

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW) – CẬP NHẬT

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND10.500	VND15.000	0,00%	KHẢ QUAN	Điện

Ngày 23/08/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Khả Quan**

Triển vọng dài hạn: **Khả Quan**

Định giá: **Khả Quan**

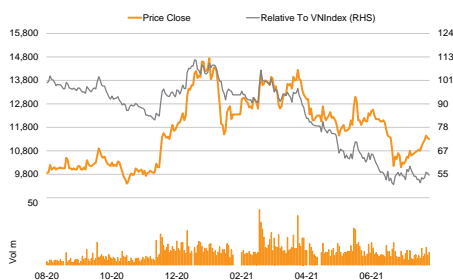
Consensus*: Mua:10 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -1,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ EPS 2021/22/23 tăng lần lượt 5,1%/14,7%/22,4%

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	14.750
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.400
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	120.135tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	26.580
Free float (%)	65
P/E trượt (x)	10,8
P/B hiện tại (x)	0,89

Cơ cấu sở hữu

PVN	79,9%
Khác	11,1%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Tích lũy cho những ngày giông bão

- Trong 6T21, lợi nhuận (LN) ròng của POW tăng 16% svck lên mức 1.384 tỷ đồng, hoàn thành 60% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng EPS 2021/22/23 lên lần lượt 5,1%/14,7%/22,4% với mức sản lượng cao hơn.
- Đánh giá Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 15.000 đ/cp

Kết quả kinh doanh 6T21: Tốt hơn mong đợi

Trong 6T21, tổng sản lượng POW giảm 14% svck xuống 9.488 tỷ đồng do sản lượng điện khí và than giảm (-24%/-2% svck), trong khi sản lượng thủy điện tăng ấn tượng 76% svck nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi. Doanh thu 6T21 giảm nhẹ 0,4% svck nhờ mức tăng 14% giá bán trung bình (ASP). Biên LN gộp giảm 2 điểm % với nguyên nhân chính đến từ giảm sản lượng điện khí. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 26% svck, nhờ khoản dự phòng giảm 95% svck. Khoản thu nhập tài chính ròng tăng 144% nhờ khoản lợi nhuận một lần và chi phí lãi suất thấp hơn svck. Do đó, LN ròng 6T21 tăng 16% svck lên 1,384 tỷ đồng, hoàn thành 60% dự báo cả năm của chúng tôi.

Triển vọng 2021-23: Sản lượng điện sẽ dần được phục hồi

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của POW sẽ giảm 5% svck vào năm 2021 và tăng lại lần lượt 16%/1% trong năm 2022/23 với sản lượng từ nhà máy nhiệt điện phục hồi. Đối với từ loại điện, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện than sẽ không thay đổi nhiều, sản lượng thủy điện sẽ tăng 44% svck năm 2021 và giảm 18%/4% vào năm 2022/23, và sản lượng điện khí tăng 31%/3% svck vào năm 2022/23. LN ròng POW kỳ vọng giảm 1,3% svck năm 2021 và tăng lại lần lượt 20%/3,3% trong năm 2022/23.

Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn

Đến cuối tháng 8, POW sẽ chốt gói thầu EPC Nhơn Trạch 3&4 – nhà máy điện LNG đầu tiên của đất nước. Dự án bao gồm hai nhà máy với tổng công suất 1500MW, sử dụng LNG nhập khẩu từ kho LNG Thị Vải, và dự kiến hoạt động vào Q4/23 và Q2/24. Chúng tôi hy vọng các nhà máy điện này sẽ giúp POW tăng doanh thu 24,2% svck từ 2024 đến 2025.

Đánh giá Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 15.000 đ/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 15.000đ/cp (+11% sv báo cáo trước) với mức tăng EPS 2021/22/23 lần lượt là 5,1%/14,7%/22,4%. Chúng tôi tin rằng đã đến lúc để tích lũy cổ phiếu này với rủi ro giảm giá thấp và tăng trưởng doanh thu ổn định. Rủi ro giảm giá bao gồm (1) thiếu nhiên liệu (than, khí) gây gián đoạn hoạt động sản xuất, (2) Nhơn Trạch 3&4 hoàn thành lâu hơn dự kiến. Tiềm năng tăng giá bao gồm sản lượng điện cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	29.732	30.159	35.642	37.796
Tăng trưởng DT thuần	(16,1%)	1,4%	18,2%	6,0%
Biên lợi nhuận gộp	15,4%	13,7%	13,4%	12,7%
Biên EBITDA	21,9%	21,7%	20,3%	19,4%
LN ròng (tỷ)	2.365	2.334	2.804	2.898
Tăng trưởng LN ròng	(5,0%)	(1,3%)	20,1%	3,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.010	997	1.197	1.238
EPS điều chỉnh	1.010	997	1.197	1.238
BVPS	12.186	12.913	14.105	15.325
ROAE	8,5%	7,9%	8,9%	8,4%

Nguồn: VND RESEARCH

TÍCH LŨY CHO NHỮNG NGÀY GIÔNG BÃO

Đánh giá Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 15.000đ/cp

Chúng tôi thích POW vì:

(1) POW là một trong những công ty phát điện đầu ngành với tổng công suất lên đến 4.200MW. Đáng chú ý, POW là doanh nghiệp đi đầu trong lĩnh vực điện khí hiện nay, sở hữu ba nhà máy với công suất đạt 2.700MW (chiếm 28% tổng thị phần điện khí) cùng với hai dự án quan trọng và đang trong quá trình xây dựng là Nhơn Trạch 3&4 (750MW/nhà máy).

(2) Dự án Nhơn Trạch 3&4 là hai dự án trọng điểm của POW với tổng mức đầu tư đạt 34.000 tỷ đồng, và đây sẽ là động lực chính cho tiềm năng tăng trưởng của POW trong dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng Nhơn Trạch 3&4 sẽ đóng góp 36% vào tổng doanh thu của POW khi đi vào hoạt động.

(3) Dự thảo Quy hoạch điện VIII (QHĐ 8) là bàn đạp cho xu hướng phát triển các nhà máy điện khí do: (1) Theo kế hoạch, công suất lắp đặt điện khí sẽ tăng nhanh nhất với tăng trưởng kép (CAGR) đạt 8,4% trong giai đoạn 2021-2045, và (2) các nhà máy điện chạy bằng khí sử dụng nhiên liệu LNG sẽ được tập trung phát triển với tăng trưởng kép đạt 16% trong giai đoạn 2021-30.

