



2021

**BÁO CÁO DOANH NGHIỆP
CÔNG TY CP NHIỆT ĐIỆN HẢI PHÒNG**



NGÀNH ĐIỆN THAN

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

PHÂN TÍCH NGÀNH

ĐIỆN THAN

1. Biên lợi nhuận gộp của các nhà máy nhiệt điện có sự liên hệ chặt chẽ với nhiên liệu chính đầu vào trong đó :

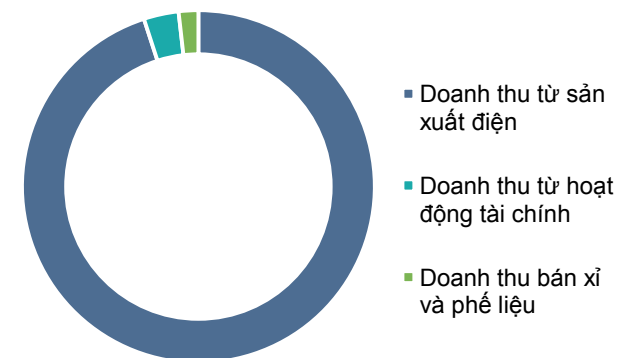
Cơ cấu doanh thu

- *Doanh thu từ hoạt động sản xuất điện* : chiếm 95% tổng doanh thu, bị ảnh hưởng bởi những thay đổi về giá và sản lượng
- *Doanh thu từ hoạt động tài chính* : Chiếm khoảng 2 - 3% tổng doanh thu, chủ yếu đến từ lãi tiền gửi, mức chi trả cổ tức và các khoản hoàn nhập dự phòng của các công ty thành viên.

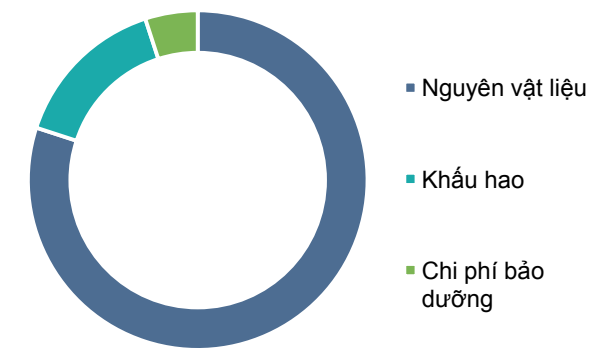
Cơ cấu chi phí

- *Chi phí sản xuất* : Chi phí sản xuất chủ yếu là chi phí nguyên vật liệu và chi phí khấu hao trong đó :
 - Chi phí than chiếm tỷ trọng lớn nhất (90%) trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu (NVL), ngoài ra còn có phụ gia là dầu FO và nước, than được nhập bằng xà lan từ các mỏ than Vàng Danh, Hòn Gai, và Cẩm Phả, là các mỏ than lớn nhất ở Việt Nam. Mỗi quý, Bộ Công thương công bố giá than định mức (chưa bao gồm phí vận tải), áp dụng cho tất cả các nhà máy điện than. Doanh nghiệp có vị trí lý tưởng gần mỏ than sẽ hưởng mức giá than thuận lợi hơn.
 - Chi phí khấu hao thường chiếm tỷ trọng 15 – 25% trong cơ cấu chi phí NVL, tuy nhiên chi phí này không còn khi hết thời gian khấu hao tài sản cố định, tuy là chi phí không bằng tiền nhưng vẫn được ghi nhận vào cơ cấu chi phí, làm cho các DN điện than tiết kiệm được một phần thuế, tác động tích cực đến dòng tiền trong DN.
 - Chi phí bảo dưỡng chiếm 1 phần nhỏ nhưng biến động tùy thuộc vào mức độ bảo dưỡng (tiểu tu-đại tu) và số lượng máy phát được bảo dưỡng hàng năm.
- *Chi phí tài chính* : DN điện than chủ yếu vay nợ nước ngoài để đầu tư TSCĐ, nên mức biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến chi phí tài chính.

