

Tiện ích

Báo cáo công ty
April 6, 2020

(Lần đầu)	Mua
Giá mục tiêu (12T, VND)	22,200
Giá hiện tại (VND)	15,000
Lợi nhuận kỳ vọng	48%

Lợi nhuận HĐKD (20F, tỷ VND)	1,851
Lợi nhuận HĐKD thị trường (20F, tỷ VND)	952
Tăng trưởng EPS (20F, %)	15%
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	9.5
P/E (20F, x)	5.7
P/E thị trường (20F, x)	11
VN-Index	662
Vốn hóa (tỷ VND)	6,900
Cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	500
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	100.0
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0.0
Hệ số Beta (12T)	0.5
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9,800
Cao nhất 52 tuần (VND)	18,000

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-17.4	-6.8	38.0
Tương đối	7.6	26.4	71.0



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Tiện ích]

Tung Nguyen
+84 3910 2222 (Ext: 258)
Tung.nd@miraeeasset.com.vn

CTCP Nhiệt Điện Hải Phòng (UpCOM: HND)

Triển Vọng Thuận Lợi

Tổng quan công ty

CTCP Nhiệt Điện Hải Phòng (UpCOM: HND) hiện đang vận hành hai nhà máy nhiệt điện than, với tổng công suất lắp đặt 1,200MW, đặt tại Hải Phòng. Hai nhà máy điện được đưa vào hoạt động từ năm 2011 và 2014, với tổng mức đầu tư 24 nghìn tỷ VND, và đặt mục tiêu mỗi năm sẽ sản xuất 7.2 tỷ kWh cung cấp cho lưới điện quốc gia.

Tiêu điểm đầu tư

Hai nhà máy của HND đã đi vào hoạt động được 6 năm và 9 năm, quãng thời gian lý tưởng mà nhà máy vẫn còn đủ mới để vận hành trơn tru, hiệu quả trong ít nhất 5 năm tiếp theo, đồng thời cũng đủ lâu để công ty trả xong phần lớn các khoản nợ.

Theo dự phóng của chúng tôi, thiếu hụt nguồn cung trong ngành điện sẽ kéo dài trong ít nhất 3 năm tới. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ chính cho các công ty phát điện như HND trong trung hạn.

HND có dòng tiền ổn định, và tình hình tài chính lành mạnh. Đây là kết quả của quá trình giảm đòn bẩy mất nhiều năm liền của công ty. Cùng với đặc điểm an toàn/phòng thủ của ngành điện, khiến công ty đặc biệt hấp dẫn trong giai đoạn kinh tế đầy bất ổn như hiện nay.

Chúng tôi dự phóng HND sẽ trả hết toàn bộ dư nợ trong vòng 3 năm tới, và bắt đầu tăng cổ tức từ 750VND/cp (tương đương mức lợi suất 5.4%), lên 1,500VND/cp (tương đương mức lợi suất 10.9%) trong năm 2021, và 2,000VND/cp (tương đương mức lợi suất 14.5%) từ sau năm 2023 trở đi.

Các hồ thủy điện trên toàn quốc dự kiến sẽ tiếp tục thiếu nước cho đến hết nửa đầu 2020. Sự sụt giảm sản lượng điện của các nhà máy thủy điện trong thời gian trên, thay vì giúp các nhà máy nhiệt điện như HND tăng sản lượng, có thể chỉ đủ để bù đắp lượng nhu cầu giảm sút do đại dịch COVID-19.

Rủi ro đầu tư

Đại dịch COVID-19 có thể sẽ kích hoạt một cuộc suy thoái mà nhiều năm sau nền kinh tế mới có thể hồi phục hoàn toàn, làm chậm lại tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, ngành sản xuất điện là một trong những ngành ít chịu ảnh hưởng nhất từ đại dịch COVID-19.

HND, cũng như những công ty sản xuất điện khác ở Việt Nam, đều có tiềm năng tăng trưởng giới hạn do công suất thiết kế gần như cố định, rất khó mở rộng sản xuất, và biên lợi nhuận cũng gần như cố định. Hiệu suất hoạt động của HND có thể sẽ đạt đỉnh trong 1 hoặc 2 năm tới, tuy nhiên sau đó sẽ không còn dư địa để tăng trưởng.

