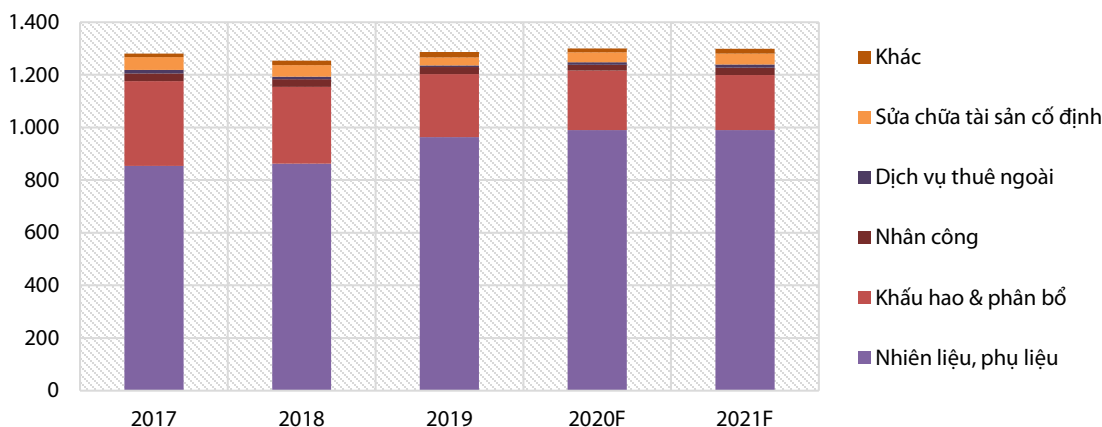
Định phí được kiểm soát nhờ hoạt động sửa chữa lớn, giảm chi phí khấu hao theo lộ trình là động lực tăng trưởng quan trọng cho lợi nhuận

Hoạt động sửa chữa lớn được kiểm soát tốt, góp phần ổn định chi phí

Do vận hành bốn tổ máy tương tự nhau về thông số kỹ thuật, nên lịch trình và chi phí sửa chữa khá ổn định qua các năm. Do vậy mà định phí mỗi năm của HND không biến động quá mạnh, góp phần ổn định hóa lợi nhuận.

Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, bốn tổ máy sẽ thay nhau đại tu theo chu kỳ 4 năm, mỗi một lượt đại tu sẽ ngừng phát điện 61-70 ngày. Thêm vào đó, các tổ máy cũng thay nhau trung tu theo chu kỳ tương tự, và mỗi 30 ngày sẽ bảo dưỡng tổ máy trong 7 ngày. Như vậy, ước tính chi phí sửa chữa lớn mỗi năm sẽ rơi vào khoảng 280 tỷ đồng và duy trì đều đặn nhờ thiết bị của các tổ máy có chất lượng và nhu cầu bảo trì tương đương nhau. Trong năm 2020, HND sẽ đại tu tổ máy 2 và trung tu tổ máy 4, chi phí dự kiến tương đương với năm 2019. Theo đó, chi phí sửa chữa lớn sẽ chiếm khoảng 4% giá vốn, tương đương 3 năm gần nhất.

Hình 5: Giá vốn trên 1 kWh của HND

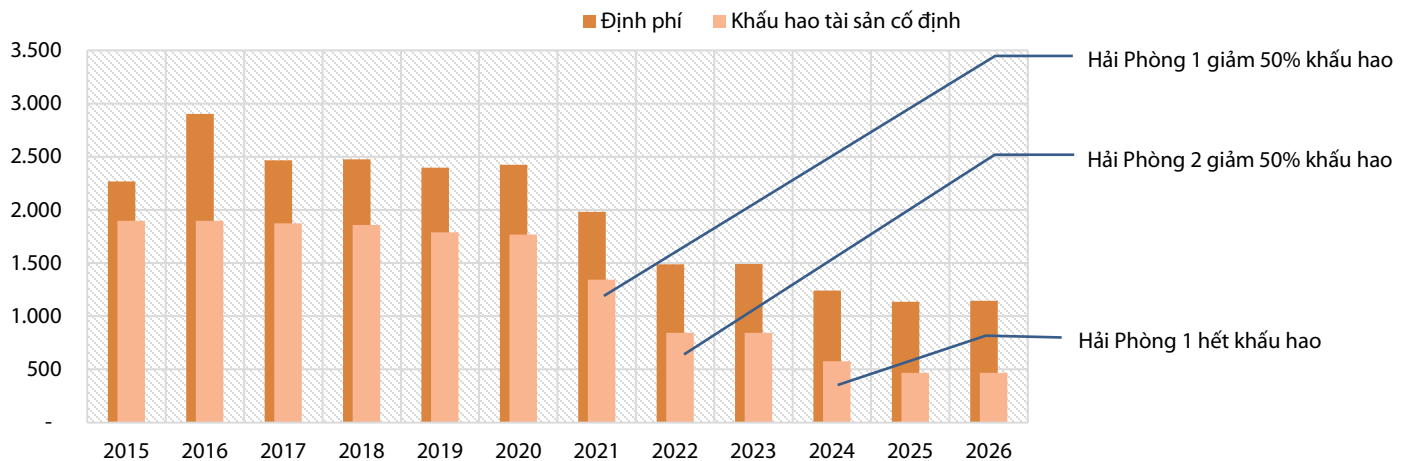


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Lợi nhuận gộp trong giai đoạn tới sẽ được hỗ trợ nhờ giảm khấu hao theo lộ trình

Kể từ khi hoạt động đầy đủ (2015), HND đẩy mạnh khấu hao để có dòng tiền trả nợ và giảm khấu hao dần khi dư nợ giảm. Theo lịch, nhà máy Hải Phòng 1 giảm 50% khấu hao kể từ năm 2021 và sẽ khấu hao xong trong năm 2024; nhà máy Hải Phòng 2 sẽ giảm 50% khấu hao kể từ năm 2022 (Hình 6). Như vậy, khi không còn nhu cầu thu về lượng lớn tiền mặt để trả nợ vay xây dựng cơ bản, việc giảm khấu hao sẽ giúp lợi nhuận cải thiện. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao tài sản cố định của HND sẽ giảm 500 tỷ năm 2021 và 425 tỷ năm 2022, giúp giảm định phí. Đặc biệt trong giả định khí hậu La Nina quay trở lại trong năm 2021 gây ra mức huy động thấp, việc giảm chi phí cố định sẽ phần nào hỗ trợ lợi nhuận.

Hình 6: Khấu hao tài sản cố định

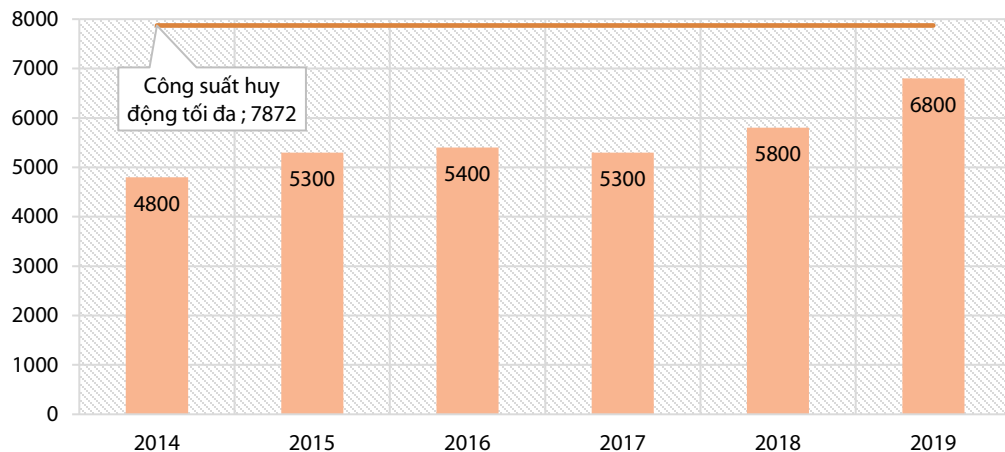


Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt ước tính

Tăng trưởng sản lượng trong trung hạn có thể không nhiều do 2019 là năm khô hạn nhất trong chu kỳ

Để nhận thấy mặc dù có công suất lớn, tỷ lệ huy động của HND trong giai đoạn 2014-2017 thấp (Hình 7). Do tình hình thủy văn thuận lợi cho các nhà máy thủy điện, nhu cầu hoạt động các tổ máy nhiệt điện không cao. Trung bình giai đoạn 2013-2018, HND chỉ đạt công suất huy động 5.000 giờ/năm.

Hình 7: Công suất huy động ước tính (giờ/năm) của HND



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Theo kế hoạch kinh doanh 2020 sơ bộ của HND, mục tiêu 7.000 giờ phát điện tương đương với sản lượng phát khoảng 8,2 tỷ kWh. Như vậy, tăng trưởng so với cùng kỳ không nhiều do đã tiệm cận công suất tối đa. Thậm chí, trong khoảng vài năm tới, khi khí hậu El Nino giảm dần cường độ và La Nina quay trở lại, sản lượng của HND cũng như các nhà máy nhiệt điện khác sẽ giảm.

Mặt khác, nếu duy trì mức sản lượng tương đương với cùng kỳ, KQKD năm 2020 có thể phần nào trả lời câu hỏi về sự khả năng duy trì mức lợi nhuận kỷ lục của năm 2019. Đây là lần đầu tiên kể từ khi lên sàn, HND có 2 năm liên tiếp đạt công suất huy động xấp xỉ 7.000 giờ. Chúng tôi cho rằng năm 2020 sẽ là khoảng thời gian rất quan trọng đối với HND cũng như các cổ đông tiềm năng của doanh nghiệp, khi HND trải qua thử thách duy trì lợi nhuận mà qua đó, các nhà đầu tư có thể dự phóng kết quả kinh doanh trong dài hạn để xác định giá trị nội tại của mô hình kinh doanh này.

Bảng 2: So sánh KQKD của HND ở các mức huy động công suất khác nhau

	5.300 giờ (2015-2017)	6.800 giờ (2019)	7.000 giờ (2020F)
Sản lượng (triệu kWh)	6.180	7.422	7.834
Doanh thu (tỷ đồng)	9.121	11.301	12.222
EBIT (tỷ đồng)	1.428	1.626	1.881
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (tỷ đồng)	697	2.513	2.541

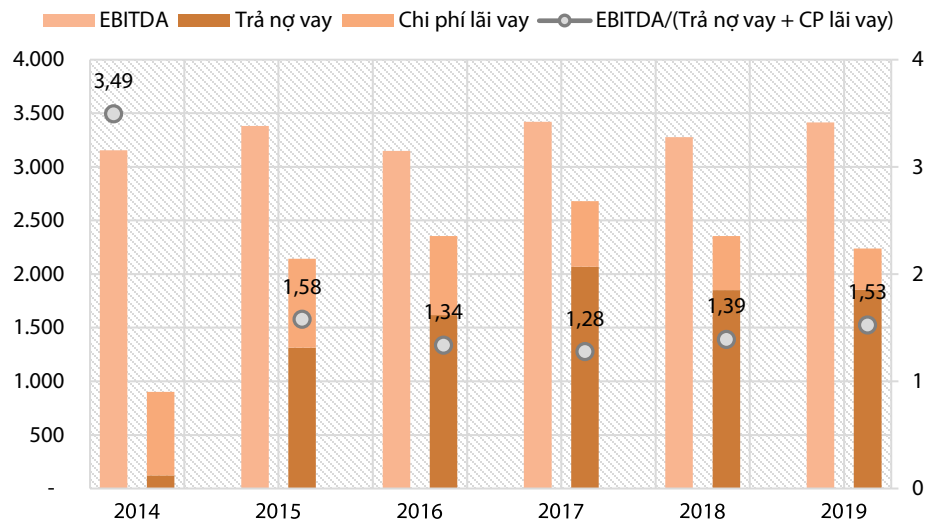
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tốc độ trả nợ nhanh giúp sức khỏe tài chính cải thiện rõ rệt trong dài hạn

HND đang trong những năm trả nợ cuối cùng, với tổng nợ vay giảm rõ rệt. Trong các khoản vay dài hạn để xây dựng cơ bản, hai khoản vay lớn nhất sẽ được trả xong lần lượt vào năm 2021 và 2024. Trong năm 2020 và 2021, trung bình mỗi năm HND sẽ trả nợ và lãi vay khoảng 1.800 tỷ đồng. Từ năm 2022 tới 2024, trung bình mỗi năm HND sẽ trả nợ khoảng 900 tỷ đồng.

