

Ngành điện

Báo cáo lần đầu

1 tháng 12, 2017

Tổng công ty Điện lực Dầu khí VN

Doanh nghiệp lớn thứ 2 ngành điện với cấu trúc tài chính chắc chắn và tiềm năng tăng trưởng lớn

Điểm nhấn đầu tư

❑ PV Power hiện đang sở hữu 8 công ty/nhà máy điện với tổng công suất 4.208 MW, đứng thứ 2 cả nước về công suất và sản lượng phát điện.

❑ 64% công suất hiện tại của PV Power là tuabin khí, thông thường nhiệt điện khí có suất đầu tư thấp hơn nhiệt điện than. Đây là lý do khiến cho PV Power có suất đầu tư bình quân thấp nhất trong tổng số 5 công ty phát điện lớn nhất cả nước, bao gồm Genco 1, Genco 2, Genco 3 và Tổng công ty Điện lực TKV. Trọng tâm tương lai của PV Power cũng là các dự án điện khí.

❑ Trong nhóm top 5 tổng công ty phát điện lớn nhất cả nước thì PV Power có cấu trúc tài chính an toàn hơn cả với tỷ lệ nợ/VCSH vào khoảng 60/40, một cấu trúc tài chính khá an toàn đối với doanh nghiệp điện, thấp hơn nhiều các công ty Genco dao động từ 75/25 tới 85/15, thậm chí 90/10.

❑ Các dự án nhiệt điện khí có vòng đời hoạt động ngắn hơn nên thời gian thu hồi vốn nhanh, giúp PV Power chi trả bớt lãi vay và giảm áp lực tài chính cho các năm tiếp theo. Do vậy, lợi nhuận của PV Power dự báo sẽ tăng trưởng khả quan cho tới 2020 bởi chi phí tài chính giảm. Trong khi đó các dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 theo tiến độ phải tới 2021 và 2022 mới đi vào hoạt động.

Khuyến nghị đầu tư

Tiềm năng tăng trưởng ngành điện còn rất lớn với mức tăng trưởng dự báo đạt 8-10%/năm trong những năm tới. PV Power là doanh nghiệp điện lớn thứ hai trong ngành có lợi thế đặc biệt về suất đầu tư thấp cũng như cơ cấu tài chính khá an toàn. Bên cạnh đó, dòng tiền thu hồi tốt để trả nợ sẽ nhân tố chính giúp cho doanh nghiệp đạt hiệu quả kinh doanh khả quan trong tầm nhìn trung hạn. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phần PV Power vào khoảng **18.820 đồng/cổ phần**.

Rủi ro

Việc nhận thêm các nhà máy từ PVN (trong trường hợp ĐHCĐ thông qua) có thể ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của PV Power. Rủi ro về nguồn khí bị gián đoạn như đã từng xảy ra trong quá khứ đối với hai nhà máy điện Cà Mau chúng tôi cho rằng không phải rủi ro quá lớn bởi trong trường hợp không đủ nguyên liệu khí để vận hành, PV Power có thể sử dụng nguyên liệu dầu thay thế hoặc sử dụng khí từ các nguồn khác.

Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

84 4) 3928 8080 ext 212

phanthuytrang@baviet.com.vn

PV Power là công ty phát điện lớn thứ 2 trong ngành sau EVN Genco 3

Tổng công suất của PV Power là 4.208 MW tính đến cuối năm 2016

PV Power hiện đang sở hữu 8 công ty/nhà máy điện với tổng công suất 4.208 MW, phân theo loại hình nhà máy: thủy điện chiếm khoảng 7,3%, nhiệt điện than chiếm 28,5%, nhiệt điện khí chiếm 64,2% công suất.

Các nhà máy điện thuộc PV Power						
Nhà máy	Phân loại	Công suất	Tổng mức đầu tư	Suất đầu tư	Năm phát điện	Tỷ lệ sở hữu
Vũng Áng 1	Nhiệt điện than	1.200 MW	28.739 tỷ VND	23,95 tỷ VND/MW	2015	100%
Cà Mau 1	Nhiệt điện khí	750 MW	6.874 tỷ VND	9,17 tỷ VND/MW	2008	100%
Cà Mau 2		750 MW	6.825 tỷ VND	9,10 tỷ VND/MW	2009	
Nhơn Trạch 1		450 MW	6.451 tỷ VND	14,34 tỷ VND/MW	2009	100%
Nhơn Trạch 2		750 MW	11.448 tỷ VND	15,26 tỷ VND/MW	2011	60%
Hỏa Na		180 MW	5.964 tỷ VND	33,13 tỷ VND/MW	2013	84%
DakDrinh	Thủy điện	125 MW	4.911 tỷ VND	39,29 tỷ VND/MW	2014	95%
Nậm Cát		3 MW			2012	96%
Tổng cộng/Trung bình:		4.208 MW	71.212 tỷ VND	16,94 tỷ VND/MW*		

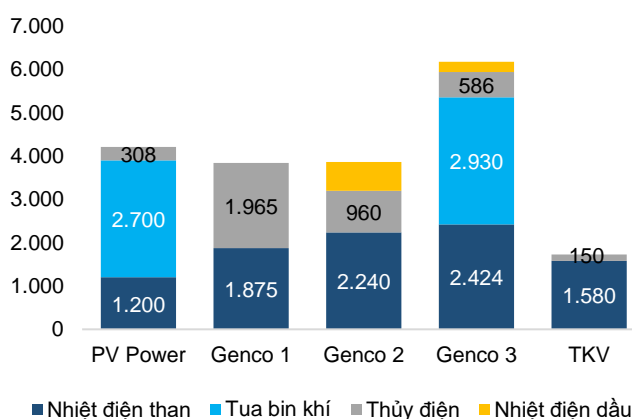
(*) Được tính bằng Tổng giá trị đầu tư/Tổng công suất phát điện

Vị trí lớn thứ hai trong ngành

Xét về công suất lắp đặt, PV Power hiện đứng thứ 2 trong ngành sau EVN Genco3. Về sản lượng phát điện, tổng sản lượng điện phát cả nước năm 2016 khoảng 176 tỷ kWh, PV Power đứng thứ 2 với sản lượng đạt 21.132 triệu kWh, chiếm khoảng 12% thị phần. Hai biểu đồ dưới đây so sánh 5 tổng công ty phát điện lớn nhất Việt Nam tại thời điểm 31/12/2016, chúng tôi chỉ xét đơn vị trực thuộc và các công ty con, không tính các công ty liên doanh liên kết.