Khuyến nghị

Dựa trên những luận điểm đầu tư trên, chúng tôi đưa ra đánh giá lần đầu cho HND với khuyến nghị Mua, và giá mục tiêu 22,200VND, cao hơn 48% so với giá thị trường.

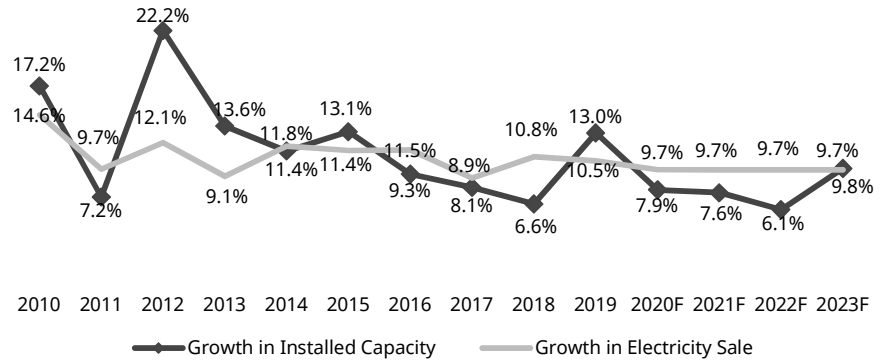
FY (Dec)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020F
Doanh thu (tỷ VND)	9,111	9,157	9,095	9,527	11,301	11,995
Lợi nhuận HĐKD (tỷ VND)	1,485	1,251	1,548	1,423	1,603	1,851
Biên lợi nhuận HĐKD (tỷ VND)	16%	14%	17%	15%	14%	15%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	392	287	396	425	1,173	1,343
EPS (VND)	700	500	664	768	2,110	2,416
ROE (%)	8.1%	6.1%	7.6%	7.5%	18.9%	19.0%
P/E (x)	N/A	23.0	19.6	13.0	6.4	5.7
P/B (x)	N/A	1.2	1.3	0.9	1.1	1.0
Lợi suất từ cổ tức (%)	N/A	4.3%	5.0%	7.5%	5.6%	5.4%

Nguồn: HND, MAS Vietnam Research estimates

Triển vọng ngành tích cực

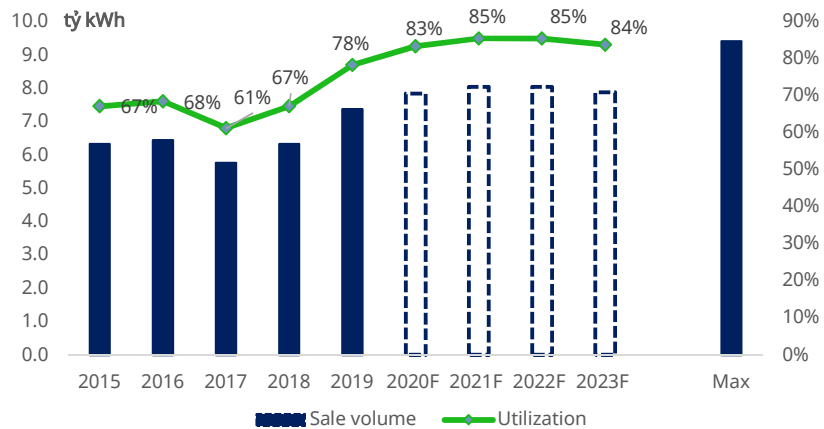
Chúng tôi dự phóng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng trung bình 9.7%/năm trong vòng 3 năm tới, trong khi tăng trưởng công suất lắp đặt chỉ đạt trung bình 6.9%/năm. Điều này dẫn tới khả năng thiếu hụt nguồn cung trong những năm tới đang ngày một rõ ràng hơn.

