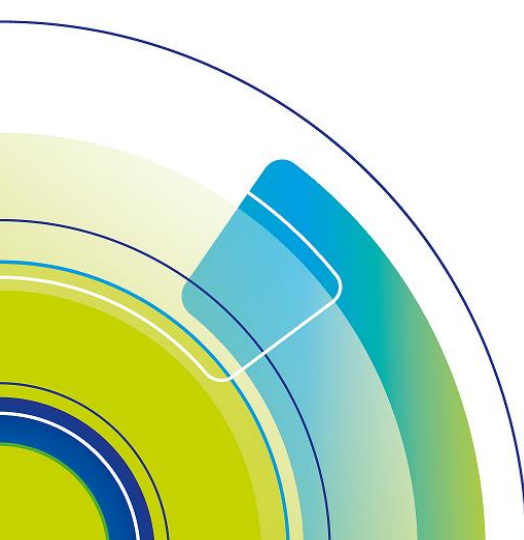




Cập nhật POW - MUA

Friday, January 27, 2023



Phạm Đức Toàn

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 250

toanpd@acbs.com.vn

Báo cáo cập nhật

Khuyến nghị

MUA

HOSE: POW

Tiện ích – Năng lượng

Giá hiện tại (VND) 12,150

Giá mục tiêu (VND) 15,007

Kỳ vọng tăng giá 23.5%

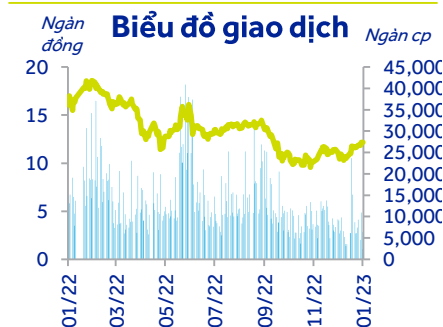
Kỳ vọng cổ tức 0.0%

Tổng tỷ suất lợi nhuận 23.5%

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	14.6	6.1	9.5	-21.1
Tương đối	5.2	1.6	5.8	1.4

Nguồn: Bloomberg



Cơ cấu sở hữu

PVN	79.94%
Norges Bank	1.27%

Thống kê

19-Jan-22

Bloomberg

POW VN

Cao/Thấp 52 tuần: VND 20,350 – 8,910

SL cp niêm yết (m) 2,342

Vốn hóa: tỷ VND 28,454

Vốn hóa: tỷ USD 1.2

Room ngoại còn lại % 18.79

Cp lưu hành tự do (m) 44

Tr/bình 30 phiên: tr cp 12.9

VND/USD 24,250

Index: VNIndex / HNX 1098.3/218.4

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HOSE: POW)

POW là nhà sản xuất năng lượng niêm yết quy mô lớn nhất, chủ yếu tập trung vào phát điện bằng khí đốt, sở hữu công suất hơn 4.200 MW trên bảy tổ máy phát điện chính, với các dự án chạy bằng khí LNG đầy tham vọng đang được triển khai để tạo tiền đề cho đầu tư dài hạn. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với POW với giá mục tiêu là 15,007 VND, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng 23,5%.

Mặc dù Quy hoạch điện Quốc gia VIII (QHĐ8) chưa được chính thức phê duyệt nhưng dự thảo mới nhất đã làm rõ hơn định hướng của Chính phủ trong việc tìm kiếm các nguồn năng lượng thân thiện với môi trường hơn để giảm phát thải carbon, theo cam kết tại COP26, đồng thời đảm bảo đủ sản xuất năng lượng để tạo điều kiện tăng trưởng kinh tế dài hạn bền vững. Do đó, nhiệt điện khí được coi là ứng cử viên số một thay thế nhiệt điện than với tư cách là nguồn cơ bản có thể đáp ứng đầy đủ cả hai mục tiêu và tăng cường phát triển năng lượng trong tương lai..

Theo dự thảo lần 4 của PP8, mức tiêu thụ năng lượng dự kiến đạt 391 tỷ kWh vào năm 2030, tăng hơn 50% so với sản lượng năm 2021, trong đó điện khí dự kiến chiếm 17,4% - 68 tỷ kWh; và sẽ trở thành nhóm năng lượng cung cấp lớn nhất vào năm 2045, chiếm 25,8% trong tổng số 867 tỷ kWh sản xuất trên toàn quốc. Nhu cầu điện tổng thể tăng (dự kiến 8% – 10%/năm) và sự chuyển đổi của ngành là chất xúc tác giúp các dự án nhiệt điện khí phát triển mạnh, điều này sẽ mang lại lợi ích trực tiếp cho POW với danh mục đầu tư quy mô lớn trong lĩnh vực này.

POW là công ty phát điện với danh mục công suất hơn 4.200 MW, trong đó điện khí chiếm 93% trải rộng trên nhiều nhà máy ở các tỉnh khác nhau bao gồm Nhơn Trạch (NT) 1 & 2 và Cà Mau (CM) 1 & 2. Các nhà máy của POW có thể cung cấp tới 10% nhu cầu năng lượng hiện tại của cả nước (gần 23 tỷ kWh).

