

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (UPCoM: HND)

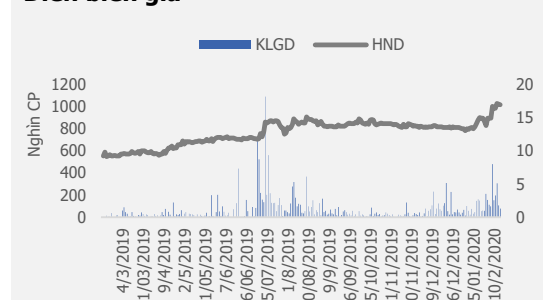
NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 15,700

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% giá mục tiêu của cổ phiếu HND từ 14,700 đồng/CP lên 15,700 đồng/CP. Chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng cổ tức (DDM) để xác định giá trị CP HND so với việc kết hợp 2 phương pháp DDM và P/E như báo cáo trước đây. Chúng tôi cho rằng CP HND phù hợp với nhà đầu tư có mức chịu rủi ro thấp và chủ yếu tập trung vào khả năng tăng trưởng dòng cổ tức trong tương lai. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với CP HND (upside -7%).

- HND công bố doanh thu và lợi nhuận ròng (LNR) 2019 trước kiểm toán đạt lần lượt 11,301 tỷ đồng (+19% cùng kỳ) và 1,203 tỷ đồng (+183% CK). Kết quả này tương ứng 100% dự phóng doanh thu và 129% dự phóng LNR của chúng tôi, và hoàn thành lần lượt 111% và 352% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế của công ty. Trong đó, chi phí sửa chữa tài sản cố định (TSCĐ) thấp hơn 181 tỷ đồng so với dự phóng của chúng tôi. LNR 2019 tăng mạnh chủ yếu từ khoản hoàn lỗ chênh lệch tỷ giá 153 tỷ đồng, chi phí lãi vay giảm 24% CK còn 383 tỷ đồng và không ghi nhận lỗ tỷ giá chưa thực hiện (2018 ~ 169 tỷ đồng) và lỗ tỷ giá phân bổ trong năm (2018 ~ 299 tỷ đồng). Lợi nhuận gộp (LNG) từ hoạt động kinh doanh chính tương đương thực hiện 2018 (+1% CK), mặc dù sản lượng điện thương phẩm cải thiện 15% CK. Tỷ trọng sản lượng điện bán theo Hợp đồng mua bán điện (PPA - Qc) giảm từ 85% trong 2018 còn 79% trong 2019 dẫn đến LNG/kWh giảm 11% từ 250 đồng/kWh trong 2018 còn 222 đồng/kWh trong 2019 và tổng LNG từ hoạt động kinh doanh chính gần như không đổi trong năm.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 31% LNR dự phóng trong 2020 so với báo cáo trước đây, dựa trên điều chỉnh tăng tỷ trọng Qc lên 85% theo Quyết định số 122/QĐ – ĐTDL và điều chỉnh giảm chi phí sửa chữa TSCĐ 27%. Chúng tôi cho rằng chi phí nâng cấp, đặc biệt đối với hệ thống xử lý khí thải sẽ thấp hơn kế hoạch do vấn đề chuyển ngang chi phí vào giá bán điện vẫn còn vướng mắc.
- LNR dự kiến trong xu hướng giảm trong 2020 – 2021 trước khi tăng trưởng trở lại từ 2022. LNR 2020 dự phóng đạt 1,073 tỷ đồng (-11% CK). Từ 2020, dự phóng của chúng tôi không bao gồm lợi nhuận bất thường từ các khoản hoàn lỗ tỷ giá của EVN. Chi phí lãi vay ước giảm 29% CK còn 274 tỷ đồng góp phần bù đắp một phần tác động của khoản lợi nhuận bất thường trong 2019.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
HND (%)	+26%	+25%	+85%
VN-Index (%)	-3%	-7%	-2%

