

# Nhiệt điện Hải Phòng (HND)

## Hưởng lợi từ thời tiết khô hạn

Chuyên viên phân tích Điện và Thép

Lê Thành Công

congltd@kbsec.com.vn

30/06/2020

Trong năm 2020, nhiệt điện Hải Phòng sẽ tiếp tục sản xuất điện với sản lượng cao trong bối cảnh tình trạng thiếu điện đang tiếp tục diễn ra

Giảm bớt nợ vay 1800 tỉ hàng năm sẽ giúp HND giảm chi phí lãi vay khoảng 100 tỉ/năm và tăng dòng tiền tự do sau khi trả hết nợ vào cuối năm 2022

### Rủi ro

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HND

Công ty CP nhiệt điện Hải Phòng (HND:Upcom) là một trong những nhà máy nhiệt điện than lớn nhất Việt Nam với công suất 1,200 MW, sản lượng điện thương phẩm trung bình khoảng 7 tỉ kWh/năm. Với tình trạng chậm tiến độ của một số nhà máy điện than lớn, trong khi nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục tăng mạnh, tình trạng thiếu điện cục bộ xảy ra tại nhiều nơi sẽ giúp các nhà máy điện hiện tại tăng hiệu suất trong đó có nhiệt điện Hải Phòng.

Hàng năm, Nhiệt điện Hải Phòng trả 1800 tỉ gốc vay, giúp giảm khoảng gần 100 tỉ chi phí tài chính cho các năm kế tiếp, từ đó góp phần giúp cải thiện kết quả kinh doanh. Ngoài ra, theo kế hoạch đến cuối năm 2022, Nhiệt điện Hải Phòng sẽ trả hết nợ vay và dòng tiền tự do của HND sẽ tăng lên rất mạnh, giúp cải thiện khả năng chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Cụ thể chúng tôi ước tính tỉ suất cổ tức trung bình 5 năm tới của HND sẽ đạt 23%.

1) Rủi ro thời tiết; 2) Rủi ro thiếu nguyên liệu than đầu vào; 3) Rủi ro đàm phán lại giá điện với EVN.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HND, giá mục tiêu cho năm 2020 là 22,500 VND/Cổ phiếu, cao hơn 31.6% so với giá đóng cửa ngày 29/06/2020.

## MUA Lần đầu

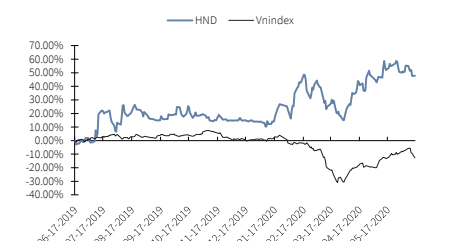
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>22,500 VND</b>
Tăng/giảm (%)	31.6%
Giá hiện tại (29/6/2020)	17,100
Giá mục tiêu đồng thuận	23,500 VND
Vốn hóa thị trường (tỉ)	8,550

<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng	14.03%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND)	3.37
Sở hữu nước ngoài	0.04%

<b>Biến động giá cổ phiếu (%)</b>				
	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
HND	-2.7%	18.4%	29.9%	47.9%
VNIndex	0.7%	9.3%	-14.0%	-12.7%

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu (tỉ đồng)	9,095	9,527	11,301	11,349
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh (tỉ đồng)	414	450	1,240	1,354
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (tỉ đồng)	396	425	1,173	1,281
EPS (VND)	791	850	2,345	2,562
EPS growth (%)	37.6%	7.5%	175.9%	9.2%
P/E (x)	22.3	20.7	7.5	6.9
P/B (x)	1.7	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	8.0%	7.8%	19.7%	19.8%



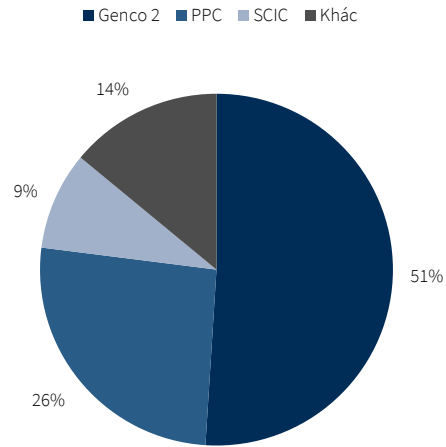
## I. Thông tin tổng quan

### Quá trình hình thành và phát triển



Công ty Cổ phần Nhiệt điện Hải Phòng (HND:HSX) được thành lập ngày 17/9/2002 với 5 cổ đông sáng lập với tổng vốn điều lệ là 3.000 tỉ đồng của các đơn vị góp vốn gồm: Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN): 77.5%, Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV): 10%, Tổng công ty Bảo hiểm Việt Nam: 2.5%, Tổng công ty xuất nhập khẩu xây dựng Việt Nam (Vinaconex): 5%, Tổng công ty lắp máy Việt Nam (Lilama): 5%. Đến năm 2005, Nhà máy nhiệt điện Hải Phòng bắt đầu được khởi công. Năm 2014, cả 4 tổ máy của nhà máy chính thức hoạt động thương mại. Đến năm 2019, sản lượng điện thương phẩm của nhà máy đạt mốc 50 tỉ kWh.

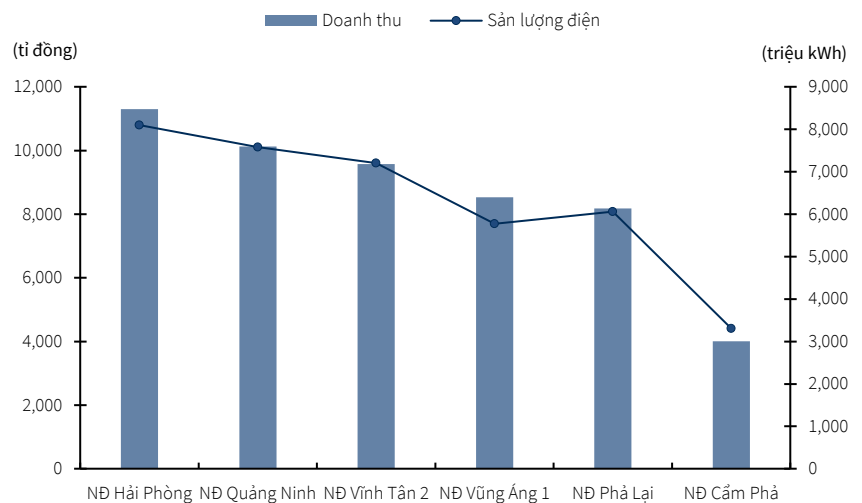
Hiện tại, theo cơ cấu cổ đông của HND, Tổng Công ty phát điện 2 (Genco 2) là công ty mẹ của HND với tỉ lệ sở hữu 51%, Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại (PPC) nắm giữ 26%, Tổng công ty vốn nhà nước (SCIC) nắm giữ 9%, các cổ đông khác nắm giữ 14%.