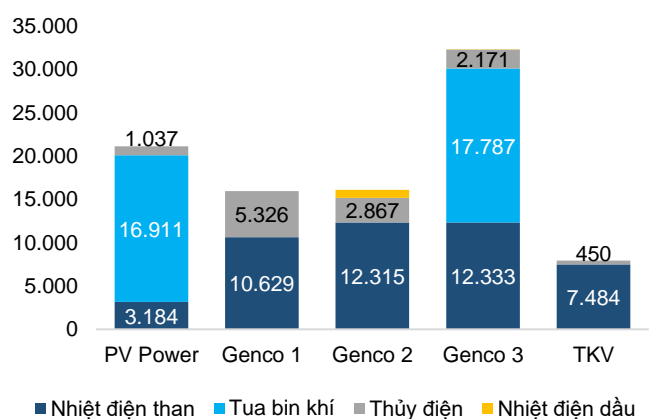
Top 5 công ty lớn nhất về công suất lắp đặt 2016

Nguồn: BVSC thu thập - Đơn vị: MW



Top 5 công ty lớn nhất về sản lượng phát điện 2016

Nguồn: BVSC thu thập - Đơn vị: triệu kWh



Trọng tâm phát triển của PV Power là các nhà máy điện khí.

PV Power hiện đang sở hữu 3 nhà máy điện khí là Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 1, Nhơn Trạch 2 với tổng công suất đạt 2.700 MW, chiếm khoảng 64% tổng công suất của tất cả các nhà máy thuộc PV Power. Ưu điểm chính của nhà máy nhiệt điện khí so với nhiệt điện than và thủy điện đó là vòng đời hoạt động ngắn hơn, thông thường vòng đời các dự án điện khí khoảng 25 năm, nhiệt điện than khoảng 30 năm, thủy điện khoảng 40 năm. Do vậy, nếu cùng tỷ suất hoàn vốn IRR thì dự án nhiệt điện khí sẽ có thời gian thu hồi vốn nhanh hơn, đồng thời lợi nhuận trong từng năm cũng cao hơn. Ngoài ra, suất đầu tư nhiệt điện khí cũng thấp hơn nhiệt điện than.

Vị thế của PV Power sẽ nâng cao hơn nữa nhờ các dự án đang triển khai

Trong tương lai, vị thế của PV Power sẽ còn tiếp tục được nâng cao hơn nữa với việc 2 dự án Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 3 và 4 đang chuẩn bị được triển khai, tổng công suất tăng thêm là 1.500 MW, dự kiến sẽ đi vào vận hành trong 2021-2022.

Mức công suất trên xét trong trường hợp PV Power không nhận chuyển nhượng thêm các dự án từ PVN và PV Power không thực hiện thoái vốn tại các nhà máy thủy điện đang sở hữu.

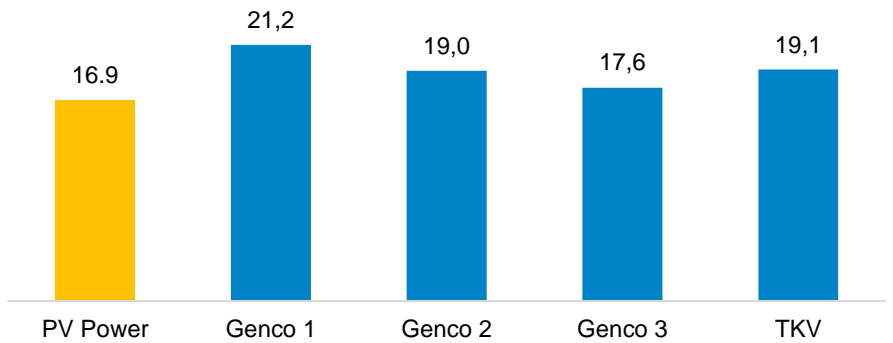
Tiến độ đầu tư các nhà máy Nhiệt điện than & khí của PVN			
Dự án	Công suất	Năm vận hành	Loại hình
Nhà máy điện Thái Bình 2	1.200 MW	2019	Nhiệt điện than
Nhà máy điện Long Phú 1	1.200 MW	2019-2020	Nhiệt điện than
Nhà máy điện Sông Hậu 1	1.200 MW	2019-2020	Nhiệt điện than
Nhà máy điện Long Phú 3	1.800 MW	2023-2024	Nhiệt điện than
Nhà máy Kiên Giang 1	750 MW	2022	Nhiệt điện khí
Nhà máy Kiên Giang 2	750 MW	2023	Nhiệt điện khí
Nhà máy Miền Trung 1&2	2250 MW	2025	Nhiệt điện khí
Nhà máy Sơn Mỹ 1	750 MW	2024 - 2025	Nhiệt điện khí
Nhà máy Sơn Mỹ 2	750 MW	2024 - 2025	Nhiệt điện khí
Nhà máy Sơn Mỹ 3	750 MW	2024 - 2025	Nhiệt điện khí
Tổng cộng	11.400 MW		

Suất đầu tư thấp nhất trong top 5 tổng công ty phát điện

Trong 5 doanh nghiệp đứng đầu về sản lượng phát điện, PV Power có suất đầu tư thấp hơn cả. Suất đầu tư này được chúng tôi ước tính theo giá trị bình quân, bằng cách lấy tổng giá trị đầu tư của tất cả các nhà máy chia cho tổng công suất phát điện tại thời điểm năm 2016.