(4) Với triển vọng tăng giá 42%, POW là một cơ hội đầu tư tốt, đặc biệt trên góc độ dài hạn do POW là một cổ phiếu phòng thủ, mang trong mình những triển vọng dài hạn và được hưởng lợi từ sự tăng trưởng mức tiêu thụ điện mạnh mẽ, đặc biệt là khi Việt Nam được dự báo sẽ bước vào giai đoạn thiếu điện trong những năm tới. Hơn nữa, giá cổ phiếu của POW đã giảm 25,3% kể từ đầu năm và hiện đang ở mức giá hấp dẫn để tích lũy.

Chúng tôi đánh giá Khả quan POW với giá mục tiêu cao hơn 15.000đ/cp (+11% sv báo cáo trước đó của chúng tôi) với EPS năm 2021/22/23 tăng lần lượt là 5,1%/14,7%/22,4%. Giá mục tiêu cho 1 năm của chúng tôi dựa trên hai phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA với tỷ trọng tương đương:

- Định giá DCF 10 năm (WACC: 12,4%, COE: 15,1%, LTG: 1,0%) để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về tăng trưởng của POW. Chúng tôi tin rằng định giá DCF là một phương pháp hợp lý do POW có dòng tiền ổn định và dễ dự đoán.
- EV/EBITDA với hệ số nhân 7,1x (tăng từ mức 6,6x trong dự báo trước của chúng tôi) để phản ánh niềm tin lớn hơn của chúng tôi vào triển vọng thu nhập của POW khi thực hiện hai nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4.

Rủi ro giảm giá

- Lệnh giãn cách xã hội toàn quốc kéo dài hơn dự kiến sẽ gây cản trở sự phục hồi của hoạt động sản xuất, điều này có thể làm ảnh hưởng trực tiếp tới mức tiêu thụ điện năng.
- Việc thiếu nguồn cung nhiên liệu (than, LNG) cũng sẽ làm giảm sản lượng điện sản xuất.
- Thời gian hoàn thành Nhơn Trạch 3&4 dài hơn dự kiến.

Tiềm năng tăng giá

- Sản lượng điện và giá bán bình quân điện khí cao hơn so với dự kiến.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

	2021	2022	2023	2024 //	2030
EBITDA	5.936	6.542	6.506	8.275	9.870
(-) Chi phí khấu hao	(2.654)	(2.654)	(2.654)	(3.267)	(3.239)
EBIT	3.282	3.888	3.852	5.008	6.632
(-) Thuế	(493)	(610)	(589)	(752)	(1.092)
Thuế (%)	15,0%	15,7%	15,3%	15%	16,5%
EBIAT	2.789	3.278	3.263	4.256	5.540
(+) Chi phí khấu hao	2.654	2.654	2.654	3.267	3.239
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	1.864	601	(72)	501	61
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(3.219)	(6.778)	(8.885)	(6.450)	(5)
FCFF	4.088	(245)	(3.039)	1.574	8.833
Giá trị dòng tiền năm cuối					78.572

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 1: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,1
Phần bù rủi ro	11,0%
Chi phí vốn	15,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	46.423
Nợ	(14.100)
Chi phí nợ	6,0%
Thuế (%)	15,0%
WACC	12,4%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu đồng/cp	Tỷ trọng %	Giá theo tỷ trọng
				đồng/cp
Trung bình EV/EBITDA 2021-22	7,1x	14.593	50%	7.296
DCF 10 năm		15.500	50%	7.750
Giá hợp lý				15.046
Giá mục tiêu (làm tròn)				15.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Nguyên tệ)	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Vốn hóa Tr US\$	P/E (x)		Tăng trưởng CAGR (%)	P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
						2021	2022		2021	2022	2021	2022	2021	2022
Công ty nước ngoài														
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	KKN	0,83	NA	957	13,8	12,8	1,0%	0,7	0,7	2,9	2,9	5,0	5,3
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	KKN	238,50	NA	5.313	40,2	34,4	271,0%	2,7	2,5	15,4	15,1	7,1	8,1
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equi	KKN	3,66	NA	1.281	7,1	6,2	128,0%	NA	NA	NA	NA	7,4	7,4
First Gen Corp	FGEN PM Equity	KKN	26,00	NA	1.854	6,5	6,2	40,0%	0,7	0,6	3,6	3,1	10,6	9,9
Trung bình					2.351	16,9	14,9	110,0%	1,4	1,3	7,3	7,0	7,5	7,7
Công ty trong nước														
GENCO 3	PGV VN Equity	KKN	17.500	NA	1.000	12,77	NA	NA	1,6	NA	7,6	NA	13,3	NA
Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	KKN	19.300	NA	381	25,1	14,5	-5,3%	1,3	1,3	3,1	NA	5,8	9,7
Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN Equity	KKN	24.050	NA	322	13,0	9,4	8,0%	1,4	1,4	10,5	10,3	9,8	13,6
Trung bình					568	16,9	12,0	1,4%	1,4	1,4	7,1	10,3	9,6	11,6
PVPower	POW VN Equity	Khả quan	11.300	15.000	1.160	12,70	11,31	6,1%	0,89	0,85	5,38	6,72	7,2	7,7

Dữ liệu tại 20/8/2021

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Kết quả kinh doanh 6T21: Tốt hơn mong đợi