**Biểu đồ 1. Cơ cấu cổ đông HND**

Nguồn: HND, KBSV Research

**Nhiệt điện Hải Phòng có công suất 1200 MW với sản lượng điện hàng năm khoảng 7 tỉ kWh**

Nhiệt điện Hải Phòng là một trong những nhà máy nhiệt điện lớn nhất miền Bắc với công suất đạt 1,200 MW. Hàng năm, doanh thu và sản lượng điện đạt lần lượt khoảng 10,000 tỉ đồng và 7 tỉ kWh. Nhà máy có 4 tổ máy phát điện với mỗi tổ máy có công suất khoảng 300 MW. Hai tổ máy S1 và S2 chính thức vận hành thương mại lần đầu vào năm 2011, trong khi hai tổ máy S3 và S4 vận hành chính thức vào năm 2014. Nhà máy thực hiện phân phối điện thông qua đường truyền tải 220 kV và 110kV cho khu vực Đồng bằng Bắc Bộ, một trong hai khu vực tiêu thụ điện năng lớn nhất cả nước. Tính đến hết năm 2019, sản lượng điện thương phẩm lũy kế HND đã sản xuất được đạt trên 50 tỉ kWh.

**Biểu đồ 2. Doanh thu và sản lượng điện các nhà máy nhiệt điện than 2019**

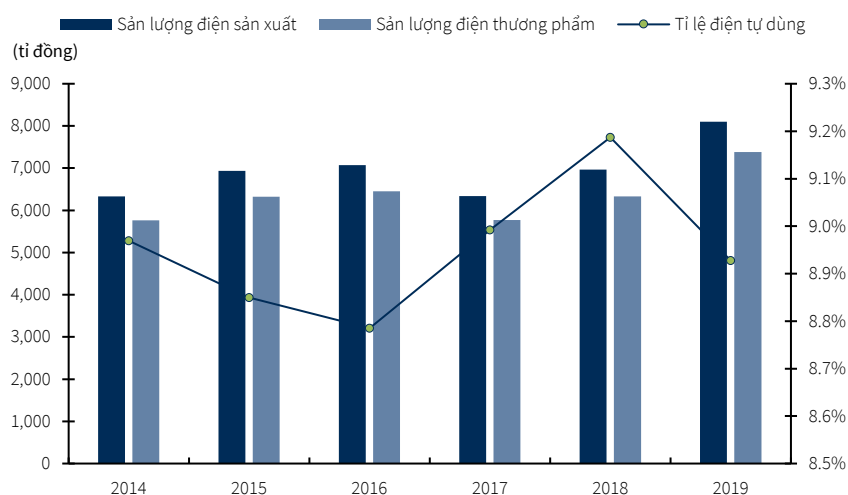
Nguồn: HND, KBSV Research

## II. Hoạt động kinh doanh

**HND là nhà máy điện than với 4 tổ máy công suất 4x300MW**

Nhiệt điện Hải Phòng là nhà máy nhiệt điện than sử dụng công nghệ đốt than phun sử dụng lò hơi cận tới hạn với 4 tổ máy, tổng công suất 4x300 MW. Chu trình sản xuất điện của nhà máy bao gồm 2 thiết bị chính là lò hơi và tuabin, máy phát với hệ thống truyền tải điện bao gồm 2 sân phân phối 220kV và 110kV. Năm 2019, Nhiệt điện Hải Phòng đã chạy vượt công suất thiết kế với sản lượng điện lên đến 8.1 tỉ kWh, sản lượng điện thương phẩm đạt 7.4 tỉ kWh, tỉ lệ điện tự dùng của nhà máy đạt mức 8.9%, sản lượng than đã sử dụng 3.75 triệu tấn.

**Biểu đồ 3. Sản lượng điện của HND qua các năm**



Nguồn: HND, KBSV Research

**Nhà máy sử dụng nguyên liệu chính là than Atraxit và dầu FO**

Nhiệt điện Hải Phòng sử dụng lò hơi cận tới hạn (thông số hơi quá nhiệt là 175 kg/cm<sup>3</sup> và 541°C). Nhà máy sử dụng nguyên liệu chính là than Antraxit loại 5a1 (70%) và 6a1 (30%) từ các mỏ than Hồng Gai – Cẩm Phả để phát điện và nhiên liệu phụ là dầu FO dùng để khởi động lò, thông qua các nhà cung cấp Tổng công ty than khoáng sản Việt Nam và Tổng công ty Đông Bắc. Than sẽ được cung cấp hàng ngày bằng tàu và được bốc dỡ vào kho chứa than của nhà máy. Nhu cầu than của nhà máy khoảng 9,000-10,000 tấn than/ngày, tương đương khoảng trên 3.3 triệu tấn/năm. Số ngày dự trữ than của Nhiệt điện Hải Phòng thường được duy trì ở khoảng 1 tháng, cao hơn hầu hết các nhà máy nhiệt điện than khác.

**Công tác bảo vệ môi trường luôn được bảo đảm**

Các công tác về đảm bảo môi trường luôn được công ty chú trọng thực hiện theo đúng Báo cáo đánh giá tác động môi trường đã được phê duyệt. HND hàng năm phát sinh khoảng 1.2 triệu tấn tro bay và xỉ đáy lò. Khối lượng tro xỉ này đã được công ty hợp tác 5 đối tác tiêu thụ toàn bộ để sản xuất vật liệu xây dựng. Ngoài ra nhà máy cũng trang bị bộ lọc bụi tĩnh điện ESP, hiệu suất lọc bụi đạt 99.67%, trang bị hệ thống FGD sử dụng công nghệ phun đá vôi kiểu ướt để tách SO<sub>x</sub> trong khói thải, hiệu suất khử đạt trên 90%.

**Là một trong những nhà máy đầu tiên tham gia thị trường phát điện cạnh tranh**

Nhiệt điện Hải Phòng là một trong các nhà máy đầu tiên tham gia thị trường phát điện cạnh tranh chính thức từ ngày 01/07/2012 theo nghị quyết số 30/ĐTĐL-TTĐL ngày 15/05/2012 của Cục điều tiết điện lực với sự giúp đỡ của EVN và A0. Hàng năm, tỉ lệ phát điện trên thị trường phát điện cạnh tranh của nhà máy chiếm tỉ lệ khoảng 20%. Năm 2019, sản lượng phát trên thị trường cạnh tranh của HND đạt 1.75 tỉ kWh, chiếm 24% sản lượng điện thương phẩm của nhà máy, mang về doanh thu khoảng 2,204 tỉ đồng, lợi nhuận hơn 480 tỉ đồng.

## II. Kết quả kinh doanh và tình hình tài chính

**Lợi nhuận sau thuế 2019 tăng gấp 2.8 lần, doanh thu tăng 18.6% so với cùng kỳ năm trước**

Kết quả kinh doanh năm 2019 của HND, doanh thu đạt 11,301 tỉ đồng, tăng trưởng 18.6% so với cùng kỳ năm trước. Biên lợi nhuận gộp đạt 14.6% giảm 0.9% so với mức 15.5% năm trước. Tỉ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/ doanh thu được duy trì ở mức 1.4%. Lợi nhuận sau thuế đạt 1,173 tỉ đồng, gấp 2.8 lần so với năm 2018. Lợi nhuận của HND có sự tăng trưởng đột biến là do năm 2018 là năm cuối cùng phân bổ chi phí chênh lệch tỉ giá từ thời điểm xây dựng cơ bản nhà máy với số tiền 299 tỉ đồng.