CƠ CẤU DOANH THU



CƠ CẤU CHI PHÍ SẢN XUẤT



2. Nhân tố ảnh hưởng

- **Biến đổi giá NVL đầu vào (mức biến đổi tính vào giá điện):**

➢ Hằng năm EVN sẽ giao cho các nhà máy điện 1 sản lượng (Qc) được trợ giá (Pc) cho các nhà máy điện – đặc biệt nhóm nhiệt điện có chi phí biến đổi cao (vd cp biến đổi do ảnh hưởng giá nvl thế giới) để giữ mức sinh lời IRR ~ 10%. Phần sản lượng còn lại sẽ được đấu giá và trúng giá Pm trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM), tuy nhiên vẫn có giới hạn trần. Hiện tại mức sản lượng Qc vẫn chiếm đến 90% mức sản lượng sản xuất do CGM vẫn đang trong quá trình hoàn thiện. Thường các nhà máy thủy điện hoặc các nhà máy nhiệt điện cũ có chi phí thấp sẽ được hưởng lợi nhiều hơn trên thị trường CGM vì giá bỏ thầu & đầu vào thấp hơn so với các nhà máy mới hoặc các nhà máy có đầu vào cao.

- **Thời tiết** : Hiện tượng El Nino gây khô hạn và La Nina gây mưa nhiều (2 năm sẽ xuất hiện 1 lần), El Nino xảy ra sẽ gây ra tình trạng mất nước từ đó khả năng huy động điện từ nhà máy thủy điện sẽ giảm (thường EVN sẽ ưu tiên huy động từ thủy điện trước cho giá vốn thấp -> giá Pc thấp) từ đó các doanh nghiệp nhiệt điện khí, điện than sẽ được hưởng lợi. La Nina thì ngược lại.

- **Khả năng tăng trưởng công suất**: Các nhà máy điện than hiện nay thường chỉ hoạt động 70% – 80% công suất do được xây dựng từ lâu, mỗi năm đều phải sửa chữa bảo dưỡng, muốn tăng công suất thì cần đầu tư xây dựng nhà máy tốn kém khoản lớn TSCĐ từ đó ảnh hưởng không nhỏ đến khoản tiền cổ tức cho cổ đông. Các DN muốn tăng công suất cần có nguồn tài chính lành mạnh để đảm bảo khả năng tài chính lành mạnh.

- **Tỷ giá**: DN điện than thường vay nợ dài hạn để đầu tư TSCĐ bằng đồng ngoại tệ, nên sự thay đổi tỷ giá ảnh hưởng đến tình hình tài chính DN.

- **Chính sách nhà nước**: Nhà nước sẽ khuyến khích & ưu tiên sản xuất điện bằng các NVL có khả năng tái tạo & ít ảnh hưởng đến môi trường (điện nước, gió, mặt trời...) vậy nên sản xuất bằng điện than ảnh hưởng rất lớn đến vs môi trường + hiện nay đang rầm rộ tình trạng ô nhiễm nước ta + phong trào dừng cấp vốn cho các nhà máy điện than ở các ngân hàng nước ngoài -> ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng tăng trưởng của ngành.

Chỉ số tài chính các doanh nghiệp điện than niêm yết

Mã CK	Tỷ suất lợi nhuận thuần %	Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	Tăng trưởng lợi nhuận gộp (%)	Tỷ suất EBITDA %	ROE %	ROA %	Vốn vay dài hạn/VCSH (Lần)
QTP	8.89%	-14.94%	-0.44%	26.82%	14.66%	7.32%	0.43
PPC	12.75%	-3.10%	-21.05%	12.18%	16.24%	13.96%	0.00
NCP	-13.72%	5.66%	-28.81%	17.02%	-95.69%	-9.32%	5.20
NBP	2.70%	-12.89%	22.59%	4.88%	10.71%	7.93%	0.00
HND	13.48%	-3.55%	8.85%	32.75%	22.36%	12.31%	0.29

Về triển vọng ngắn hạn, **nhóm nhiệt điện than** được coi là **đầu tàu phát điện** cho cả ngành với **công suất tăng tối đa** do:

- (1) Nhu cầu sử dụng điện công nghiệp phục vụ hoạt động sản xuất, thương mại dịch vụ tăng lên mạnh mẽ theo sức tăng trưởng của ngành công nghiệp đặc biệt sự phục hồi giao thương ở các trung tâm kinh tế sau đại dịch.
- (2) Chậm tiến độ xây dựng các nhà máy điện than, thiếu hụt hệ thống truyền tải cho các nhà máy điện mặt trời (tình trạng quá tải hệ thống truyền tải)
- (3) Nhà máy thủy điện sẽ không đủ công suất để đáp ứng nhu cầu của toàn quốc

➤ Trong đó HND là điểm nổi bật của toàn ngành với 2 nhà máy công suất cao cùng bức tranh tài chính vô cùng sáng sủa và dòng tiền chi trả cổ tức cao trong những năm tới.