Suất đầu tư 5 công ty phát điện lớn nhất cả nước

Nguồn: BVSC thu thập - Đơn vị: tỷ VND/MW

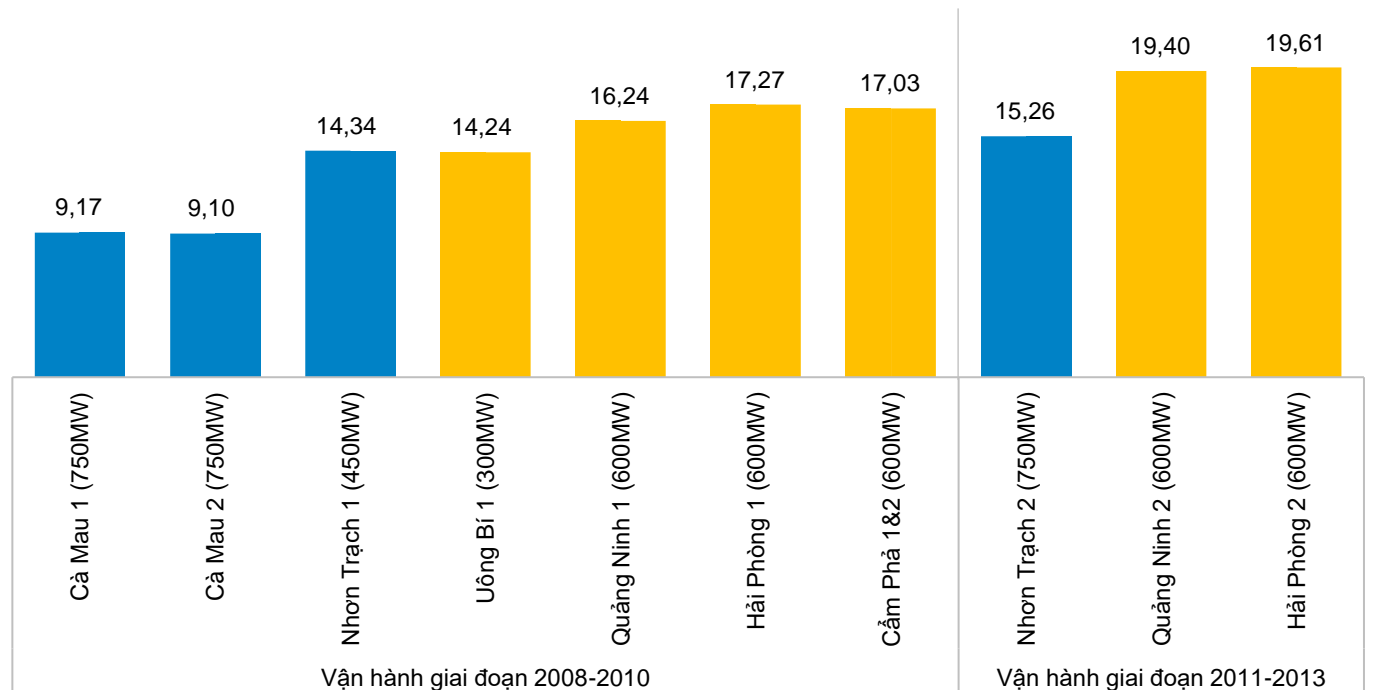


Lý do khiến cho PV Power có suất đầu tư thấp là do 64% công suất phát điện của PV Power là nhiệt điện khí, mà thông thường chi phí đầu tư nhiệt điện khí rẻ hơn nhiệt điện than.

So sánh suất đầu tư nhà máy nhiệt điện than và nhiệt điện khí theo giai đoạn đầu tư

Nguồn: BVSC thu thập - Đơn vị: tỷ VND/kWh

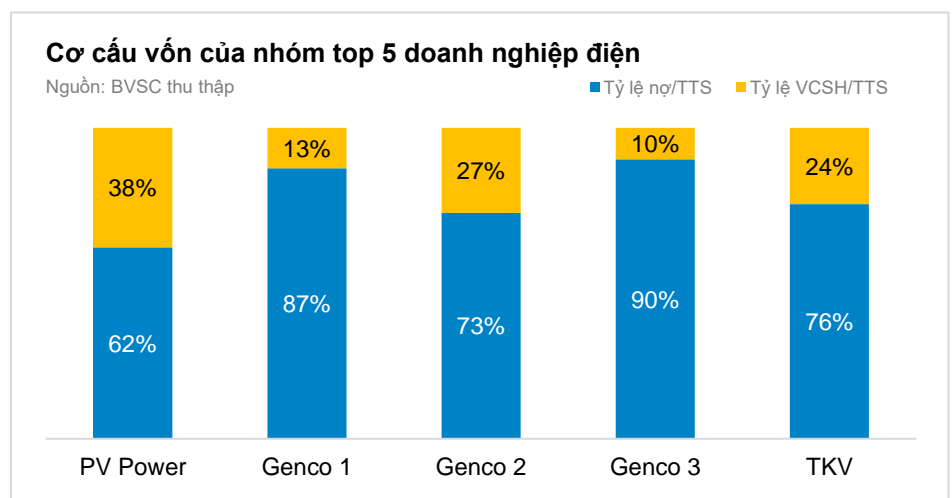
■ Tua bin khí ■ Nhiệt điện than



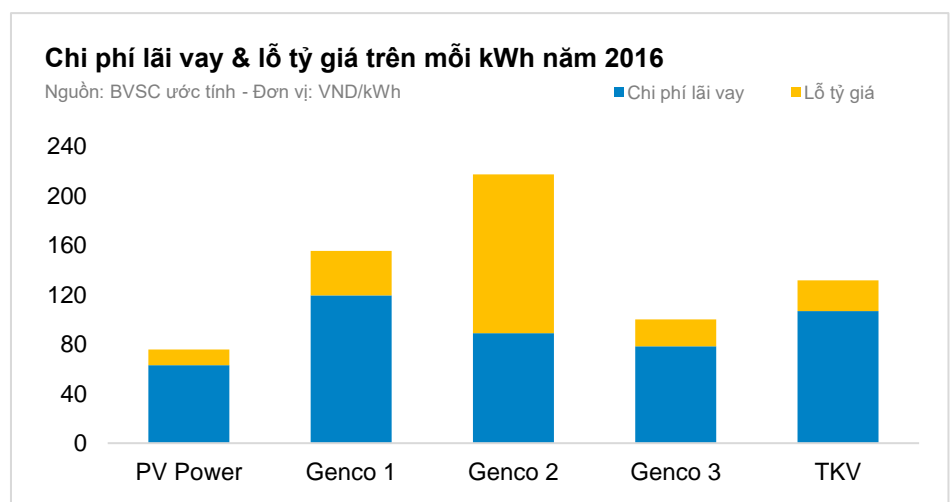
PV Power cũng sở hữu một nhà máy nhiệt điện than là Vũng Áng 1 nhận bàn giao từ PVN. Suất đầu tư của Vũng Áng 1 vào khoảng 23,95 tỷ đồng/MW, không thấp hơn nhiều so với các nhà máy nhiệt điện than khác của EVN có cùng công suất và đầu tư tại cùng thời điểm.

Cấu trúc tài chính ít rủi ro hơn

Trong nhóm top 5 tổng công ty phát điện thì PV Power có cấu trúc tài chính an toàn hơn cả với tỷ lệ nợ/VCSH vào khoảng 60/40, một cấu trúc tài chính khá an toàn đối với doanh nghiệp điện. Genco 3 có cấu trúc tài chính rủi ro nhất với tỷ lệ nợ/VCSH khoảng 90/10, tỷ lệ này ở Genco 1 và Genco 2 lần lượt khoảng 85/15 và 70/30. Lý do ở thời điểm hiện tại các công ty Genco đang triển khai đầu tư nhiều dự án, trong khi dự án gần đây nhất của PV Power là Nhiệt điện Vũng Áng đã đi vào hoạt động từ 2015. Một lý do khác nữa khiến cho PV Power có cấu trúc tài chính ít rủi ro hơn đó là suất đầu tư thấp.



Phản ánh của việc cấu trúc tài chính ít rủi ro hơn được thể hiện trong yếu tố chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá phải trả trên mỗi kWh của PV Power thấp nhất trong số 5 tổng công ty phát điện lớn nhất cả nước.