**Tổng tài sản có xu hướng giảm do Khấu hao TSCĐ hàng năm**

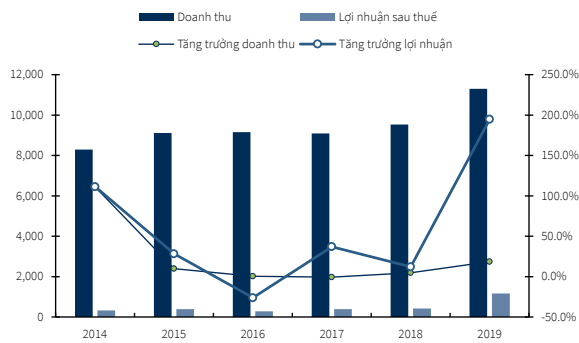
Trong cơ cấu Tổng tài sản của HND, thì khoản mục Tài sản cố định và phải thu ngắn hạn chiếm tỉ trọng lớn nhất, lần lượt bằng 66% và 18%. Xu hướng tổng tài sản của HND sẽ tiếp tục giảm do Khấu hao tài sản cố định hàng năm. Tổng tài sản tính đến thời điểm 31/12/2019, đạt 12,664 tỉ đồng, giảm 1,106 tỉ đồng, tương đương 8% so với thời điểm 31/12/2018. Trong đó, phần giảm đa phần đến từ tài sản cố định.

**Các chỉ số về nợ vay cải thiện mạnh mẽ. HND sẽ trả hết nợ vay vào cuối 2022.**

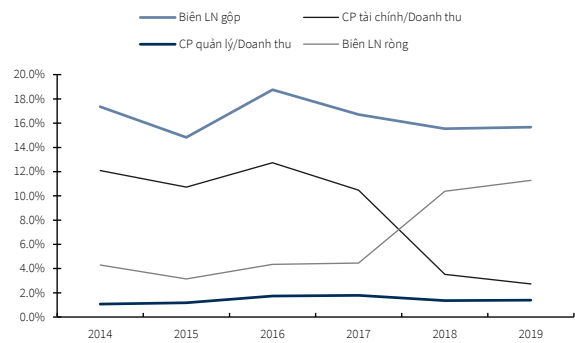
Vào thời điểm 31/12/2019, các chỉ số liên quan đến nợ vay là Nợ phải trả/Tổng tài sản và Nợ vay dài hạn/ Tổng tài sản đều giảm khá mạnh và đạt mức lần lượt 41% và 16%, giảm so với mức 51% và 28% so với thời điểm cuối năm 2018. Chỉ số Nợ vay ngắn hạn/Tổng tài sản tăng nhẹ lên 16% từ mức 14% chủ yếu do Tổng tài sản của HND giảm xuống. Xu hướng giảm nợ vay của HND sẽ tiếp tục được duy trì với số tiền trả nợ hàng năm khoảng 1,800 tỉ đồng. Hầu hết nợ vay ngắn hạn của HND chính là nợ dài hạn nhưng đến hạn trả trong vòng 12 tháng. Dự kiến, đến cuối năm 2022, HND sẽ hoàn toàn trả hết nợ vay giúp giảm chi phí lãi vay, nâng cao kết quả kinh doanh.

**Năm 2019, chỉ số ROA và ROE tăng mạnh do kết quả kinh doanh của HND 2019 tăng trưởng mạnh**

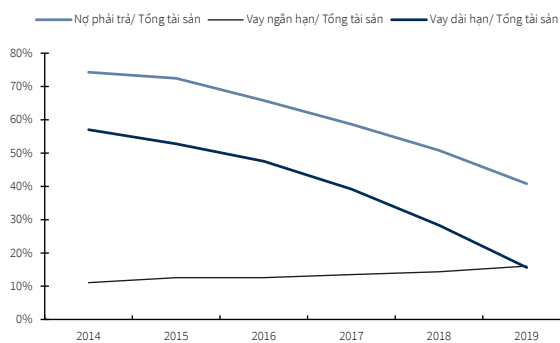
Với lợi nhuận sau thuế năm 2019 tăng mạnh, chỉ số ROE và ROA của doanh nghiệp được cải thiện rất nhiều. ROE và ROA của HND năm 2019 đạt lần lượt 20% và 9%, tăng mạnh so với mức 8% và 3% của năm 2018. Việc doanh nghiệp liên tục trả nợ vay và cố tức tiền mặt cũng làm thu hẹp quy mô tổng tài sản, cũng làm cải thiện 2 chỉ số này.