Hình 5: Kết quả kinh doanh 6T21 của POW

Đơn vị: tỷ đồng	Q2/21	Q2/20	%svck	6T21	6T20	%svck	Sv dự phóng trước Nhận xét
Tổng sản lượng (Triệu kWh)	4.832	5.636	-14%	9.488	10.903	-13%	50% Tổng sản lượng điện trong 6T21 đạt 9.488 triệu kWh (96% kế hoạch của doanh nghiệp) và giảm 14% svck. Sản lượng điện khí giảm mạnh là lý do chính cho mức giảm sản lượng trong giai đoạn này.
Nhiệt điện khí	2.573	3.281	-22%	5.027	6.595	-24%	34% Sản lượng điện khí 6T21 thấp hơn với kỳ vọng của chúng tôi và chỉ đạt 34% dự báo cả năm do: (1) Cà Mau 1&2: sản lượng giảm 20% svck trong 6T21 do giá khí bổ sung từ Petronas tăng, dẫn đến tăng giá điện và giảm lợi thế cạnh tranh của nhà máy. Kể cả trong những tháng đỉnh điểm mùa khô Q2/21 tại miền Bắc, EVN cũng chỉ huy động 2-3 tổ máy với mức công suất thấp. (2) Nhơn Trạch 1&2: sản lượng 6T21 giảm lần lượt 61% và 19% svck do giá điện khí tăng cao, giảm lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường điện. Bên cạnh đó, EVN ưu tiên huy động điện từ các nguồn năng lượng tái tạo khiến cho sản lượng huy động theo kế hoạch phân bổ của Nhơn Trạch 1&2 giảm đi so với năm ngoài.
Nhiệt điện than	2.048	2.174	-6%	3.959	4.023	-2%	68% Vũng Áng 1 giữ mức sản lượng ổn định trong 6T21, vượt kế hoạch được giao 6%, đồng thời hoàn thành 68% dự phóng cả năm của chúng tôi.
Thủy điện	211	181	17%	502	285	76%	41% Các nhà máy thủy điện (Dakrinh, Húa Na) có một điều kiện thủy văn thuận lợi để sản xuất trong năm nay. Do đó, cả hai nhà máy đều có mức tăng trưởng ấn tượng và vượt kế hoạch đề ra. Hơn thế nữa, Dardrink còn nhận được khoản lợi nhuận 33,2 tỷ từ chênh lệch tỷ giá vào tháng 5/2021
Giá bán bình quân (VND/kWh)	1.646	1.368	20%	1.646	1.438	14%	46% Giá bán bình quân (ASP) tăng 14% svck trong 6T21 chủ yếu do ASP điện khí tăng cao
Giá bán điện khí	1.827	1.401	30%	1.894	1.476	28%	Giá khí tăng khiến cho chi phí biến đổi tăng, dẫn đến việc tăng giá điện. Do đó, giá bán bình quân trong 6T21 tăng 28% svck
Giá bán điện than	1.472	1.494	-1%	1.505	1.491	1%	Giá điện than giữ ở mức ổn định và chỉ tăng nhẹ 1% svck trong 6T21
Giá bán thủy điện	1.223	1.192	3%	1.155	1.104	5%	Giá thủy điện tăng 5% svck trong 6T21
Doanh thu thuần	7.956	7.708	3%	15.617	15.683	-0,4%	46% Doanh thu 6T21 gần đúng theo dự báo của chúng tôi (hoàn thành 46% dự phóng cả năm) và doanh thu Q2/21 tăng nhẹ 3% svck do giá tăng trong khi sản lượng giảm.
Lợi nhuận (LN) gộp	1.144	1.326	-14%	2.020	2.346	-13,9%	47% Biên LN gộp giảm 2 điểm % đến từ việc sản lượng điện khí giảm mạnh trong 6T21
Biên LN gộp	14%	17%	-3% pts	13%	15%	-2% pts	+0% pts
Chi phí bán hàng và QLDN	-239	-435	-45%	-381	-517	-26%	54% Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (QLDN) Q2/21 giảm 45% svck do mức giảm tại các khoản dự phòng từ 280 tỷ trong Q2/20 xuống còn 13 tỷ trong Q2/21
Thu nhập tài chính	360	204	77%	457	290	58%	78% Thu nhập tài chính 6T21 tăng mạnh nhờ khoản lợi nhuận một lần từ thương vụ thoái vốn PVM, nâng thu nhập tài chính của công ty lên 457 tỷ đồng (58% svck)
Chi phí tài chính	-168	-172	-2%	-326	-583	-44%	55% Chi phí tài chính giảm mạnh trong Q2/21 cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi
Lợi ích cổ đông thiểu số	14	104	-87%	72	165	-56%	22%
LN ròng	876	753	16%	1.384	1.197	16%	60% LN ròng 6T21 cao hơn so với dự báo của chúng tôi, đạt 60% dự phóng cả năm và tăng 16% svck

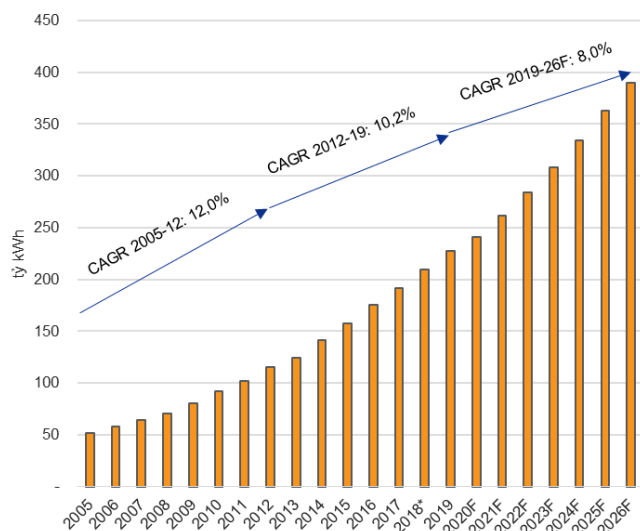
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Triển vọng 2021-23: Sản lượng sẽ dần phục hồi

Tình trạng thiếu điện sẽ gia tăng kể từ năm 2022

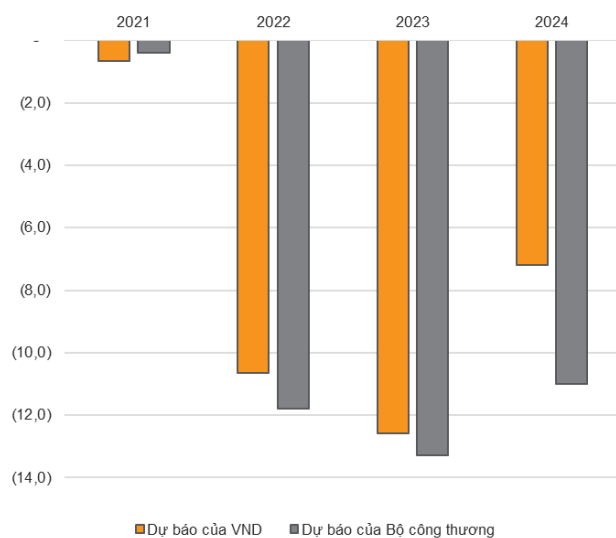
Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi trong mức tiêu thụ điện năng sẽ có lợi cho các nhà máy nhiệt điện của POW. Dịch Covid-19 sẽ sớm được kiểm soát và mức phụ tải điện sẽ tăng trở lại, đặc biệt tại khu vực Miền Nam và tại các khu công nghiệp từ Q4/21. Bên cạnh đó, theo Bộ Công Thương (MOIT), Việt Nam sẽ bước vào giai đoạn thiếu điện từ năm 2021 do nhu cầu điện tăng mạnh với tăng trưởng kép ước tính đạt 8,9% trong giai đoạn 2021-26. Tuy nhiên, mỗi loại nguồn điện sẽ có xu hướng và triển vọng khác nhau, tại những giai đoạn khác nhau dựa trên đặc điểm và điều kiện đầu vào.