Trong các năm qua, cùng với mức chi phí khấu hao bình quân xấp xỉ 1.800 tỷ đồng mỗi năm, tỷ số khả năng trả nợ (debt-service coverage ratio) của HND có xu hướng tăng, HND không gặp khó khăn gì trong vấn đề trả nợ. Sau khi tổ máy 1 và 2 hết khấu hao vào năm 2021, chi phí khấu hao sẽ giảm về mức hơn 800 tỷ đồng trong năm 2022 – 2024. Năm 2024 cũng là năm cuối cùng HND trả nợ đầu tư xây dựng nhà máy.

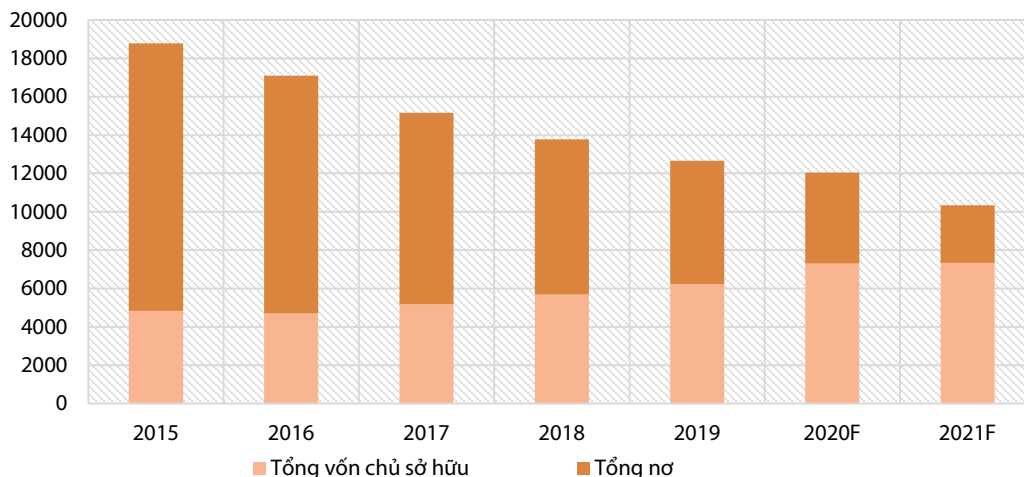
Hình 8: Tỷ số thanh toán nợ gốc và lãi vay



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cơ cấu vốn ngày càng khỏe mạnh nhờ giảm nợ vay nhanh

Hình 9: Cơ cấu nguồn vốn (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

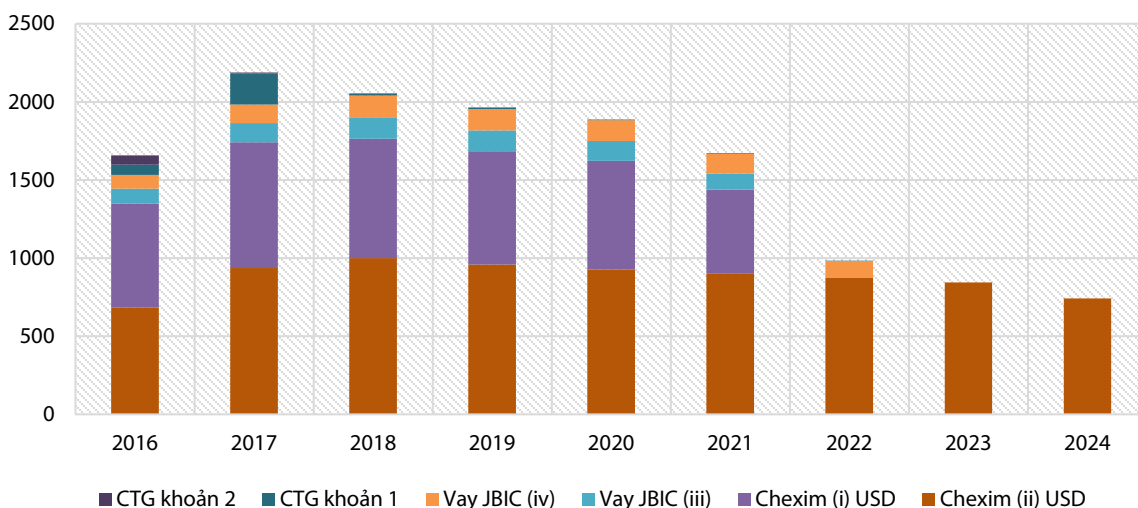
Nhờ hoạt động có lãi và có dòng tiền để trả nợ, HND liên tục tinh giản tài sản. Năm 2015, gần ¼ tài sản được tài trợ bởi nợ vay, tới cuối năm 2019 tỷ lệ này giảm về còn đúng ½. Tỷ lệ này sẽ giảm liên tục và được dự phóng chỉ còn 1/5 vào cuối năm 2022. Chúng tôi cũng nhận thấy rằng nợ vay ngắn hạn của HND hầu hết là nợ vay dài hạn chuyển sang (phần nợ dài hạn phải trả trong 12 tháng tới). Khoản mục này nhiều khả năng sẽ gần như bằng không sau khi HND không còn nợ đầu tư xây dựng cơ bản (dự kiến năm 2024).

Ngoài việc cải thiện bảng cân đối kế toán, HND cũng sẽ giảm mạnh chi phí lãi vay trong vòng 3 năm tới. Theo tính toán của chúng tôi, chi phí lãi vay của HND năm 2020 rơi vào khoảng 400 tỷ đồng, giảm về mức 250 tỷ đồng vào năm 2021 và chỉ còn 91 tỷ đồng vào năm 2022. Tới năm 2023, chi phí lãi vay của HND sẽ giảm về mức không đáng kể.

Khi trả hết nợ dài hạn, ngoài việc giảm chi phí lãi vay, KQKD của HND sẽ bớt phụ thuộc vào biến động tỷ giá. Trong quá khứ, các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện do vay đồng JPY và USD thường chiếm phần không nhỏ trong chi phí tài chính của doanh nghiệp. Cũng tương tự như chi phí lãi vay, lỗ tỷ giá được dự phóng sẽ giảm mạnh trong vòng 3 năm tới. Cụ thể, chúng tôi dự phóng chi phí lỗ tỷ giá giảm về mức 91 tỷ đồng trong năm 2020 và 63 tỷ đồng năm 2021.

Mặt khác, chi phí lỗ tỷ giá thực hiện trong năm thường sẽ được hồi tố sau 3 năm. Vì vậy, khoản doanh thu này phần nào bù lại chi phí chênh lệch tỷ giá cho doanh nghiệp. Theo kế hoạch, trong năm 2020 HND sẽ ghi nhận khoản doanh thu 98 tỷ đồng, là lỗ tỷ giá thực hiện năm 2017, vừa đủ để trung hòa hóa rủi ro tỷ giá.

Hình 10: Lịch trả nợ (tỷ đồng)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Giảm nợ vay và giảm khấu hao sau giai đoạn đẩy mạnh trả nợ, dòng tiền dồi dào là tín hiệu cho hoạt động chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn trong tương lai

Do đang trong giai đoạn trả nợ, HND đẩy mạnh khấu hao để có dòng tiền giảm nợ vay. Cụ thể, trong 5 năm gần nhất, mỗi năm HND khấu hao trung bình gần 1.900 tỷ đồng cho tổng số 22.000 tỷ đồng tài sản cố định hữu hình. Điều này tương đương với khấu hao nhà cửa vật kiến trúc trong 14 năm và khấu hao máy móc 11 năm, tương đối nhanh so với vòng đời của tổ máy phát điện.

Kết quả kinh doanh giai đoạn 5 năm tới sẽ được hỗ trợ bởi giảm chi phí khấu hao. Cụ thể, năm 2021 HND giảm 50% chi phí khấu hao của cụm Hải Phòng 1, năm 2022 giảm 50% chi phí khấu hao của cụm Hải Phòng 2. Chúng tôi ước tính HND sẽ giảm được khoảng 425 tỷ đồng khấu hao tài sản cố định năm 2021 và 500 tỷ đồng năm 2022. Tới năm 2024, nhà máy Hải Phòng 1 sẽ chỉ còn khấu hao trong 2 tháng đầu năm, khấu hao cả năm sẽ giảm thêm 267 tỷ đồng so với cùng kỳ.

Dù vậy, cần lưu ý là sau khi nhà máy hết giai đoạn khấu hao nhanh, giá điện hợp đồng của các tổ máy cũng sẽ bị điều chỉnh giảm so với mức giá điện hợp đồng trong giai đoạn khấu hao. Doanh nghiệp cho biết, Hải Phòng 1 sẽ không còn giá điện profile vào năm 2021, tuy nhiên tới năm 2024 Hải Phòng 2 mới giảm giá điện profile (thay vì giảm từ năm 2022). Như vậy, HND sẽ hưởng lợi trong năm 2022 và 2023, chúng tôi ước tính doanh thu mỗi năm cao hơn khoảng 250 tỷ đồng.

Giảm khấu hao được kỳ vọng phần nào hỗ trợ lợi nhuận. Đặc biệt trong 2 năm 2021-2022, chúng tôi kỳ vọng khí hậu La Nina quay trở lại khiến HND giảm công suất huy động, vì vậy việc giảm chi phí khấu hao đóng vai trò quan trọng giúp lợi nhuận không giảm quá sâu. Ngoại trừ năm 2021 chúng tôi dự phóng KQKD giảm mạnh do giảm sản lượng, giai đoạn 2022-2024 vẫn sẽ chứng kiến KQKD của HND phát triển theo đà tăng.

Dòng tiền tự do cho chủ sở hữu sẽ cải thiện trong dài hạn và sẽ đạt mức cao sau khi tắt toán nợ vay. Giai đoạn 2020-2021 chúng tôi dự phóng dòng tiền tự do trước khi trả nợ của HND đạt lần lượt 2.500 tỷ đồng và 2.200 tỷ đồng, dòng tiền tự do sau khi trả nợ đạt 770 tỷ đồng và 540 tỷ đồng. Giai đoạn 2022-2024, mỗi năm HND sẽ tạo ra khoảng 1.600 tỷ đồng dòng tiền tự do trước khi trả nợ, dòng tiền tự do sau khi trả nợ trung bình 3 năm trên 800 tỷ đồng. Nhìn chung giai đoạn 5 năm tới HND có đủ khả năng để trả cổ tức tiền mặt 10%. Sau 5 năm nói trên, hoạt động trả nợ kết thúc, chúng tôi ước tính mỗi năm HND tạo ra 1.600 tỷ đồng dòng tiền cho chủ sở hữu, là nguồn tiền mặt dồi dào để trả cổ tức ít nhất 20% mỗi năm.