**Biểu đồ 4. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế HND**

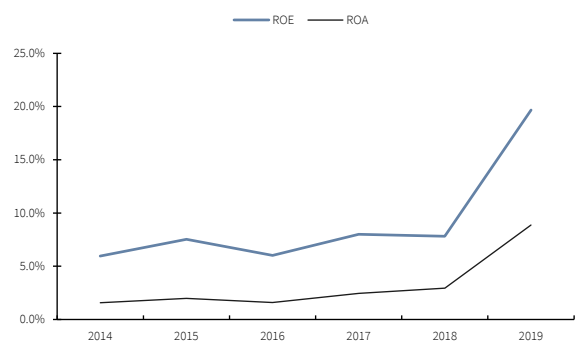
Nguồn: HND, KBSV Research

**Biểu đồ 5. Các chỉ số tài chính HND**

Nguồn: HND, KBSV Research

**Biểu đồ 6. Các chỉ số về nợ vay của HND**

Nguồn: HND, KBSV Research

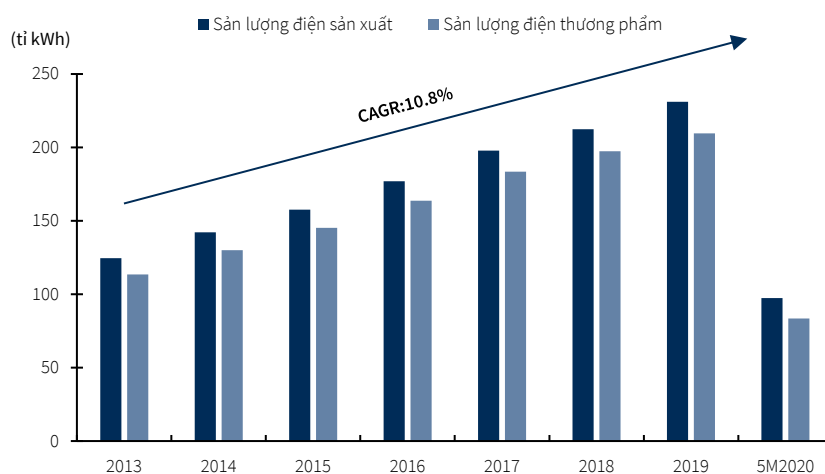
**Biểu đồ 7. ROE và ROA của HND**

Nguồn: HND, KBSV Research

### III. Điểm nhấn đầu tư

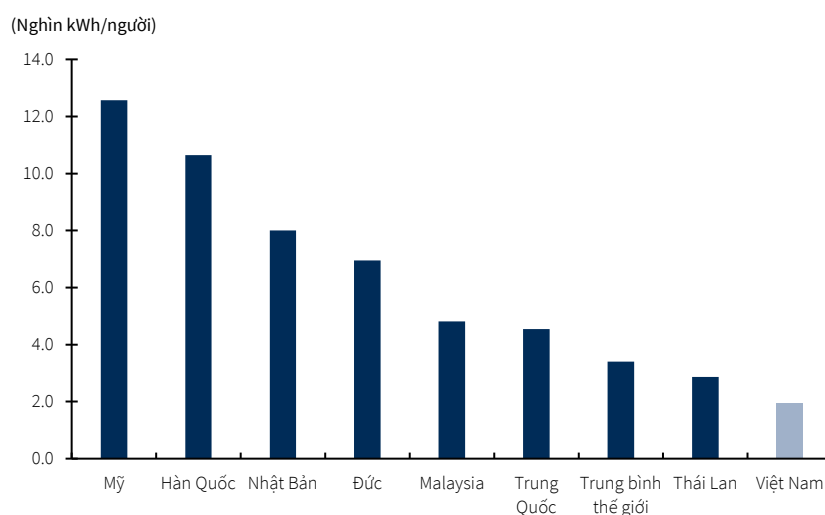
#### Nhu cầu điện ở Việt Nam rất lớn và tăng trưởng nhanh hàng năm.

Do là một quốc gia đang phát triển với tốc độ tăng trưởng GDP bình quân hàng năm đạt khoảng 6.5%/năm, kéo theo nhu cầu về điện ở Việt Nam là rất lớn và tăng trưởng hàng năm rất nhanh. Trung bình giai đoạn 2013-2019, tiêu thụ điện tăng trưởng trung bình 10.8%/năm. Năm 2019, sản lượng điện thương phẩm đạt 209.4 tỉ kWh, tăng trưởng 8.85% so với cùng kỳ năm ngoái. Lũy kế 05 tháng 2020, mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch COVID 19, sản lượng điện thương phẩm vẫn đạt 83.1 tỉ kWh, tăng trưởng 1.8% so với cùng kỳ.

**Biểu đồ 8. Sản lượng tiêu thụ điện của Việt Nam qua các năm**

Nguồn: EVN, KBSV Research

Mức tiêu thụ điện bình quân trên đầu người của Việt Nam năm 2017 đạt mức 1.9 nghìn kWh/người còn khá thấp so với các nước phát triển trên thế giới như 12.6 nghìn kWh/người của Mỹ, 10.7 nghìn kWh/người của Hàn Quốc, hay các nước đang phát triển khác trong khu vực Đông Nam Á như Malaysia 4.8 nghìn kWh/người, Thái Lan 2.9 nghìn kWh/người và của trung bình thế giới 3.4 nghìn kWh/người.

**Biểu đồ 9. Sản lượng điện tiêu thụ bình quân trên đầu người năm 2017**

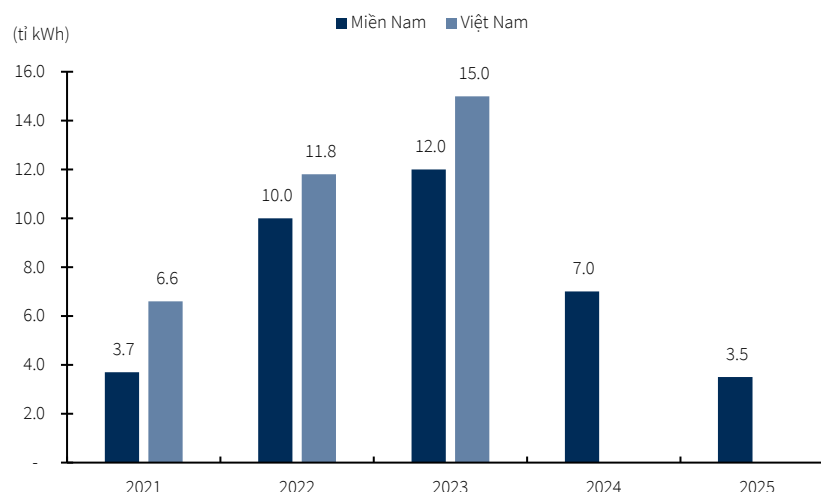
Nguồn: IEA, KBSV Research

### Tình trạng thiếu hụt điện đang diễn biến trầm trọng

Theo mục tiêu của Quy hoạch điện 7 Điều chỉnh đã được Thủ tướng Chính Phủ phê duyệt, công suất hệ thống sẽ tăng thêm 21,651 MW, 38,010MW, 36,192MW trong giai đoạn 2016-2020, 2021-2025 và 2026-2030. Tuy nhiên theo báo cáo gần đây của Bộ Công thương, sau khi đã rà soát lại tình hình tiến độ xây dựng các nhà máy điện, thì tổng công suất các nhà máy điện mới đưa vào sử dụng thấp hơn so với Quy hoạch điện 7 điều chỉnh là 17,000MW, trong đó, có nhiều

các dự án nhiệt điện than ở khu vực phía Nam. Cũng theo báo cáo trên của Bộ Công thương, Việt Nam sẽ thiếu điện khoảng 6.6 tỉ kWh năm 2021, khoảng 11.8 tỉ kWh vào năm 2022 và đỉnh điểm vào là 15 tỉ kWh vào năm 2023. Theo chúng tôi, tình trạng thiếu điện này sẽ giúp các các nhà máy nhiệt điện hiện tại như HND sẽ được huy động phát điện với hiệu suất cao hơn, hoạt động hiệu quả hơn.

**Biểu đồ 10. Sản lượng điện dự kiến bị thiếu theo báo cáo của Bộ Công Thương**



Nguồn: EVN, KBSV Research

**Nhiệt điện Hải Phòng có vị trí địa lý thuận lợi khi nằm trong khu vực tam giác phát triển kinh tế**

Nhiệt điện Hải Phòng nằm trong khu vực tam giác kinh tế lớn Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh. Đây là trung tâm kinh tế lớn của cả nước, với hàng loạt các nhà máy, xí nghiệp, doanh nghiệp FDI hoạt động trong khu vực này. Nhu cầu tiêu thụ điện năng của khu vực này chỉ đứng sau khu vực Đông Nam Bộ. Ngoài ra, nhiệt điện Hải Phòng còn nằm ở thành phố Hải Phòng, nơi nhu cầu điện năng tăng mạnh sau khi Vingroup đặt nhà máy Vinfast tại đây.