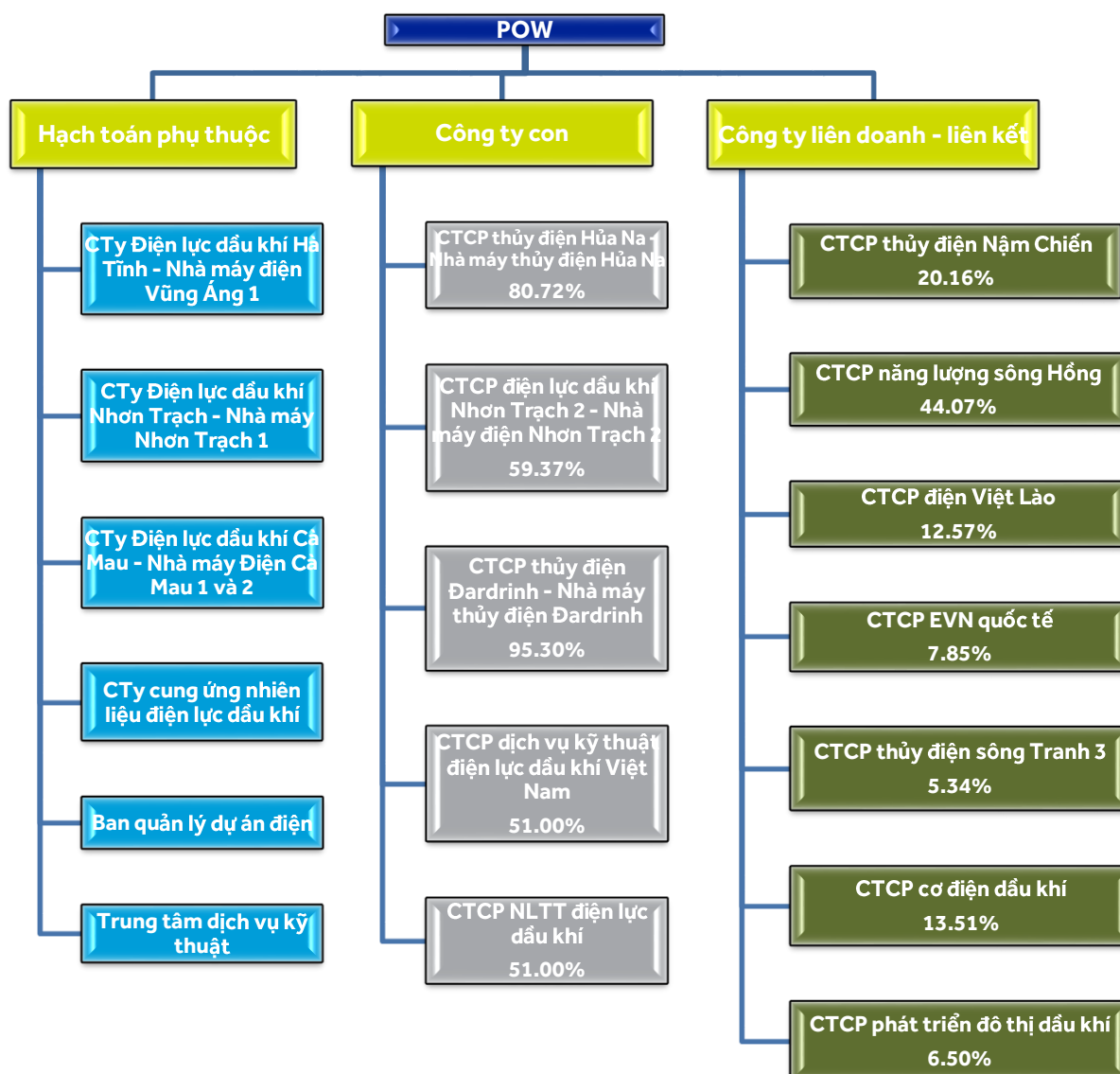
Năm 2021, POW đã công bố và được phê duyệt kế hoạch tham vọng phát triển thêm 3 nhà máy điện khí: NT3 & 4 (Công suất: 1.500 MW – Vốn: 32.487 tỷ đồng) và Quảng Ninh (Công suất: 1.500 MW – Vốn: 46.000 tỷ đồng). Cụ thể, NT3 & 4 đã khởi công xây dựng vào Q2-2022 và dự kiến đưa vào vận hành thương mại vào Q4-2024 và Q2-2025, trong khi đó CTCP Nhà máy Điện Quảng Ninh đã được thành lập với 30% vốn góp từ POW vào tháng 9, 2022 và dự kiến bắt đầu triển khai năm 2023 và hoàn thành vào Q2-2027.

Đơn vị: tỷ đồng	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	24,561	23,874	35,107	36,622	42,849
Tăng trưởng	-17%	-3%	47%	4%	17%
EBITDA	5,632	5,158	6,341	7,282	9,516
Tăng trưởng	-12%	-8%	23%	15%	31%
LNST	1,799	1,594	2,676	3,486	3,705
Tăng trưởng	-24%	-11%	68%	30%	6%
EPS: VND	768	693	1,143	1,489	1,582
Tăng trưởng	-24%	-11%	68%	30%	6%
ROE	6%	5%	8%	9%	9%
ROA	3%	2%	3%	4%	4%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.5	3.4	4.4	5.3	3.9
EV / EBITDA (x)	5.0	8.9	7.9	7.7	5.0
PER (x)	15.8	17.8	10.6	8.2	7.7
PBR (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
DPS: VND	200	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức	2%	-	-	-	-

THÔNG TIN CÔNG TY

POW được thành lập năm 2007, hoạt động chính trong lĩnh vực phát điện. PV Power đã đầu tư và vận hành các nhà máy điện trên nhiều lĩnh vực nhiệt điện (cả than và khí), thủy điện và năng lượng tái tạo khác. Ngoài ra, PV Power còn phát triển các dịch vụ vận hành, bảo dưỡng sửa chữa, dịch vụ kỹ thuật điện, cung cấp nhiên liệu cho các nhà máy điện... và trở thành doanh nghiệp dẫn đầu thị trường Điện-Khí tại Việt Nam. Công ty chính thức chuyển đổi mô hình hoạt động sang công ty cổ phần từ tháng 7/2018 và niêm yết trên HOSE từ năm 2019.

Sơ đồ tổ chức của POW (bao gồm tỷ lệ sở hữu của các công ty con và công ty liên kết)



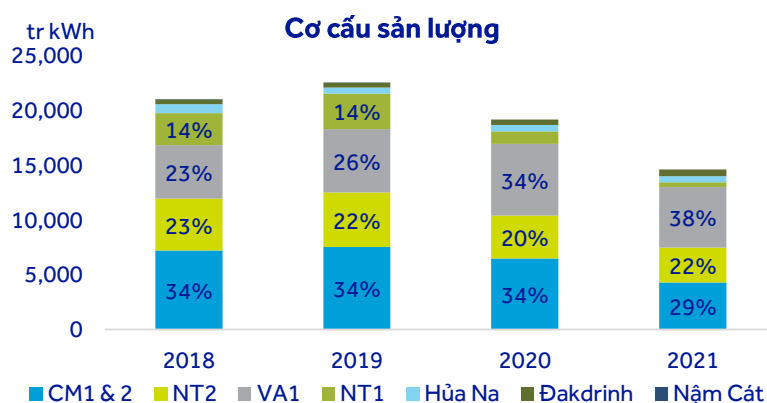
DANH MỤC NĂNG LƯỢNG

POW hiện đang sở hữu bảy (7) nhà máy điện với công suất 4.200 MW .

