

Ngành Điện

Báo cáo cập nhật

Tháng 08, 2023

Mã giao dịch: HND

Reuters: HND.HNO

Bloomberg: HND VN Equity

El Nino trở lại, định giá hấp dẫn

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **19.912**

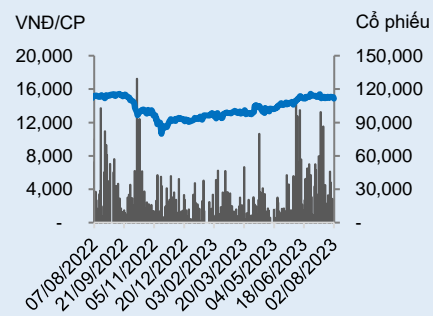
Giá thị trường (02/8/2023) 14.876

Lợi nhuận kỳ vọng 33,9%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	UPCOM
Khoảng giá 52 tuần	10.632-15.442
Vốn hóa	7.438 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	500.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	23.337
% sở hữu nước ngoài	0,01%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,4%
Beta	0,2

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
HND	20,9%	-1,9%	5,8%	18,3%
UpcomIndex	25,5%	6,8%	14,8%	17,7%

Trong báo cáo lần này, chúng tôi sẽ cập nhật: (1) KQKD Q2.23; và (2) dự phóng KQKD cho năm 2023; và (3) một số thông tin khác.

Lợi nhuận Q2.23 sụt giảm mạnh y/y. HND gần đây đã công bố báo cáo tài chính Q2.23: Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh 26% y/y, đạt mức 3.366 tỷ, tuy nhiên LNST chứng kiến sự sụt giảm 35% y/y, đạt mức 181 tỷ. Biên lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh y/y là nguyên nhân chính.

Dự phóng KQKD 2023. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của HND trong năm 2023 lần lượt đạt mức 11.494 tỷ đồng (+9% y/y) và 539 tỷ đồng (-1% y/y). Sản lượng điện thương phẩm năm 2023 đạt mức 6.402 triệu kWh (+5% y/y), trong đó Qc được giao đạt mức 5.154 triệu kWh.

HND sẽ hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào năm 2024, giúp tăng hiệu quả hoạt động, giảm áp lực lãi vay và rủi ro chênh lệch tỷ giá cho Công ty. Ngoài ra, **HND cũng sẽ hoàn thành nghĩa vụ khấu hao các hạng mục thiết bị máy móc vào năm 2026**, giúp Công ty giảm khoảng 460 tỷ chi phí sản xuất hàng năm và cải thiện biên lợi nhuận. Ngoài ra, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HND trung bình đạt mức 1,3 – 1,5 nghìn tỷ/năm, hứa hẹn khả năng Công ty chi trả cổ tức cho các cổ đông có thể **gia tăng mạnh mẽ trong những năm tới**. Chúng tôi kỳ vọng HND sẽ chi trả cổ tức năm 2023-24 lần lượt ở mức 10% và 13% mệnh giá, tương đương **suất cổ tức 6,7% - 8,7%**.

Khuyến nghị đầu tư. Mặc dù còn gặp một chút khó khăn trong ngắn hạn ở tình hình cung ứng than cho sản xuất điện, chúng tôi vẫn ưa thích HND trong dài hạn nhờ: (1) tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến khoảng 7-9%/năm trong các năm tiếp theo, đặc biệt khi miền Bắc gặp rủi ro thiếu điện từ nay đến 2025; (2) HND sẽ hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào 2024 và nghĩa vụ khấu hao các hạng mục chính vào năm 2026, giúp cải thiện hiệu quả hoạt động cho Doanh nghiệp, đồng thời hứa hẹn mức cổ tức chi trả cho cổ đông tỷ lệ cao trong thời gian tới; và (3) Công ty đang giao dịch ở mức định giá rẻ. BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HND, mức giá mục tiêu là **19.912 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá 33,9%).