(Genco 1 sử dụng số liệu 2015)

Than vẫn là tài nguyên rẻ hơn khí

Về mặt giá thành thì than vẫn là loại nhiên liệu rẻ hơn khí bởi trữ lượng nhiều và dễ khai thác. Tuy nhiên việc sử dụng nhiên liệu khí lại gây ít ô nhiễm môi trường hơn so với than và trong tương lai định hướng các quốc gia sẽ giảm dần tỷ trọng

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

sử dụng than sản xuất điện và chú trọng phát triển hơn các nguồn năng lượng tái tạo. Trên thực tế, nếu dựa trên nhiệt trị lý thuyết thì chi phí cho mỗi kWh điện sử dụng than cám 5a đang rẻ hơn khí, kể cả trong trường hợp xét tới yếu tố hiệu suất thu hồi nhiệt thì chi phí tiêu hao nhiên liệu trên mỗi kWh đối với các nhà máy sử dụng than vẫn rẻ hơn khí một cách tương đối. Mức so sánh này dựa trên các tham số hiện tại của giá dầu quanh mức 50 USD/thùng và giá than trong nước ~1,63 triệu VND/tấn.

Tiêu hao nhiên liệu đối với sản xuất điện chạy than & khí - Kịch bản giá dầu 50 USD/thùng và giá than 1,63 triệu VND/tấn				
Tiêu chí	Than		Tua bin khí	
	Giá trị	Đơn vị	Giá trị	Đơn vị
Nhiệt trị	5.414.286	Kcal/tấn	-	-
Giá bán	1.634.410	VND/tấn	5,23	USD/MMBTU
Quy đổi	0,001163	Kcal to kWh	293,30	MMBTU to kWh
Giá thành lý thuyết	259,56	VND/kWh	405,94	VND/kWh
Suất tiêu hao thực tế	0,47	kg/kWh	0,007168	MMBTU/kWh
Giá thành thực tế	768,17	VND/kWh	853,40	VND/kWh

Như vậy, trong giá thành sản xuất điện, PV Power không có nhiều lợi thế về mặt chi phí nguyên liệu so các công ty Genco. Hiện tại, giá thành của PV Power tương đương với giá thành của các công ty Genco 2, Genco 3 và Tổng công ty Điện lực TKV. Năm 2014, giá thành sản xuất điện của PV Power cao bởi giá dầu bình quân khoảng 93,1 USD/thùng. Giá thành cao do ảnh hưởng từ chi phí nguyên vật liệu sẽ không có lợi cho doanh nghiệp khi tham gia thị trường điện cạnh tranh, tuy nhiên trong tương lai thị trường bán buôn điện cạnh tranh dự thảo sẽ chỉ thay đổi về mặt cấu trúc đối với bên mua điện và tỷ lệ tham gia thị trường sẽ tăng dần lên mức tối đa 40% nên không quá lo ngại. Trong khi đó, đối với hợp đồng PPA thì sẽ không có nhiều sự khác biệt bởi giá mua điện của EVN đã chi trả cho tất cả các khoản chênh lệch về chi phí đầu tư hay lãi vay.

Giá thành sản xuất 5 tổng công ty phát điện lớn nhất cả nước								
Tiêu chí	Genco1	Genco2	Genco3	Điện lực Vinacomin	PV Power			
					2014	2015	2016	
Chi phí nguyên vật liệu	263	706	728	708	991	668	813	
Chi phí nhân công	58	50	24	38	28	40	32	
Chi phí khấu hao	359	272	181	243	183	161	204	
Chi phí dịch vụ mua ngoài	13	18	11	19	153	120	81	
Chi phí khác	100	79	73	30	19	33	13	
Chi phí lãi vay	119	89	78	107	75	49	63	
Lỗi tỷ giá	36	128	22	25	14	41	13	
Tổng cộng	949(*)	1.343	1.116	1.170	1.462	1.112	1.219	

(*) Do không có đủ thông tin nên số liệu của Genco 1 được chúng tôi tính tại thời điểm 2015 khi hai nhà máy nhiệt điện Duyên Hải 1 và 3 chưa đi vào hoạt động, giá thành của Genco 1 thấp bởi tỷ trọng thủy điện nhiều.

Giá khí vận hành theo cơ chế thị trường

Về cơ chế, giá khí của PV GAS được tính bằng 46% giá dầu FO thị trường Singapore + chi phí vận chuyển nhưng không thấp hơn giá mua tại mỏ. Như vậy, giá khí sẽ biến động theo giá dầu.

Cơ chế giá bán vận hành giống nhau

Cơ chế giá bán EVN dành cho PV Power cũng tương tự như cơ chế giá bán đối với các nhà máy điện thuộc Genco, trừ một vài trường hợp như Cà Mau 1 và Cà Mau 2 có cơ chế vận hành riêng cho 2 nhà máy này. Do nguồn khí của Cà Mau 1 và Cà Mau 2 là từ nguồn khí tại mỏ PM3 Cà Mau thuộc vùng chống lán giữa Việt Nam và Malaysia và hợp đồng khai thác khí là hợp đồng phân chia sản phẩm, do đó EVN sẽ phải huy động chạy hết lượng khí cấp. Chính vì vậy riêng hai nhà máy Cà Mau 1 và Cà Mau 2 không tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh. Trong trường hợp lượng khí cung cấp không đủ, hai nhà máy sẽ chuyển sang chạy dầu nhưng không quá 250 giờ mỗi năm. Tính theo trữ lượng hiện tại thì sản lượng khí tại PM3 Cà Mau sẽ suy giảm từ 2021 và sẽ phải huy động nguồn khí từ mỏ mới.

Giá bán điện các nhà máy của PV Power

Nhà máy	Vũng Áng 1	Nhơn Trạch 1	Nhơn Trạch 2	Cà Mau 1	Cà Mau 2	ĐakDrinK	Hòa Na
Giá nhiên liệu năm cơ sở	1.562 (triệu VNĐ/tấn)	104.815 (VNĐ/mmBTU)	104.815 (VNĐ/mmBTU)				
Giá nhiên liệu năm tính toán	1.710 (triệu VNĐ/tấn)	148.130 (VNĐ/mmBTU)	148.130 (VNĐ/mmBTU)				
Phí công suất				5,28 USD/kW/tháng	5,28 USD/kW/tháng		
Giá cố định năm cơ sở	565 (VNĐ/kWh)	308 (VNĐ/kWh)	492 (VNĐ/kWh)				
Giá biến đổi cơ sở nguyên vật liệu	887 (VNĐ/kWh)	818 (VNĐ/kWh)	749 (VNĐ/kWh)				
Giá biến đổi năm tính toán	944 (VNĐ/kWh)	1.058 (VNĐ/kWh)	971 (VNĐ/kWh)				
Cơ chế tính giá	Giá bán được xác định dựa trên nguyên tắc tổng giá cố định cộng với sự thay đổi giá nhiên liệu so với năm cơ sở nhân với giá biến đổi cơ sở	Giá bán được xác định dựa trên nguyên tắc tổng giá cố định cộng với sự thay đổi giá nhiên liệu so với năm cơ sở nhân với giá biến đổi cơ sở	Giá bán được xác định dựa trên nguyên tắc tổng giá cố định cộng với sự thay đổi giá nhiên liệu so với năm cơ sở nhân với giá biến đổi cơ sở	Được xác lập theo đơn giá phí công suất. Phí công suất được xác định dựa trên chi phí khấu hao lãi vay bảo hiểm	Được xác lập theo đơn giá phí công suất. Phí công suất được xác định dựa trên chi phí khấu hao lãi vay bảo hiểm	Giá hợp đồng của thủy điện ĐakDrinK được chia làm hai giai đoạn: Giai đoạn từ tháng 1 cho tới tháng 8, giá hợp đồng của	Giá bán điện hợp đồng của thủy điện Hòa Na được chia làm hai giai đoạn: Giai đoạn 1 từ tháng 1 đến tháng 3