Ngày cập nhật	17/02/2020
Thị giá	VND 16,900
Giá mục tiêu	VND 15,700
Upside	-7%
Bloomberg	HND VN
Vốn hóa	VND 8,450 tỷ USD 363 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 9,100 VND 17,500
Giá trị giao dịch/ngày	VND 1 tỷ USD 0.04 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	0.14%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	11,301	10,872	10,147	10,430	10,613
EBIT	1,648	1,403	827	815	1,426
Lợi nhuận ròng	1,203	1,073	626	685	1,314
Lợi nhuận (cơ bản)	1,058	1,119	654	700	1,321
EPS (VND)	2,406	2,060	1,190	1,287	2,443
Tăng trưởng EPS (%)	183%	-14%	-42%	8%	90%
P/E (x)	7	8	14	13	7
EV/EBITDA (x)	4	4	4	3	3
Cổ tức (VND)	1,250	750	1,077	1,174	2,317
Tỷ suất cổ tức (%)	7%	4%	6%	7%	14%
P/B (x)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE (%)	20%	16%	9%	10%	19%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	91%	40%	11%	-14%	-30%

Nguồn: MBS Research

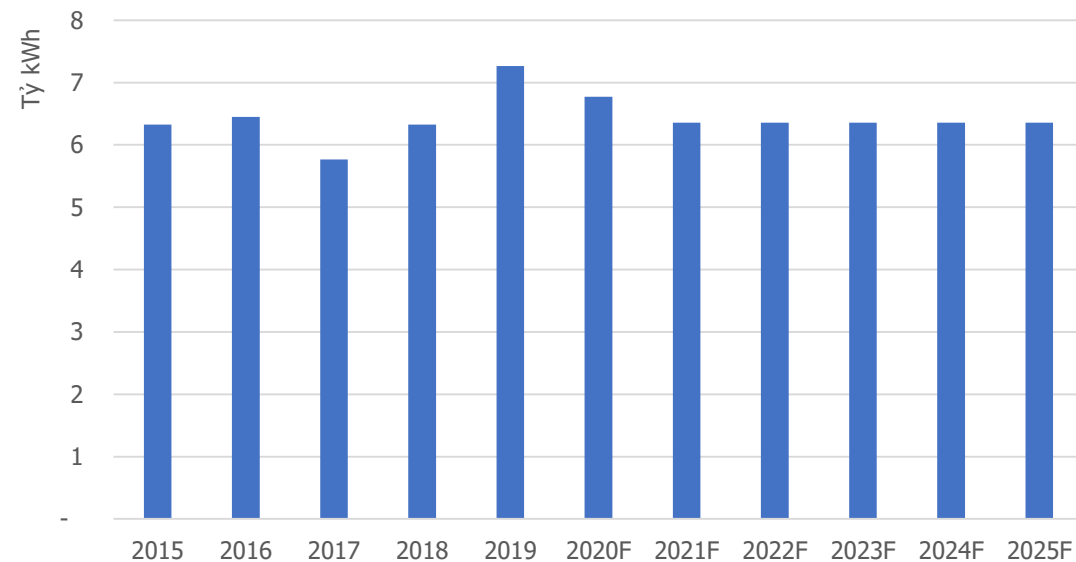
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (UPCoM: HND)

NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 15,700

Luận điểm đầu tư

- 2021, LNR dự phóng giảm mạnh 42% CK còn 626 tỷ đồng. Sản lượng điện thương phẩm ước giảm 6% CK trong bối cảnh tình hình thủy văn thuận lợi hơn cho nhóm thủy điện. LNG/kWh dự kiến giảm 33% CK còn 156 đồng/kWh dựa trên (i) khả năng giảm 11% giá cố định bình quân trong PPA sau khi nhà máy Hải Phòng 2 hết thời gian chạy profile và (ii) định phí sản xuất/kWh ước tăng 7% khi tổng sản lượng điện thấp hơn. Chi phí lãi vay dự kiến tiếp tục giảm 39% CK còn 168 tỷ đồng. Trường hợp mức giảm giá cố định trong PPA thấp hơn 10 đồng/kWh so với dự phóng của chúng tôi, LNR dự phóng cho giai đoạn 2021 – 2025 tăng bình quân 5% và ngược lại.
- Cổ phiếu HND đang được giao dịch tại mức P/E forward 2020 là 8x và 2021 là 14x, so với các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 8x. Chúng tôi lưu ý kết quả LNR thấp hơn trong 2020 và 2021 có khả năng làm giảm độ hấp dẫn của cổ phiếu này. Bên cạnh đó, tăng trưởng thị giá CP thời gian gần đây nhanh hơn so với mức cổ tức dự phóng dẫn đến tỷ suất cổ tức bình quân cho 2020 – 2022 hiện ở mức chưa thực sự hấp dẫn ~ 6%. Chúng tôi cho rằng thị trường đang phản ứng tương đối tích cực với nhóm CP điện so với các ngành khác trước những thông tin liên quan đến dịch viêm đường hô hấp cấp do COVID-19. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý 61% tiêu thụ điện Việt Nam đến từ các nhóm ngành nông, lâm, ngư nghiệp, công nghiệp và thương mại dịch vụ. Theo đó, ảnh hưởng tiêu cực của đợt dịch bệnh đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các ngành nghề trên ít nhất trong 6 tháng tiếp theo cũng tác động giảm tương ứng đến nhu cầu sử dụng điện năng.