HND - NGÔI SAO SÁNG NHẤT TRONG NGÀNH ĐIỆN THAN

HND được chúng tôi nhận định là **điểm sáng nhất** trong ngành điện than khi được hưởng lợi từ triển vọng tăng trưởng của ngành cùng với những lợi thế nhất định về :

- Sở hữu nhà máy điện có công suất lớn, còn nhiều khấu hao trong các năm tới
- Thuộc khu vực tam giác phát triển kinh tế Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh gần nguồn khai thác than, dễ dàng truyền tải điện nhanh chóng cho toàn khu vực miền Bắc, giảm hao hụt đường truyền. Sự hồi sinh mạnh mẽ của nền kinh tế, nổi trội là các khu vực giao thương trọng điểm làm nhu cầu điện năng phục vụ công nghiệp tăng lên. Đồng thời sự thiếu hụt nguồn cung, nhà máy điện HND được chúng tôi dự phóng sẽ được huy động full công suất trong 3 - 5 năm tới.
- Bức tranh tài chính đang có xu hướng tốt lên với tốc độ chóng mặt với dòng tiền dư dả để chi trả cổ tức.



Photo by McKao

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Năm 2002, HND được Thủ tướng giao nhiệm thực hiện nhà máy Hải Phòng 1, sau đó do tình hình thiếu điện ngày càng gay gắt, năm 2005 HND tiếp tục được tin tưởng giao làm Chủ đầu tư Dự án Nhiệt điện Hải Phòng 2, đến 2011, tổ máy 1&2 của nhà máy HND1 bắt đầu chạy thương mại; cuối năm 2014, tổ máy 3&4 của HND2 bắt đầu hòa lưới điện.

→ Hiện tại, HND đang sở hữu 2 nhà máy có tuổi đời còn khá trẻ, có công suất lớn 1,200MW (chiếm đến 6% tổng công suất ngành điện than).

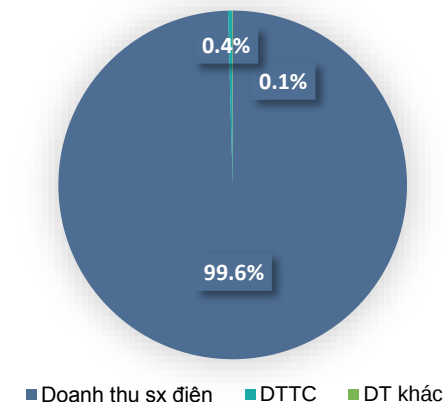
Cơ cấu doanh thu

- Doanh thu của HND chủ yếu đến từ hoạt động sản xuất điện chiếm 99% tổng doanh thu, ảnh hưởng bởi những thay đổi về giá than, chi phí khấu hao nhà máy và sản lượng điện