Phần chi phí biến đổi sẽ được hoàn 100% cho nhà máy	Phần chi phí biến đổi sẽ được hoàn 100% cho nhà máy	nhà máy là 942 đồng/kWh. Giai đoạn 2 từ tháng 9 đến tháng 12 là 788 đồng/kWh.	giá 810 đồng/kWh. Giai đoạn 2 từ tháng 4 đến tháng 12 giá 890 đồng/kWh.
---	---	---	---

PV Power, tầm nhìn tốt trong trung hạn

Để đánh giá tiềm năng của PV Power trong trung hạn, chúng tôi đi sâu vào từng nhà máy PV Power đang sở hữu, chúng tôi không phân tích đánh giá hoạt động tại các công ty liên doanh liên kết cũng như đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính của PV Power.

Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1

Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1

Tiêu chí	Cơ sở ước tính																				
Sản lượng	<p>Năm 2016, do trục trặc trong kỹ thuật, tổ máy 1 đã ngừng hoạt động từ ngày 25/11/2015 đến 07/09/2016 làm giảm sản lượng điện 1,8 tỷ kWh; tổ máy 2 cũng ngừng phát điện trong nửa cuối tháng 1 năm 2016 làm giảm 116 triệu kWh, do đó sản lượng điện năm 2016 chỉ đạt 3,6 tỷ kWh, hoàn thành 66% kế hoạch. Năm 2017, các tổ máy không gặp sự cố như trong năm 2016, chúng tôi dự báo sản lượng điện của Vũng Áng 1 đạt khoảng 4.780 triệu kWh, tăng 32% YoY. Kể từ 2018, với công suất 1.200 MW, sản lượng điện trung bình hàng năm của nhà máy giả định đạt khoảng 5.400 triệu kWh, trong đó chúng tôi giả định sản lượng Qc chiếm 90% và 10% sản lượng còn lại phát trên thị trường điện cạnh tranh.</p> <div data-bbox="571 1420 1508 1895"> <p>Dự báo sản lượng điện nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 Nguồn: PVPower, BVSC ước tính - Đơn vị: triệu kWh</p>  <table border="1"> <caption>Dự báo sản lượng điện nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 (Đơn vị: triệu kWh)</caption> <thead> <tr> <th>Năm</th> <th>Sản lượng (triệu kWh)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2016</td> <td>3,600</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>4,780</td> </tr> <tr> <td>2018</td> <td>5,400</td> </tr> <tr> <td>2019</td> <td>5,400</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>5,400</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>5,400</td> </tr> <tr> <td>2022</td> <td>5,400</td> </tr> <tr> <td>2023</td> <td>5,400</td> </tr> <tr> <td>2024</td> <td>5,400</td> </tr> </tbody> </table> </div>	Năm	Sản lượng (triệu kWh)	2016	3,600	2017	4,780	2018	5,400	2019	5,400	2020	5,400	2021	5,400	2022	5,400	2023	5,400	2024	5,400
Năm	Sản lượng (triệu kWh)																				
2016	3,600																				
2017	4,780																				
2018	5,400																				
2019	5,400																				
2020	5,400																				
2021	5,400																				
2022	5,400																				
2023	5,400																				
2024	5,400																				
Giá bán điện	<p>Giá hợp đồng</p> <p>Theo hợp đồng mua bán điện với EVN, giá điện hợp đồng được xác định dựa trên giá cơ sở năm 2014, trong đó giá dầu năm cơ sở là 13.755 đồng/kg, giá than năm cơ sở là 1.562 đồng/kg, chi phí vận chuyển than 183 đồng/kg. Giá than</p>																				

tính toán đã bao gồm phí bảo hiểm và hao hụt trong quá trình giao nhận chúng tôi ước tính khoảng 1,7 triệu đồng, các năm sau trượt giá theo tốc độ lạm phát.

Ước tính giá bán điện theo hợp đồng của Nhiệt điện Vũng Áng 1 - Đơn vị: VND/kWh

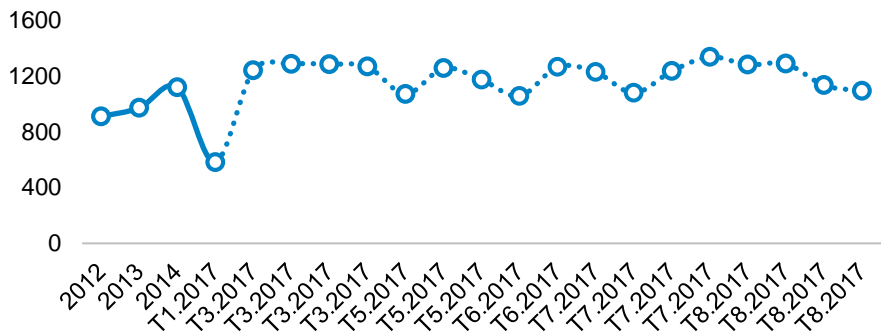
Năm	Năm cơ sở	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá biến đổi, trong đó:	887	871	913	958	1.004	1.050	1.100	1.153	1.206	1.264
- Giá biến đổi theo NLC	723	792	832	874	917	963	1.011	1.062	1.115	1.171
- Giá biến đổi theo NLP	17	15	16	17	18	17	17	17	15	15
- Giá biến đổi khác	60	63	65	67	69	70	72	74	76	78
Giá biến đổi theo chi phí vận chuyển	85	73	77	80	84	89	93	98	103	108
Giá cố định	385	435	435	435	435	435	435	435	435	435
Giá O&M cố định	113	130	133	137	140	144	147	151	155	158
Giá hợp đồng Pc		1.509	1.558	1.610	1.664	1.718	1.776	1.837	1.899	1.966

Giá bán trên thị trường cạnh tranh

Đối với giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh, chúng tôi tham chiếu mức giá bình quân 8 tháng đầu năm 2017, dự báo khoảng 1.211 đồng/kWh cho năm 2017. Những năm về sau chúng tôi sẽ tính toán giá thị trường dựa trên tỷ trọng chênh lệch giữa giá hợp đồng và giá điện thị trường năm 2017.