	Nhà máy	Vị trí	Sở hữu	Loại hình	Công suất: MW	COD	Vốn đầu tư: tỷ VND	Công nghệ
1	CM1	Cà Mau	100%	Điện khí	750	2008	6,571	CCGT ¹
2	CM2	Cà Mau	100%	Điện khí	750	2008	6,153	CCGT
3	NT1	Đồng Nai	100%	Điện khí	450	2009	6,344	CCGT
4	NT2	Đồng Nai	59%	Điện khí	750	2011	11,355	CCGT
5	VA1	Hà Tĩnh	100%	Điện than	1,200	2015	33,651	Tới hạn
6	Hòa Na	Nghệ An	81%	Thủy điện	180	2013	7,092	Francis Turbine
7	Đakdrinh	Quảng Ngãi	95%	Thủy điện	125	2014	5,921	Francis Turbine
	Tổng				4,205			

Nguồn: ACBS, POW

Bốn (4) nhà máy nhiệt điện khí chính bao gồm NT1 & 2 và CM1 & 2 cùng với các nhà máy nhiệt điện than – VA1 có lịch sử đóng góp hơn 90% tổng sản lượng của POW và chiếm tỷ trọng đáng kể trong doanh thu và lợi nhuận của POW.



Sản lượng: tr kWh	2018	2019	2020	2021
CM 1 & 2	7,211	7,556	6,498	4,300
NT2	4,737	4,952	3,903	3,195
VA1	4,877	5,771	6,544	5,500
NT1	2,935	3,255	1,148	445
Hòa Na	806	560	566	563
Đakdrinh	423	433	505	620
Nậm Cát	18	17		
POW	21,007	22,543	19,164	14,623

Nguồn: ACBS, POW

CƠ CHẾ HỢP ĐỒNG GIÁ ĐIỆN

Thị trường năng lượng Việt Nam đã trải qua một sự chuyển mình trong năm 2019 với việc vận hành Thị trường bán buôn điện Việt Nam (VWEM) sau khi triển khai thí điểm trong giai đoạn 2015-2019. Một trong những điểm chính trong VWEM là EVN (và các công ty con) sẽ vẫn là bên mua điện chính trên thị trường, khoảng 60-95% tổng sản lượng, trong khi phần còn lại có thể được bán trên thị trường cạnh tranh (GM). Theo thông tư 41/2010/TT-BCT và 30/2014/TT-BCT, giá và doanh thu đối với các nhà máy điện của POW được quy định như sau:

$$\text{Rev} = \text{Rev}_m + \text{Rev}_{Qc}$$

$$= (P_{Qm} \times Q_m) + (P_{Qc} \times Q_c)$$

$$= (FMP \times Q_{FMP} + P_{\text{other}} \times Q_{\text{other}}) + [(FC_{CN} + VC_{CN} + FC_{DT} + VC_{DT}) \times Q_c]$$

¹ CCGT: Chu trình hỗn hợp

Rev: Doanh thu.

Rev_m: Doanh thu từ sản lượng điện bán trên thị trường cạnh tranh.

Rev_{QC}: Doanh thu từ sản lượng điện bán cho EVN.

FMP: Giá điện toàn phần = SML (Giá biên hệ thống) + CAN (Giá công suất thị trường).

FC_{CN}, FC_{DT}: Giá cố định công nghệ và đặc thù bình quân của nhà máy.

VC_{CN}, VC_{DT}: Giá biến đổi công nghệ và đặc thù bình quân của nhà máy.

Q_{other}: Gồm sản lượng thanh toán cao hơn giá trần thị trường, tăng thêm do ràng buộc và sai khác lệnh điều độ.

Q_c: Tổng sản lượng hợp đồng năm N.

Q_c = α x AGO

Trong đó:	AGO = EGO	nếu: $GO \times a \leq EGO \leq b \times GO$
	AGO = a x GO	EGO < a x GO
	AGO = b x GO	EGO > b x GO

α: Tỷ lệ sản lượng thanh toán theo giá hợp đồng áp dụng cho năm N (%), $60\% \leq \alpha \leq 95\%$.

AGO: Sản lượng thực tế trong năm N (kWh).

EGO: Sản lượng ước tính trong năm N (kWh) dựa trên mô hình.

GO: Sản lượng trung bình nhiều năm (kWh).

a, b: Hệ số hiệu chỉnh sản lượng năm được xác định theo Quy định về phương pháp xây dựng giá phát điện; trình tự, thủ tục kiểm tra hợp đồng mua bán điện do Bộ Công Thương ban hành.

Nhờ hợp đồng PPA với EVN, sự biến động của giá nhiên liệu hóa thạch được chuyển ngang trực tiếp cho EVN, dẫn đến ít rủi ro hơn cho các công ty phát điện. Tuy nhiên, đối với khối lượng bán ra trên VWEM, các nhà máy nhiệt điện của POW phải cạnh tranh với các loại hình phát điện khác, chẳng hạn như thủy điện, có lợi thế hơn về chi phí biến đổi từ các nguồn tài tạo có sẵn trong tự nhiên).

Ngoài ra, theo văn bản số 2175/VPCP-KTKH, giá khí trong nước được neo với giá dầu được theo công thức: $46\% \times (MFO)$ có nghĩa là giá khí quy đổi bằng bốn mươi sáu phần trăm (46%) giá dầu FO trung bình (MFOC) tháng tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's, được tính bằng USD/MMBTU và được làm tròn đến sáu (06) chữ số thập phân có điều chỉnh phí vận chuyển và giao nhận tương ứng với lưu vực.

DỰ ÁN

POW is currently processing two of the three gas thermal projects they've received approval for in Dong Nai and Quang Ninh, totaling 3,000 MW in capacity. After these plants reach commercial operations, POW's energy portfolio would add 1,950 MW in capacity in accordance with the ownership, up to 6,155 MW, **+46%**.