Chuyên viên phân tích

Trần Tuấn Dương

(84 28) 3928 8080 ext. 203

duongtt@bvsc.com.vn

Lợi nhuận Q2.23 sụt giảm mạnh y/y

HND gần đây đã công bố báo cáo tài chính Q2.23: Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh 26% y/y, đạt mức 3.366 tỷ, tuy nhiên LNST chứng kiến sự sụt giảm 35% y/y, đạt mức 181 tỷ. Biên lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh y/y là nguyên nhân chính.

Lũy kế 6T.23, HND ghi nhận doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 5.938 tỷ (+14% y/y) và 191 tỷ (-64% y/y), hoàn thành 45%/34% kế hoạch DTT/LNST năm 2023.

Bảng 1: KQKD Q2/23 và 6T/23 của HND: Tóm tắt

Đơn vị: tỷ đồng	Q2.23	Q2.22	y/y	6T.23	6T.22	y/y
Doanh thu thuần	3.366	2.664	+35%	5.938	5.203	+14%
Lợi nhuận ròng	181	280	-26%	191	538	-64%

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

Sản lượng điện được huy động ở mức cao...

Doanh thu Q2.23 tăng trưởng 26% y/y, nhờ:

- Sản lượng điện thương phẩm Q2.23 đạt mức 1.839 triệu kWh (+14% y/y), do tình hình thủy văn kém thuận lợi kể từ đầu mùa hè 2023.
- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào như than và dầu duy trì ở mặt bằng cao. Đối với sản lượng theo hợp đồng (Qc), HND được chuyển giá NVL đầu vào cho bên mua là EVN.
- Giá phát điện trên thị trường cạnh tranh (VCGM) tăng mạnh y/y.

... Tuy nhiên, lợi nhuận sụt giảm mạnh y/y

Biên lợi nhuận gộp trong kỳ thu hẹp y/y, chỉ đạt mức 6,8% - khá thấp khi so sánh với mức 13,8% trong Q2.22:

- Chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh 40% y/y, trong đó chi phí biến đổi/kWh có sự gia tăng 21% y/y. Điều này là do giá than đầu vào tăng rất mạnh khi tỷ lệ than trộn cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm 2022. Trong khi đó, tỷ lệ sản lượng theo hợp đồng Qc trong năm 2023 giảm xuống mức 75% (so với mức 80% ở các năm trước). Đối với phần sản lượng ngoài Qc, chi phí biến đổi tăng không được bù đắp đầy đủ bởi giá VCGM.
- Suất hao nhiệt ở điều kiện sản xuất thực tế là 10.918 kJ/kWh – cao hơn rất nhiều so với điều kiện PPA là 10.339 kJ/kWh. Phần hao nhiệt dư sẽ không được thanh toán theo cơ chế PPA.
- Trong Q2.22, HND đã thực hiện giãn khấu hao một số hạng mục nhà máy, dẫn đến có một khoản hoàn nhập chi phí khấu hao cho Q1.22, do vậy chi phí khấu hao Q2.23 cao hơn 57 tỷ so với Q2.22.
- Chi phí nhân công vận hành tăng 21 tỷ so với cùng kỳ.