Hình 6: Tăng trưởng kép tiêu thụ điện được dự báo ở mức 8,9% trong giai đoạn 2020-26 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MOIT

Hình 7: Dự báo tình trạng thiếu điện sẽ xảy ra trong giai đoạn 2021-24 (Đơn vị: tỷ kWh)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, MOIT

Hình 9: Dự phóng doanh thu POW trong giai đoạn 2021-23 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2020	2021	% svck	2022	% svck	2023	% svck
Tổng sản lượng	20.023	18.922	-5%	21.900	16%	22.108	1%
Điện khí	12.393	10.775	-13%	14.126	31%	14.388	2%
Thủy điện	1.061	1.524	44%	1.257	-18%	1.202	-4%
Điện than	6.569	6.623	1%	6.517	-2%	6.517	0%
Giá bán bình quân	1.459	1.594	9%	1.627	2%	1.710	5%
Điện khí	1.382	1.699	23%	1.701	0%	1.810	6%
Thủy điện	1.047	1.133	8%	1.137	0%	1.142	0%
Điện than	1.671	1.529	-9%	1.562	2%	1.593	2%
Tổng doanh thu	29.217	30.159	3%	35.642	18%	37.796	6%
Điện khí	17.130	18.307	7%	24.034	31%	26.040	8%
Thủy điện	1.111	1.728	56%	1.429	-17%	1.373	-4%
Điện than	10.976	10.125	-8%	10.179	1%	10.383	2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhiệt điện than sẽ giữ ở mức ổn định trong giai đoạn 2021-23

Chúng tôi ước tính sản lượng của Vũng Áng 1 sẽ đi ngang ở mức khoảng 6.500-6.600kWh trong hai năm tới, đóng góp khoảng 10.100-10.400 tỷ đồng cho doanh thu của POW trong giai đoạn 2021-23. Tuy nhiên, tỷ trọng nhiệt điện than trên tổng doanh thu sẽ thu hẹp từ 33,5% trong năm 2021 xuống còn 27,1% vào năm 2030.

- Doanh thu và sản lượng 7T21 của Vũng Áng 1 được duy trì ổn định nhờ giữ được mức công suất cao và luôn vượt kế hoạch 9,21%. Nhà máy đã được ưu tiên huy động với sản lượng Qc cao nhờ nguồn nhiên liệu ổn định đến từ hợp đồng cung cấp than dài hạn với Vinacomin. Chúng tôi tin rằng đây sẽ là lợi thế lớn cho Vũng Áng 1 nhờ một nguồn nhiên liệu ổn định trong giai đoạn 2021-23. Trong 6T21, tiến độ vận chuyển than nhiên liệu đạt 99,4% kế hoạch.
- Chúng tôi tin rằng, nhiệt điện than sẽ được ưu tiên huy động từ Q3/21 do miền Bắc đang bước vào mùa khô trong khi lợi thế cạnh tranh nhiệt điện khí vẫn sẽ còn thấp đến hết năm 2021 do giá bán điện cao. Trong giai đoạn 2022-23, chúng tôi tin rằng nhiệt điện than của POW sẽ giữ được mức sản lượng nhờ tính chất ổn định và tình trạng phục hồi nhu cầu điện sau dịch Covid-19.

- Hiện tại, giá than thế giới đã tăng mạnh khoảng 182% lên 172USD/tấn kể từ đầu năm (số liệu ngày 15/8). Tuy vậy giá điện than của POW giữ nguyên quanh mức 1.529đ/kWh trong 6T21, tương đương mức giá trung bình 1.545đ/kWh trong năm ngoái. Trong nửa cuối năm 2021, chúng tôi tin rằng sản lượng và giá điện than của POW sẽ giữ ở mức ổn định svck nhờ vào hợp đồng than dài hạn với Vinacomin 3 triệu tấn/năm. Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2022-23, chúng tôi tin rằng giá than sẽ quay lại mức bình thường nhờ xu hướng giá hàng hoá thế giới do vậy Vũng Áng sẽ có thể giữ được mức giá bán bình quân hấp dẫn trong giai đoạn này đặc biệt là trong thời gian phụ tải thấp khi đang giãn cách xã hội.

Nhiệt điện khí sẽ giảm nhẹ trong năm 2021 và phục hồi trong 2022-23

Việc giá khí đốt tăng do giá dầu tăng mạnh từ đầu năm đã ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của loại điện này. Các nhà máy điện khí của POW có mức giá bình quân khoảng 1.700-1.900đ/kWh trong Q2/21, cao hơn nhiều so với mức 1.400-1.600đ/kWh trong Q2/20. Do vậy, trong 6T21, EVN ưu tiên huy động các nguồn năng lượng điện khác đặc biệt là năng lượng tái tạo với mức giá hấp dẫn hơn, khiến cho sản lượng Qc được giao tại các nhà máy điện khí của công ty giảm mạnh. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng giá dầu từ giờ đến cuối năm sẽ giữ ở mức 68USD/thùng, và điều này sẽ là cản trở cho sự hồi phục của điện khí giai đoạn nửa cuối năm 2021, trong bối cảnh phụ tải điện thấp do ảnh hưởng từ dịch Covid-19, và EVN sẽ chọn lọc kỹ lưỡng hơn để huy động điện từ các nhà máy. Chúng tôi ước tính sản lượng điện của Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 sẽ giảm lần lượt 10,3% svck, 16,6% svck, 3,1% svck trong năm 2021. Tuy nhiên, với việc giá bình quân tăng cao, chúng tôi tin rằng doanh thu từ điện khí của POW sẽ không bị ảnh hưởng và sẽ tăng nhẹ 7% svck trong năm 2021. Từ năm 2022 đến 2023, doanh thu điện khí của công ty sẽ tăng trưởng trở lại lần lượt là 31% svck và 8% svck từ mức nền thấp trong năm 2021 nhờ:

- Sản lượng tiêu thụ điện được phục hồi khi dịch Covid-19 được kiểm soát, giúp tăng mức phụ tải điện tại miền Nam, đặc biệt là tại các khu công nghiệp.
- Giá dầu duy trì quanh mức 70-73USD/thùng trong giai đoạn 2022-23, khiến mức giá bình quân điện khí giữ ở mức cao trong bối cảnh tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng mạnh trong các năm tới.
- POW hiện đang làm việc với EVN/EPTC để hoàn thành sửa đổi PPA của các nhà máy điện khí Cà Mau 1&2, và chuẩn bị cho nhà máy tham gia thị trường điện cạnh tranh (CGM).