Sản lượng điện thương phẩm HND 2015 - 2025F



CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (UPCoM: HND) – PHỤ LỤC

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	11,301	10,872	10,147	10,430
Giá vốn hàng bán	9,525	9,283	9,145	9,445
Lợi nhuận gộp	1,776	1,589	1,002	985
Doanh thu tài chính	34	24	24	24
Chi phí tài chính	397	326	201	114
Lợi nhuận liên doanh liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý	150	158	165	174
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	1,263	1,129	659	721
Lợi nhuận khác	2	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,265	1,129	659	721
Lợi nhuận sau thuế	1,203	1,073	626	685
Lợi nhuận ròng	1,203	1,073	626	685
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	3,655	4,274	4,544	5,611
I. Tiền & tương đương tiền	779	1,768	2,187	3,189
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	2,278	2,013	1,845	1,862
IV. Hàng tồn kho	598	489	508	556
V. Tài sản ngắn hạn khác	1	4	4	4
Tài sản dài hạn	9,008	7,149	5,361	3,573
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	8,560	6,780	5,000	3,219
1. Tài sản cố định hữu hình	8,559	6,779	4,999	3,218
2. Tài sản cố định vô hình	1	1	1	1
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	231	231	231	231
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1	1	1	1
VI. Tài sản dài hạn khác	217	137	130	123
Tổng tài sản	12,663	11,423	9,905	9,184
Nợ phải trả	6,434	4,539	2,965	2,187
I. Nợ ngắn hạn	2,852	2,643	1,929	1,984
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,037	927	968	1,047
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,815	1,716	962	937
II. Nợ dài hạn	3,582	1,896	1,035	203
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,582	1,896	1,035	203
Vốn chủ sở hữu	6,229	6,884	6,940	6,997
1. Vốn điều lệ	5,000	5,000	5,000	5,000
2. Thặng dư vốn cổ phần	197	197	197	197
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	1,032	1,687	1,743	1,800
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	12,663	11,423	9,905	9,184

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	2,406	2,060	1,190	1,287
BVPS (VND)	12,460	13,768	13,881	13,995
P/E	7	8	14	13
P/B	1.4	1.2	1.2	1.2
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	16%	15%	10%	9%
Biên EBITDA	31%	29%	26%	25%
Biên lợi nhuận ròng	11%	10%	6%	7%
ROE	20%	16%	9%	10%
ROA	9.1%	8.9%	5.9%	7.2%
Tăng trưởng				
Doanh thu	19%	-4%	-7%	3%
Lợi nhuận trước thuế	182%	-11%	-42%	9%
Lợi nhuận ròng	183%	-11%	-42%	9%
EPS	183%	-14%	-42%	8%
Tổng tài sản	-8%	-10%	-13%	-7%
Vốn chủ sở hữu	9%	11%	1%	1%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	1.3	1.6	2.4	2.8
Thanh toán nhanh	1.1	1.4	2.1	2.5
Nợ/Tài sản	51%	40%	30%	24%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.0	0.7	0.4	0.3
Khả năng thanh toán lãi vay	4.3	5.1	4.9	8.7
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	5.3	5.4	5.5	5.6
Số ngày thu tiền bán hàng	69	68	66	65
Vòng quay hàng tồn kho	20	19	18	17
Số ngày tồn kho	18	19	20	21
Vòng quay các khoản phải trả	10.2	10.2	10.2	10.2
Số ngày phải trả	36	36	36	36

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	2,513	3,139	2,560	2,436
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(37)	11	11	11
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(2,390)	(2,161)	(2,153)	(1,444)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	86	989	418	1,002