Giá bán điện của Vũng Áng 1 trên thị trường cạnh tranh

Đơn vị: đồng/kWh


Chi phí khấu hao

Nhà máy điện Vũng Áng 1 đi vào hoạt động từ năm 2015 với tổng mức đầu tư 28.739 tỷ đồng, thời gian trích khấu hao là 20 năm, chi phí khấu hao hàng năm chúng tôi ước tính vào khoảng 1.481 tỷ đồng.

Chi phí O&M cố định
Chi phí bảo trì bảo dưỡng.

- ☐ Chi phí bảo dưỡng thường xuyên được chúng tôi tính toán trên cơ sở 0,3% tổng mức đầu tư dự án và áp dụng mức trượt giá theo lạm phát 5%/năm.
- ☐ Chi phí tiêu tu năm 2017 được tính trên giả định bằng 0,2% tổng mức đầu tư dự án, mức trượt giá hàng năm theo lạm phát 5% và 10% đối với mỗi chu kỳ đại tu 5 năm/lần.

Chi phí hoạt động. Hiện tại nhà máy Vũng Áng 1 có khoảng 500 công nhân làm việc, dựa trên số liệu thực tế, chúng tôi giả định tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu nhà máy Vũng Áng 1 là 1,6%.

Chi phí nguyên liệu
Chi phí than

Theo quy hoạch, nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 sử dụng nguồn than trong nước. Đối với khối lượng than tiêu thụ, chúng tôi ước tính dựa trên suất tiêu than loại 5a bình quân đối với các nhà máy nhiệt điện vào khoảng 440g/kWh. Trường hợp nhà máy vận hành ổn định với sản lượng điện 6.184 triệu kWh sẽ cần tới nhu cầu than khoảng 2,1 triệu tấn/năm.

Đối với chi phí than năm 2017, Nhiệt điện Vũng Áng 1 nằm trong danh sách các nhà máy sử dụng nguồn than trong nước (loại cám 4b và cám 5) tới năm 1920. Mức giá cho loại than này hiện vào khoảng 1,7 triệu đồng/tấn, các năm tiếp theo được áp dụng theo mức trượt giá lạm phát.

Ước tính giá than đối với Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 - Đơn vị: 1.000 VND/tấn

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá nhiên liệu than năm cơ sở	1.562	1.562	1.562	1.562	1.562	1.562	1.562	1.562	1.562
Giá nhiên liệu than năm tính toán	1.709	1.795	1.885	1.980	2.078	2.182	2.292	2.406	2.526

Chi phí dầu HFO

Khối lượng dầu tiêu dùng được BVSC ước tính căn cứ trên định mức tiêu hao dầu trên mỗi kWh điện sản xuất thực tế đối với Vũng Áng 1 là 1 g/kWh.

Chi phí dầu HFO chúng tôi tham chiếu theo giá dầu thô dự báo từ Bloomberg và hệ số chuyển đổi.

Chi phí tài chính

Tổng mức đầu tư nhà máy điện Vũng Áng là 28.739 tỷ đồng, trong đó sử dụng nguồn từ vay nợ ngoại tệ chúng tôi ước tính khoảng 965 triệu USD và vay nợ nội tệ ước tính khoảng 3.365 tỷ đồng. Số dư các khoản vay này tính đến thời điểm 31/12/2017 chúng tôi ước tính lần lượt còn khoảng 504 triệu USD và 3.028 tỷ đồng. Lãi suất vay đồng nội tệ được chúng tôi giả định 10%, lãi suất vay đồng ngoại tệ được chúng tôi căn cứ trên lãi suất quy định cho từng khoản vay với các bên Sinasure, Hermes, TMNN, JBIC (lãi suất libor 6 tháng đối với đồng USD + biên độ từ 1-3%). Lịch trả nợ và chi phí lãi vay phải trả hàng năm đối với Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1 được chúng tôi ước tính trong bảng dưới đây:

Vay nợ dài hạn ngoại tệ - USD

Khoản vay Sinasure	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
- Dư nợ đầu kỳ (USD)	66.637.344	58.012.734	49.388.124	40.763.514	32.138.904	23.514.294	14.889.684	6.265.074
- Trả gốc trong kỳ (USD)	8.624.610	8.624.610	8.624.610	8.624.610	8.624.610	8.624.610	8.624.610	6.265.074
- Dư nợ cuối kỳ (USD)	58.012.734	49.388.124	40.763.514	32.138.904	23.514.294	14.889.684	6.265.074	-
- Lãi vay phải trả (USD)	2.399.514	2.067.467	1.735.419	1.403.372	1.071.324	739.277	407.229	120.603
- Chi phí lãi vay (%)	3,85%	3,85%	3,85%	3,85%	3,85%	3,85%	3,85%	3,85%
Khoản vay Hermes	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

- Dư nợ đầu kỳ (USD)	39.415.940	34.413.233	29.410.526	24.407.819	19.405.112	14.402.406	9.399.699	4.396.992		
- Trả gốc trong kỳ (USD)	5.002.707	5.002.707	5.002.707	5.002.707	5.002.707	5.002.707	5.002.707	4.396.992		
- Dư nợ cuối kỳ (USD)	34.413.233	29.410.526	24.407.819	19.405.112	14.402.406	9.399.699	4.396.992	-		
- Lãi vay phải trả (USD)	941.322	813.753	686.184	558.615	431.046	303.477	175.908	56.062		
- Chi phí lãi vay (%)	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%		
Khoản vay TMNN	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
- Dư nợ đầu kỳ (USD)	595.658.476	487.356.935	379.055.394	270.753.853	162.452.312	54.150.771	-	-		
- Trả gốc trong kỳ (USD)	108.301.541	108.301.541	108.301.541	108.301.541	108.301.541	54.150.771	-	-		
- Dư nợ cuối kỳ (USD)	487.356.935	379.055.394	270.753.853	162.452.312	54.150.771	-	-	-		
- Lãi vay phải trả (USD)	25.992.370	20.793.896	15.595.422	10.396.948	5.198.474	1.299.618	-	-		
- Chi phí lãi vay (%)	4,80%	4,80%	4,80%	4,80%	4,80%	4,80%	-	-		
Khoản vay JBIC	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
- Dư nợ đầu kỳ (USD)	62.419.713	54.555.673	46.691.633	38.827.593	30.963.553	23.099.513	15.235.473	7.371.433		
- Trả gốc trong kỳ (USD)	7.864.040	7.864.040	7.864.040	7.864.040	7.864.040	7.864.040	7.864.040	7.371.433		
- Dư nợ cuối kỳ (USD)	54.555.673	46.691.633	38.827.593	30.963.553	23.099.513	15.235.473	7.371.433	-		
- Lãi vay phải trả (USD)	1.906.699	1.650.331	1.393.963	1.137.596	881.228	624.860	368.493	120.154		
- Chi phí lãi vay (%)	3,26%	3,26%	3,26%	3,26%	3,26%	3,26%	3,26%	3,26%		
Tổng cộng vay nợ USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
- Dư nợ đầu kỳ (USD)	764.131.472	634.338.574	504.545.676	374.752.778	244.959.881	115.166.983	39.524.855	18.033.499		
- Trả gốc trong kỳ (USD)	129.792.898	129.792.898	129.792.898	129.792.898	129.792.898	75.642.127	21.491.357	18.033.499		
- Dư nợ cuối kỳ (USD)	634.338.574	504.545.676	374.752.778	244.959.881	115.166.983	39.524.855	18.033.499	-		
- Lãi vay phải trả (USD)	31.239.905	25.325.446	19.410.988	13.496.530	7.582.072	2.967.232	951.629	296.819		
- Chi phí lãi vay (%)	4,47%	4,45%	4,42%	4,36%	4,21%	3,84%	3,31%	3,29%		
Vay nợ dài hạn nội tệ - Tỷ VND										
Thời điểm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
- Dư nợ đầu kỳ (VND)	3.365	3.029	2.692	2.356	2.019	1.683	1.346	1.010	673	337
- Trả gốc trong kỳ (VND)	337	337	337	337	337	337	337	337	337	337
- Dư nợ cuối kỳ (VND)	3.029	2.692	2.356	2.019	1.683	1.346	1.010	673	337	0
- Lãi vay phải trả (VND)	320	286	252	219	185	151	118	84	50	17
- Chi phí lãi vay (%)	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Tổng cộng vay nợ dài hạn - Tỷ VND										
Thời điểm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
- Dư nợ đầu kỳ (VND)	17.822	14.515	11.394	8.157	4.801	2.657	1.799	1.010	673	337
- Trả gốc trong kỳ (VND)	3.293	3.321	3.380	3.441	2.182	871	794	337	337	337
- Dư nợ cuối kỳ (VND)	14.515	11.394	8.157	4.801	2.657	1.799	1.010	673	337	0
- Lãi vay phải trả (VND)	897	732	569	400	257	175	125	84	50	17