Hình 1: Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện và tăng trưởng công suất lắp đặt



Nguồn: MoIT, EVN, MAS Vietnam Research

Hình 2: Sản lượng thương phẩm và hiệu suất hoạt động từ năm 2015

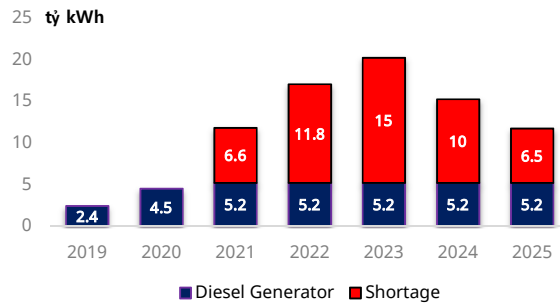


Nguồn: Company, ERAV, MAS Vietnam Research

Để bù đắp cho sự chênh lệch trên, EVN sẽ phải: 1) Tăng cường huy động công suất dư thừa của các nhà máy phát điện cũ; 2) Tăng nhập khẩu điện từ Lào, Trung Quốc; 3) Huy động máy phát diesel (có chi phí đắt nhất trong các loại nguồn phát điện). HND sẽ hưởng lợi trực tiếp từ xu hướng này do 2 nhà máy hiện tại vẫn chưa hoạt động hết công suất (Hình 2). Theo dự phóng mà chúng tôi cho là thận trọng, hiệu suất hoạt động của HND có thể đạt mức 85% trong 3 năm tới.

Để dễ hình dung về mức độ thiếu hụt điện, Hình 3 thể hiện ước tính của EVN cho sản lượng dự kiến phải huy động từ máy phát diesel và sản lượng còn thiếu hụt. Đến năm 2023 sản lượng thiếu hụt sẽ lên đỉnh điểm, đạt 15 tỷ kWh, trong khi tổng nhu cầu tiêu thụ điện năm 2019 đạt 213 tỷ kWh và dự kiến đạt 308 tỷ kWh trong năm 2023.

Hình 3: Ước tính sản lượng điện từ máy phát diesel và sản lượng còn thiếu hụt



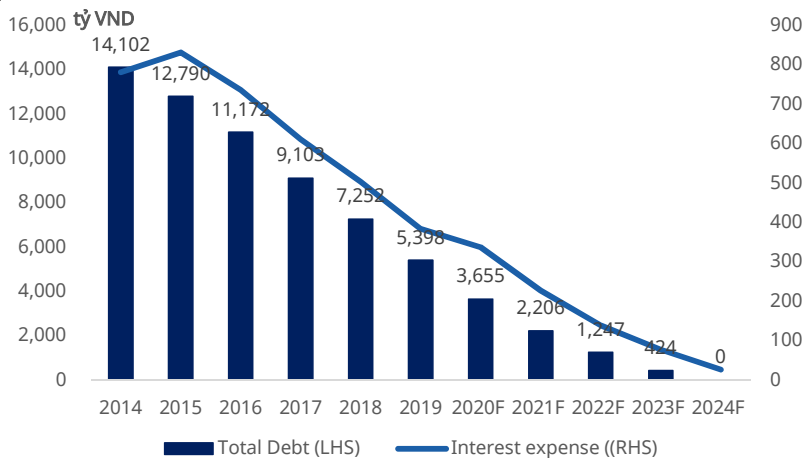
Nguồn: MoIT, EVN, MAS Vietnam Research

Hiện tượng El Nino trong năm 2019 khiến các hồ thủy điện trên toàn quốc không tích trữ đủ nước vào cuối năm 2019, dẫn đến sang nửa đầu 2020, các nhà máy thủy điện không có đủ lượng nước để phát điện. Tuy nhiên, sự sụt giảm sản lượng của các nhà máy thủy điện, thay vì có thể giúp các nhà máy nhiệt điện như HND tăng sản lượng, có thể sẽ chỉ giúp bù đắp phần nhu cầu sụt giảm do đại dịch COVID-19.