	Dự án	Vị trí	Sở hữu	Loại hình	Công suất: MW	COD	Vốn đầu tư: tỷ VND	Suất đầu tư: tỷ VND/MW	Hiệu suất chuyển đổi
1	NT3	Đồng Nai	100%	Điện khí	750	4Q2024	15,500	21	>60%
2	NT4	Đồng Nai	100%	Điện khí	750	2Q2025	15,500	21	>60%
3	QN-LNG	Quảng Ninh	30%	Điện khí	1,500	2Q2027	49,900	31	>60%
4	CM3	Cà Mau		Điện khí	1,500	Sau 2028			>60%

Nguồn: ACBS, POW

NT3 & 4

Nhà máy NT3 & 4 ban đầu được đưa vào Quy hoạch điện 7 (QHĐ7) và đã được chuyển tiếp sang PP8. Là dự án nhà máy điện sử dụng khí LNG nhập khẩu đầu tiên tại Việt Nam, được kỳ vọng sẽ làm tiền đề cho 15 tổ máy nhiệt điện LNG khác.

NT3 & 4		Thông tin chi tiết
Nhà cung cấp	GE	General Electric (America)
Công nghệ	Tua bin khí lớp H	
Mẫu	9HA	Công nghệ hiệu quả nhất hiện nay của GE
Tuổi thọ	20 năm	
Nhà thầu	Samsung C & T Corporation & Lilama	
Hợp đồng xây dựng	EPC	Thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công xây dựng công trình
Nhiên liệu	Khí LNG nhập khẩu	- Nhà máy điện đầu tiên sử dụng khí LNG nhập khẩu - Nhiên liệu tiêu thụ trung bình 1.5 tỷ m³ / năm
Hiệu suất	>60%	
Sản lượng kỳ vọng	9 tỷ kWh / năm	
Vốn chủ	25%	7,000 tỷ VND từ LNST của POW
Vốn vay	75%	- Gần 15,000 tỷ VND được thu xếp bởi Cơ quan Tín dụng Xuất khẩu (ECA) với sự hỗ trợ của Ngân hàng ING (Hà Lan) và Ngân hàng Citi Bank (Mỹ). - Hơn 7,000 tỷ VND vốn vay ngoại.
Đơn vị bảo dưỡng	GE	POW và GE đã ký thỏa thuận khung (HOA) bảo trì, sửa chữa dài hạn
Hợp đồng mua bán điện & khí	- PPA - EVN - GSA - PVN	- Hợp đồng mua bán khí (GSA) đã được hai bên POW và PVN thống nhất các điều kiện, nhưng đang chờ PPA. - Hợp đồng mua bán điện (PPA) vẫn chưa được thống nhất trên hai (2) điều khoản: - Sản lượng (Qc). - Cơ chế chuyển ngang giá khí sang EVN như các nhà máy khác trong vòng 15 năm.

Nguồn: ACBS, POW

Mặc dù việc xây dựng đang được tiến hành, vẫn còn một số đàm phán đang chờ giải quyết giữa POW, EVN và PVN về các thỏa thuận mua bán năng lượng. POW đề xuất sản lượng hằng năm 80% - 90% Qc và chuyển đổi trực tiếp giữa giá nhiên liệu đầu vào và lên giá điện trong 15 năm, tương tự như các nhà máy điện khác của POW để đảm bảo cho vòng đời kinh tế, tài chính của dự án. Tuy nhiên, theo Thông tư 24/2019/TT-BCT, nếu EVN ký hợp đồng mua bán điện, họ chỉ phải cam kết tối thiểu 60% Qc, thấp hơn so với mục tiêu mà POW đàm phán hướng tới.

Tuy nhiên, Công ty Mua bán Điện - EVN (EPTC), đơn vị đại diện cho EVN đàm phán, đã từ chối các điều khoản ban đầu của POW với lý do:

- a. Trong điều kiện nguồn cung dư thừa tại Nhơn Trạch hiện nay, EVN chỉ có thể đàm phán Qc hàng năm, nếu không thì; đó sẽ là mức tối thiểu 60% Qc theo thông tư 24/2019/TT-BCT và thời hạn bao tiêu là 10 năm.
- b. EVN là một doanh nghiệp nhà nước (DNNN), và do đó, một trong những ưu tiên chính là không gây thất thoát tài chính. EVN hiện đang thua lỗ trong thời gian gần đây do giá năng lượng đầu vào ngày càng tăng (đặc biệt là thị trường dầu khí), trong khi giá bán lẻ điện bình quân chưa được điều chỉnh kể từ tháng 3/2019 và chỉ ở mức 1,864 đồng / kWh, thấp nhất trong khu vực. Như vậy, chấp nhận điều khoản của POW sẽ gây thêm bất lợi cho EVN trước mắt.

QN-LNG

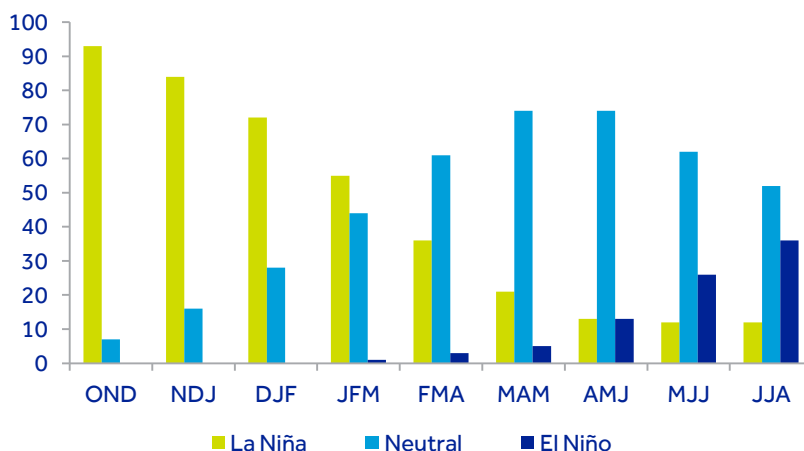
Ngày 07 tháng 11 năm 2022 Giấy chứng nhận đăng ký doanh nghiệp của Công ty Cổ phần QN-LNG đã được Sở Kế hoạch và Đầu tư tỉnh Quảng Ninh phê duyệt. POW đã cam kết góp 30% vốn vào dự án này, phần còn lại do: CTCP Cơ khí và Lắp máy Việt Nam (Colavi), Công ty TNHH Tokyo Gas và Tập đoàn Marubeni cùng góp vốn. Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ được hưởng lợi từ sự hợp tác với các đối tác nhờ chuyên môn và kinh nghiệm của các đối tác trong thị trường phát điện.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vĩ mô