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

Tỷ giá ước tính	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
- Tỷ giá USD/VND	22.765	23.220	23.685	24.158	24.642	25.134	25.637	26.150	26.673	27.206
Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp Nhà máy điện Vũng Áng 1 không nằm trong danh sách các nhà máy được ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp nên áp dụng mức thuế suất 20% theo quy định.										

Bảng dự báo lợi nhuận Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1:

Dự báo doanh thu và lợi nhuận Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 - Đơn vị: Tỷ VND										
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Doanh thu	7.142	7.917	8.582	8.869	9.158	9.467	9.791	10.123	10.479	
- Sản lượng điện heo hợp đồng (triệu kWh)	4.541	4.666	4.895	4.895	4.895	4.895	4.895	4.895	4.895	4.895
- Giá bán điện theo hợp đồng (VNĐ/kWh)	1.509	1.558	1.610	1.664	1.718	1.776	1.837	1.899	1.966	
- Sản lượng điện cạnh tranh (triệu kWh)	239	518	544	544	544	544	544	544	544	544
- Giá bán điện cạnh tranh (VNĐ/kWh)	1.211	1.250	1.292	1.335	1.379	1.425	1.474	1.524	1.577	
Giá vốn hàng bán	5.520	6.060	6.515	6.762	6.980	7.248	7.529	7.817	8.127	
- Chi phí nguyên vật liệu	3.673	4.181	4.608	4.838	5.070	5.319	5.581	5.849	6.138	
- Chi phí O&M biến đổi	107	119	129	133	137	142	147	152	157	
- Chi phí khấu hao	1.481	1.481	1.481	1.481	1.450	1.450	1.450	1.450	1.450	
- Chi phí O&M cố định	259	279	297	310	323	337	351	366	382	
- Khác	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Chi phí lãi vay	897	732	569	400	257	175	125	84	50	
Chi phí bảo hiểm	86	87	89	91	93	94	96	98	100	
Chênh lệch tỷ giá trong thanh toán	230	174	116	56	19	9	0	0	0	
Lợi nhuận trước thuế	410	864	1.294	1.560	1.808	1.941	2.041	2.124	2.201	
Thuế suất thuế TNDN (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận sau thuế	328	691	1.035	1.248	1.447	1.553	1.633	1.699	1.761	

Nhiệt điện Cà Mau 1
Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhiệt điện Cà Mau 1

Tiêu chí	Cơ sở ước tính									
Sản lượng	Nhà máy Cà Mau 1 chính thức vận hành thương mại từ tháng 3 năm 2008, tính đến năm 2017 là đã vận hành được 9 năm. BVSC ước tính công suất vận hành năm 2017 của nhà máy Cà Mau 1 đạt 726 MW. Tổng sản lượng điện chạy khí và sản lượng điện chạy dầu tương ứng đạt lần lượt 3.635 triệu kWh và 27,5 triệu kWh.									
Ước tính sản lượng Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1										
Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sản lượng điện chạy khí (triệu kWh)	3.656	3.635	3.606	3.681	3.656	3.631	3.606	3.681	3.656	3.631
Sản lượng điện chạy dầu (triệu kWh)	28	28	27	27	27	27	27	28	28	28

Đơn giá phí công suất

Nhà máy điện Cà Mau 1 đã ký hợp đồng mua bán điện dài hạn với EVN thời hạn 20 năm kể từ khi đi vào vận hành thương mại, đơn giá phí công suất của nhà máy Cà Mau 1 theo hợp đồng mỗi tháng là 5,28 USD/kW/tháng. Do đặc thù nhà máy Cà Mau 1 là nhà máy điện được hưởng cơ chế vận hành đặc thù theo chỉ đạo của Chính phủ, do đó trong mô hình chúng tôi sẽ chỉ xác lập mức giá phí công suất theo hợp đồng đã được xác định.

Nhiên liệu khí

Sản lượng khí. Định mức nhiên liệu khí để sản xuất 1 kWh điện vào khoảng 6.500-7.500 BTU, chúng tôi giả định định mức nhiên liệu khí của nhà máy Cà Mau 1 là 7.500 BTU, theo đó sản lượng khí cần khoảng 27triệu BTU trong năm 2017. Những năm về sau chúng tôi sẽ căn cứ định mức nhiên liệu khí đối với công suất năm cơ sở để xác định sản lượng khí. Sản lượng khí tiêu dùng sẽ bằng 98% so với sản lượng khí đã xác định.

Đơn giá nhiên liệu khí. Trên cơ sở dự báo giá dầu trung bình đạt 55 USD năm 2017, BVSC xác định giá khí đạt khoảng 3,5 USD/mmBTU. Cộng thêm với chi phí vận chuyển khí của Cà Mau 1 là 1,2 USD/mmBTU, đơn giá nhiên liệu khí của Cà Mau 1 là 4,7 USD/mmBTU. Những năm về sau chúng tôi giả định chi phí vận chuyển tăng 2%/năm và giá khí vẫn được xác lập trên cơ sở dự báo về giá dầu.