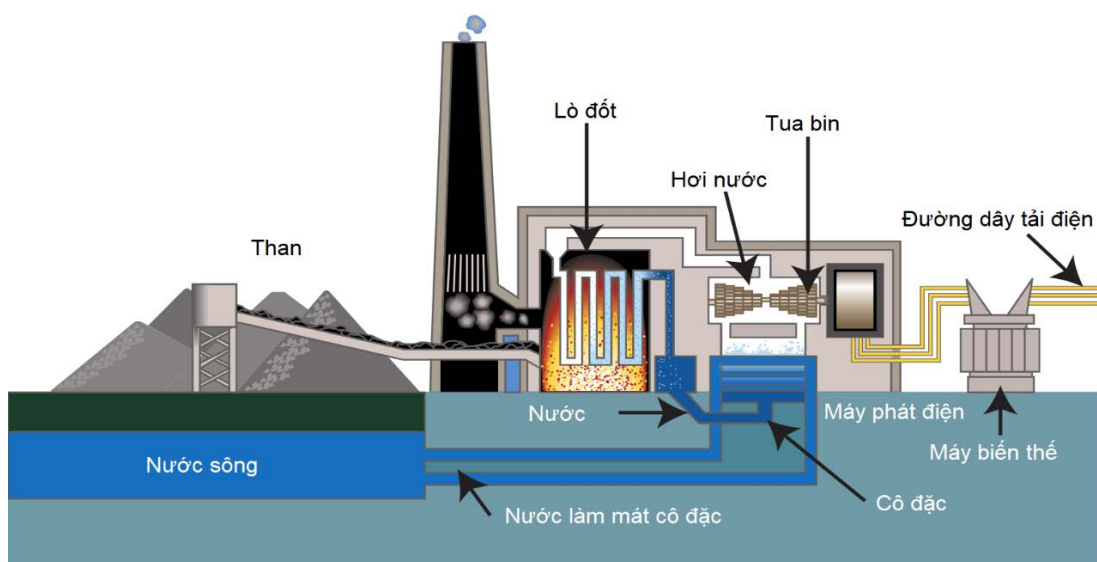
RỦI RO

Sau năm 2019 – 2020 ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực do tác động của El Nino, triển vọng kinh doanh năm 2021 – 2022 được dự báo sẽ kém khả quan hơn do xác suất La Nina trở lại khá cao. LNST được dự báo giảm mạnh trong hai năm này và có thể tác động tạm thời lên giá cổ phiếu. Dù vậy, với vị thế là nhà máy điện trẻ, công suất cao ở cụm kinh tế Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh, chúng tôi đánh giá cao khả năng hoạt động hiệu quả trong dài hạn của HND. Dòng tiền kinh doanh lành mạnh và liên tục cải thiện, HND đã liên tục tăng mức chi trả cổ tức tiền mặt. Chúng tôi ước tính mức trả cổ tức của HND có thể lên đến ít nhất 2.000 đồng/cp, sau khi doanh nghiệp trả hết nợ vay vào năm 2024. Do đó, bất kể tăng trưởng lợi nhuận có thể chậm lại trong năm sau do ảnh hưởng thủy văn, HND vẫn là cổ phiếu phù hợp cho NĐT phòng vệ nắm giữ dài hạn.

TỔNG QUAN CÔNG TY

Nhiệt điện Hải Phòng là dự án phát điện khởi động từ năm 2002 bởi 5 cổ đông sáng lập, bao gồm hai nhà máy. Nhà máy Hải Phòng 1 gồm 2 tổ máy (2x300MW), Nhà máy Hải Phòng 2 gồm 2 tổ máy (2x300MW) hoà lưới điện quốc gia lần lượt từ năm 2009 đến năm 2014. Nhiệm vụ của Nhiệt điện Hải Phòng là cung cấp từ 6 tới 7,5 tỷ kWh mỗi năm cho hệ thống điện quốc gia, tương ứng 7% tiêu thụ điện miền Bắc hay 3,7% tổng tiêu thụ điện cả nước.

Hình 11: Hoạt động của tổ máy điện than

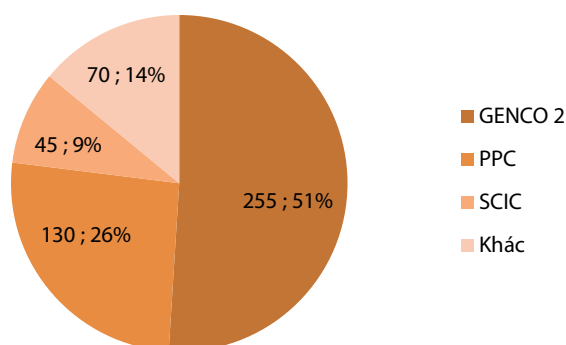


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Mặc dù đã giao dịch trên sàn UpCOM từ năm 2016, HND vẫn giữ cơ cấu cổ đông rất cô đặc. Kể từ đó, đã có 2 lần SCIC đăng ký bán, lần đầu tiên năm 2016 giá khởi điểm 12.800 đồng, lần thứ 2 năm 2017 giá khởi điểm 11.300 đồng, theo phương thức thoả thuận và khớp lệnh. Tất cả các đợt thoái vốn đều không thành công do giá khởi điểm cao hơn thị giá của HND vào thời điểm thoái.

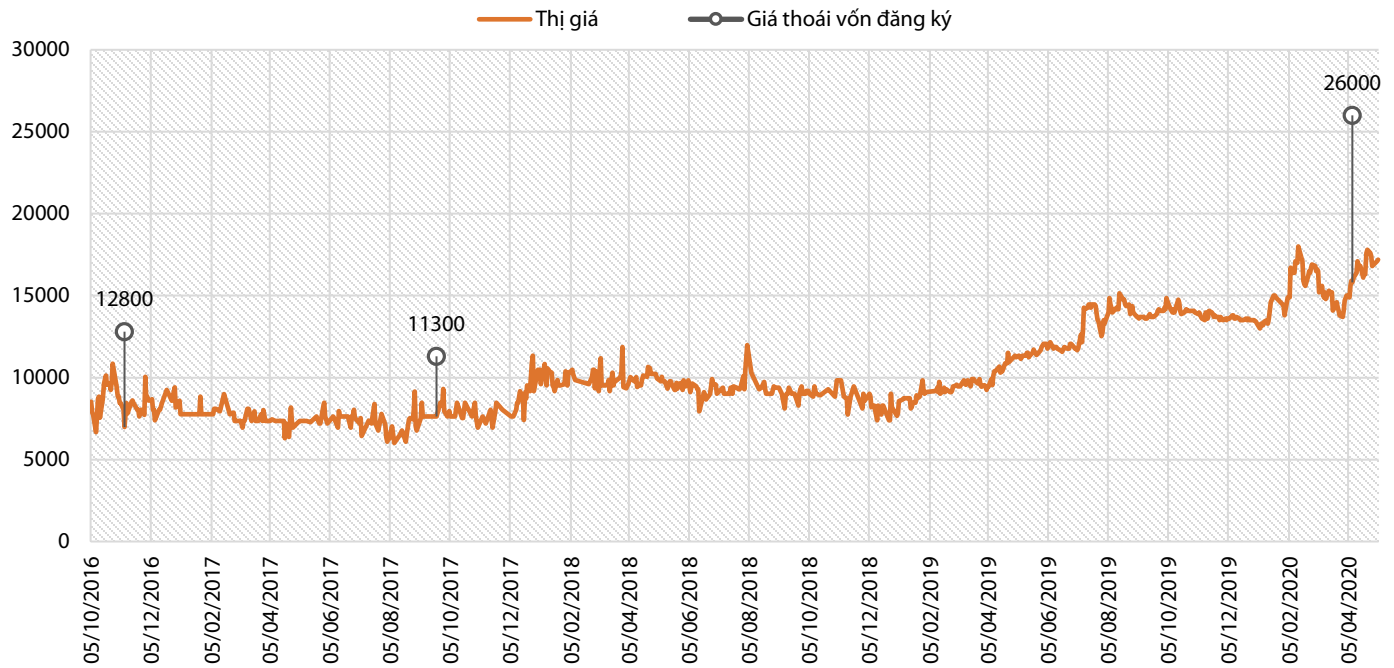
Gần đây, HND có ý định chuyển sang giao dịch trên sàn niêm yết song chưa thể thực hiện do vướng hạn chế cơ cấu cổ đông. SCIC đã đăng tin thoái 45 triệu cổ phiếu, tương đương khoảng 9% sở hữu tại HND theo phương thức đấu giá trọn lô, giá khởi điểm 26.000 đồng. Giống như những lần thoái vốn trước, giá khởi điểm cao hơn rất nhiều so với thị giá, khiến việc thoái vốn chưa thể hoàn tất.

Hình 12: Cơ cấu sở hữu của HND (triệu CP)



Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 13: Các đợt đăng ký thoái vốn của SCIC



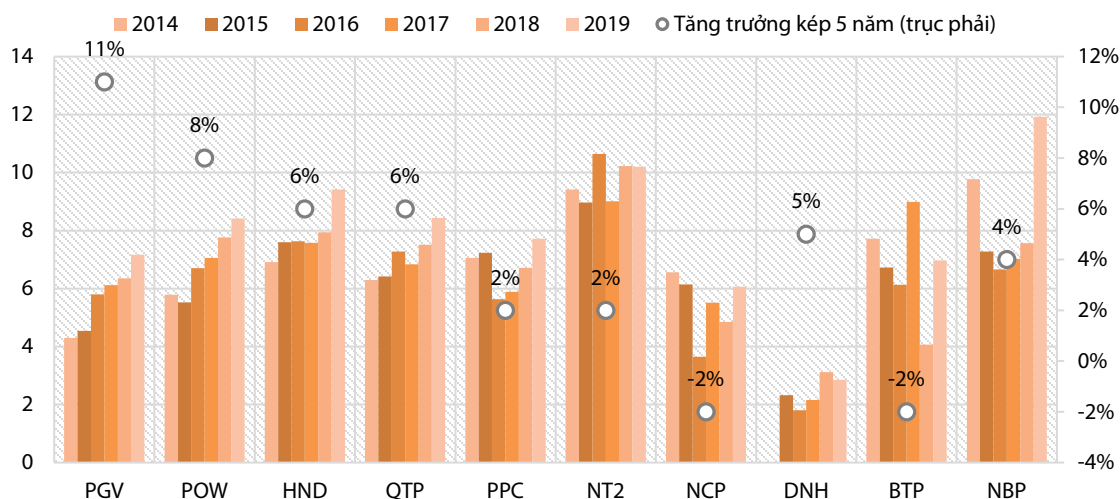
Nguồn: HND, CTCK Rồng Việt tổng hợp

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng

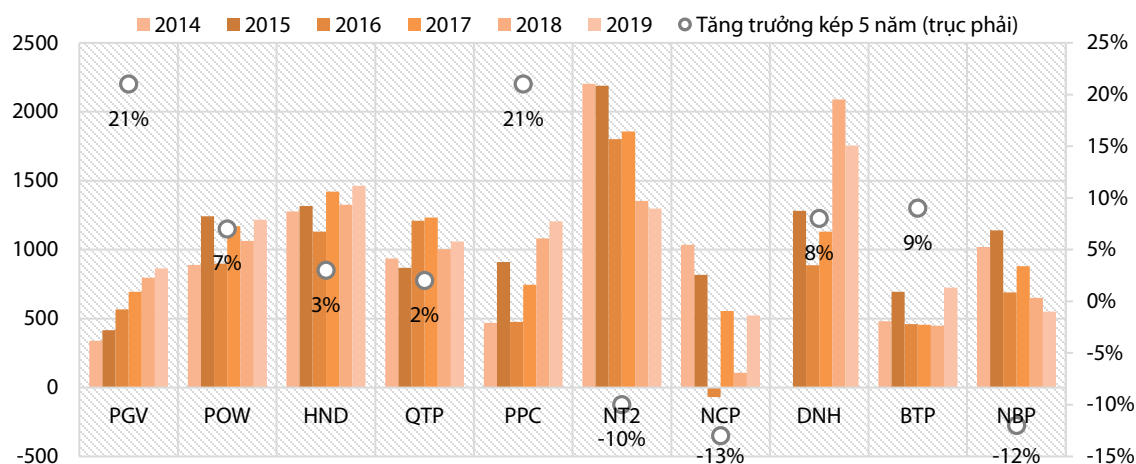
Tăng trưởng doanh thu phụ thuộc nhiều vào lịch huy động của EVN. Kể từ khi cả 2 nhà máy hoạt động đầy đủ, HND đều hoạt động dưới 5.800 giờ/năm ngoại trừ năm 2019 (6.800 giờ). Điều này có thể được lý giải bởi thủy văn, do mực nước của các hồ thủy điện tại miền Bắc ổn định, nhu cầu huy động nhiệt điện than không lớn, đặc biệt thấy rõ trong giai đoạn 2016-2017 khi quan sát các nhà máy điện đã vận hành ổn định như PPC, NCP và NBP (Hình 14). Vì vậy, tăng trưởng doanh thu trung bình trên 1 MW công suất của các tổ máy điện than giai đoạn năm năm gần nhất không cao. HND và QTP là nhóm nhà máy điện bắt đầu vận hành đầy đủ từ 2014, nhờ vậy mới đạt tăng trưởng khá qua từng năm, tốc độ tăng trưởng kép 6% giai đoạn 2014-2019.