Tình hình tài chính lành mạnh

Sau quá trình giảm nợ vay kéo dài 8 năm, giờ đây HND đang tận hưởng một nền tảng tài chính tương đối vững chắc. Trong giai đoạn 2012–2019, HND đã giảm dư nợ từ 13.8 nghìn tỷ VND xuống 5.4 nghìn tỷ VND. Cũng trong khoảng thời gian trên, tỉ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu giảm từ 2.9 xuống 0.9, đồng thời hệ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay) tăng từ 2.9 lên 4.2.

Hình 4: Tổng dư nợ và chi phí lãi vay của HND qua các năm



Nguồn: Company financial report, MAS Vietnam Research

Bảng 1: Một số chỉ số tài chính của HND

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
SOLVENCY								
Total debt/equity	2.6	2.5	2.6	2.4	1.8	1.3	0.9	0.5
Total debt/total capital	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3
Total debt/total assets	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
Interest coverage	2.3	1.8	1.8	1.7	2.5	2.8	4.2	5.5
LIQUIDITY								
Current ratio	0.3	0.6	0.7	0.7	0.9	1.1	1.2	1.7
Quick ratio	0.2	0.4	0.5	0.5	0.7	1.0	1.0	1.5
Cash ratio	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.3	0.3	0.3
Cash conversion cycle	-108 days	15 days	59 days	55 days	66 days	79 days	72 days	78 days
+Days of inventory outstanding	38 days	26 days	26 days	26 days	33 days	25 days	18 days	22 days
+Days receivables outstanding	48 days	37 days	58 days	57 days	60 days	73 days	69 days	71 days
-Days payables outstanding	194 days	49 days	26 days	28 days	26 days	19 days	15 days	16 days
EFFICIENCY								
Receivable turnover	7.6	9.8	6.3	6.4	6.1	5.0	5.3	5.1
Inventory turnover	9.6	14.1	14.0	14.0	11.2	14.8	20.0	16.3
Payable turnover	1.9	7.5	14.3	12.9	13.8	19.7	24.9	23.4
Working capital turnover	-2	-4	-8	-9	-16	155	21	12
Fixed assets turnover	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9	1.3	1.7
Total assets turnover	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
DUPONT ANALYSIS								
Tax burden ratio (net income/EBT)	100%	100%	100%	95%	94%	95%	94%	95%
Interest burden (EBT/EBIT)	26%	23%	26%	24%	27%	32%	77%	76%
Operating profit margin (EBIT/sales)	27%	17%	16%	14%	17%	15%	14%	15%
Asset Turnover (sales/assets)	18%	40%	48%	54%	60%	69%	89%	101%
Equity multiplier (assets/equity)	388%	370%	389%	363%	292%	242%	204%	168%
Return on equity (ROE)	5.1%	5.9%	8.1%	6.1%	7.6%	7.5%	18.9%	19.0%

Nguồn: BCTC công ty, MAS Vietnam Research

Hoạt động kinh doanh an toàn và ổn định

Ngành sản xuất điện được đánh giá là ngành tương đối an toàn và ổn định. Trong 20 năm trở lại đây, sản lượng điện của Vietnam chưa bao giờ tăng trưởng dưới 8%/năm, ngay cả trong hai cuộc khủng hoảng (bong bóng dotcom và khủng hoảng tài chính).

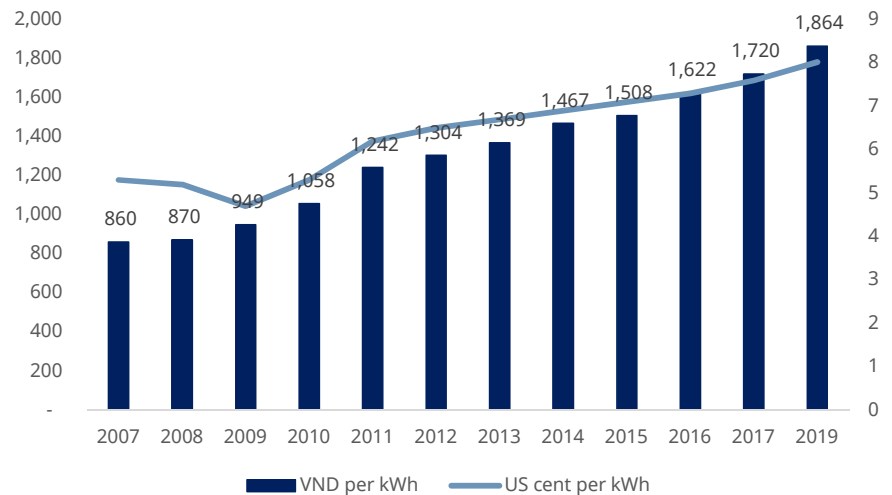
Hình 5: Sản lượng điện Vietnam trong 20 năm gần đây