Thủy điện: tăng trưởng và sẽ giảm tốc ở mức nền cao trong năm 2021

Chúng tôi ước tính rằng đến hết năm 2021, các nhà máy điện Hua Na và DakDrink sẽ ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng ấn tượng lần lượt là 42,9% svck và 22% svck, giúp cho tổng doanh thu thủy điện tăng 56% svck. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2022-23, chúng tôi dự báo sản lượng thủy điện sẽ giảm lần lượt 18% và 4% từ mức nền cao của năm nay, dẫn đến sự sụt giảm doanh thu lần lượt là 17% và 4% svck do:

- Năm 2021 chứng kiến sự tăng trưởng ấn tượng từ thủy điện nhờ các điều kiện thủy văn thuận lợi, tạo rào cản cho sự tăng trưởng của năm tới từ mức nền cao trong năm nay.
- Giai đoạn đỉnh của La Nina đã trôi qua kể từ Q2/21 và điều kiện thời tiết trong những năm tới sẽ có thể không còn lý tưởng như năm nay để phát triển thủy điện.

Cập nhật lại triển vọng kinh doanh giai đoạn 2021-23

Để đánh giá lại triển vọng kinh doanh POW trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi tăng EPS năm 2021/22/23 lên thêm 5,1%/14,7%/22,4% so với dự báo trước đó. Các điều chỉnh cho hoạt động kinh doanh của POW được đưa ra như sau:

- Chúng tôi giảm dự báo doanh thu năm 2021 xuống 11,7% để phản ánh sự sụt giảm doanh thu điện khí 20,8%. Bên cạnh đó, chúng tôi giữ vững giả định cho năm 2022-23, và doanh thu dự báo mới sẽ chỉ điều chỉnh nhẹ (lần lượt -0,4% và +1,8%). LN gộp điều chỉnh cho năm 2021 sẽ giảm 4,6% so dự báo cũ và tăng lần lượt 4,8% và 8,9% cho năm 2022 và 2023 do chúng tôi kì vọng mức giá bán cao hơn tại giai đoạn này.
- Chúng tôi giảm thu nhập tài chính các năm 2021/22/23 xuống 9,3%/12,5%/3,2% sau khi cập nhật lại kết quả tài chính năm 2020.
- Đồng thời, chúng tôi hạ dự báo chi phí tài chính của các năm 2021/22/23 xuống 27,8%/32,1%/30,8% so với báo cáo cũ để phản ánh: (1) sự điều chỉnh sau khi cập nhật kết quả kinh doanh năm 2020, (2) chi phí lãi vay thấp hơn đáng kể sau khi hoàn thành các khoản vay ngân hàng đến hạn phải trả, (3) chúng tôi cũng trì hoãn quá trình tài trợ vốn cho Nhựa Trách 3&4 đến cuối Q4/21 và (4) chúng tôi loại bỏ 3% khoản chi trả cổ tức năm 2021.
- Do vậy, dự báo LN ròng năm 2021 tăng nhẹ 5,1% trong khi trong giai đoạn 2022-23, LN ròng sẽ tăng 14,7% và 22,4% so với dự báo cũ của chúng tôi dựa theo các điều chỉnh nêu bên trên.

Hình 10: Điều chỉnh dự phóng cho giai đoạn 2021-23 (Đơn vị: tỷ đồng)

	2020	2021			2022			2023		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi
Doanh thu	29.732	34.143	30.159	-11,7%	35.787	35.642	-0,4%	37.141	37.796	1,8%
Điện khí	17.130	23.112	18.307	-20,8%	23.971	24.034	0,3%	24.908	26.040	4,5%
Thủy điện	1.111	1.393	1.728	24,0%	1.337	1.429	6,9%	1.342	1.373	2,3%
Điện than	10.976	9.638	10.125	5,0%	10.479	10.179	-2,9%	10.891	10.383	-4,7%
Giá vốn hàng bán	-25.152	-29.816	-26.033	-12,7%	-31.213	-30.849	-1,2%	-32.730	-32.992	0,8%
LN gộp	4.580	4.327	4.126	-4,6%	4.574	4.793	4,8%	4.411	4.804	8,9%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>15,4%</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,7%</i>		<i>12,8%</i>	<i>13,4%</i>		<i>11,9%</i>	<i>12,7%</i>	
SG&A	-1.209	-955	-844	-11,6%	-909	-906	-0,4%	-935	-952	1,8%
EBIT	3.371	3.372	3.282	-2,7%	3.665	3.888	6,1%	3.476	3.852	10,8%
Thu nhập tài chính	440	666	604	-9,3%	724	634	-12,5%	767	743	-3,2%
Chi phí tài chính	-999	-1.169	-844	-27,8%	-1.174	-797	-32,1%	-1.152	-797	-30,8%
LN ròng	2.365	2.221	2.334	5,1%	2.444	2.804	14,7%	2.368	2.898	22,4%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.010	948	997	5,1%	1.044	1.197	14,7%	1.011	1.238	22,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Điện khí sẽ là động lực tăng trưởng cho POW trong dài hạn.

QHD 8: Bàn đạp cho sự phát triển của điện khí

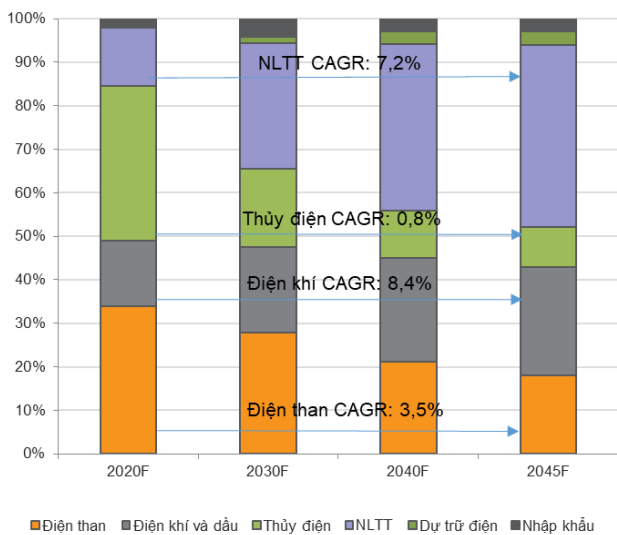
Một số điểm chính được đề xuất trong bản dự thảo Quy hoạch điện 8 (dự thảo QHD 8) khuyến khích phát triển năng lượng điện khí, và POW sẽ được hưởng lợi từ kế hoạch này:

- **Trong giai đoạn 2020-30:** Dự thảo QHD 8 đã nhấn mạnh tầm quan trọng của năng lượng điện khí và sự phát triển mạnh mẽ của các nguồn năng lượng tái tạo (gió, mặt trời) đối với cơ cấu công suất nguồn điện của Việt Nam trong tương lai. Đáng chú ý, tổng công suất điện khí sẽ tăng từ khoảng 7GW năm 2020 lên gấp đôi tại 13,5GW vào năm 2025 và đạt xấp xỉ 28-33GW trong năm 2030, chiếm 21-23% tổng công suất nguồn điện. Trong giai đoạn này, sẽ không có sự phát triển bổ sung các dự án điện than mới (ngoài các dự án nhiệt điện than đã được xây dựng hoặc đang được đầu tư trong giai đoạn 2021-

25) và tỷ trọng công suất điện than sẽ giảm từ 34% năm 2020 xuống còn 27% năm 2030.