**Nhiệt điện Hải Phòng là một trong những nhà máy nhiệt điện than lớn nhất và hoạt động ổn định ở miền Bắc**

Nhiệt điện Hải Phòng với công suất 1,200 MW là một trong những nhà máy nhiệt điện than lớn và hiện đại nhất miền Bắc. Hầu hết các chỉ số kỹ thuật của nhà máy đều tốt hơn so với trung bình. Tỷ lệ điện tự dùng năm 2019 của HND chỉ khoảng 8.9% thấp hơn mức trung bình trên 9% của các nhà máy khác. Các chỉ số về hiệu suất thực, suất tiêu hao than, suất tiêu hao nhiệt ở mức lần lượt là 38%, 0.46 kg/kWh và 9,855 kJ/kWh, đều thấp hơn các nhà máy nhiệt điện than khác chứng tỏ mức độ hiệu quả của Nhiệt điện Hải Phòng. Trong năm 2019, HND vận hành ổn định, hệ số khả dụng của nhà máy đạt mức cao 89.6% với số giờ khả dụng ở mức rất cao là 7845 giờ và hệ số sự cố chỉ là 1.4%. Trong năm 2019, nhà máy chỉ xảy ra 8 sự cố phải ngừng tổ máy, trong đó đa phần là sự cố lò hơi.



**Bảng 11. So sánh một số chỉ tiêu kỹ thuật các nhà máy nhiệt điện than năm 2019**

	HND	QTP	PPC	NCP
Công suất (MW)	1200	1200	1080	600
Tỉ lệ điện tự dùng	8.9%	9.5%	9.7%	11.9%
Hiệu suất thực	38%	35.9%	N/A	N/A
Suất tiêu hao than (kg/kWh)	0.46	0.52	N/A	0.63
Suất tiêu hao nhiệt (kJ/kWh)	9,855	10,498	10,875	N/A
Hệ số khả dụng	89.6%	88.8%	90.4%	57.2%
Hệ số sự cố	14%	7.8%	3.1%	N/A
Hệ số dùng bảo dưỡng	9.0%	3.4%	6.6%	N/A
Số giờ khả dụng (giờ)	7,845	7,780	7,916	5,011

Nguồn: KBSV Research

**Tình hình thời tiết không thuận lợi cho các nhà máy thủy điện, các nhà máy nhiệt điện than như HND được huy động với hiệu suất cao hơn trong nửa đầu năm 2020**

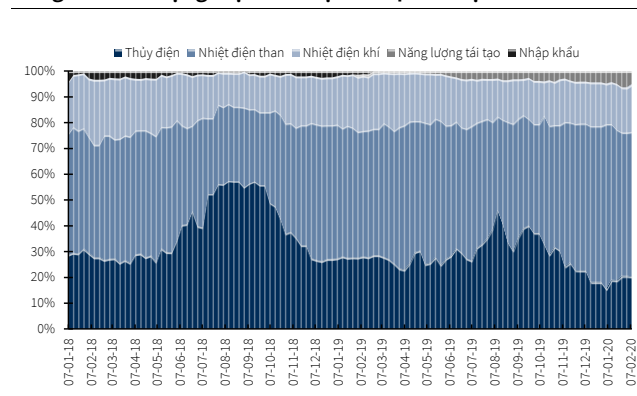
Diễn biến thời tiết tiếp tục không thuận lợi cho các nhà máy thủy điện do ảnh hưởng bởi hiện tượng El Nino. Tình hình thực sự trầm trọng khi theo một số nhà máy thủy điện lớn như Thủy điện Hòa Bình, Thủy điện Sơn La cho biết chưa năm nào lượng nước về hồ thủy điện lại thấp đến như vậy. Nhiều nhà máy thủy điện ở Tây Nguyên, hết quý 1/2020, chỉ phát được 15% sản lượng điện theo kế hoạch năm. Nhiều hồ thủy điện đã ở dưới mực nước chết. Tình trạng này sẽ giúp các nhà máy nhiệt điện than như HND sẽ được huy động với hiệu suất cao hơn. Chủ tịch EVN Dương Quang Thành cũng đã chỉ đạo 12 nhà máy nhiệt điện than của EVN trong năm nay phải vận hành trên 7000 giờ, tức hệ số khả dụng đạt 80%. Riêng Nhiệt điện Hải Phòng năm nay kế hoạch sản lượng điện sản xuất tiếp tục ở mức cao 8.15 tỉ kWh, tương đương năm 2019.

Thực tế cũng đã cho thấy, lũy kế 5 tháng đầu năm 2020, sản lượng điện toàn hệ thống đạt 75.83 tỉ kWh, tăng 2.05% so với cùng kì năm trước, trong đó thủy điện đạt 11.6 tỉ kWh, giảm 36.5% yoy, nhiệt điện than đạt 45.33 tỉ kWh, tăng 17.56% yoy. Chúng tôi ước tính, lũy kế 5 tháng, sản lượng điện sản xuất của HND cũng đã đạt 3.7 tỉ kWh, tăng 7% yoy, hoàn thành 46% kế hoạch cả năm. Các tháng 6 và tháng 7, nhiệt điện Hải Phòng tiếp tục được lên kế hoạch huy động sản lượng điện cao lần lượt là 726 triệu kWh và 741 triệu kWh.

**Bảng 12. Lượng nước thiếu hụt so với TBNN**

Khu vực	Lượng nước thiếu hụt so với trung bình nhiều năm từ tháng 1 đến tháng 7/2020
Sông Đà	20% - 40%
Sông Thao	30% - 70%
Sông Lô - Gâm - Chảy	10% - 20%
Khu vực Trung Bộ, Tây Nguyên	35% - 60%
Sông Mê Kông	10% - 30%

Nguồn: EVN, KBSV Research

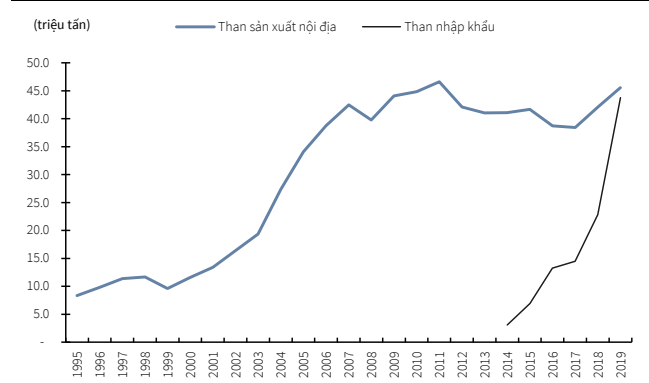
**Bảng 13. Sản lượng điện các loại hình phát điện**