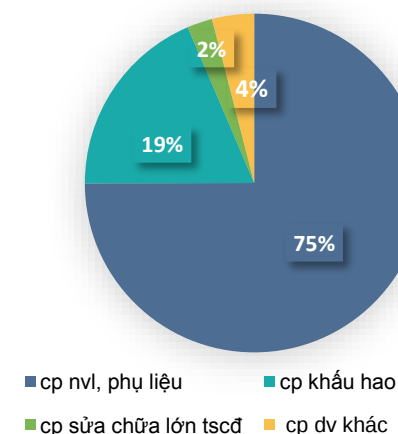
Cơ cấu chi phí

- Chi phí sản xuất chủ yếu là chi phí nguyên vật liệu chủ yếu là than, dầu FO và nước chiếm khoảng 80% chi phí giá vốn, trong đó chi phí than chiếm tỷ trọng lớn nhất. HND phụ thuộc vào nguồn than từ Vinacomin với tỷ lệ 70% than nội địa, 30% than trộn, giá than hiện đang giao động từ 1tr6/tấn, thay đổi theo giá than thế giới, gần như toàn bộ chi phí tăng giảm sẽ chuyển vào giá bán điện cho EVN.
- Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng 25 – 30% trong giá vốn, chi phí khấu hao cũng được tính vào giá bán cố định (F_c) để tính giá điện theo hợp đồng PPA (P_c) của doanh nghiệp với EVN, tuy nhiên chi phí này không còn khi hết thời gian khấu hao tài sản cố định, lúc đó giá F_c sẽ giảm theo.
- Chi phí bảo dưỡng HND chiếm 1 phần nhỏ trong chi phí giá vốn, thường rơi vào khoảng 270 tỷ/năm.
- Chi phí tài chính: DN điện than chủ yếu vay nợ nước ngoài để đầu tư TSCĐ, nên mức biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến chi phí tài chính. Chúng tôi dự phóng chi phí này sẽ không còn ảnh hưởng bởi sự thay đổi của tỷ giá do doanh nghiệp sẽ trả hết nợ vay dài hạn trong 3 năm tới.

Cơ cấu doanh thu HND 2020



Cơ cấu chi phí HND 2020



QUY TRÌNH SẢN XUẤT

- Đầu vào :** Than là nhiên liệu chính dùng để cung cấp nhiệt năng cho quá trình sản xuất điện, nguồn than của HND đến từ Vinacomin với tỷ lệ 70% than nội địa, 30% than trộn. Ngoài than, một vài loại phụ liệu khác như dầu FO, đá vôi, hóa chất cũng cần được sử dụng để phục vụ quá trình khởi động tổ máy và để tăng hiệu suất đốt than.
- Quy trình sản xuất:** Quy trình sản xuất điện của một nhà máy điện than có thể được chia thành ba công đoạn chính: (1) các nhiên liệu được đưa vào đốt trong lò hơi; (2) nước được đưa vào trong các ống dẫn đi qua lò hơi, được đun nóng và chuyển thành hơi nước có nhiệt độ và áp suất cao; (3) dòng hơi nước áp suất cao sẽ thổi vào các cánh tua bin làm cho tua bin quay, tua bin quay làm cho máy phát điện hoạt động và sản sinh ra điện năng.
- Đầu ra:** Điện năng tạo ra từ nhà máy được đấu nối với hệ thống điện lưới quốc gia thông qua hai đường dây 220kV và 110kV. Một phần sản lượng điện sản xuất được (khoảng 9%) sẽ được sử dụng tại nhà máy, được dùng trong quá trình khởi động lại các tổ máy hoặc được dùng cho các hoạt động hành chính, sinh hoạt ở trong công ty. Toàn bộ phần sản lượng còn lại (hơn 90%) được bán cho Công ty Mua bán điện EPTC trực thuộc EVN. Sản lượng điện này được EVN thanh toán theo hai hình thức: theo hợp đồng mua bán điện PPA hoặc theo giá điện trên thị trường điện cạnh tranh.

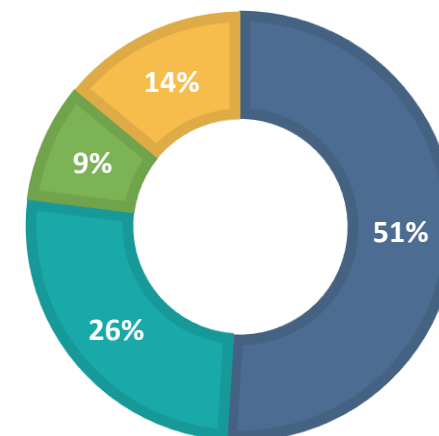
Cơ cấu cổ đông :

HND có cơ cấu cổ đông khá cô đặc, phần lớn cổ phần HND được nắm giữ bởi các nhà đầu tư tổ chức, chỉ có 9% cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông cá nhân. Tổng Công ty Phát điện 2 (EVN GENCO2) là cổ đông nắm giữ quyền chi phối với 51% cổ phần. Ngoài ra HND còn có 3 cổ đông lớn khác là CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) và Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) .