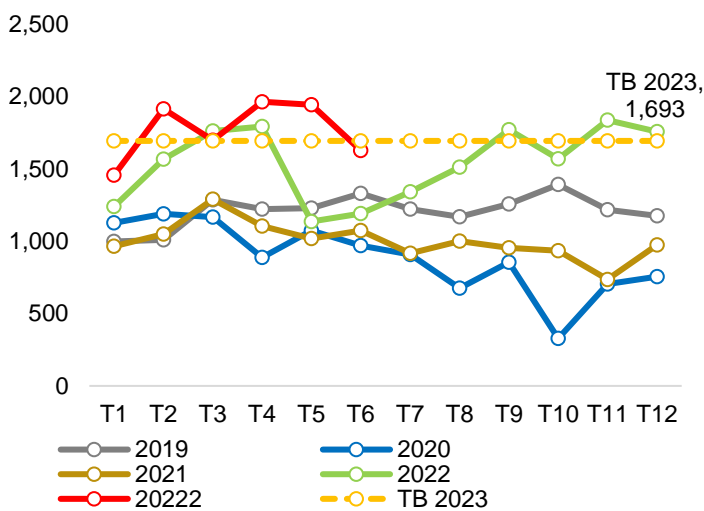
Bảng 2: Xu hướng BLN của HND

	Q2.21	Q3.21	Q4.21	Q1.22	Q2.22	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23
Biên gộp (%)	10,0%	1,6%	14,5%	12,6%	13,8%	3,5%	1,9%	1,8%	6,8%
Biên EBIT (%)	8,6%	0,6%	13,6%	11,8%	12,8%	2,5%	0,1%	0,8%	6,1%
Biên LNNT (%)	7,5%	0,3%	12,3%	10,7%	11,1%	1,4%	-0,3%	0,4%	5,7%

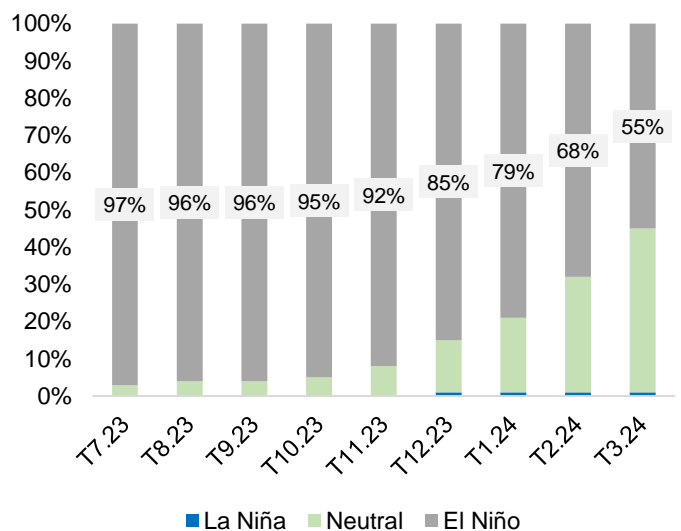
Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính

Hình 1-2: Giá bán trên thị trường cạnh tranh (VCGM) và xác suất tình hình thủy văn

Giá phát điện trên thị trường cạnh tranh
(đơn vị: đồng/kWh)



Xác suất tình hình thủy văn
(cập nhật tháng 7/2023)



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

Dự phóng KQKD 2023

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của HND trong năm 2023 lần lượt đạt mức 11.494 tỷ đồng (+9% y/y) và 539 tỷ đồng (-1% y/y). Một số giả định chính:

- Sản lượng điện thương phẩm năm 2023 đạt mức 6.402 triệu kWh (+5% y/y) – tương ứng với hiệu suất 90%; trong đó Qc được giao đạt mức 5.154 triệu kWh. Sản lượng điện ước tính chỉ hoàn thành 91% kế hoạch năm do tình hình thiếu than những tháng đầu năm đã gây ảnh hưởng nghiêm trọng đến sản lượng huy động của nhà máy, tuy nhiên vẫn tăng trưởng y/y nhờ tình hình thủy văn kém thuận lợi cho các nhà máy thủy điện.
- Giá than đầu vào trung bình của HND tăng khoảng 8% y/y, do Công ty đã phải sử dụng nguồn than trộn 100% kể từ giữa năm 2022 (những tháng đầu năm 2022 HND vẫn được cung cấp nguồn than nội địa với giá rẻ hơn than trộn khoảng 30 – 40%). Ngoài ra, tỷ lệ than HND tự nhập khẩu chiếm khoảng 15% tổng nhu cầu than của Công ty trong năm. EVN sẽ chỉ thanh toán tối đa theo mức giá bán than của TKV và TCT Đông

Bắc – phần chênh giá còn lại HND sẽ tự chỉ trả. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp suy giảm, do không được bù đắp đầy đủ bởi sự tăng giá của giá phát điện cạnh tranh.