Nguồn: EVN, KBSV Research

## Tình trạng thiếu than cơ bản đã được giải quyết

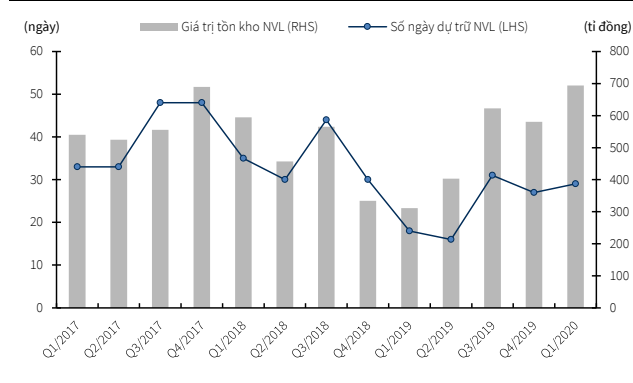
Nhiệt điện Hải Phòng có hợp đồng cung cấp than từ Tập đoàn than khoáng sản Việt Nam với thời hạn 40 năm và Tổng công ty Đông Bắc là 5 năm (do đặc thù của doanh nghiệp Quân đội). Theo đó hàng năm, Tập đoàn than khoáng sản TKV sẽ cung cấp 2.2 triệu tấn than và Tổng công ty Đông Bắc cung cấp 1.1 triệu tấn than. Tuy nhiên, do điều kiện khai thác than ngày càng khó khăn do phải khai thác sâu xuống lòng đất, sản lượng khai thác than của các đơn vị trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu ngày càng cao của các nhà máy nhiệt điện than, dẫn đến tình trạng thiếu than để hoạt động. Mặc dù vậy, đến thời điểm hiện tại, tình trạng thiếu than cơ bản đã được giải quyết khi Tập đoàn than khoáng sản Việt Nam – TKV đã nhập khẩu than để đảm bảo nhu cầu của các nhà máy điện than trong nước. Ngoài ra, Thủ tướng Chính phủ cũng đã cho phép các nhà máy được tự nhập khẩu than, tuy nhiên phải đảm bảo đúng quy định và giá nhập khẩu không được cao hơn giá than được niêm yết của TKV và Tổng công ty Đông Bắc. Tính đến cuối tháng 01/2020, số ngày dự trữ than của HND đã trở về mức bình thường trên 30 ngày

**Bảng 14. Sản lượng than nội địa và nhập khẩu các năm**



Nguồn: GSO, KBSV Research

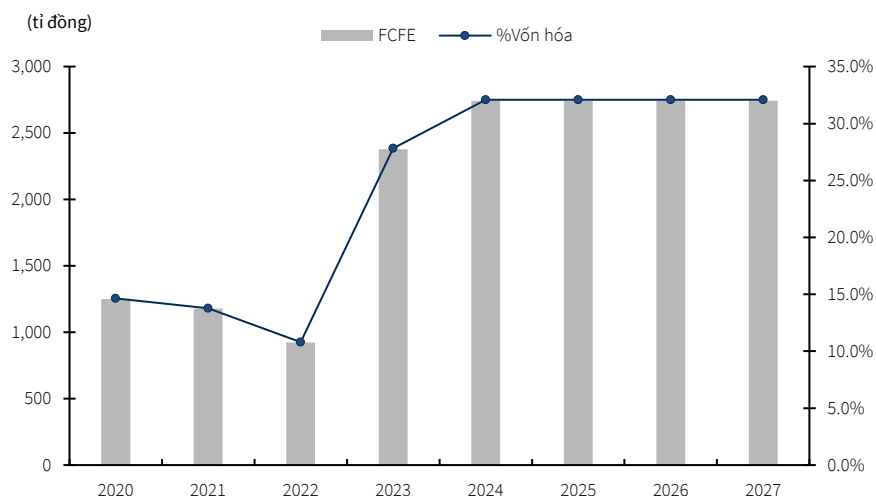
**Biểu đồ 15. Giá trị NVL và số ngày dự trữ NVL của HND**



Nguồn: HND, KBSV Research

## Dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu của HND mạnh, ổn định và sẽ tăng lên sau khi trả hết nợ vay vào năm 2022

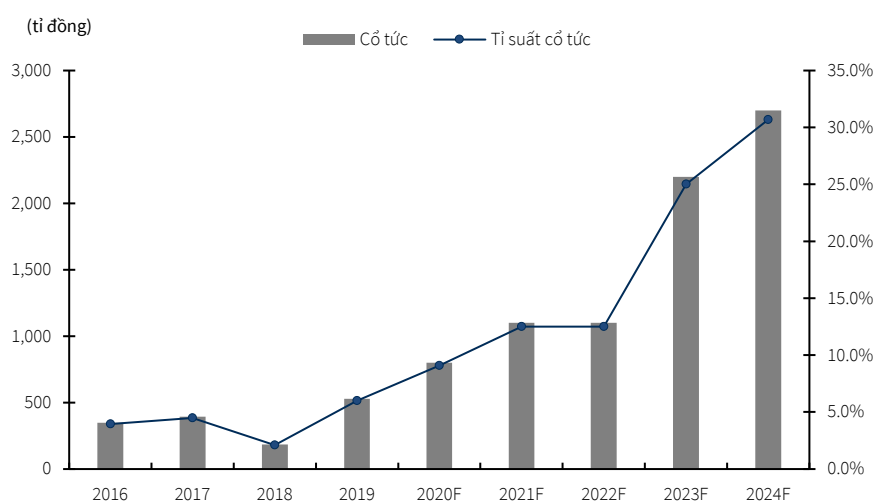
Theo ước tính của chúng tôi, từ năm 2020, dòng tiền sản xuất kinh doanh của HND hàng năm sẽ đạt khoảng 2800 tỷ đồng, sau đó số tiền này sẽ chủ yếu dùng để trả nợ gốc vay và chi trả cổ tức cho cổ đông. Thời điểm 31/03/2020, số dư nợ gốc của nhiệt điện Hải Phòng còn khoảng trên 5000 tỷ đồng. Với tốc độ trả nợ hàng năm khoảng 1800 tỷ đồng, dự kiến đến năm 2021, HND sẽ trả hết toàn bộ nợ gốc vay, dẫn đến dòng tiền tự do chủ sở hữu, vốn chủ yếu dùng để trả cổ tức sẽ tăng mạnh vào năm 2023 trở đi.

**Biểu đồ 16. FCFE ước tính của HND qua các năm**

Nguồn: HND, KBSV Research

### Dòng tiền trả cổ tức của HND sẽ tăng mạnh

Giai đoạn 2016-2019, HND chỉ trả cổ tức trung bình hàng năm 350 tỉ đồng kết quả kinh doanh của HND chưa thực sự khởi sắc và công ty vẫn còn nợ vay khá nhiều. Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, HND sẽ tăng dần cổ tức cho cổ đông trong từ năm 2020 khi tình hình kinh doanh của HND ngày càng khởi sắc và sẽ có thể đạt mức chi trả cổ tức 2200 tỉ đồng/năm khi doanh nghiệp đã hoàn thành trả nợ vay vào năm 2023. Tỷ suất cổ tức của HND giai đoạn 2020 - 2022 có thể đạt 11%/năm, giai đoạn sau năm 2023 có thể lên đến 25%-30%/năm.