- **Ban lãnh đạo có hơn 30 năm kinh nghiệm vận hành nhà máy nhiệt điện, sự tiết giảm quỹ khen thưởng phúc lợi (quỹ khen thưởng phúc lợi giảm còn 2% LNST) và chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm vừa qua rất đáng khen, đặc biệt mức cổ tức luôn được giữ ổn định với tiền mặt luôn tăng trưởng.**

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

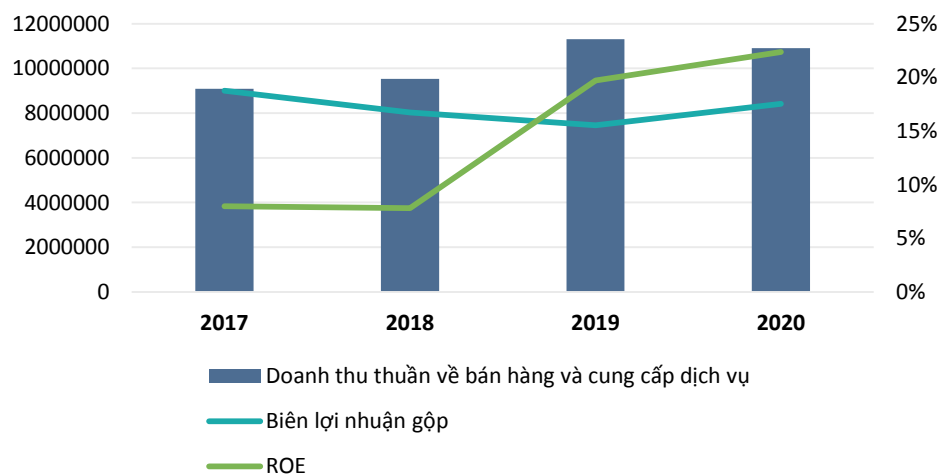
■ EVN GENCO2 ■ PPC ■ SCIC ■ Cổ đông khác



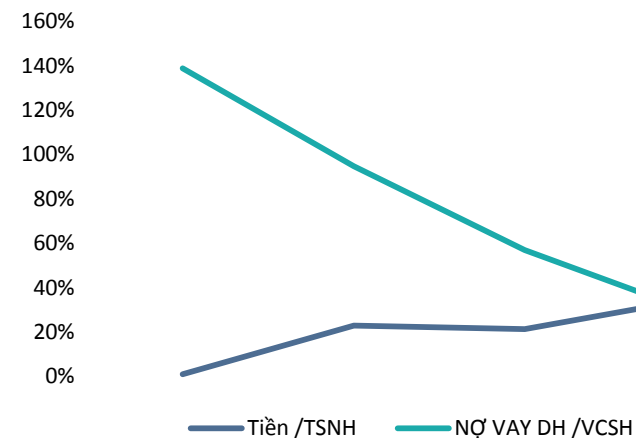
TÀI CHÍNH

- **Kết quả hoạt động kinh doanh:** Theo báo cáo tài chính hợp nhất kiểm toán 2020, doanh thu thuần giảm nhẹ 4.5% do tượng thủy văn La Nina mạnh hơn và nửa cuối năm. Tuy vậy, **biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp vẫn tăng trưởng trong 3 năm gần đây**, ROE được cải thiện rất tích cực nhờ giá mua bán điện (PPA) cao và việc tiết giảm chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp.
- **Bức tranh tài chính đang có xu hướng tốt lên** với tốc độ chóng mặt, mức nợ vay /VCSH gần 50% trong đó **doanh nghiệp đã trả được gần một nửa nợ vay dài hạn trong 2020**, chúng tôi đánh giá doanh nghiệp có mức đòn bẩy cực kỳ an toàn đặc biệt xét đến dòng tiền CFO hơn 1,600 tỷ /năm, gấp 6 lần lãi vay chi trả của công ty. Tiền mặt của công ty chiếm 13% trên tổng tài sản, tăng trưởng khả quan trong 3 năm gần đây, phần lớn được dùng để trả nợ gốc vay và cổ tức cho cổ đông. Với đã trả nợ này chúng tôi cho rằng trong 3 năm tới, khả năng công ty “sạch nợ vay” là vô cùng khả thi, từ đó giảm thiểu được rủi ro tỷ giá.