Hình 14: Doanh thu trên 1 MW công suất phát điện của các doanh nghiệp ngành điện (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 15: Lợi nhuận gộp trên 1 MW công suất phát điện của các doanh nghiệp ngành điện (triệu đồng)

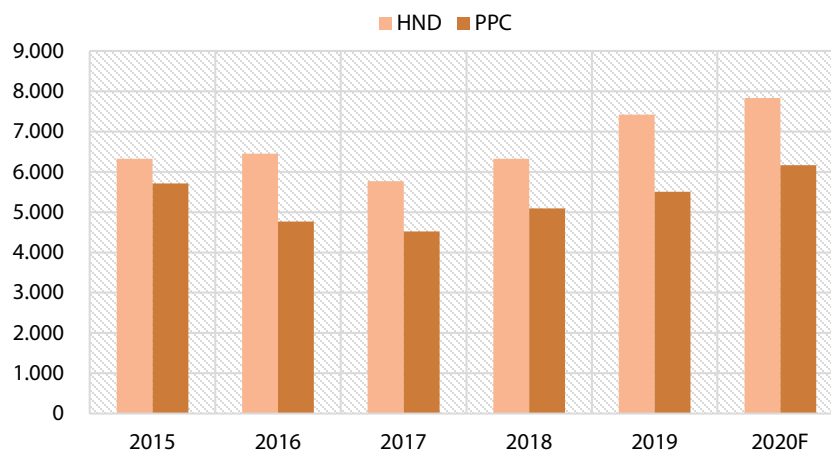


Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Về tăng trưởng lợi nhuận gộp, HND không có mức tăng trưởng 5 năm đáng kể, phần lớn bị giới hạn bởi sản lượng và doanh thu. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao mức độ ổn định của HND so với các doanh nghiệp tương đương. Hình 15 cho thấy, ngoại trừ PGV (GENCO3) là tổng công ty có danh mục nhà máy

phát điện đa dạng và có khả năng hưởng lợi từ vận hành các nhà máy mới, gần như các nhà máy phát điện đơn lẻ không đạt được xu hướng tăng trưởng ổn định về lợi nhuận gộp. Một tập đoàn khác là POW, mặc dù được hợp nhất từ nhiều nhà máy, cũng không có xu hướng cải thiện lợi nhuận gộp trên 1 MW công suất. Riêng HND, khi đặt bên cạnh QTP là nhà máy tương đương về công suất và tuổi đời tổ máy, lợi nhuận gộp trên 1 đơn vị công suất có phần trội hơn.

Hình 16: Sản lượng PPC và HND 5 năm gần nhất (triệu kWh)

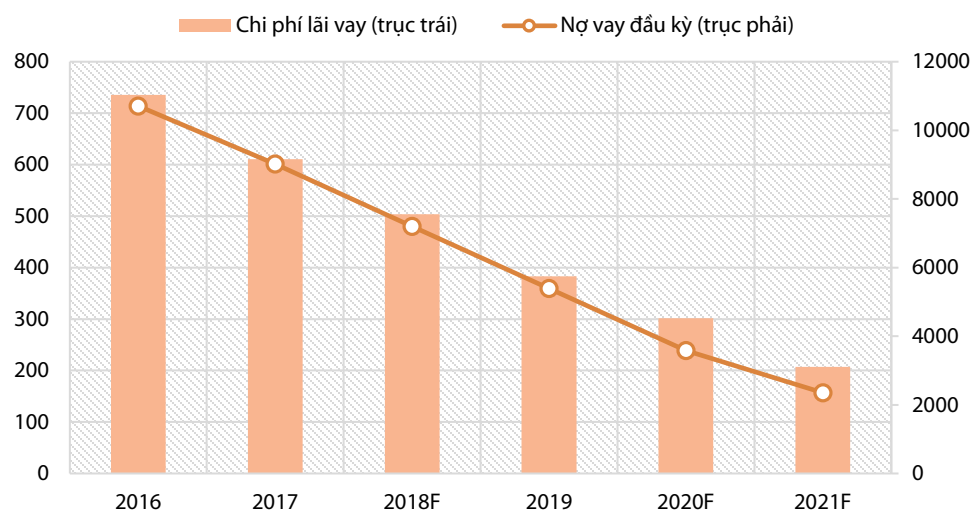


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hoạt động tài chính

Chi phí lãi vay đang trong quá trình giảm mạnh do giảm nợ vay. Hầu hết các nhà máy điện sử dụng đòn bẩy rất cao để đầu tư xây dựng cơ bản, khiến cho chi phí lãi vay rất cao những năm đầu hoạt động, HND cũng không phải ngoại lệ. Kể từ năm hoạt động đầy đủ 2015, HND đã bắt đầu tập trung giảm nợ nhanh chóng, chi phí lãi vay nhờ đó cũng liên tục giảm rõ rệt qua từng năm, giảm sức ép lên lợi nhuận. Năm 2020, với lịch trả nợ hơn 1.800 tỷ đồng trong năm, chi phí lãi vay cũng giảm 21% so với cùng kỳ, được dự phóng ở mức 301 tỷ đồng (Hình 17). Khả năng thanh toán lãi vay năm 2020 dự báo đạt 4,7 lần.

Hình 17: Chi phí lãi vay và nợ vay (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

Rủi ro lãi suất gần như không có nhiều khi phần lớn nợ vay bằng ngoại tệ với lãi suất vay cố định. Khoản vay với lãi suất thả nổi duy nhất là 320 tỷ từ Ngân hàng Công thương. Theo đó, mỗi một điểm phần trăm tăng lãi suất huy động 12 tháng, chi phí lãi vay của HND sẽ tăng 3,2 tỷ đồng/năm. Chúng tôi cho rằng tác động lên lợi nhuận không đáng kể. Thêm vào đó, với tình hình kinh tế hiện tại, cân nhắc hoạt động gần đây của Ngân hàng Nhà nước cũng như các ngân hàng thương mại, khả năng tăng lãi suất huy động là tương đối thấp. Chuyên viên ngành Ngân hàng của chúng tôi đánh giá lãi suất thậm chí có thể giảm, đối với bối cảnh hiện tại.

Rủi ro tỷ giá cũng ảnh hưởng lên lợi nhuận của HND, bao gồm rủi ro tỷ giá đã thực hiện của phần nợ đã trả trong năm, và rủi ro tỷ giá chưa thực hiện của phần nợ còn lại. Do HND đã trả phần lớn nợ vay, và lỗ tỷ giá đã thực hiện sẽ được hồi tố trong tương lai, chúng tôi cho rằng biến động tỷ giá sẽ không bào mòn quá nhiều lợi nhuận nếu tiền Đồng có mất giá nhiều hơn kỳ vọng.

Bảng 3: Độ nhạy của LNST với thay đổi tỷ giá

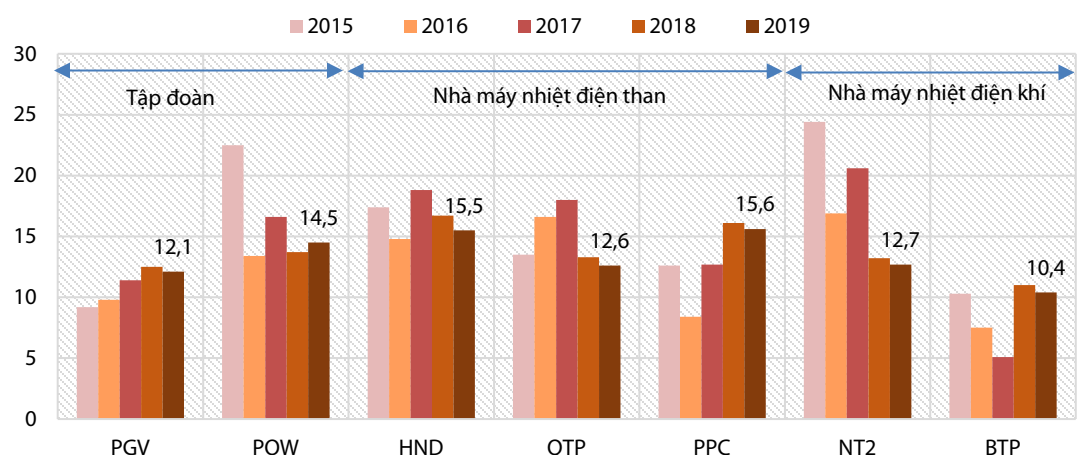
Thay đổi LNST so với dự phóng		Tỷ giá JPY/VND				
		+0%	+1%	+2%	+3%	+4%
Tỷ giá USD/VND	+0%	+7,0%	+6,6%	+6,2%	+5,8%	+5,4%
	+1%	+3,9%	+3,5%	+3,1%	+2,7%	+2,3%
	+2%	+0,8%	+0,4%	+0,0%	-0,4%	-0,8%
	+3%	-2,3%	-2,7%	-3,2%	-3,6%	-4,0%
	+4%	-5,5%	-5,9%	-6,3%	-6,8%	-7,2%

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Cuối năm 2019, dư nợ USD và JPY của HND lần lượt là khoảng 200 triệu đô và 2,6 tỷ yên, tương đương 539 tỷ và 4.539 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính trong năm 2020 VND sẽ mất giá 2% so với USD và JPY, tương đương khoản lỗ tỷ giá 98 tỷ cho HND.

Hiệu quả hoạt động

Hình 18: Biên gộp của các doanh nghiệp ngành điện nhiệt yết tiêu biểu (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Quan sát biên gộp, chúng tôi nhận thấy hiệu quả hoạt động của HND duy trì ổn định và nằm ở mức cao so với các nhà máy nhiệt điện nhiệt. Trong khi NT2 và BTP có các tua-bin khí và biên lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào giá khí, các nhà máy nhiệt điện than như HND, QTP và PPC đạt mức biên gộp tương tự nhau. Trong nhóm ba doanh nghiệp này, duy nhất HND duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp từ 15-20% trong 4 trên 5 năm gần nhất. Trong 3 năm gần đây, HND cũng là nhà máy nhiệt điện có biên gộp cao nhất trong

nhóm ba doanh nghiệp này. Đối với nhà máy điện than có tuổi đời và năng lực tương tự là QTP, HND có thể nói nhỉnh hơn về năng suất và trội hơn về độ ổn định.