**Biểu đồ 17. Dòng tiền trả cổ tức ước tính của HND**

Nguồn: HND, KBSV Research

### III. Rủi ro đầu tư

#### Rủi ro thời tiết

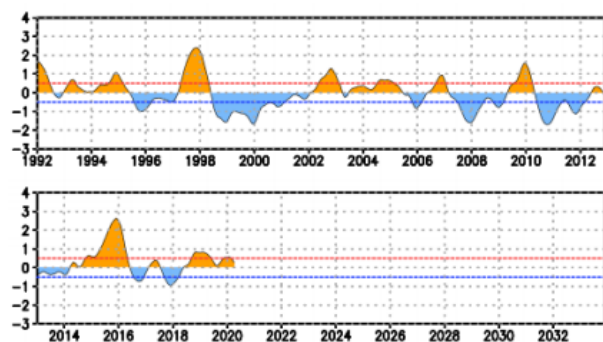
Sản lượng điện được huy động của HND bị ảnh hưởng bởi thời tiết. Hệ thống điều độ điện quốc gia, A0 thường ưu tiên huy động các điện từ các nhà máy thủy điện trước do chi phí sản xuất của thủy điện là rẻ nhất trong các loại hình nhà máy điện. Vì thế trong các tháng mùa mưa, thường kéo dài từ tháng 6 đến hết tháng 10 hàng năm, sản lượng điện được huy động của các nhà máy nhiệt điện cũng thấp hơn các tháng còn lại trong năm. Thông thường trong khoảng thời gian này, các nhà máy nhiệt điện tranh thủ sửa chữa bảo dưỡng máy móc để bảo đảm vận hành ổn định trong các quý còn lại trong năm.

Ngoài yếu tố quy luật thời tiết mùa mưa hàng năm ra, có những năm hiện tượng thời tiết La Nina hoặc El Nino sẽ làm mùa mưa trong năm dài hơn hoặc ngắn hơn cũng làm ảnh hưởng đến sản lượng điện huy động của các nhà máy nhiệt điện. Đối với những năm có lượng mưa nhiều, nền nhiệt độ sẽ giảm, giúp giảm nhu cầu sử dụng điện năng cho các thiết bị làm mát ở các đơn vị tiêu thụ điện.

Từ giữa năm 2018, hiện tượng El Nino với cường độ yếu xuất hiện đã làm thời tiết trở nên nóng và ít mưa hơn, làm tăng nhu cầu sử dụng điện trên toàn hệ thống và giảm khả năng phát điện của các nhà máy thủy điện, đồng thời thúc đẩy nhu cầu phát điện của các nhà máy điện loại hình khác, trong đó có nhà máy nhiệt điện Hải Phòng. Tuy nhiên, theo trung tâm nghiên cứu Hải dương và Khí quyển Hoa Kỳ (NOAA) thì hiện tượng El Nino đã kết thúc khi chỉ số ONI (Oceanic Nino Index – Chỉ số chính được dùng để xác định hiện tượng El Nino – La Nina) giai đoạn 06/2019-08/2019 đã về mức dưới +0.5 – mức được xác định là hiện tượng El – Nino đang diễn ra – và trở về trạng thái ổn định (neutral). Cũng theo cơ quan này, xác suất của trạng thái ổn định này sẽ được duy trì đến hết mùa thu năm 2020 là trên 60%, cùng với đó là xác suất của sự xuất hiện trở lại của La Nina vào thời điểm cuối năm 2020, đầu năm 2021 đã lên đến gần 40%. Với dự báo này, thì các nhà máy thủy điện sẽ thoát khỏi tình trạng khan hiếm nước và gia tăng phát điện, làm giảm giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh, đồng thời cũng làm giảm nhu cầu phát điện của các nhà máy nhiệt điện, trong đó có nhà máy Nhiệt điện Hải Phòng.

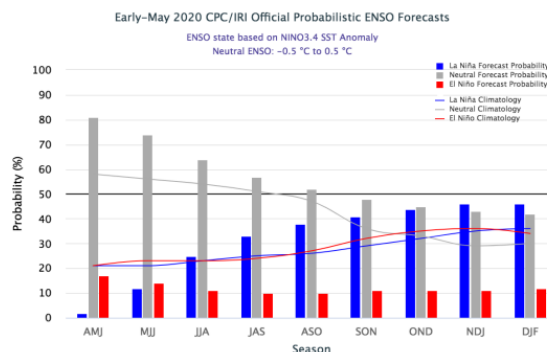
Tuy nhiên, nhiệt điện Hải Phòng là một trong số các nhà máy nhiệt điện chạy nền và có những lợi thế về hiệu quả hoạt động và vị trí thuận lợi, rủi ro về thời tiết này cũng sẽ được hạn chế khá nhiều.

Biểu đồ 18. Chỉ số ONI qua các năm



Nguồn: NOAA, KBSV Research

Biểu đồ 19. Xác suất xuất hiện các hình thái thời tiết



Nguồn: NOAA, KBSV Research

### Rủi ro nguồn cung cấp than đầu vào không ổn định

Nguyên liệu chính của nhiệt điện Hải Phòng sử dụng là than Antraxit loại 5a1 (70%) và 6a1 (30%) từ các mỏ than Hồng Gai – Cẩm Phả thông qua đơn vị cung cấp là Tập đoàn than khoáng sản Việt Nam – TKV và Tổng Công ty Đông Bắc – Bộ Quốc phòng. Sau nhiều năm khai thác, các mỏ than ngày càng suy giảm sản lượng và điều kiện khai thác ngày càng khó khăn, cộng thêm nhu cầu ngày càng tăng từ các nhà máy nhiệt điện than, dẫn đến trong một số thời điểm, các nhà cung cấp than không đáp ứng đủ nhu cầu của các nhà máy nhiệt điện mà HND cũng nằm trong số đó. Có thời điểm cuối năm 2018 đến giữa năm 2019, tình trạng thiếu than diễn biến trở nên trầm trọng. Có những lúc, HND chỉ còn lượng than đủ cho 5 ngày vận hành, bắt buộc nhà máy phải tạm dừng 1 tổ máy. Hiện tại, tình trạng thiếu than về cơ bản đã được giải quyết khi các nhà sản xuất than đã nhập khẩu than để bù đắp lượng than thiếu hụt. Tuy nhiên, lượng than nhập khẩu về không đúng chủng loại than theo thiết kế ban đầu của nhà máy, dẫn đến khi vận hành nhà máy, xác suất xảy ra sự cố cao hơn.

### Rủi ro đàm phán lại giá điện

Trong giai đoạn đầu khi mới đi vào vận hành nhà máy, HND đã có hợp đồng mua bán điện PPA với giá tương đối cao để hỗ trợ nhà máy trả nợ. Đến năm 2022, sau khi trả xong nợ vay, HND sẽ phải đàm phán lại giá điện với EVN với giá điện thấp hơn. Hiện tại, các công tác chuẩn bị đàm phán giá điện đang được HND chuẩn bị tiến hành và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2021. Kết quả kinh doanh của HND sẽ chịu ảnh hưởng đáng kể vào khả năng đàm phán của nhiệt điện Hải Phòng với EVN.

## IV. Định giá

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của HND năm 2020 sẽ tiếp tục thuận lợi với doanh thu đạt 11,349 tỉ đồng, lợi nhuận trước thuế đạt 1,263 tỉ đồng, tăng trưởng lần lượt 0.4% và 7.7%. Kết quả này được giả định sản lượng điện thương phẩm của HND sẽ đạt 8.15 tỷ kWh, sản lượng than tiêu thụ đạt khoảng 3.77 triệu tấn. Công ty cũng sẽ ghi nhận doanh thu hồi tố chênh lệch tỉ giá năm 2017 trị giá 156 tỉ trong quý 2/2020.