- Chi phí tài chính đạt mức 58 tỷ đồng, giảm mạnh 113 tỷ đồng so với năm 2022, nhờ (1) dư nợ vay dài hạn của HND liên tục giảm trong các năm vừa qua; và (2) diễn biến tỷ giá USD/VND ổn định hơn trong năm 2023.

Bảng 3: Dự phóng KQKD 2023 của HND: Tóm tắt

Đơn vị: triệu đồng	2022	2023F	% y/y
Doanh thu	10.511.191	11.493.636	+9%
- Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	6.097	6.402	5%
Lợi nhuận gộp	813.978	709.968	-13%
LNST	546.793	538.876	-1%

Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

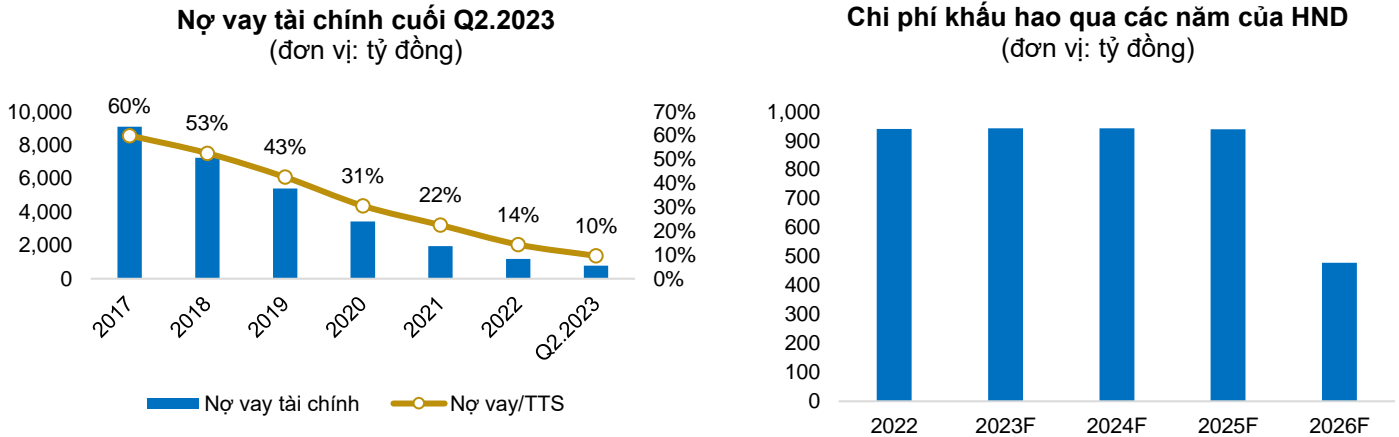
Một số nội dung khác

Theo Công ty, HND đã được nhận bổ sung 100 nghìn tấn than từ PPC, do tổ máy 6 của PPC chưa hoạt động trở lại như kế hoạch ban đầu. Ngoài ra, HND cũng đang gấp rút chuẩn bị các bước mời thầu để tiến hành nhập khẩu 500 nghìn tấn than về bổ sung cho hoạt động sản xuất kinh doanh. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm về tiến độ khi có các thông tin mới.

Kế hoạch sửa chữa lớn 2023: Đại tu Tổ máy 1 và trung tu Tổ máy 3, bắt đầu dừng tổ máy từ đầu Tháng 8/23.