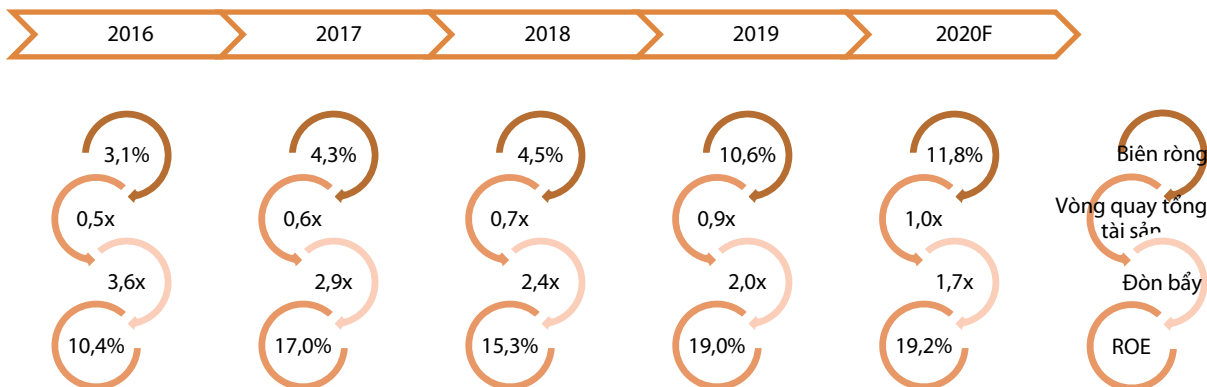
Giá than cũng có ảnh hưởng lớn lên KQKD của HND bởi chi phí nguyên liệu, nhiên liệu chiếm 75% giá vốn. Năm 2019, thị trường điện đã phần nào thấy được độ nhạy của biên gộp với giá than, mặc dù tác động không đáng kể. Đối với ngành than, than là tài nguyên nằm trong nhóm cấm xuất khẩu, đồng thời giá bán trong nước được quy định bởi Bộ Công thương. Thêm vào đó, các doanh nghiệp điện than chủ yếu mua nguyên liệu từ hai doanh nghiệp duy nhất, TKV hoặc Đông Bắc, đều là doanh nghiệp nhà nước. Vì vậy, có thể nói giá nguyên liệu không được thả nổi như các loại hàng hoá cơ bản khác, không biến động mạnh như giá thế giới. Điều này đồng nghĩa với việc cơ hội để đầu cơ giá nguyên liệu tương đối ít. Đối với ngành điện, phần lớn sản lượng được bao tiêu, có nghĩa là chỉ có phần sản lượng bán trên CGM mới có thể gặp rủi ro biến động biên lợi nhuận. Như đã trình bày, hoạt động trên CGM mang lại cho HND cơ hội khi đặt bên cạnh các tổ máy khác để kiếm lợi nhuận nhờ hoạt động hiệu quả. Bởi phần nào tăng giá nguyên liệu sẽ được chuyển vào giá chào/giá bán điện, chúng tôi cho rằng tăng giá than không tác động lớn lên lợi nhuận của HND.

Chúng tôi giả định giá than tăng 1% sẽ khiến giá điện năng thị trường sẽ tăng 0,5%. Khi đó, cứ 1% tăng giá than sẽ gây ra 2,8 tỷ đồng giảm lợi nhuận gộp cho HND. Mức này không đáng kể đối với quy mô hoạt động của doanh nghiệp.

Phân tích Dupont

ROE của HND được cải thiện phần lớn nhờ giảm nợ vay, trong khi hoạt động sản xuất và bán điện mang lại hiệu suất ổn định. Có thể thấy rõ biên EBIT của HND tương đối vững qua các năm, dao động từ 13,7% tới 17,0% trong 5 năm gần nhất. Trong khi đó, vòng quay tổng tài sản cải thiện mạnh mẽ nhờ tăng công suất phát điện và liên tục trả nợ để giảm tổng tài sản. Lịch trả nợ cũng giúp giảm đáng kể đòn bẩy tài chính. Nhờ vậy, ROE cải thiện mạnh mẽ từ 6,0% năm 2016 lên mức 20,2% năm 2019, và chúng tôi dự phóng ROE của HND sẽ tiếp tục cải thiện trong những năm tới nhờ dần dần trả hết nợ vay.

Hình 19: Các chỉ số DuPont



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 4: Các chỉ số Dupont

DUPONT	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
Biên EBIT	16,3%	13,7%	17,0%	14,9%	14,4%	15,4%
Vòng quay tổng tài sản	0,48	0,54	0,60	0,69	0,89	1,01
Chi phí lãi vay/Tổng tài sản	4,4%	4,3%	4,0%	3,7%	3,0%	3,3%
(Tổng tài sản/VCSH) x (1-t)	3,89	3,45	2,75	2,29	1,93	1,57
ROE = {(1) x (2) - (3)} x (4)	13,5%	10,4%	17,0%	15,3%	19,0%	19,2%

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Dự phóng KQKD
Bảng 5: Dự phóng KQKD 2020

	Đơn vị	2019	2020F	Bình quân 5 năm (2017 – 2021F)	%YoY
Sản lượng thương phẩm	tr. kWh	7.422	7.834	6.756	6%
Qc	tr. kWh	5.624	5.993	5.600	7%
Giá bán điện bình quân	đồng/kWh	1.507	1.540	1.523	2%
Chi phí nhiên liệu bình quân	đồng/kWh	964	990	932	3%
Doanh thu	tỷ đồng	11.301	12.222	10.629	8%
LN gộp	tỷ đồng	1.777	2.039	1.846	15%
Doanh thu tài chính	tỷ đồng	34	38	34	13%
Chi phí tài chính	tỷ đồng	397	400	611	1%
CP lãi vay	tỷ đồng	383	302	375	-21%
Lỗ CLTG	tỷ đồng	14	98	236	600%
LNTT	tỷ đồng	1.265	1.519	1.107	20%
LNST	tỷ đồng	1.203	1.443	1.051	20%

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Năm 2020, chúng tôi dự phóng HND sẽ huy động các tổ máy hoạt động 7.000 giờ trong năm, tương đương với kế hoạch của doanh nghiệp. Sản lượng thương phẩm dự phóng khoảng 7,8 tỷ kWh, chỉ tăng 2,6% so với năm 2019. Như đã trình bày, chúng tôi cho rằng công suất hoạt động 6.840 giờ trong năm 2019 đã là tiệm cận mức đỉnh đối với HND. Đồng thời, tham khảo thị trường điện của Trung Quốc, chúng tôi nhận thấy công suất hoạt động của HND đã ở mức cao hơn đáng kể so với trung bình ngành. Hoạt động 7.000 giờ/năm, về lý thuyết là gần như đầy đủ công suất.

Do yếu tố ngành, nhiều khả năng Qc của HND sẽ cao hơn năm 2019. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ Qc/Qr, tức tỷ lệ bao tiêu bởi EVN, sẽ nằm ở mức 75% (76% năm 2019). Giá Pc sẽ tăng nhẹ 3,9% so với cùng kỳ, được dự phóng ở mức 1.585 đồng/kWh. Giá điện thị trường chúng tôi dự phóng ở mức 1.395 đồng, thấp hơn so với năm ngoái 3,8% chủ yếu do giá CAN trung bình năm giảm từ 141 đồng về 64 đồng/kWh. Tựu trung lại, giá điện trung bình sẽ cải thiện nhẹ 2,2% lên mức 1.540 đồng/kWh (năm 2019 ước tính giá điện trung bình 1.507 đồng/kWh).

Tựu trung lại, doanh thu năm 2020 của HND dự phóng đạt 12.222 tỷ đồng, tăng 8,1% so với cùng kỳ. Doanh thu này bao gồm doanh thu nhận được do chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn đầu tư, chúng tôi ước tính ở mức 156 tỷ đồng.

Biên lợi nhuận gộp năm 2020 sẽ cải thiện lên mức 16,7% so với 15,7% năm 2019 nhờ tăng nhẹ công suất huy động. Giá vốn trung bình được dự phóng ở mức 1.184 đồng/kWh, gần như không đổi so với cùng kỳ do khấu hao trên 1 kWh điện giảm, bù lại cho các chi phí khác tăng, trong đó có chi phí nhiên liệu, phụ liệu. Chi phí sửa chữa lớn khoảng 295 tỷ đồng, trên tổng chi phí sửa chữa đã đăng ký là 421 tỷ đồng.

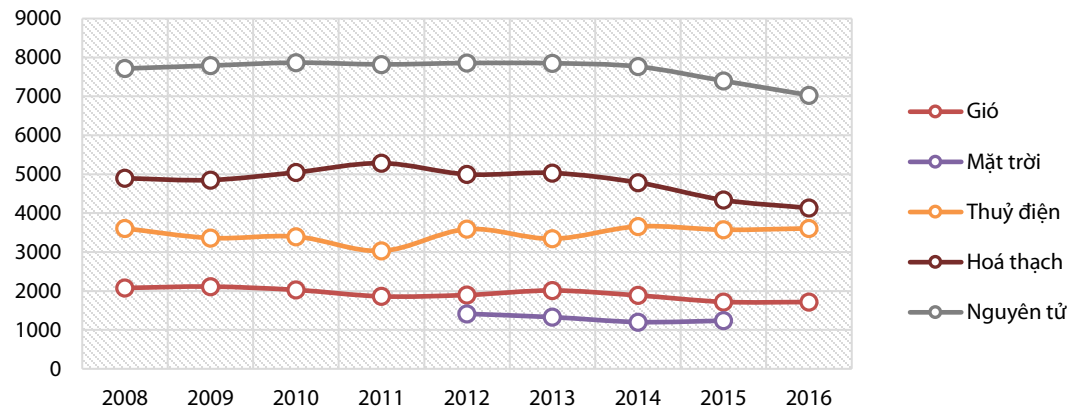
Chi phí lãi vay tăng nhẹ lên 400 tỷ đồng. Trong đó, chi phí lãi vay giảm mạnh 21% do giảm nợ vay. Ngược lại, lỗ tỷ giá chưa thực hiện sẽ ở mức 94 tỷ đồng, tăng mạnh so với năm ngoái do chúng tôi dự phóng tiền

Đồng mất giá so với đồng Đô-la và đồng Yên trong năm nay, trong khi năm ngoái mức mất giá không đáng kể.

Chi phí QLDN sẽ tăng nhẹ lên mức 158 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế năm 2020 của HND được dự phóng ở mức 1.457 tỷ đồng, tăng 21,1% so với cùng kỳ. Đây là mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của HND. EPS tương ứng đạt 2.743 đồng, là năm thứ hai liên tiếp EPS trên 2.000 đồng. Cổ tức tiền mặt trả cho cổ đông năm 2020 có thể đạt 1.200 đồng/CP, tương đương với tỷ suất cổ tức 6,8%.

Hình 20: Tham khảo công suất huy động của các nhà máy điện tại Trung Quốc (giờ/năm)



Nguồn: Hội đồng Điện Trung Quốc, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Định giá

Chúng tôi sử dụng các phương pháp EV/EBITDA, FCFF và P/E để định giá cổ phiếu HND với trọng số lần lượt là 20%, 40% và 40%.

Đối với định giá EV/EBITDA, chúng tôi sử dụng mức EV/EBITDA 4,75x mục tiêu là bình quân gia quyền theo vốn hoá thị trường của các doanh nghiệp tiêu biểu ngành điện, điều chỉnh 10% do HND đang giao dịch trên sàn UpCOM. Theo đó, giá trị của HND nằm ở mức 25.412 đồng/CP.

Đối với định giá dòng tiền FCFF, chúng tôi sử dụng tỷ suất chiết khấu WACC 9,3%, tăng trưởng dòng tiền dài hạn 0,3%. Định giá FCFF trả về kết quả 25.526 đồng/CP.

Đối với định giá P/E, chúng tôi sử dụng mức P/E 6,91x, tương đương với P/E bình quân gia quyền theo vốn hoá thị trường của các doanh nghiệp tiêu biểu ngành điện, điều chỉnh 10% do HND đang giao dịch trên sàn UpCOM.

Tựu trung lại, giá mục tiêu cho HND nằm ở mức **22.900 đồng**, cao hơn **26%** so với giá đóng cửa ngày 18/06/2020. Cộng thêm cổ tức kỳ vọng nhận được 12 tháng tới là 1.200 đồng/CP, tổng mức sinh lời kỳ vọng là **32%** cho các nhà đầu tư nắm giữ HND trong vòng 12 tháng tới.