**Bảng 20. Dự phóng kết quả kinh doanh của HND năm 2020**

	2016	2017	2018	2019	2020F
Doanh thu thuần	9,157	9,095	9,527	11,301	11,349
Giá vốn hàng bán	-7,799	-7,389	-7,935	-9,545	-9,571
Lợi nhuận gộp	1,358	1,706	1,592	1,756	1,778
Chi phí bán hàng	0	1	2	3	4
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-107	-158	-169	-153	-157
Chi phí/lợi nhuận tài chính	-947	-1,134	-973	-363	-266
Lợi nhuận từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	304	45	452	1,243	1,358
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	287	396	425	1,173	1,281

Nguồn: KBSV Research

Chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng cổ tức (DDM) để định giá cổ phiếu HND với tỉ lệ chiết khấu là 15%. **Giá trị hợp lý của cổ phiếu HND ở mức 22,500 VND/Cổ phiếu.**

Chúng tôi đánh giá HND là một trong những nhà máy điện than lớn và hiệu quả bậc nhất của Việt Nam. Trong năm 2020, tình hình thời tiết khô hạn tiếp tục tạo điều kiện cho HND được phát điện với sản lượng cao. Đến cuối năm 2022, NT2 sẽ trả hết nợ vay từ lúc xây dựng nhà máy, qua đó cải thiện dòng tiền và khả năng chi trả cổ tức thêm 1800 tỉ. Tuy nhiên, dự báo tình hình thời tiết sẽ trở nên mưa nhiều vào nửa cuối năm 2020 làm ảnh hưởng đến khả năng được huy động điện của HND, cùng với việc đàm phán lại giá bán điện với EVN là những rủi ro khi đầu tư cổ phiếu HND. **Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HND, giá mục tiêu cho năm 2020 là 22,500 VND/cổ phiếu, cao hơn 31.6% so với giá đóng cửa của HND ngày 29/06/2020.**

## Biểu đồ 21. Các chỉ số tài chính HND

## Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020F
	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Doanh số thuần	9,095	9,527	11,301	11,349
Giá vốn hàng bán	7,389	7,935	9,545	9,571
Lãi gộp	1,706	1,592	1,756	1,778
Thu nhập tài chính	24	24	34	44
Chi phí tài chính	1,158	997	397	310
Trong đó: Chi phí lãi vay	611	504	383	272
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	158	169	153	157
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	414	450	1,240	1,354
Thu nhập khác	10	3	7	7
Chi phí khác	3	4	5	5
Thu nhập khác, ròng	6	(1)	2	2
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	420	449	1,242	1,357
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	24	24	70	76
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	396	425	1,173	1,281
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ	396	425	1,173	1,281

## Chỉ số hoạt động

(%)	2017A	2018A	2019A	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.8%	16.7%	15.5%	15.7%
Tỷ suất EBITDA	37.6%	34.4%	30.0%	30.0%
Tỷ suất EBIT	17.0%	14.9%	14.2%	14.3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	4.6%	4.7%	11.0%	12.0%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	4.5%	4.7%	11.0%	11.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.3%	4.5%	10.4%	11.3%

## Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020F
Lãi trước thuế	420	449	1,265	1,357
Khấu hao TSCĐ	1,872	1,856	1,789	1,785
Chi phí lãi vay	611	504	383	272
Khác	407	444	(20)	38
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi lưu động	3,309	3,252	3,418	3,452
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	(2,901)	(2,331)	(310)	0
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	(120)	306	(257)	0
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	(47)	(14)	156	0
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	70	69	50	0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	(132)	(131)	(544)	(386)
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	179	1,151	2,513	3,066
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(44)	(11)	(69)	0
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	0	0	0	0
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0	0	0	0
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	7	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	21	20	32	0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	(16)	9	(37)	0
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,047	1,505	1,074	0
Tiền trả các khoản đi vay	(2,416)	(1,813)	(2,936)	(1,815)
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(394)	(183)	(528)	(800)
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	(763)	(491)	(2,390)	(2,615)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(600)	669	86	451
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	624	23	692	779
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	23	692	779	1,229

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020F
	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Tổng Cộng Tài Sản	15,155	13,769	12,664	11,329
Tài Sản Ngắn Hạn	2,557	3,021	3,655	4,106
Tiền và tương đương tiền	23	692	779	1,229
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu & khác	1,818	1,972	2,279	2,279
Hàng tồn kho, ròng	716	356	598	598
Tài Sản Dài Hạn	12,597	10,748	9,008	7,223
Phải thu dài hạn & khác	268	252	217	217
Tài sản cố định	12,186	10,328	8,560	6,774
Tài sản dở dang dài hạn	143	168	231	231
Đầu tư dài hạn	1	1	1	1
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Nợ Phải Trả	9,969	8,077	6,464	4,619
Nợ ngắn hạn	2,769	2,687	2,937	2,852
Phải trả người bán	819	777	1,039	1,036
Người mua trả tiền trước	0	0	0	0
Vay ngắn hạn	1,903	1,861	1,870	1,815
Nợ dài hạn	7,200	5,391	3,527	1,767
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Vay dài hạn	7,200	5,391	3,527	1,767
Vốn chủ sở hữu	5,186	5,692	6,199	6,710
Vốn điều lệ	5,000	5,000	5,000	5,000
Thặng dư vốn cổ phần	197	197	197	197
Lãi chưa phân phối	246	432	939	1,450
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	(257)	64	63	63
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0

## Chỉ số chính

(x, % VND)	2017A	2018A	2019A	2020F
Chỉ số định giá				
P/E	22.2	20.7	7.5	6.9
P/E pha loãng	22.2	20.7	7.5	6.9
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3
P/S	1.0	0.9	0.8	0.8
P/tangible book	1.7	1.5	1.4	1.3
P/cash flow	49.3	7.6	12.3	2.9
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	5.2	4.7	4.0	3.3
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.6	10.8	8.4	6.9
Hệ quả quản lý				
ROE	8.0%	7.8%	19.7%	19.8%
ROA	2.5%	2.9%	8.9%	10.7%
ROIC	9.9%	10.2%	13.1%	14.00%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.8%	25.8%	26.5%	43.1%
Tỷ suất thanh toán nhanh	64.8%	97.7%	103.2%	144.0%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	92.4%	112.5%	124.4%	144.0%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	138.9%	94.7%	56.9%	26.3%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	47.5%	39.1%	27.9%	15.6%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	175.5%	127.4%	87.1%	27.1%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	60.1%	52.7%	42.6%	16.0%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	53.4%	47.2%	47.4%	42.5%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	18.3%	19.5%	23.2%	25.2%
Tổng công nợ/Vốn CSH	192.2%	141.9%	104.3%	68.8%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	65.8%	58.7%	51.0%	40.8%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng tổng tài sản	0.6	0.7	0.9	0.9
Hệ số quay vòng HTK	11.2	14.8	20.0	16.0
Hệ số quay vòng phải trả	9.0	9.9	10.5	9.2

Nguồn: KBSV Research

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**

binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**

anhdt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh**

trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**

tungla@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**

hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**

tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công**

congt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền**

huyenntt@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**

harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**

dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh**

danhnt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh**

vinhn@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Marketing Research**

**Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin**

shin.sy@kbsec.com.vn



## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

---

## Hệ thống khuyến nghị

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.