Chỉ số sinh lợi



Chỉ số đòn bẩy



DỰ PHÓNG

- Giá hợp đồng của HND được quy định theo Thông tư 41/2010/TT-BCT, nhà máy có thể sử dụng một mức giá FC bình quân cho cả vòng đời (30 năm) hoặc quy đổi thành giá FC từng năm để có thể hoàn thành được nghĩa vụ nợ vay trong 10 năm đầu vận hành (giá FC năm cao nhất không quá 1,2 lần giá FC bình quân). Nghĩa là nếu trước kia được hỗ trợ 120% so với mức định phí, sau 10 năm sẽ chỉ còn hơn 80% phần định phí phần FC bù đắp lại giai đoạn trước, theo tỷ lệ chiết khấu dòng tiền là 10%. Theo tính toán của chúng tôi HND phải đàm phán lại giá điện, giảm giá FC bắt đầu từ năm 2022 khi nhà máy HND1 hết 10 năm vận hành, và sẽ tiếp tục giảm vào năm 2025 khi nhà máy HP2 cũng sẽ hết thời hạn được hưởng mức giá ưu đãi.
- Tuy vậy điều đó cũng không làm ảnh hưởng đến dòng tiền của HND do doanh nghiệp sẽ trả được hết nợ vay vào cuối năm 2022, theo ước tính của chúng tôi, **dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của HND sẽ rơi vào khoảng 1700 – 2000 trong giai đoạn 2021 trở về sau.**

Chỉ tiêu	2021 - 2025	2025 - trở đi
Giá bán điện cho EVN	1500 – 1600 đồng/kWh	
Lợi nhuận gộp / kWh	280 – 350 đồng/kWh	
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO)	1800 – 2200 tỷ	1700 – 1900 tỷ

ĐỊNH GIÁ

- Thoạt đầu nhiều nhà đầu tư sẽ bỏ qua khi tưởng chừng HND chỉ là 1 doanh nhỏ trong ngành tiện ích ổn định, nhưng khi nhìn vào bức tranh tài chính vô cùng “sạch sẽ” cùng dòng tiền thuần thực sự dư dả để chi trả cổ tức từ năm 2021 trở về sau, chúng tôi đánh giá đây là 1 trong những case đầu tư tiềm năng cho năm 2021. Sau khi sử dụng phương pháp định giá P/E và chiết khấu dòng cổ tức (DCF), HND cho ra mức định giá hấp dẫn nằm trong vùng [27.5 – 31.5] upside khoảng trên 25% so với giá hiện tại.

27.500 – 31.500
Giá mục tiêu 2021

↑
25.5%
UPSIDE

↑
21,900
Giá hiện tại : 9.4.2021

LIÊN HỆ TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCSI: csi.research@vncsi.com.vn

Người thực hiện: **Nguyễn Phương Linh**

Chuyên viên phân tích

Email: linhnp@vncsi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VNCSI

Trụ sở :

Hội sở: Tầng 11 Tòa Nhà Diamond Flower, số 48 Lê Văn Lương, Phường Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội

Tel: (+84) 24 3926 0099 | Fax: (+84) 24 3926 3411

Chi nhánh HCM: 12-14 Nguyễn Công Trứ, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Thành Phố Hồ Chí Minh

Tel:(+84) 28 3915 1229

Email: online@vncsi.com.vn

Bộ phận Phân tích Ngành và Doanh nghiệp

Đinh Hồng Hà

Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: hadh@vncsi.com.vn

Nguyễn Phương Linh

Chuyên viên phân tích

Email : linhnp@vncsi.com.vn

Vũ Thùy Dương

Chuyên viên phân tích

Email : duongvt@vncsi.com

Bộ phận phân tích vĩ mô và thị trường chứng khoán

Lê Văn Thành

Chuyên viên phân tích

Email : thanhlv@gmail.com

Nguyễn Thị Quỳnh Hương

Chuyên viên Tiếng Trung

Email : huongntq@vncsi.com.vn