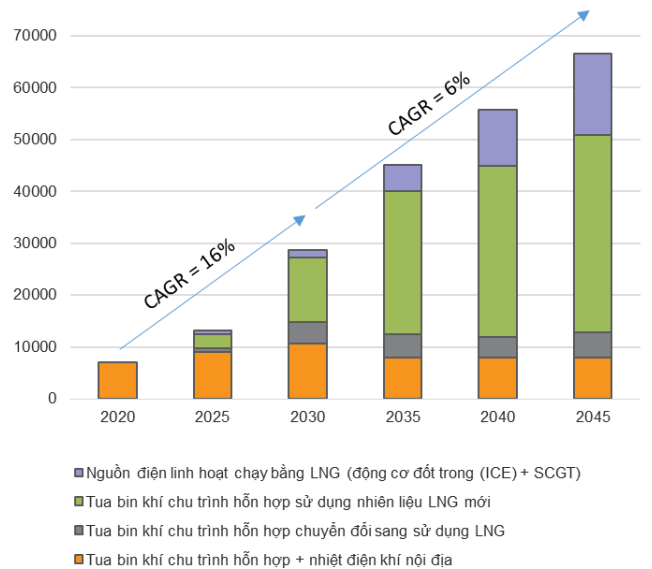
- **Trong giai đoạn 2031-45:** Tỷ trọng công suất lắp đặt điện khí sẽ tăng từ 21% trong năm 2030 lên mức 25% vào năm 2045 với tốc độ tăng trưởng kép nhanh nhất các loại nguồn điện (8,4%). Năng lượng điện gió và điện mặt trời sẽ chiếm tỷ trọng cao nhất với 53% tổng công suất nguồn điện, với tăng trưởng kép đạt 7,2%. Mặt khác, công suất điện than và thủy điện sẽ giảm đi khi thủy điện đã cạn kiệt dự địa phát triển trong khi điện than sẽ không còn là nguồn năng lượng phù hợp cho xu hướng phát triển bền vững của đất nước.
- Bên cạnh đó, dự thảo 2030 và sẽ bắt đầu chuyển dịch sang các nhà máy điện sử dụng LNG. Do đó, tổng công suất lắp đặt của các nhà máy điện khí sử dụng nhiên liệu LNG sẽ tăng mạnh từ khoảng 4,4GW năm 2025 lên 22,8GW năm 2030 và sẽ tiếp tục tăng lên 78GW vào năm 2045. Điều này sẽ mang lại rất nhiều lợi thế cho POW, khi công ty này sở hữu hai dự án điện sử dụng LNG nhập khẩu đó là nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4.

Hình 11: Tỷ trọng công suất lắp đặt nguồn điện khí chiếm 23% tổng công suất trong 2045, với CAGR 8.4% trong giai đoạn 2020-45



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, dự thảo QHĐ8

Hình 12: Công suất lắp đặt điện khí sử dụng LNG sẽ tăng mạnh với CAGR 16% trong 2021-30 và CAGR 6% trong 2030-45 (Đơn vị: MW)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, dự thảo QHĐ8

Nhơn Trạch 3&4 mang lại tiềm năng dài hạn cho POW từ năm 2024

Hạn chót gói thầu EPC của Nhơn Trạch 3&4 vào ngày 6/8 vừa rồi đã kết thúc với duy nhất liên danh Samsung – Ge – Lilama nộp hồ sơ dự thầu. Do đó, POW quyết định kéo dài thời hạn nộp hồ sơ thêm 17 ngày để tạo tính khách quan và tăng khả năng cạnh tranh. Theo quan điểm của chúng tôi, với cách tiếp cận kỹ thuật và thương mại phù hợp, liên danh Samsung – GE – Lilama có thể sẽ là nhà thầu EPC cho dự án này. Tuy rằng đã có những vướng mắc pháp lý làm chậm tiến độ thi công, ban lãnh đạo đang khẩn trương xây dựng và hoàn thiện cách thủ tục để dự án sớm có thể được triển khai. Chúng tôi hi vọng Nhơn Trạch 3&4 sẽ được triển khai trong Q4/21 và sẽ đi vào hoạt động trong Q4/23 và Q2/21.