Nguồn: EVN, MAS Vietnam Research

Ngoài ra, giá bán lẻ điện bình quân, tính theo VND, cũng liên tục tăng trong cùng khoảng thời gian, bao gồm cả hai cuộc khủng hoảng. Mặc dù HND sẽ không được hưởng lợi trực tiếp từ tăng giá điện bán lẻ. Hầu hết sản lượng của HND được bán cho EVN thông qua hợp đồng PPA, với biên lợi nhuận gần như cố định, đổi lại, hầu hết các rủi ro từ biến động trong chi phí sản xuất được đẩy sang cho EVN. Sản lượng bán theo hợp đồng PPA được quyết định mỗi năm, thường sẽ nằm trong khoảng 80% tổng sản lượng.

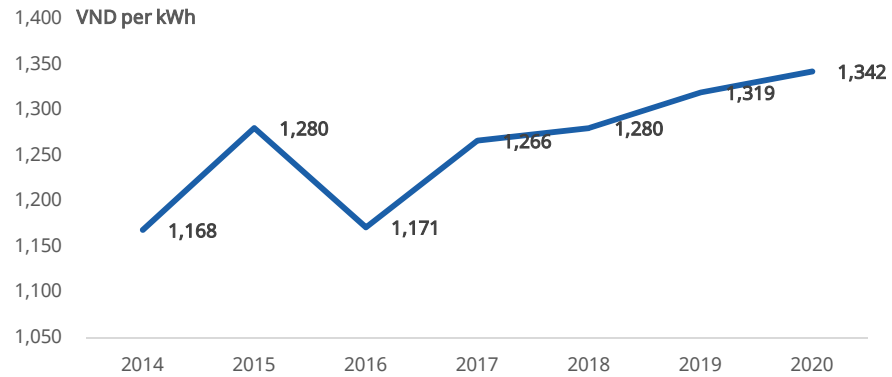
Hình 6: Giá bán lẻ điện bình quân



Nguồn: MoIT, EVN, MAS Vietnam Research

Phần sản lượng còn lại được HND bán trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM), nơi giá bán sẽ phụ thuộc vào cung cầu. HND có thể cải thiện sản lượng cũng như biên lợi nhuận từ CGM, trong trường hợp thiếu hụt điện. Tuy nhiên, sự cải thiện cũng có giới hạn, do giá trần trên CGM bị khống chế bởi Cục điều tiết điện lực (ERAV).

Hình 7: Giá trần SMP từ năm 2014



Nguồn: ERAV, EVN, MAS Vietnam Research

Giá CGM hoặc FMP = SMP + CAN.

- SMP: Giá đấu được khớp trên CGM
- CAN: Phần được trả thêm để đảm bảo nhà máy mới tốt nhất trong năm có thể hòa vốn. CAN trong năm 2019 là 104-189VND/kWh, trong năm 2020 là 40-80VND

Dự kiến sẽ sớm tăng cổ tức

Nhìn vào các công ty cùng ngành với HND như PPC và NT2, chúng tôi thấy một mẫu hình chung là các công ty trên bắt đầu tăng cổ tức sau khi trả gần hết nợ.

Do đó, chúng tôi dự phóng HND sẽ trả hết toàn bộ dư nợ trong vòng 3 năm tới, và bắt đầu tăng cổ tức từ 750VND/cp (tương đương 5.4% lợi suất từ cổ tức), lên 1,500VND/cp (tương đương 10.9% lợi suất từ cổ tức) trong năm 2021, và 2,000VND/cp (tương đương 14.5% lợi suất từ cổ tức) từ sau năm 2023 trở đi.