- Việt Nam đã phục hồi kinh tế mạnh mẽ sau đại dịch, khiến mức tiêu thụ điện của cả nước năm 2022 phục hồi mạnh so với nền thấp năm 2021. Mức tiêu thụ năng lượng của nền kinh tế được dự báo tăng trưởng 8% – 10% / năm trong giai đoạn 2021 – 2030, và giá bán lẻ dự kiến sẽ tăng khoảng 1% / năm trừ khi có một sự kiện “thiên nga đen” khác tương tự COVID-19 theo nhận định của các nhà phân tích của Chính phủ trong dự thảo QHĐ8.
- Hiệu ứng La Nina được dự báo kéo dài hơn dự kiến, đến đầu năm 2023 thay vì giữa năm 2022. Theo NOAA, cập nhật mới nhất vào giữa tháng 10 năm 2022, xác suất El Nino bắt đầu xảy ra vào tháng 1-2-3 (JFM) 2023 chỉ với 1% và dự kiến sẽ tăng đáng kể cho đến gần 40% vào tháng 6-7-8 (JJA) 2023. Trong khi đó, lượng mưa quý 4-2022 được dự báo vẫn duy trì ở mức cao hơn trung bình nhiều năm do ảnh hưởng của La Nina. Tuy nhiên, sẽ bắt đầu giảm từ Q1-2023 dẫn đến mực nước hồ chứa thấp hơn khi hiệu ứng El Nino bắt đầu xảy ra, ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả thủy điện. Dẫu vậy, tỷ trọng các nhà máy nhiệt điện của POW (3.900 MW) lớn hơn nhiều so với thủy điện (305 MW). Do đó, chúng tôi dự báo triển vọng tài chính của POW trong năm 2023 nhìn chung sẽ được cải thiện nhờ kết quả kỳ vọng khả quan từ mảng nhiệt điện, bù đắp nhóm thủy điện.

Xác suất % **Dự báo thời tiết ENSO: cập nhật nửa cuối 10-2022**



Nguồn: ACBS, NOAA

- Theo QHĐ8, điện gió, đặc biệt là điện gió ngoài khơi, sẽ đóng vai trò trung tâm trong mảng năng lượng tái tạo; trong khi đó, điện khí sẽ thay thế điện than với vai trò hỗ trợ xương sống cho toàn hệ thống để nhanh chóng cân bằng tình trạng không ổn định của năng lượng tái tạo đồng thời đáp ứng nhu cầu phụ tải cao điểm trong thời gian này. Do đó, nhiều nhà máy điện khí đang được khẩn trương phát triển, bao gồm cả các dự án của POW, khi Việt Nam định hướng lại thị trường năng lượng của họ theo hướng thân thiện với môi trường hơn.

POW: Cập nhật tình hình hoạt động

- Vào tháng 9 năm 2021, VA1 gặp sự cố kỹ thuật với tuabin S1. Lúc đầu, vấn đề dự kiến sẽ được giải quyết hoàn toàn vào tháng 11 năm 2022. Tuy nhiên, do kéo dài trong quá trình lựa chọn hợp đồng sửa chữa đã góp phần khiến việc nối lại hoạt động dự kiến bị trì hoãn cho đến Q1-2023. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng năm 2022 từ VA1 sẽ ở mức khiêm tốn 3,3 tỷ kWh, -40% YoY. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng các vấn đề tại VA1 sẽ được giải quyết triệt để theo cập nhật gần đây nhất của công ty và VA1 có thể hoạt động bình thường trở lại vào năm 2023 với sản xuất bình quân hơn 5.7 tỷ kWh.
- Nhà máy NT2 thực hiện đại tu định kỳ trong năm 2021, cùng với hiện tượng La Nina làm lượng mưa cao hơn trung bình, tạo điều kiện thời tiết thuận lợi có lợi cho nhóm thủy điện. Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh năm 2022 sẽ vượt trội so với 2021 (sản lượng khoảng 4,5 tỷ kWh so với 3,2 tỷ kWh - 2021) và hiệu suất năm 2023 thậm chí sẽ tốt hơn (4,8 tỷ kWh) cùng với chu kỳ La Nina sẽ bị thay thế bởi El Nino dẫn đến tác động thời tiết đối lập.
- CM1 cũng đã tiến hành đại tu theo kế hoạch vào năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy Cà Mau sẽ có kết quả tương tự với năm 2021 khi đại tu CM2, khoảng 4,3 tỷ kWh và tăng lên 6.9 tỷ kWh vào năm 2023 khi bình thường hóa hiệu quả kinh doanh sau các đợt bảo trì.
- NT1 có KQKD 2021 khá thất vọng so với các năm trước do sản lượng được giao thấp, chỉ 445 triệu kWh và tình trạng thiếu nhiên liệu đầu vào, hoàn thành 60% kế hoạch và chỉ vận hành 102 trên 356 ngày. Nguyên nhân sâu xa một phần khác do cạnh tranh từ các nhà máy điện BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3. Tuy nhiên, từ năm 2023, các nhà máy BOT này sẽ được chuyển giao lại cho EVN và tham gia thị trường bán buôn điện cạnh tranh dẫn đến quyền đặc quyền được loại bỏ. Như vậy, chúng tôi kỳ vọng NT1 sẽ có kết quả khả quan hơn trong năm 2022 và đặc biệt là từ năm 2023.
- Các nhà máy thủy điện Hủa Na và Đakdrinh được dự báo sẽ đạt kết quả cao vào năm 2022 với sản lượng lần lượt là 770 và 593 triệu kWh nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi dẫn đến lượng mưa cao hơn mức trung bình. Tuy vậy, sản lượng năm 2023 được dự báo sẽ khiêm tốn hơn do chịu ảnh hưởng El Nino như đã nói ở trên.