Hình 13: Thông tin kỹ thuật về nhà máy Nhơn Trạch 3&4

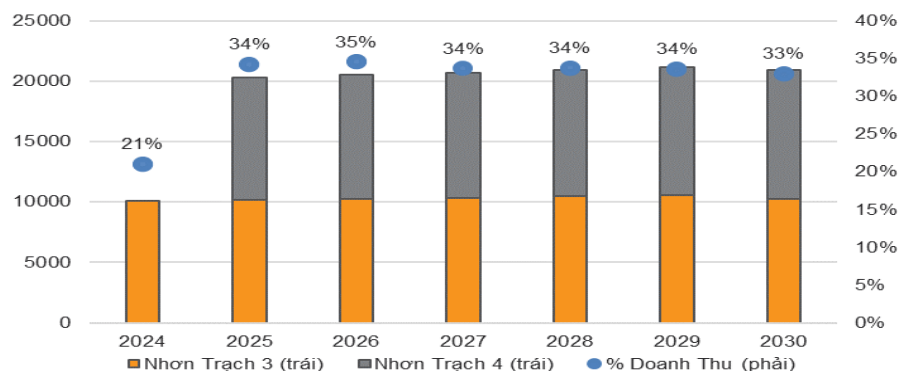
	2021	2022	2023	2024	2025	Nhận xét
Công nghệ						Tua bin khí chu trình hỗn hợp sử dụng LNG mới
Mốc thời gian	Q4/21: Xây dựng		Q4/23: Nhơn Trạch 3	Q2/24: Nhơn Trạch 4		
Công suất (tỷ lệ sử dụng)	-	-	-	75%	75%	2x750MW cho hai nhà máy, tỷ lệ sử dụng dự kiến (75%)
Capex Nhơn Trạch 3	3.220	5.600	5.760	1.423		Tổng mức CAPEX khoảng 33.000 tỷ (cho hai nhà máy), với cơ cấu vốn đầu tư gồm 30% vốn chủ và 70% vốn vay với khoản vay có thời hạn dự kiến từ 13-15 năm
Capex Nhơn Trạch 4	1.123	3.103	6.350	5.280	1.783	
Đầu vào (tấn/nhà máy)	-	-	-	0,57	0,57	(1) LNG: 0,57 triệu tấn/năm mỗi nhà máy (khí LNG nhập khẩu tại kho cảng LNG Thị Vải) (2) Dầu diesel: 19.000 tấn/năm mỗi nhà máy (nhiên liệu phụ trợ)
Đầu ra/nhà máy	-	-	-	4.271	4.271	Sản lượng điện: khoảng 4,3 tỷ kWh/năm cho mỗi nhà máy; tương đương 6.000 giờ hoạt động (tỷ lệ sử dụng 75%)
ASP (không bao gồm Nhơn Trạch 3&4)	1.595	1.610	1.699	1.961	1.999	ASP của POW sẽ tăng 15,4% khi Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động
ASP Nhơn Trạch 3&4	-	-	-	2.356	2.380	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng sự xuất hiện của Nhơn Trạch 3 sẽ đóng góp khoảng 21% vào tổng doanh thu của POW từ năm 2024 với sản lượng dự kiến đạt 4.271 triệu kWh (tỷ lệ công suất 75%) với giá bán bình quân ước tính khoảng 2.440đ/kWh. Hơn thế nữa, Nhơn Trạch 4 đi vào hoạt động kì vọng sẽ nâng đóng góp doanh thu của cả hai nhà máy lên 35% vào năm 2025. Những lý do để chúng tôi đưa ra các giả định công suất cao là nhờ:

- Tiêu thụ điện của Việt Nam dự kiến sẽ tăng với mức tăng trưởng kép đạt 8,9% trong giai đoạn 2021-30, và điện khí sẽ phát triển mạnh theo QHĐ 8.
- Giá bán điện bình quân vẫn sẽ ở mức cao theo giá dầu cao hơn trong những năm tiếp theo. Khi cả hai nhà máy đi vào hoạt động, chúng tôi ước tính tổng sản lượng điện từ hai nhà máy này sẽ tăng gấp đôi lên mức 8.541 kWh, mang lại khoản doanh thu dự kiến 20.328 tỷ đồng (chiếm 34% tổng doanh thu)
- Việc kho cảng LNG Thị Vải hoàn thành đúng tiến độ trong thời gian qua sẽ là điểm tựa vững chắc cho quá trình xây dựng của Nhơn Trạch 3&4 với bản hợp đồng bao tiêu dài hạn giữa PV GAS và PV POWER để cung cấp 1 triệu tấn LNG nhập khẩu/năm cho hai nhà máy Nhơn Trạch 3&4. Hiện tại, quá trình xây dựng kho cảng LNG Thị Vải đang hoàn thành giai đoạn 1 và dự kiến đi vào hoạt động từ Q2/22. Việc dự án này hoàn thành đúng tiến độ sẽ đảm bảo được nguồn nhiên liệu ổn định cho Nhơn Trạch 3&4 khi hai nhà máy đi vào hoạt động.

Hình 14: Nhơn Trạch 3&4 sẽ đóng góp ~34% cho tổng doanh thu của POW từ năm 2025 (Đơn vị: tỷ đồng)

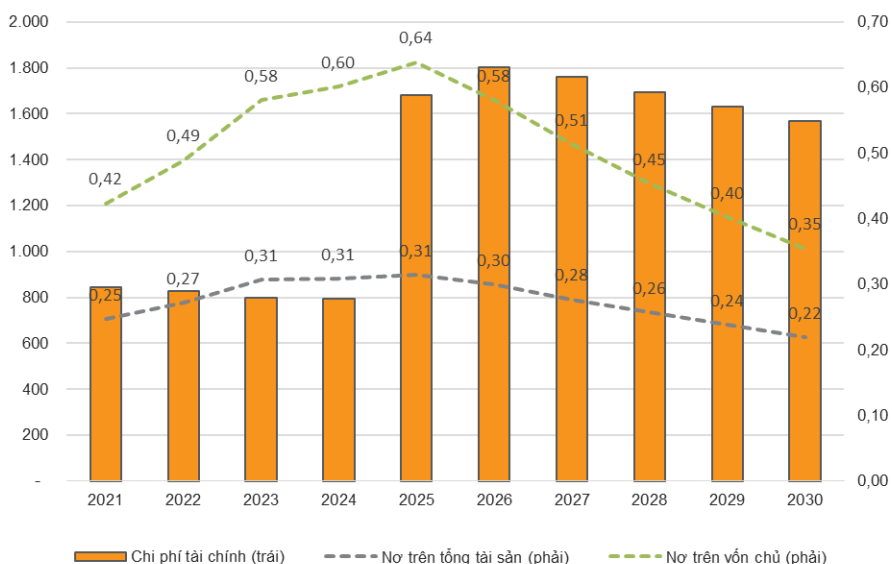


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ đòn bẩy sẽ tăng trong giai đoạn xây dựng Nhơn Trạch 3&4