Đây là khoản cổ tức tương đối hấp dẫn, tuy nhiên, vẫn sẽ có rủi ro công ty lập kế hoạch đầu tư nâng cấp hoặc mở rộng nhà máy, dẫn đến kế hoạch cổ tức có thể thay đổi. Hiện nay, để đầu tư mới một nhà máy điện than mới với công suất tối thiểu 600MW sẽ cần khoảng 20 nghìn tỷ VND, nếu HND có quyết tâm và sẵn sàng huy động bằng nợ vay khoảng 70%-80% tổng mức đầu tư thì kế hoạch cổ tức sẽ thay đổi đáng kể so với dự phóng của chúng tôi.

Định giá

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho HND dựa trên 2 phương pháp: Phương pháp so sánh và chiết khấu dòng tiền.

Ngoài ra chúng tôi chiết khấu thêm 10% do cổ phiếu có thanh khoản tương đối thấp.

Bảng 2: Kết quả định giá

Phương pháp	Giá hợp lý	Tỉ trọng	
Discounted cash flow			
FCFE	30,102	30%	9,031
Relative valuation			
PE	15,464	35%	5,413
EV/EBITDA	29,222	35%	10,228
Giá hợp lý bình quân			24,671
<i>Discount</i>			<i>10%</i>
Giá mục tiêu			22,204

Định giá theo phương pháp so sánh

Chúng tôi sử dụng dữ liệu ngày 30 Tháng 3, 2020, sau khi thị trường chứng khoán toàn thế giới vừa trải qua một đợt giảm mạnh, do đó các chỉ số về định giá đã phản ánh một phần rủi ro từ COVID-19

Bảng 3: Các công ty cùng ngành

Tên công ty	Vốn hóa (nghìn tỷ VND)	EV/EBITDA	P/E	P/BV
1 China Longyuan Power Group Cor	103.1	6.4	6.4	0.6
2 Jiangsu Guoxin Corp Ltd	81.6	6.5	7.2	0.9
3 Huadian Fuxin Energy Corp Ltd	33.0	7.6	3.9	0.4
4 Beijing Jingneng Clean Energy	28.6	4.5	3.6	0.4
5 First Gen Corp	27.5	3.6	4.4	0.6
6 JSW Energy Ltd	22.1	4.4	7.1	0.6
7 Malakoff Corp Bhd	21.7	5.4	14.5	0.6
8 PetroVietnam Power Corp	16.4	4.2	5.4	0.6
9 Hub Power Co Ltd/The	11.8	5.3	3.2	1.3
10 AC Energy Philippines Inc	7.0	7.3	12.5	1.5
11 Pha Lai Thermal Power JSC	6.8	5	6.5	1.1
12 PetroVietnam Nhon Trach 2 Power	4.7	3.7	6.4	1.1
Trung bình		5.3	6.8	0.8
Trung vị		5.2	6.4	0.6
Hai Phong Thermal Power JSC		6.8	3.6	1.1

Bảng 4: Kết quả định giá theo phương pháp so sánh

(tỷ VND)	EBITDA fw2020	EPS fw2020
	3,734	2,416
Trung vị	5.2	6.4
Giá trị doanh nghiệp	19,230	
- Tổng nợ	5,398	
+ Tiền & tương đương tiền	779	
Giá trị cổ phần	14,611	
SLCPDLH (triệu)	500	
Giá trị hợp lý/cp (VND)	29,222	15,464

Discounted cash flow (DCF)

Chúng tôi áp dụng mức tăng trưởng ổn định -7% cho giai đoạn sau 2025 để phản ánh 2 đặc điểm của nhà máy nhiệt điện: Mức hiệu suất hoạt động sẽ giảm theo thời gian, và vòng đời của một nhà máy kéo dài khoảng 30 năm.