HND sẽ hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào năm 2024, giúp tăng hiệu quả hoạt động, giảm áp lực lãi vay và rủi ro chênh lệch tỷ giá cho Công ty. Ngoài ra, **HND cũng sẽ hoàn thành nghĩa vụ khấu hao các hạng mục thiết bị máy móc vào năm 2026**, giúp Công ty giảm khoảng 460 tỷ chi phí sản xuất hàng năm và cải thiện biên lợi nhuận. Ngoài ra, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của HND trung bình đạt mức 1,3 – 1,5 nghìn tỷ/năm, hứa hẹn khả năng Công ty chi trả cổ tức cho các cổ đông có thể **gia tăng mạnh mẽ trong những năm tới**. Chúng tôi kỳ vọng HND sẽ chi trả cổ tức năm 2023-24 lần lượt ở mức 10% và 13% mệnh giá, tương đương **suất cổ tức 6,7% - 8,7%**.

Hình 3-4: Tình hình nợ vay và dự phóng chi phí khấu hao của HND



Nguồn: Dữ liệu Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM, với mức giá mục tiêu mới 19.912 đồng/cp**

Mặc dù còn gặp một chút khó khăn trong ngắn hạn ở tình hình cung ứng than cho sản xuất điện, chúng tôi vẫn ưa thích HND trong dài hạn nhờ: (1) tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến khoảng 7-9%/năm trong các năm tiếp theo, đặc biệt khi miền Bắc gặp rủi ro thiếu điện từ nay đến 2025; (2) HND sẽ hoàn thành nghĩa vụ nợ vay vào 2024 và nghĩa vụ khấu hao các hạng mục chính vào năm 2026, giúp cải thiện hiệu quả hoạt động cho Doanh nghiệp, đồng thời hứa hẹn mức cổ tức chi trả cho cổ đông tỷ lệ cao trong thời gian tới; và (3) Công ty đang giao dịch ở mức định giá rẻ. BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HND, mức giá mục tiêu mới là **19.912 đồng/cp** (tiềm năng tăng giá 33,9%).

Chúng tôi điều chỉnh mức giá mục tiêu xuống 19.912 đồng/cp (-27% so với mức giá mục tiêu trong báo cáo cập nhật vào Tháng 1/2022), chủ yếu do (1) chúng tôi hạ dự báo KQKD cho HND trong các năm tiếp theo để phản ánh tình hình nguồn cung than không ổn định; và (2) sử dụng mức phân bù rủi ro thận trọng hơn là 9,47% từ mức 7,81% trước đó.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	10.900	9.027	10.511	11.494
Giá vốn	8.988	8.370	9.697	10.784
Lợi nhuận gộp	1.912	656	814	710
Chi phí quản lý	120	98	117	115
Chi phí tài chính	295	153	171	58
Lợi nhuận sau thuế	1.470	455	547	539

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Tiền, khoản tương đương tiền	1.477	568	516	625
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	70	100	100
Khoản phải thu ngắn hạn	1.972	1.766	2.314	2.531
Hàng tồn kho	745	560	405	461
Tài sản cố định hữu hình	6.785	5.526	4.605	3.664
Tổng tài sản	11.211	8.702	8.221	7.631
Nợ vay ngắn hạn	1.440	820	785	569
Nợ vay dài hạn	1.989	1.137	392	0
Vốn chủ sở hữu	6.949	6.226	6.318	6.364
Tổng nguồn vốn	11.211	8.702	8.221	7.631

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-3,5%	-17,2%	16,4%	9,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	25,3%	-69,0%	20,1%	-1,4%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	17,5%	7,3%	7,7%	6,2%
Lợi nhuận thuần biên	13,5%	5,0%	5,2%	4,7%
ROA	12,3%	4,6%	6,5%	6,8%
ROE	22,4%	6,9%	8,7%	8,5%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản	30,6%	22,5%	14,3%	7,5%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	49,4%	31,4%	18,6%	8,9%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.940	800	1.094	1.078
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	13.898	12.452	12.635	12.728

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Tuấn Dương** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Xây dựng, VLXD
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888