Sản lượng: tr kWh	2022F	2023F
CM 1 & 2	4,186	6,900
NT2	4,531	4,845
VA 1	3,278	5,692
NT1	1,125	2,446
Hủa Na	770	683
Đakdrinh	593	523
POW	14,482	21,040

Nguồn: ACBS

RỦI RO

- Vốn đầu tư lớn cho NT 3 & 4 và QN-LNG có thể dẫn đến áp lực vay nợ và trả lãi trong thời kỳ tăng lãi suất. Tổng vốn ban đầu cho cả hai dự án dao động trong khoảng 46.000 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ tăng nợ ròng thêm 34.000 tỷ đồng để hỗ trợ cho các dự án.

Đơn vị: tỷ VND	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Nợ ròng	8,458	17,762	27,896	38,649	36,757
Vốn chủ	31,128	32,722	35,398	38,884	42,590
Nợ ròng/Vốn chủ	0.27	0.54	0.79	0.99	0.86

- Các dự án điện khí có thể tiếp tục đối mặt với sự chậm trễ trong quá trình phát triển do quy mô và độ phức tạp. Ban đầu, dự án NT3 & 4 dự kiến sẽ được hoàn thành vào năm 2022. Điều đó có nghĩa là dự án đã bị trì hoãn 3 năm liên quan đến các vấn đề pháp lý, giải phóng mặt bằng và thống nhất chi phí.
- Hơn nữa, NT 3 & 4 có thể phải đối mặt với rủi ro không đạt được sản lượng như kỳ vọng trên cơ sở hợp đồng PPA chưa ký với EVN như chúng tôi đã lưu ý ở trên.
- Lạm phát giá nhiên liệu hóa thạch có thể tiếp tục trong năm 2023 và 2024, điều này sẽ có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của POW. Chúng tôi hy vọng nhiên liệu hóa thạch sẽ tiếp tục ở mức cao. Cụ thể, giá khí thiên nhiên Việt Nam tiếp tục ở mức cao do được điều chỉnh theo giá dầu và dự báo duy trì trên 85 USD / thùng trong năm 2022 và 2023.

KẾT QUẢ KINH DOANH Q3-2022

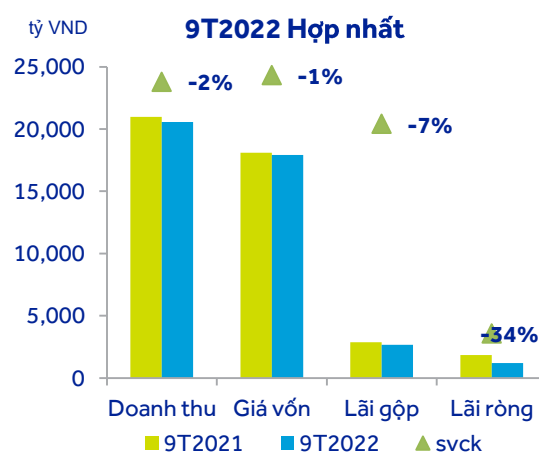
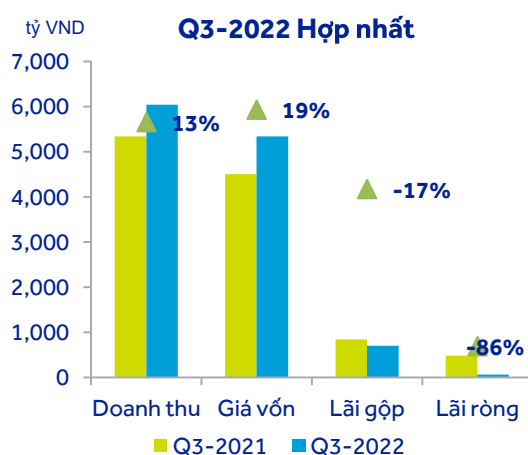
Doanh thu hợp nhất Q3-2022 của POW đạt 6.042 tỷ VND, **+13%** so với cùng kỳ (svck); trong khi giá vốn hàng bán (COGS) đạt 5.339 tỷ VND, **+19%** svck khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 12% từ mức 16% trong Q3/2021. Kết quả kinh doanh Q3-2022 công ty mẹ khá thất vọng, doanh thu chỉ đạt 3.297 tỷ VND, **-14%** svck, trong khi giá vốn hàng bán là 3.450 tỷ VND, **+1%** svck, dẫn đến lợi nhuận gộp âm -153 tỷ VND, **-136%** svck. Kết quả khả quan từ các nhà máy điện là công ty con: Hòa Na (thủy điện), Đakdrinh (thủy điện) và NT2 (điện khí) đã góp phần cải thiện đáng kể tình trạng kém sắc của công ty mẹ.

Nguyên nhân lợi nhuận gộp từ hoạt động sản xuất kinh doanh giảm mạnh chủ yếu là do:

- Sản lượng giảm, theo chỉ đạo của Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NLDC – A0), ưu tiên năng lượng tái tạo.
- Một số nhà máy bảo trì, đại tu: Vũng Áng 1 (VA1) và Cà Mau 1 (CM1) làm hạn chế sản lượng đầu ra. VA1 dự kiến sẽ chỉ tiếp tục hoạt động với tổ máy còn lại cho đến sau tháng 2 năm 2023; và,
- Giá nhiên liệu hóa thạch đầu vào tăng: than đá (5%) và khí đốt (8%) ảnh hưởng đến sản xuất năng lượng được bán trên Thị trường Bán Buôn Điện Cạnh tranh (GM).

Các yếu tố trên đã góp phần giảm biên lợi nhuận và sản lượng của POW. Để minh họa, sản lượng điện Cà Mau 1&2 chỉ đạt 615 triệu kWh trong Q3-2022, trong khi 745 triệu kWh trong Q3-2021. Tương tự, NT1 chỉ cung cấp được 166 triệu kWh trong Q3-2022 so với 238 triệu kWh trong Q3-2021.