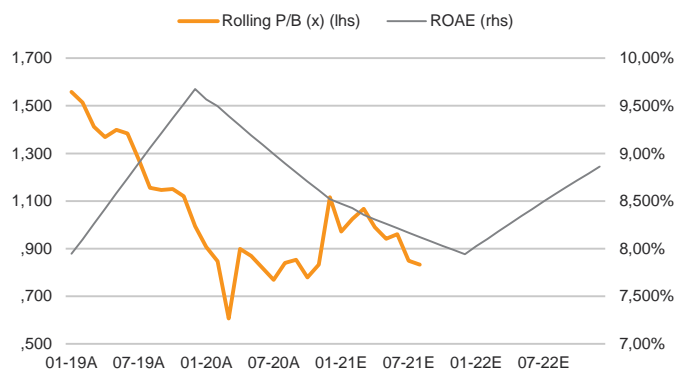
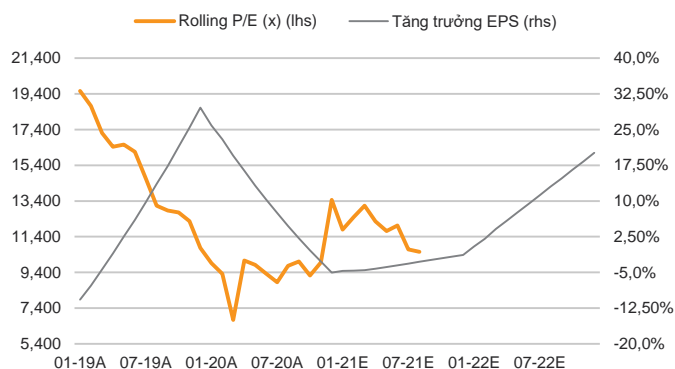
Với tổng mức đầu tư 34.000 tỷ đồng cho Nhơn Trạch 3&4, hội đồng quản trị có kế hoạch cấp vốn với tỷ trọng 30% từ vốn chủ sở hữu và 70% từ vay nợ nhưng vẫn chưa chốt các khoản vay thương mại. Tuy nhiên, chúng tôi đưa ra các giả định về tổng vốn nợ là các khoản vay từ ngân hàng bằng ngoại tệ với lãi suất 4%, và các khoản vay dự kiến phân bổ trong vòng 12-14 năm. Do đó, trong giai đoạn 2022-2025, các khoản vay dài hạn sắp tới sẽ gây áp lực lên tỷ lệ đòn bẩy của POW, khiến tổng vay nợ tăng mạnh lên hơn 31.000 tỷ đồng vào năm 2026 theo dự báo của chúng tôi. Bên cạnh đó tỷ lệ nợ trên vốn chủ và nợ trên tài sản cũng đạt đỉnh tại mức 0,31 và 0,64 vào năm 2026. Tuy nhiên, áp lực sẽ giảm dần từ năm 2027 khi khoản vay sẽ được phân bổ thanh toán cũng với chi phí tài chính sẽ giảm đi. Vào năm 2030, chúng tôi ước tính tổng vay sẽ giảm với tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn đáng kể so mức định với tỷ lệ nợ trên vốn chủ và nợ trên tổng tài sản lần lượt đạt 0,22 và 0,35. Chúng tôi cũng dự kiến chi phí tài chính sẽ ở mức 1.801 tỷ đồng năm 2026 và sẽ giảm xuống 1.568 tỷ đồng vào năm 2030.

Hình 15: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính sẽ tăng mạnh trong quá trình xây dựng Nhơn Trạch 3&4 với chi phí tài chính được kỳ vọng sẽ tăng lên từ 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKDK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	30.159	35.642	37.796
Giá vốn hàng bán	(26.033)	(30.849)	(32.992)
Chi phí quản lý DN	(824)	(882)	(926)
Chi phí bán hàng	(20)	(23)	(25)
LN hoạt động thuần	3.282	3.888	3.852
EBITDA thuần	5.936	6.542	6.506
Chi phí khấu hao	(2.654)	(2.654)	(2.654)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	3.282	3.888	3.852
Thu nhập lãi	548	578	686
Chi phí tài chính	(788)	(771)	(741)
Thu nhập ròng khác	13	19	26
TN từ các Cty LK & LD	60	60	60
LN trước thuế	3.114	3.774	3.883
Thuế	(456)	(580)	(582)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(325)	(390)	(403)
LN ròng	2.334	2.804	2.898
Thu nhập trên vốn	2.334	2.804	2.898
Cổ tức phổ thông			
LN giữ lại	2.334	2.804	2.898

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	7.031	7.747	9.578
Đầu tư ngắn hạn	1.970	3.395	3.865
Các khoản phải thu ngắn hạn	7.188	8.730	9.456
Hàng tồn kho	3.321	3.839	4.005
Các tài sản ngắn hạn khác	167	201	217
Tổng tài sản ngắn hạn	19.677	23.912	27.121
Tài sản cố định	35.431	39.554	45.785
Tổng đầu tư	1.088	1.148	1.208
Tài sản dài hạn khác	819	932	987
Tổng tài sản	57.014	65.546	75.101
Vay & nợ ngắn hạn	8.871	10.023	11.295
Phải trả người bán	5.442	6.602	7.130
Nợ ngắn hạn khác	3.792	4.125	4.577
Tổng nợ ngắn hạn	18.105	20.750	23.002
Vay & nợ dài hạn	5.229	7.820	11.780
Các khoản phải trả khác	386	500	582
Vốn điều lệ và	23.419	23.419	23.419
LN giữ lại	6.580	9.327	12.169
Vốn chủ sở hữu	30.240	33.031	35.890
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.054	3.444	3.847
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	57.014	65.546	75.101

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	3.114	3.774	3.883
Khấu hao	2.654	2.654	2.654
Thuế đã nộp	(456)	(580)	(582)
Các khoản điều chỉnh khác	(696)	(660)	(757)
Thay đổi VLB	(1.864)	(601)	72
LC tiền thuần HKDK	2.753	4.587	5.270
Đầu tư TSCĐ	(3.219)	(6.778)	(8.885)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	548	578	686
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(1.182)	(1.425)	(470)
LC tiền từ HĐĐT	(3.853)	(7.626)	(8.669)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	1.636	3.711	5.213
Dòng tiền từ HĐTC khác	(575)	44	17
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	0	0	0
LC tiền thuần HĐTC	1.061	3.755	5.231
Tiền & tương đương tiền đầu kì	7.070	7.031	7.747
LC tiền thuần trong năm	(39)	716	1.832
Tiền & tương đương tiền cuối kì	7.031	7.747	9.578

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	7,7%	7,9%	7,7%
Vòng quay TS	0,54	0,58	0,54
ROAA	4,2%	4,6%	4,1%
Đòn bẩy tài chính	1,89	1,94	2,04
ROAE	7,9%	8,9%	8,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	87,0	89,4	91,3
Số ngày nắm giữ HTK	46,6	45,4	44,3
Số ngày phải trả tiền bán	76,3	78,1	78,9
Vòng quay TSCĐ	0,86	0,95	0,89
ROIC	4,9%	5,2%	4,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,2	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,0	1,0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,6
Vòng quay tiền	57,3	56,7	56,7
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	1,4%	18,2%	6,0%
Tăng trưởng LN từ HKDK	(2,6%)	18,4%	(0,9%)
Tăng trưởng LN ròng	(1,3%)	20,1%	3,4%
Tăng trưởng EPS	(1,3%)	20,1%	3,4%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>