Bảng 6: Ma trận định giá

Phương pháp	Định giá	Trọng số	Bình quân gia quyền
EV/EBITDA	25.412	20%	5.082
FCFF	25.526	40%	10.211
P/E	18.943	40%	7.577
Tổng cộng		100%	22.900

Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 7: Các doanh nghiệp cùng ngành tham chiếu

STT	Mã CK	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROA 2019	ROE 2019	Tổng tài sản/Vốn Chủ sở hữu	VHTT Tỷ đồng
1	BTP	4,79	0,71	5,93	9,39%	15,76%	1,63	874
2	PPC	6,14	1,30	6,45	17,72%	21,71%	1,22	7.743
3	NT2	7,06	1,29	4,56	9,19%	19,31%	1,83	5.326
4	NBP	7,58	0,60	3,94	5,39%	8,00%	1,43	154
5	QTP	8,25	1,10	3,49	5,58%	14,45%	2,24	5.370
	Trung bình*	6,76	1,00	4,87	9,45%	15,85%	1,67	3.893
	HND	6,82	1,29	3,88	8,87%	19,72%	2,04	7.997,50

Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt tổng hợp (*) Bình quân gia quyền theo vốn hoá thị trường

SƠ LƯỢC NGÀNH ĐIỆN

Nhu cầu tiêu thụ điện trong dài hạn sẽ được hỗ trợ bởi nhiều động lực tăng trưởng của một quốc gia đang phát triển

Sản lượng điện tiêu thụ của Việt Nam tăng trưởng mạnh những năm qua song song với quá trình công nghiệp hóa của đất nước. Chúng tôi quan sát thấy chỉ số công nghiệp và chỉ số sản xuất điện diễn biến tương tự nhau trong giai đoạn 2014-2019. Đặc biệt, kể từ năm 2017 hai chỉ số này gần như tương đương nhau qua các tháng. Hơn nữa, cả chỉ số sản xuất công nghiệp và sản xuất điện đều duy trì trên 100 trong 5 năm gần nhất, và đặc biệt tăng mạnh trong hai năm 2017 và 2018, là bằng chứng cho thấy hoạt động công nghiệp đóng góp đáng kể vào sức tiêu thụ điện tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong tương lai.

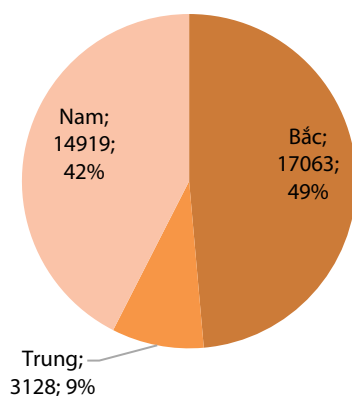
Động lực tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện còn có đóng góp của hoạt động di dời nhà máy về Đông Nam Á nói chung và Việt Nam nói riêng do tác động của chiến tranh thương mại thế giới, cũng như để tận dụng lợi thế của Việt Nam nhờ chi phí nhân công, điện nước, đất giá rẻ. Hoạt động giải ngân của khối FDI nhộn nhịp kể từ năm 2015 tới nay hứa hẹn đóng góp lớn vào tăng trưởng tiêu thụ điện của Việt Nam trong nhiều năm tới, khi các dự án đang xây dựng đi vào hoạt động.

Bên cạnh đó, thu nhập theo đầu người tăng trưởng, đô thị hóa cũng là những nhân tố đóng góp vào tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện. Fitch Solutions dự báo nhu cầu điện/đầu người của Việt Nam sẽ đạt 2.500 kWh/năm sau 5 năm nữa, tăng 32% so với năm 2019.

Tất cả những yếu tố trên đóng góp vào một quỹ đạo tăng trưởng tiêu thụ điện bền vững của nền kinh tế Việt Nam trong những năm tới. Điều này cũng đồng nghĩa với việc nhu cầu xây mới các nhà máy điện là rất lớn. Cần lưu ý, một phần không nhỏ nhà máy điện tại Việt Nam đã hoạt động lâu hơn vòng đời dự án và cần xây mới/thay thế. Bên cạnh đó, đặc thù về địa hình của Việt Nam cũng như phân bố hoạt động kinh tế co cụm tại số ít trung tâm kinh tế đòi hỏi hệ thống truyền tải được thiết kế và thi công để đáp ứng nhiều đặc điểm riêng biệt của cả nguồn phát điện và nguồn tiêu thụ điện.

Trong cơ cấu công suất phụ tải, miền Bắc khoảng một nửa. Tiêu thụ điện miền Bắc cũng đang trong đà tăng do hoạt động sản xuất tại các khu công nghiệp mới hình thành trong khoảng vài năm trở lại. Trong khi đó, các dự án phát điện của EVN đi vào hoạt động trong vòng 5 năm tới đều nằm tại miền Trung và Nam Bộ. Như vậy, vị thế của các nhà máy nhiệt điện tại miền Bắc, trong đó có HND, sẽ ngày một quan trọng, đặc biệt trong mùa khô và những năm thiếu điện do thủy văn không thuận lợi.

Hình 21: Công suất phụ tải đỉnh năm 2018



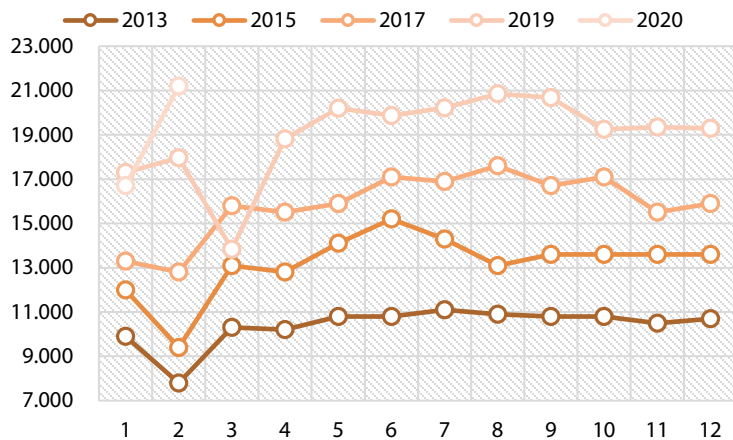
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng 8: Các dự án phát điện của EVN giai đoạn 2019-2025

Dự án	Công suất MW	Năm hoạt động
1 NĐ Duyên Hải 3 MR	1x660	2019
2 NĐ Vĩnh Tân 4 MR	1x660	2019
3 ĐMT Sê San 4	49	2020
4 ĐMT Phước Thái 1	50	2021
5 TĐ Ialy MR	2x180	2023
6 TĐ Hòa Bình MR	2x240	2023
7 NĐ Quảng Trạch 1	2x260	2023
8 ĐK CCHH Ô Môn 4	1050	2023
9 ĐK CCHH Dung Quất 1	750	2023
10 ĐK CCHH Dung Quất 3	750	2024
11 ĐK CCHH Ô Môn 3	1050	2025
12 TĐ Trị An MR	200	2025
13 NĐ Quảng Trạch 2	2x600	2025

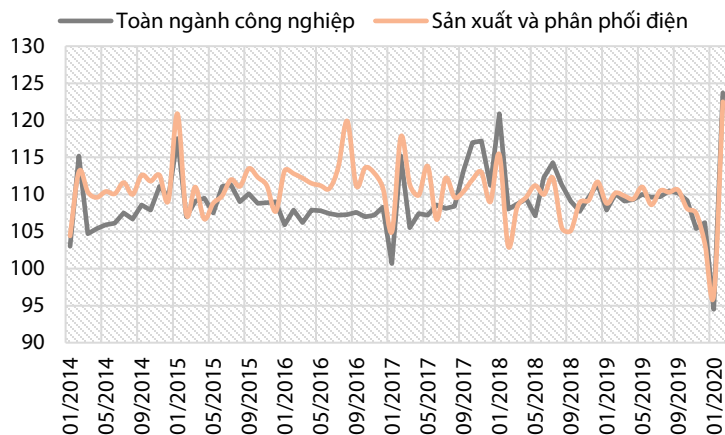
Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 22: Sản lượng sản xuất điện (triệu kWh)



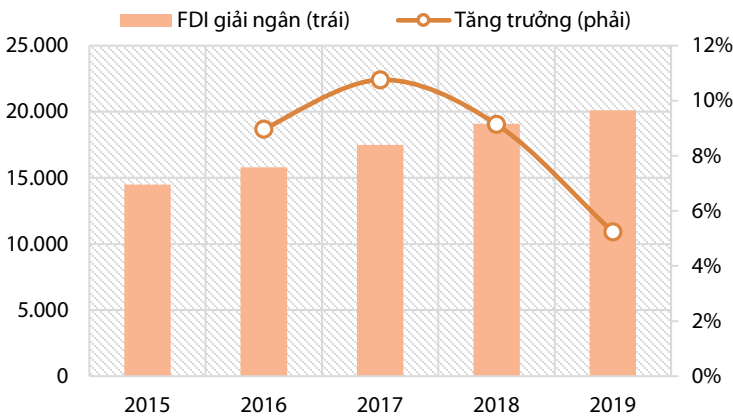
Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 24: Chỉ số sản xuất công nghiệp và sản xuất điện



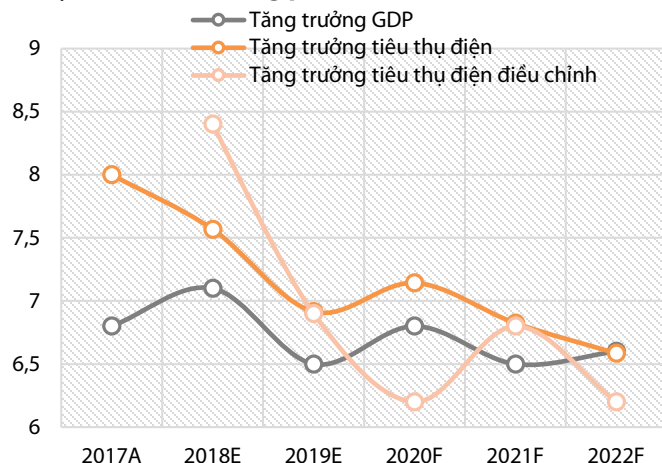
Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 26: Vốn FDI giải ngân (triệu đô)



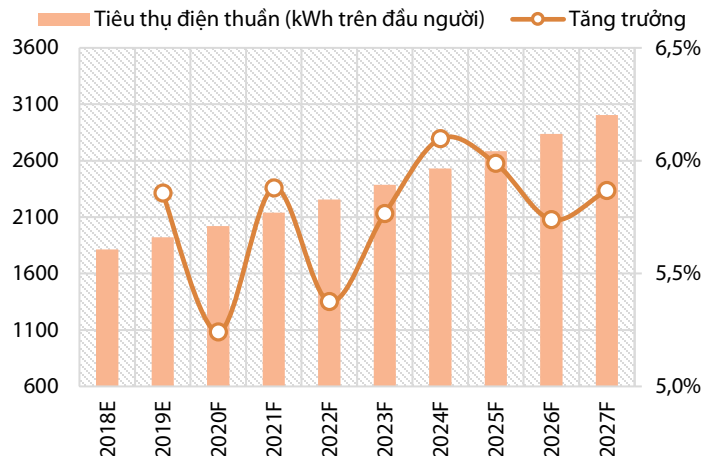
Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 23: Dự phóng tăng trưởng nhu cầu điện trước và sau khi dịch COVID-19 bùng phát



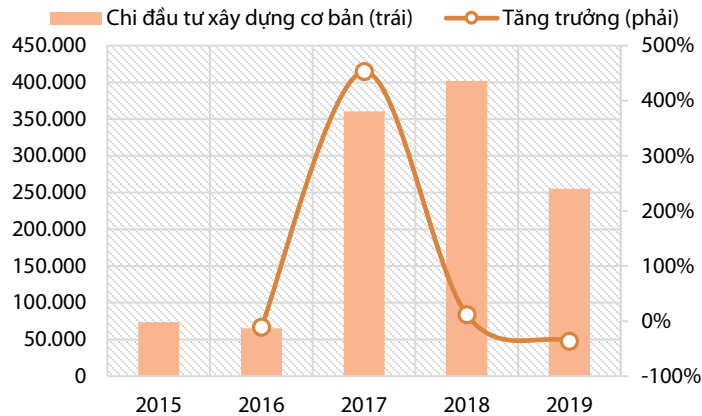
Nguồn: Fitch Solutions, CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 25: Tiêu thụ điện trên đầu người