Doanh thu hợp nhất 9T2022 của POW đạt 20.566 tỷ VND **-2%** svck, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 1 điểm phần trăm xuống 13%, dẫn đến lợi nhuận gộp đạt 2.659 tỷ VND **-7%** svck. Trong khi đó, LNST của công ty mẹ khiêm tốn hơn nhiều, chỉ ở mức 422 tỷ VND **-75%** svck. Kết quả hoạt động hợp nhất tốt hơn công ty mẹ nhờ mảng thủy điện Đakđrinh và Hòa Na được hưởng lợi từ hiệu ứng La Nina kéo dài hơn dự kiến khiến lượng mưa cao hơn trung bình.



Đơn vị: tỷ VND	Q3-2021	Q3-2022	svck	9T2021	9T2022	svck
Hợp nhất						
Doanh thu	5,342	6,042	13%	20,967	20,566	-2%
Giá vốn	4,500	5,339	19%	18,098	17,907	-1%
Lợi nhuận gộp	842	703	-17%	2,869	2,659	-7%
Biên lãi gộp	16%	12%		14%	13%	
LNST	482	67	-86%	1,840	1,210	-34%
Biên lãi ròng	9%	1%		9%	6%	
Riêng lẻ						
Doanh thu	3,838	3,297	-14%	15,494	12,305	-21%
Giá vốn	3,417	3,450	1%	13,577	11,630	-14%
Lợi nhuận gộp	421	(153)	-136%	1,917	675	-65%
Biên lãi gộp	11%	-5%		12%	5%	
LNST	263	(289)	-210%	1,669	422	-75%
Biên lãi ròng	7%	-9%		11%	3%	

Nguồn: ACBS, POW

ĐỊNH GIÁ

Các nhà máy hiện tại

Sản lượng và Doanh thu: Dựa trên đánh giá của chúng tôi trong phần 'Cập nhật tình hình hoạt động' trước đó trong báo cáo, chúng tôi dự báo sản lượng tổng thể từ bảy (7) nhà máy điện hiện tại sẽ tăng ấn tượng 47% vào năm 2023. Sự tăng trưởng này chủ yếu nhờ việc nối lại toàn bộ hoạt động tại CM 1 & 2 và VA1 sau khi trải qua kế hoạch bảo trì trong năm 2022 và chu kỳ El Nino quay trở lại được kỳ vọng sẽ hỗ trợ triển vọng tích cực của POW trong giai đoạn 2023 - 2024.

Ngoài ra, chúng tôi dự báo giá bán sẽ tăng bình quân lũy kế 1% trong giai đoạn 2022 - 2030 theo kỳ vọng của Bộ Công Thương trong báo cáo dự thảo PP8 mới nhất.

	2022F			2023F		
	Giá bán: VND	Sản lượng: tỷ kWh	Doanh thu: tỷ VND	Giá bán: VND	Sản lượng: tỷ kWh	Doanh thu: tỷ VND
CM1 & 2	1,682 ²	4,186	7,041	1,699	6,900	11,723
VA1		3,278	5,514		5,692	9,671
NT1		1,125	1,892		1,798	3,055
Công ty mẹ		8,589	14,446		14,390	24,446
NT2	1,944	4,050	7,874	1,964	4,845	9,514
Hỏa Na	1,249	770	962	1,261	563	710
Đakdrinh	999	593	592	1,009	433	437
Tổng		5,413	9,428		5,841	10,661
Hợp nhất		14,001	23,874		20,231	35,107

Giá vốn hàng bán: POW tiếp tục trải qua giai đoạn đầy thách thức với giá nhiên liệu hóa thạch đầu vào ở mức cao cho đến ít nhất là đầu năm 2023. Kỳ vọng giá dầu và khí đốt sẽ giảm do nhu cầu giảm trước áp lực suy thoái toàn cầu. Tuy nhiên, điều này sẽ chỉ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp của năng lượng được bán trên GM, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ chiếm một phần nhỏ – khoảng 10 đến 15%. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng tình hình áp lực lên giá vốn hàng bán sẽ trở nên tích cực hơn từ năm 2024 do giá dầu giảm.

Chi phí hoạt động: Chi phí vận hành khá ổn định trong những năm gần đây và chúng tôi hy vọng chúng sẽ có thể duy trì tỷ lệ khoảng 3% doanh thu trong tương lai.

Nợ và lãi: POW dự kiến sẽ nhận một số khoản nợ đáng kể từ năm 2023 để tài trợ cho các dự án mới đang được triển khai. Trong giai đoạn 2023-2024, chúng tôi kỳ vọng rằng công ty sẽ có thể nhận được các gói vay với lãi suất ưu đãi là khoảng 9%, vì vị thế thực hiện các dự án năng lượng tầm cỡ quốc gia liên quan đến các vấn đề an ninh năng lượng.

POW đã lưu ý rằng họ không có kế hoạch chia cổ tức trong giai đoạn 2022-2025 để tập trung mọi nguồn lực phát triển hai dự án này.

² Ước tính giá bán bình quân của bốn (4) nhà máy điện hạch toán phụ thuộc: VA1, NT1 and CM1 & 2.

Dự án

Chúng tôi đưa dự án NT3 & 4 và QN-LNG vào mô hình dự báo dựa trên một số giả định:

1. POW có thể đàm phán thành công hợp đồng mua bán điện với EVN trước khi NT 3 & 4 đi vào vận hành thương mại. Do đó, sản lượng hàng năm đạt khoảng 9 tỷ kWh công suất thiết kế và tình hình tương tự đối với QN-LNG.
2. NT 3 & 4 được vận hành thương mại theo kỳ vọng là Q4-2024 và Q2-2025 và chúng tôi kỳ vọng các nhà máy sẽ đại tu lớn vào năm 2028 do đạt 25.000 EOH.
3. Bản chất tuần hoàn của hiện chu kỳ thời tiết thay đổi giữa La Nina – El Nino sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng và kết quả kinh doanh chung.