Bảng 5: FCFE forecast and valuation

	Discounted cash flow method					
(tỷ VND)	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận sau thuế	1,343	1,378	1,419	1,769	1,896	1,609
+ Khấu hao	1,883	1,890	1,913	1,270	888	911
- Thay đổi vốn lưu động	529	523	217	335	337	-46
- đầu tư tscđ	274	285	296	308	402	418
+ Vay nợ ròng	-1,743	-1,448	-959	-823	-424	0
Dòng tiền tự do của chủ sở hữu (FCFE)	680	1,012	1,859	1,572	1,621	2,147
Chi phí vốn	8.1%					
Giá trị hiện tại của FCFE (1)	6,691					
Tăng trưởng sau 2025	-7%					
Định giá công ty 2025 (TV)	13,224					
Giá trị hiện tại của TV (2)	8,449					
Giá trị doanh nghiệp (1+2)	15,140					
SLCPĐLH (triệu)	500					
Giá trị hợp lý/cp (VND)	30,279					

CTCP Nhiệt Điện Hải Phòng (HND VN/BUY/TP: VND22,200)

Báo cáo kết quả kinh doanh (Tóm tắt)

VNDbn	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	11,301	11,995	12,010	12,249
Giá vốn hàng bán	(9,545)	(9,953)	(10,182)	(10,552)
Lợi nhuận gộp	1,756	2,042	1,828	1,697
Chi phí bán hàng & quản lý	(153)	(190)	(193)	(198)
Lợi nhuận từ HĐSXKD (Adj)	1,603	1,851	1,635	1,498
Lợi nhuận từ HĐSXKD	1,603	1,851	1,635	1,498
Non-Operating Profit	(361)	(438)	(184)	(5)
Lãi ròng từ hoạt động tài chính	(363)	(438)	(184)	(5)
Lãi ròng từ đầu tư công ty liên kết	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	1,242	1,414	1,451	1,494
Thuế TNDN	(70)	(71)	(73)	(75)
Lợi nhuận sau thuế	1,173	1,343	1,378	1,419
Thuộc về cổ đông công ty mẹ	1,173	1,343	1,378	1,419
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
EBITDA	3,391	3,734	3,525	3,412
FCFE	693	680	1,012	1,859
Biên EBITDA (%)	30.0%	31.1%	29.3%	27.9%
Biên lãi từ HĐSXKD (%)	14.2%	15.4%	13.6%	12.2%
Biên lợi nhuận ròng (%)	10.4%	11.2%	11.5%	11.6%

Báo cáo dòng tiền (Tóm tắt)

VNDbn	2019	2020F	2021F	2022F
Dòng tiền từ hữ kinh doanh	2,498	3,009	3,118	3,146
Lợi nhuận ròng	1,242	1,414	1,451	1,494
Thu nhập và chi phí không bằng tiền	14	316	130	89
Khấu hao	1,788	1,883	1,890	1,913
Khác	(160)	(326)	(271)	(251)
Thay đổi vốn lưu động	346	119	16	55
Thay đổi các khoản phải thu	311	140	3	48
Thay đổi hàng tồn kho	241	26	14	23
Thay đổi các khoản phải trả	206	46	1	16
Dòng tiền từ hữ đầu tư	(30)	(843)	(919)	(1,420)
Net Capex	(30)	(274)	(285)	(296)
Cho vay ròng	0	(569)	(634)	(1,124)
Đầu tư ròng	0	0	0	0
Dòng tiền từ hữ tài chính	(2,383)	(2,118)	(2,198)	(1,709)
Vay nợ ròng	(1,854)	(1,743)	(1,448)	(959)
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0
Trả cổ tức	(528)	(375)	(750)	(750)
Tăng/giảm tiền mặt trong kỳ	86	48	1	16
Số dư đầu kỳ	692	779	826	827
Số dư cuối kỳ	779	826	827	844
Dòng tiền từ hữ kinh doanh	2,498	3,009	3,118	3,146

Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

VNDbn	2019	2020F	2021F	2022F
Tài sản ngắn hạn	3,655	4,438	5,090	6,301
Tiền và tương đương tiền	779	826	827	844
Các khoản phải thu	2,278	2,418	2,421	2,469
Hàng tồn kho	598	623	638	661
Khác	1	1	1	1
Tài sản dài hạn	9,008	7,399	5,795	4,178
Đầu tư vào cty liên kết	1	0	0	0
Tài sản hữu hình	8,559	6,950	5,346	3,729
Tài sản vô hình	1	1	1	0
Tổng tài sản	12,664	11,837	10,884	10,479
Nợ ngắn hạn	2,937	2,622	2,118	1,988
Các khoản phải trả	413	438	439	447
Nợ vay ngắn hạn	1,870	1,489	984	831
Khác	682	812	887	978
Nợ dài hạn	3,527	2,165	1,223	416
Nợ vay dài hạn	3,527	2,165	1,223	416
Khác	0	0	0	0
Nợ phải trả	6,464	4,787	3,340	2,403
Thuộc về cơ cấu mẹ	6,199	7,050	7,544	8,075
Vốn điều lệ	5,000	5,000	5,000	5,000
Thặng dư vốn	197	197	197	197
Lợi nhuận giữ lại	939	1,790	2,284	2,815
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	6,199	7,050	7,544	8,075

Dự phóng/Định giá (Tóm tắt)

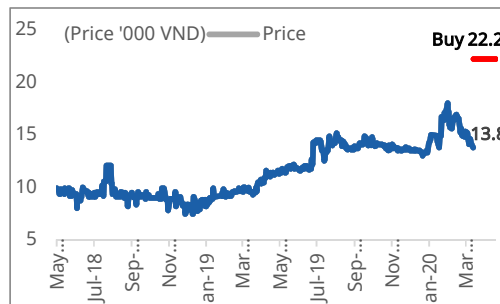
VNDbn	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	6.4	5.7	5.6	5.4
P/FCFE (x)	9.7	10.1	6.8	3.7
P/B (x)	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	3.4	2.5	2.0	1.5
EPS (VND)	2,110	2,416	2,480	2,553
FCFEPS (VND)	1,386	1,360	2,024	3,719
BPS (VND)	12,398	14,100	15,088	16,151
DPS (VND)	750	750	1,500	1,500
Tỉ lệ trả cổ tức (%)	32%	28%	54%	53%
Lợi suất từ cổ tức (%)	6%	5%	11%	11%
Tăng trưởng doanh thu (%)	19%	6%	0%	2%
Tăng trưởng EBITDA (%)	3%	10%	-6%	-3%
Tăng trưởng ln từ HĐKD(%)	13%	15%	-12%	-8%
Tăng trưởng EPS (%)	175%	15%	3%	3%
V/q khoản phải thu (x)	5.3	5.1	5.0	5.0
V/q hàng tồn kho (x)	20.0	16.3	16.1	16.3
V/q khoản phải trả (x)	24.9	23.4	23.2	23.8
ROA (%)	9%	11%	13%	14%
ROE (%)	19%	19%	18%	18%
ROIC (%)	22%	26%	26%	24%
Nợ phải trả/VCSH (%)	104%	68%	44%	30%
Hệ số thanh toán ngắn hạn	124%	169%	240%	317%
Nợ ròng/VCSH (%)	75%	32%	2%	-24%
Hệ số thanh toán lãi vay (x)	419%	549%	719%	1079%

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
Hai Phong Thermal Power JSC (HND VN)	04/06/20	Mua	VND22,200



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS) policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea Tel: 82-2-3774-2124	Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Suites 1109-1114, 11th Floor Two International Finance Centre 8 Finance Street, Central Hong Kong China Tel: 852-2845-6332	Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom Tel: 44-20-7982-8000
Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA Tel: 1-212-407-1000	Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA Tel: 1-213-262-3807	Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo – SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100
PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Republic of Indonesia Indonesia Tel: 62-21-515-3281	Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore Singapore Tel: 65-6671-9845	Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7 th Floor, Le Meridien Building 3C Ton Duc Thang Street District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-2222 (ext.110)
Mirae Asset Securities Mongolia UTSK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia Tel: 976-7011-0806	Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699	Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China Tel: 86-21-5013-6392	Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam Tel: 84-8-3910-7715	