Nguồn: Fitch Solutions, CTCK Rông Việt tổng hợp

Hình 27: Giải ngân đầu tư công (tỷ đồng)



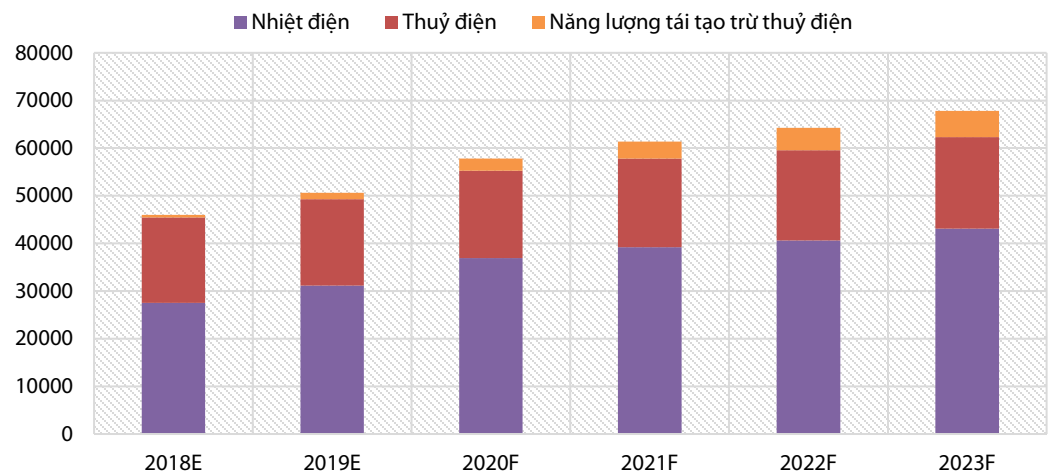
Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rông Việt tổng hợp

Việt Nam vẫn đang cố gắng giải quyết vấn đề phụ thuộc vào thủy điện

Các nhà máy thủy điện chiếm khoảng 35% công suất thiết kế và 38% tổng sản lượng điện sản xuất năm 2019. Điều này cho thấy ngành điện Việt Nam phụ thuộc khá nhiều vào điều kiện thủy văn. Một mặt, cơ cấu này khiến các tổ máy điện khó duy trì một mức hoạt động ổn định qua nhiều năm. Mặt khác, trong tình hình thủy văn không thuận lợi, thiếu điện là nguy cơ nhãn tiền.

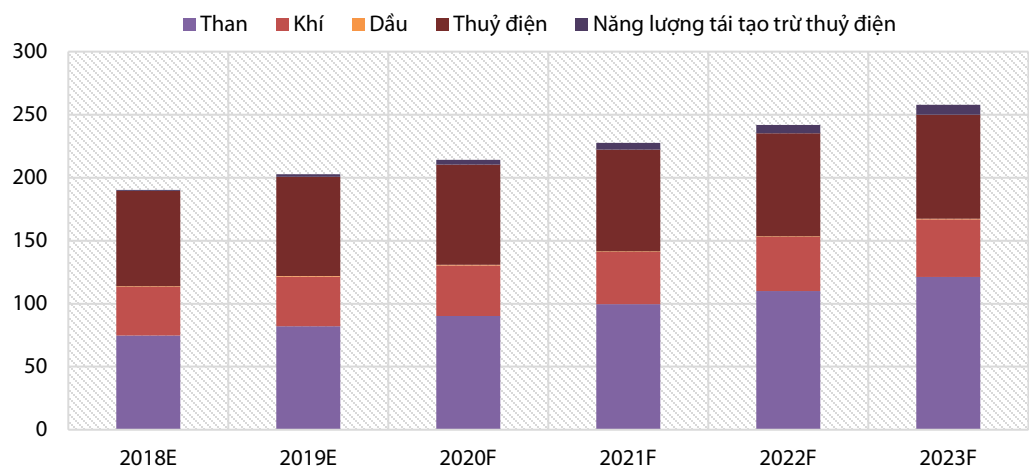
Trong khi đó, xu hướng đầu tư vào năng lượng tái tạo mới chỉ nhen nhóm trong vài năm trở lại đây nhờ chính sách trợ giá tương đối hấp dẫn của chính phủ. Phần lớn dự án năng lượng tái tạo là điện mặt trời, điện gió với công suất nhỏ, co cụm ở một số tỉnh khiến cơ sở hạ tầng bị quá tải. Tụ trung lại, nhiệt điện vẫn là trọng điểm trong cơ cấu nguồn phát điện trong tương lai.

Hình 28: Cơ cấu nguồn điện (nghìn MW)



Nguồn: Báo cáo Triển vọng Năng lượng tái tạo Việt Nam, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 29: Cơ cấu sản lượng điện theo loại nhiên liệu sử dụng (tỷ kWh)



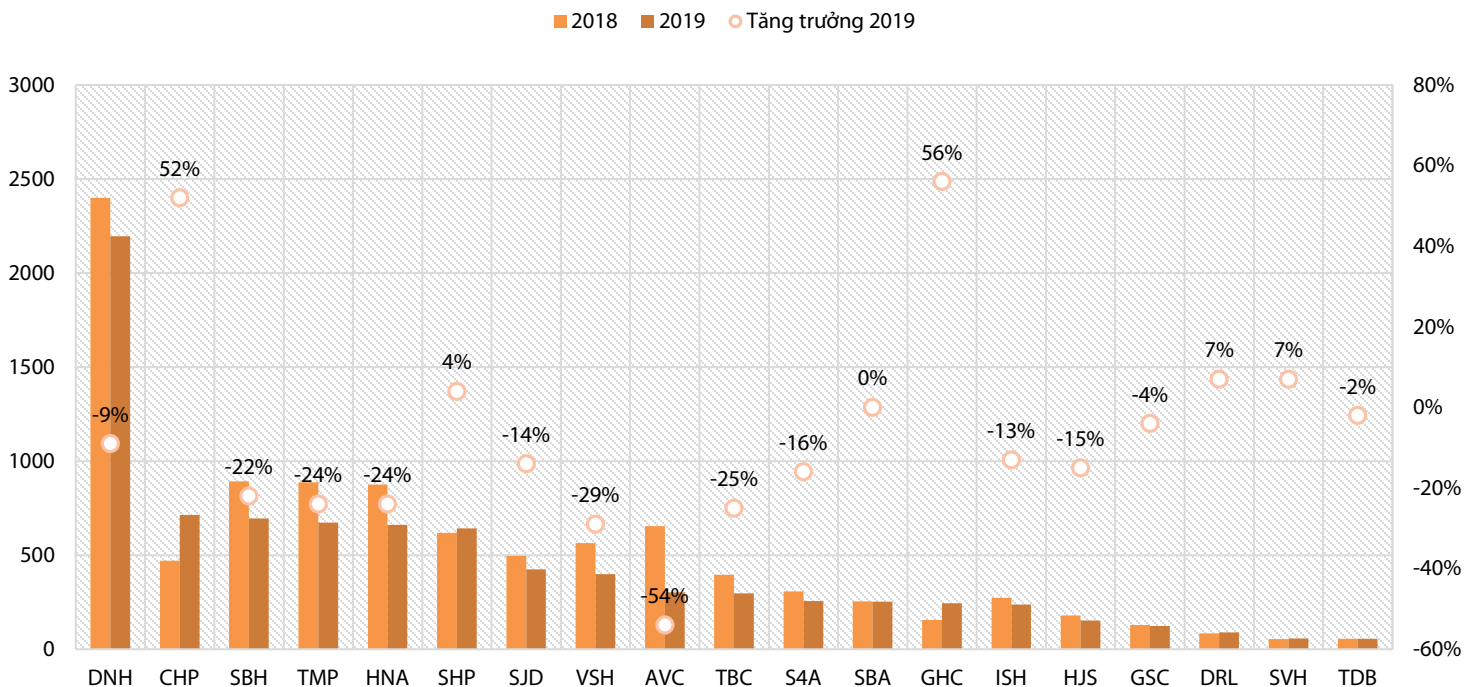
Nguồn: Báo cáo Triển vọng Năng lượng tái tạo Việt Nam, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Nhiệt điện than đang đóng vai trò trụ cột đáp ứng nhu cầu điện

Trong trung và ngắn hạn, thiếu điện là vấn đề nổi cộm do phụ thuộc nhiều vào thủy điện

Trên thực tế, 14 trên 22 nhà máy thủy điện niêm yết đã báo cáo doanh thu năm 2019 giảm so với cùng kỳ. Áp lực giải ngân các dự án phát điện lớn, nhưng tốc độ giải ngân thực tế vẫn gián tiếp gây sức ép lên các tổ máy đang vận hành. Vấn đề thiếu điện và áp lực giải ngân lên EVN được nhắc tới nhiều trong những năm gần đây, và đặc biệt lớn trong hai năm 2018 và 2019 khi nhóm thủy điện gặp khó khăn do thiếu nước.

Hình 30: Doanh thu năm 2018 và 2019 của các nhà máy thủy điện niêm yết (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Mức nước của các hồ thủy điện đã ở mức thấp trong năm 2019 và sẽ tiếp tục thấp trong năm 2020. Các nhà máy thủy điện niêm yết hầu hết tăng trưởng doanh thu âm năm 2019. Mặc dù đây là tình huống đã nằm trong dự báo do chu kỳ khí hậu, chúng tôi vẫn muốn nhấn mạnh ảnh hưởng của việc giảm sản lượng từ nhóm thủy điện trong bối cảnh nhu cầu điện để sản xuất và tiêu dùng trong thời kỳ tăng trưởng kinh tế trên 6%/năm và làn sóng di chuyển hoạt động gia công sản xuất về Việt Nam do chiến tranh thương mại toàn cầu.

Vi vậy một trong những giải pháp trung và dài hạn của EVN là xây thêm nhà máy nhiệt điện. Các dự án đang xây dựng bao gồm nhiệt điện Duyên Hải, và rất nhiều nhà máy đang nằm trong kế hoạch như nhiệt điện Vũng Áng GD 3, Nhiệt điện Nam Định, Nhiệt điện Quỳnh Lập cho thấy tầm quan trọng của nhiệt điện nói chung và điện than nói riêng đối với ngành.

EVN thậm chí dùng tới nhập khẩu điện, đang xây đường nối điện qua Lào để nhập khẩu điện từ nước này. Phương án ngắn hạn này cho thấy vấn đề thiếu điện đang ở mức trầm trọng, và vì thế chúng tôi muốn nhấn mạnh đóng góp của các tổ máy điện than, điện khí trong thời gian tới.

Các nhà máy điện khí cũng đang gặp vấn đề về nguồn cung trong ngắn hạn, và vấn đề chi phí trong trung hạn. Tổng cung khí trong nước chỉ đáp ứng khoảng 2/3 nhu cầu khí để phát điện. Trong bối cảnh tổng công suất điện khí “gánh” trên lưng 20% công suất phụ tải tính riêng khu vực Đông Nam Bộ - một đầu tàu kinh tế của Việt Nam, việc truyền tải điện từ Bắc vào Nam mặc dù không mới, vẫn là rất quan trọng để

cân bằng cung-cầu điện. Giai đoạn 2022-2023 nhiều mô khí mới được dự kiến sẽ bắt đầu cung cấp khí, đồng thời các kho chứa LNG cũng sẵn sàng để dự trữ khí hoá lỏng nhập khẩu để nâng công suất khai thác của các tua-bin khí. Như vậy, một vấn đề nan giải là nhiều khả năng giá vốn của các nhà máy điện khí sẽ tăng, đồng nghĩa với việc sức cạnh tranh trên CGM có thể bị ảnh hưởng trong dài hạn.