Đơn vị: tỷ VND	NT3 & 4			QN-LNG		
	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Doanh thu:	11,357	15,294	19,861	20,060	15,758	15,915
Sản lượng: tr kWh	5,670	7,560	9,720	9,720	7,560	7,560
Giá bán: VND	2,003	2,023	2,043	2,064	2,084	2,105
Chi phí vận hành	10,679	13,559	16,897	17,227	14,113	14,246
Nguyên vật liệu	7,292	9,820	12,752	12,879	10,117	10,219
% sản lượng	64%	64%	64%	64%	64%	64%
Nhân công	237	252	267	283	300	318
% doanh thu	2%	2%	1%	1%	2%	2%
Khấu hao	2,176	2,176	2,176	2,345	2,345	2,345
Mua ngoài	853	1,149	1,492	1,507	1,157	1,196
% doanh thu	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Khác	120	162	211	213	167	169
% doanh thu	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Dòng tiền thuần	2,854	3,912	5,140	5,178	3,990	4,015

Áp dụng phương pháp kết hợp DCF và chỉ số P/E với tỷ trọng bằng nhau, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là **15.007 đồng / cổ phần** và đưa ra khuyến nghị **Mua** với tổng mức sinh lời kỳ vọng là 23,5% tương ứng cho tập đoàn niêm yết hàng đầu về lĩnh vực năng lượng điện khí.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ POW	Giá hiện tại: VND	12,150	Giá mục tiêu: VND	15,007	Vốn hóa: tỷ VND	28,454
Đơn vị: tỷ VND nếu không ghi chú khác	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	
Doanh thu	24,561	23,874	35,107	36,622	42,849	
<i>Tăng trưởng</i>	-17%	-3%	47%	4%	17%	
Giá vốn	22,021	20,800	30,587	31,129	37,447	
EBITDA	5,632	5,158	6,341	7,282	9,516	
<i>Biên EBITDA</i>	23%	22%	18%	20%	22%	
Khấu hao	2,818	2,818	2,818	2,818	4,994	
Lãi từ hoạt động sản xuất, kinh doanh	2,460	1,989	3,349	4,366	4,445	
<i>Biên lãi từ hoạt động sản xuất, kinh doanh</i>	10%	8%	10%	12%	10%	
Chi phí lãi vay	510	367	170	84	60	
<i>% so với nợ ròng</i>	6%	2%	1%	0%	0%	
Thuế	164	187	315	410	134	
<i>Tỷ lệ thuế</i>	7%	9%	9%	9%	9%	
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	254	225	378	492	345	
LNST	1,799	1,594	2,676	3,486	3,705	
<i>Biên LNST</i>	7%	7%	8%	10%	9%	
Số lượng cp: tr cp	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342	
Doanh thu trên mỗi cp: VND	768	681	1,143	1,489	1,582	
<i>Tăng trưởng</i>	-24%	-11%	68%	30%	6%	

DÒNG TIỀN VÀ CÁC MỤC TRÊN BẢNG CĐKT	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Thay đổi vốn lưu động: tỷ VND	661	(4,208)	690	(172)	126
Chi phí vốn: tỷ VND	22,662	12,653	12,653	470	470
Dòng tiền thuần: tỷ VND	(16,368)	(11,703)	(5,621)	6,640	9,171
Cp phát hành thêm: tr cp	-	-	-	-	-
Cổ tức: tỷ VND	(751)	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	(3,952)	9,304	10,134	10,754	(1,892)
Nợ ròng: tỷ VND	8,458	17,762	27,896	38,649	36,757
Chỉ số giá trị doanh nghiệp: tỷ VND	24,878	45,909	50,301	55,793	47,127
Vốn chủ: tỷ VND	31,128	32,752	35,398	38,884	42,590
Giá trị sổ sách: tỷ VND	13,291	13,973	15,115	16,604	18,186
Nợ ròng / Vốn chủ	27%	54%	79%	99%	86%
Nợ ròng / EBITDA	150%	344%	440%	531%	386%
Tài sản: tỷ VND	52,980	63,878	76,688	90,928	92,741

CHỈ SỐ TỶ SUẤT SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
ROE	6%	5%	8%	9%	9%
ROA	3%	2%	3%	4%	4%
WACC	-	11%	11%	11%	10%
PER (x)	15.8	17.8	10.6	8.2	7.7
EV/EBITDA (x)	5.0	8.9	7.9	7.7	5.0
EV/FCFF (x)	(1.7)	(3.9)	(8.9)	8.4	5.1
PBR (x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PSR (x)	1.2	1.2	0.8	0.8	0.9
EV/sales (x)	1.1	1.9	1.4	1.5	1.1
DPS: VND	200	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức	2%	-	-	-	-

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

117 Nguyễn Đình Chiểu Q.3, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng phòng phân tích

Tyler Cheung

(+84 28) 38 234 876
tyler@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Bất động sản

Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Truyền thông, Logistics

Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

CVPT – Phái sinh, Vĩ mô

Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận – Tài chính ngân hàng

Cao Việt Hùng
(+8428) 3823 4159 (ext: 326)
hungcv@acbs.com.vn

CVPT – Vật liệu xây dựng

Huỳnh Anh Huy
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
huyha@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
phuocld@acbs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3942 9395
Fax: (+84 24) 3942 9407

Phó phòng Phân tích

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaoibt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ, Dệt may

Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Năng lượng

Phạm Đức Toàn
(+84 28) 3823 4159 (ext: 325)
toanpd@acbs.com.vn

NVPT – PTKT

Võ Phú Hữu
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
huvvp@acbs.com.vn

CVPT- Dầu khí

Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

CVPT – Vĩ mô

Nguyễn Thị Hòa
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
hoant@acbs.com.vn

KHỐI KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Phó phòng khối khách hàng định chế

Chu Thị Kim Hương
(+84 28) 3824 6679
huongctk@acbs.com.vn

NV Hỗ trợ khách hàng

Lê Nguyễn Tiến Thành
(+84 28) 3823 4798
thanhln@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Trần Thị Thanh
(+84 28) 3824 7677
thanhtt@acbs.com.vn

Chuyên viên GDKHĐC

Chu Thị Minh Phương
(+84 28) 3823 4159 (ext:357)
phuongctm@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Lý Ngọc Dung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 313)
dungln.hso@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC

Nguyễn Phương Nhi
(+84 28) 3823 4159 (ext:315)
nhinp@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đó.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2022). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.