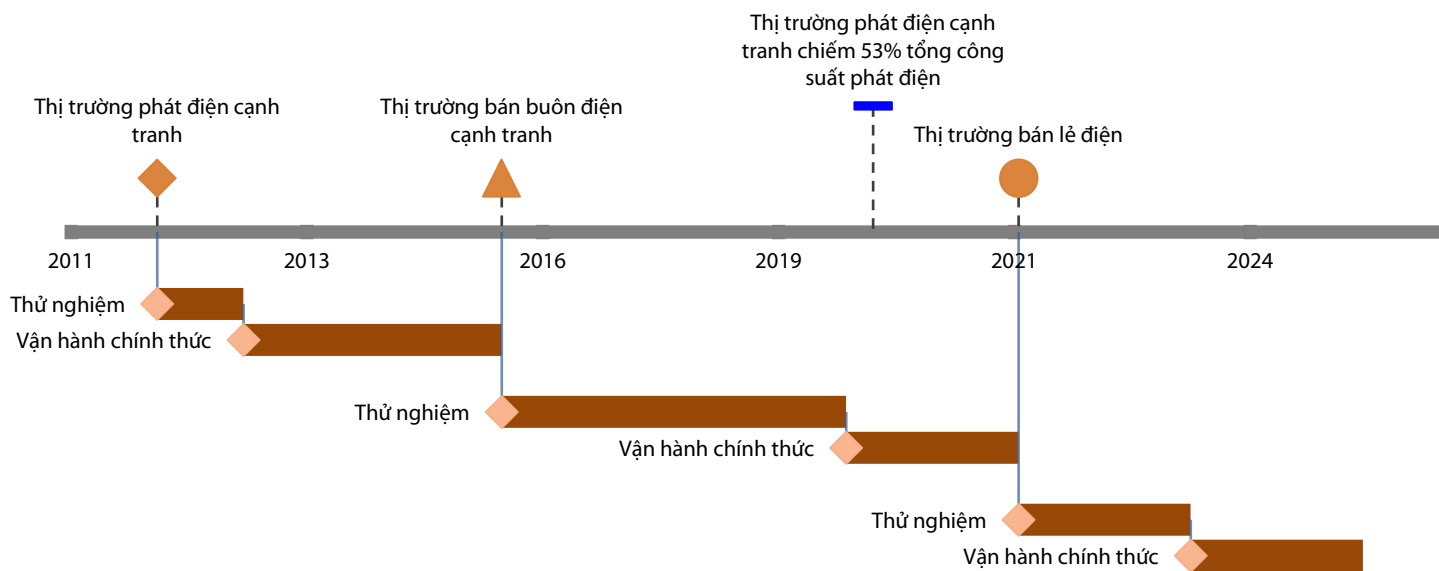
Thêm nữa, do thiếu khí, EVN thậm chí phải huy động các tua-bin nhiệt điện khí chạy dầu với giá vốn tới 5.000đ/kWh. Đây là phương án ngắn hạn và bất khả kháng, khó có thể duy trì lâu dài.

Chưa thể kỳ vọng đóng góp ổn định từ nhóm năng lượng tái tạo do thiếu ổn định và cơ sở hạ tầng truyền tải kém

Năng lượng tái tạo ở Việt Nam thời điểm hiện tại chủ yếu bao gồm điện mặt trời và điện gió, trong đó điện gió mới đóng góp rất ít. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần chú ý tới đóng góp bị hạn chế của nhóm này do các yếu tố chủ quan và khách quan. Về bản chất, các nhà máy điện mặt trời phụ thuộc nhiều vào thời tiết cục bộ, các nhà máy điện gió cũng tương tự. Bởi vậy, đóng góp vào lưới điện quốc gia nhìn chung khá bất ổn, phụ thuộc vào mùa trong năm và thậm chí từng thời điểm trong ngày. Thứ hai, vùng khai thác điện mặt trời tại Việt Nam thời gian qua co cụm ở hai tỉnh Ninh Thuận và Bình Thuận, trong khi lưới điện không đáp ứng hoạt động truyền tải điện. Đây là điểm nghẽn mà EVN đang dần dần tháo gỡ. Vì vậy trong trung hạn và ngắn hạn, nhóm này đóng góp rất ít, và dự báo tới năm 2023 bởi Fitch Solutions chỉ đóng góp 8% vào công suất phát điện và 3% sản lượng phát điện cả năm.

Tự do hóa ngành điện: chặng đường mới chỉ đi được một nửa

Hình 31: Tự do hóa ngành điện



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tự do hóa ngành điện ở Việt Nam hiện đang ở giai đoạn thị trường bán buôn điện. Thành tựu đạt được bao gồm 87 nhà máy, đại diện cho 53% tổng công suất phát điện đã tham gia thị trường bán buôn điện cạnh tranh. Hầu hết là nhà máy điện lớn, trong đó nhà máy điện tư nhân chiếm số ít. Mặc dù hướng tới tạo ra môi trường hấp dẫn đối với dòng tiền tư nhân, tỷ lệ sản lượng phát trên thị trường cạnh tranh vẫn chưa nhiều và cơ chế bao tiêu vẫn chưa làm cho thị trường bán buôn điện được “tự do hóa” hoàn toàn. Thêm vào đó, một phần không nhỏ công suất phát điện vẫn tới từ các nhà máy điện nhỏ, không thể linh hoạt trong hoạt động phát điện nên không thể cạnh tranh trên thị trường tự do và vẫn cần được bao tiêu. Hơn nữa, cơ chế độc quyền mua điện, với người mua (EVN) vẫn nắm sở hữu nhiều nhà máy phát điện cũng không phải đặc điểm của thị trường tự do. Vì vậy, một mặt, các nhà máy điện nói chung và HND nói riêng, đang đối mặt với nhiều rủi ro đến từ thay đổi cơ chế vận hành thị trường điện. Mặt khác, các nhà máy

điện này vẫn đang được hưởng những lợi thế nhất định trong bối cảnh tăng trưởng nhu cầu điện mạnh mẽ, và “phần thưởng” vẫn có cho các đơn vị sản xuất ổn định, kiểm soát chi phí tốt và có chính sách tài chính hợp lý.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	9.527	11.301	12.222	9.577
Giá vốn	7.935	9.525	10.183	8.347
Lãi gộp	1.592	1.777	2.039	1.230
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	169	150	158	166
Thu nhập từ HĐTC	24	34	38	53
Chi phí tài chính	997	397	400	274
Lợi nhuận khác	-1	2	0	0
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	449	1.265	1.519	843
Thuế TNDN	24	62	76	42
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	425	1.203	1.443	801
EBIT	1.423	1.626	1.881	1.064
EBITDA	3.279	3.416	3.649	2.407

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2018	2019	2020F	2021F
Tăng trưởng (%)				
Doanh thu	4,7	18,6	8,1	-21,6
EBITDA	-4,1	4,2	6,8	-34,0
EBIT	-8,0	14,3	15,7	-43,4
Lợi nhuận sau thuế	7,4	183,2	20,0	-44,5
Tổng tài sản	-9,1	-8,0	-4,4	-14,5
Vốn chủ sở hữu	9,8	9,4	17,8	0,2

Khả năng sinh lợi (%)				
LN gộp / Doanh thu	16,7	15,7	16,7	12,8
EBITDA/ Doanh thu	34,4	30,2	29,9	25,1
EBIT/ Doanh thu	14,9	14,4	15,4	11,1
LNST/ Doanh thu	4,5	10,6	11,8	8,4
ROA	3,1	9,5	11,9	7,7
ROCE	12,8	16,5	19,3	12,0
ROE	15,3	19,0	19,2	10,2

Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	4,8	5,0	4,7	4,5
Vòng quay hàng tồn kho	22,3	15,9	14,5	12,7
Vòng quay khoản phải trả	10,2	9,4	11,9	13,6

Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,1	1,3	2,0	2,9
Nhanh	1,0	1,1	1,7	2,5

Cấu trúc tài chính (%)				
Tổng nợ/ Vốn CSH	127,4	86,6	52,9	32,0
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	32,7	29,1	20,8	12,3
Vay dài hạn/ Vốn CSH	94,7	57,5	32,1	19,8

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2018	2019	2020F	2021F
Tiền	692	779	1.032	1.027
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	500	600
Các khoản phải thu	1.967	2.278	2.586	2.122
Tồn kho	356	598	702	659
Tài sản ngắn hạn khác	5	1	1	1
Tài sản cố định hữu hình	10.495	8.790	7.062	5.716
Tài sản cố định vô hình	1	1	1	1
Đầu tư tài chính dài hạn	1	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	252	217	224	230
TỔNG TÀI SẢN	13.769	12.664	12.107	10.356
Tiền hàng phải trả và ứng trước	777	1.008	853	615
Vay và nợ ngắn hạn	1.861	1.815	1.529	902
Vay và nợ dài hạn	5.391	3.582	2.354	1.452
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng phúc lợi	48	28	35	39
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
Tổng nợ	8.077	6.434	4.771	3.009
Vốn chủ sở hữu	5.197	5.197	5.197	5.197
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	432	969	2.077	2.088
Các quỹ	0	0	0	0
Quỹ đầu tư & phát triển	64	63	63	63
Nguồn vốn chủ sở hữu	5.692	6.230	7.337	7.348
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2018	2019	2020F	2021F
LN TT	449	1.265	1.519	843
Khấu hao	1.856	1.789	1.768	1.343
<i>Các điều chỉnh</i>	948	351	(38)	(53)
Thay đổi vốn lưu động	(2.101)	(905)	(708)	192
Tiền thuần từ HĐKD	1.151	2.500	2.541	2.325
Thay đổi TSCĐ	(11)	(69)	(277)	(275)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-	-	(500)	(100)
Lãi cho vay, cốt tủy, LN được chia	20	32	38	53
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	9	(37)	(739)	(322)
Nhận/trả lại vốn góp	-	-	-	-
Vay mới/trả nợ vay	(308)	(1.861)	(1.815)	(1.529)
Cổ tủy, LN trả cho CĐ	(183)	(528)	(600)	(750)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	(491)	(2.390)	(2.415)	(2.279)
Tiền đầu năm	23	692	779	1.032
Tiền thuần trong kỳ	669	74	(614)	(276)
Tiền cuối kỳ	692	779	1.032	1.027

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research
 lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)

Lại Đức Dương
Senior Analyst
 duong.ld@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Analyst
 vu.thx@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hà Trinh
Senior Analyst
 trinh.nh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1551)

- Xây dựng
- Thép
- Tiện ích công cộng

Vũ Anh Tú
Analyst
 tu.va@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1511)

- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn
Analyst
 son.tt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1527)

- Thị trường
- Bán lẻ & Công nghệ
- Dược phẩm

Đỗ Thanh Tùng
Analyst
 tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

Phạm Thị Tố Tâm
Analyst
 tam.ptt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Bảo hiểm
- Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst
 anh2.ntt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1531)

- Ngân hàng

Nguyễn Tiến Hoàng
Analyst
 hoang.nt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1538)

- Thị trường

Bùi Huy Hoàng
Analyst
 hoang.bh@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1514)

- Cao su tự nhiên
- Nông dược

Phạm Minh Tú
Analyst
 tu.pm@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1536)

- Thép

Bernard Lapointe
Senior Consultant
 bernard.lapointe@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
 ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
 vi.ttt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1517)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh

- ☎ +84 28 6299 2006
- ☎ +84 28 6299 7986
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

- ☎ +84 24 6288 2006
- ☎ +84 24 6288 2008
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG

50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa

- ☎ +84 258 3820 006
- ☎ +84 258 3820 008
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ

95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ

- ☎ +84 292 381 7578
- ☎ +84 292 381 8387
- ✉ info@vdsc.com.vn
- 🌐 www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2020.**