Ước tính giá khí đầu vào cho Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá dầu dự báo (USD/bbl)	55	56	61	64	60	60	60	55	55
Giá khí dự báo (USD/mmBTU)	3,6	3,6	3,9	4,1	3,9	3,9	3,9	3,6	3,6

Nhiên liệu dầu

Sản lượng dầu. Khối lượng nhiên liệu dầu được chúng tôi xác lập cho năm cơ sở là 5.230 tấn dựa trên định mức nhiên liệu dầu 1,4 g/kWh, những năm về sau sẽ căn cứ trên định mức nhiên liệu dầu đối với công suất năm cơ sở để xác định sản lượng nhiên liệu dầu.

Đơn giá nhiên liệu dầu. Đơn giá nhiên liệu dầu được BVSC dự báo trên cơ sở giá dầu theo Bloomberg tổng hợp.

Chi phí khấu hao

Bắt đầu hết khấu hao từ năm 2020, nhà máy Cà Mau 1 sẽ có bước tăng trưởng tương đối về lợi nhuận. Mức khấu hao còn lại được tính toán trong giai đoạn còn lại 2017-2019 như sau:

Chi phí khấu hao nhà máy Nhiệt điện Cà Mau 1

Năm	2017	2018	2019	2020
Nguyên giá (tỷ VNĐ)	6.391	6.391	6.391	-
Giá trị còn lại (tỷ VNĐ)	814	264	-	-
Khấu hao (tỷ VNĐ)	549	549	549	-

Chi phí O&M cố định

Mức tối đa tỷ trọng chi phí bảo dưỡng theo quy định là 4,5% trên tổng mức đầu tư và chúng tôi áp dụng tỷ lệ này cho Cà Mau. Chi phí này sẽ tăng trưởng theo

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

	lạm phát hàng năm, trong khi chi phí nhân công giả định bằng 3% trên tổng doanh thu.				
Chi phí tài chính	Chi phí lãi vay. Tổng mức đầu tư vào nhà máy Cà Mau 1 từ năm 2008 là 6.874 tỷ đồng. Cà Mau 1 sẽ kết thúc vay nợ vào năm 2019 do đó lợi nhuận từ năm này trở đi sẽ được gia tăng. Chúng tôi ước tính vay nợ và chi phí lãi vay của Cà Mau 1 như sau:				
Vay nợ dài hạn Cà Mau 1 - USD					
Khoản vay 1	2016	2017	2018	2019	2020
- Dư nợ đầu kỳ (USD)	78.856.086	59.142.065	39.428.043	19.714.022	-
- Trả gốc trong kỳ (USD)	19.714.022	19.714.022	19.714.022	19.714.022	-
- Dư nợ cuối kỳ (USD)	59.142.065	39.428.043	19.714.022	-	-
- Lãi vay phải trả (USD)	2.759.963	1.971.402	1.182.841	394.280	-
- Chi phí lãi vay (%)	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	-
Khoản vay 2	2016	2017	2018	2019	2020
- Dư nợ đầu kỳ (USD)	30.256.752	22.692.564	15.128.376	7.564.188	-
- Trả gốc trong kỳ (USD)	7.564.188	7.564.188	7.564.188	7.564.188	-
- Dư nợ cuối kỳ (USD)	22.692.564	15.128.376	7.564.188	-	-
- Lãi vay phải trả (USD)	1.058.986	-	-	-	-
- Chi phí lãi vay (%)	4,00%	0,00%	0,00%	0,00%	-
Tổng cộng vay nợ dài hạn Cà Mau 1 - VND					
Thời điểm	2016	2017	2018	2019	2020
- Dư nợ đầu kỳ (VND)	2.459.403.359.504	1.865.011.176.678	1.241.976.873.982	633.408.205.731	-
- Trả gốc trong kỳ (VND)	618.260.616.051	621.329.414.609	627.198.321.361	639.742.287.788	-
- Dư nợ cuối kỳ (VND)	1.865.011.176.678	1.241.976.873.982	633.408.205.731	-	-
- Lãi vay phải trả (VND)	86.556.486.247	44.903.612.472	27.196.655.787	9.246.862.967	-
Tỷ giá	2016	2017	2018	2019	2020
- Tỷ giá USD/VND	22.790	22.765	23.220	23.685	-
	Chênh lệch tỷ giá trong thanh toán. BVSC giả định thay đổi trong tỷ giá thực tế so với tỷ giá ghi sổ là 2%, tính toán trên số tiền trả gốc theo USD của doanh nghiệp để xác định lỗ chênh lệch tỷ giá trong thanh toán của nhà máy.				
Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp	Nhà máy Cà Mau 1 được miễn thuế trong 4 năm đầu và giảm 50% số thuế phải nộp trong 7 năm tiếp theo và năm 2016 là năm thứ 4 được giảm 50% số thuế phải nộp. Như vậy, ưu đãi của Cà Mau 1 sẽ kết thúc vào năm 2020 và kể từ năm 2021 sẽ phải áp dụng mức thuế thu nhập 20%.				

Bảng dự báo lợi nhuận Cà Mau 1:

Dự báo doanh thu và lợi nhuận Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1 - Đơn vị: Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	4.593	4.728	5.134	5.326	5.210	5.271	5.481	5.308	5.371

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

Doanh thu nhiên liệu khí	2.909	2.999	3.333	3.504	3.377	3.421	3.562	3.379	3.423
- Khối lượng nhiên liệu khí (tỷ BTU)	27.076	26.862	27.420	27.234	27.048	26.862	27.420	27.234	27.048
- Đơn giá nhiên liệu khí (VND/MMBTU)	107.451	111.664	121.543	128.653	124.862	127.359	129.907	124.063	126.545
Doanh thu nhiên liệu dầu	83	84	94	98	91	90	92	84	83
- Khối lượng nhiên liệu dầu (tấn)	5.230	5.194	5.302	5.266	5.230	5.194	5.302	5.266	5.230
- Đơn giá nhiên liệu dầu (VND/kg)	15.950	16.240	17.690	18.560	17.400	17.400	17.400	15.950	15.950
Phí công suất (tỷ VND)	1.047	1.060	1.104	1.118	1.133	1.148	1.195	1.210	1.226
- Công suất khả dụng (MW)	726	721	736	731	726	721	736	731	726
- Đơn giá Phí công suất (VND/kW/tháng)	120.085	122.487	124.937	127.436	129.984	132.584	135.236	137.940	140.699
Doanh thu O&M cố định	533	563	581	584	586	589	608	611	614
Chi phí	4.021	4.120	4.183	4.091	3.994	4.059	4.227	4.057	4.148
- Chi phí nhiên liệu khí	2.844	2.939	3.266	3.434	3.310	3.353	3.491	3.311	3.354
- Chi phí nhiên liệu dầu	82	83	92	96	89	89	90	82	82
- Chi phí O&M biến đổi	17	17	18	18	19	20	20	21	22
- Chi phí khấu hao	549	549	265	0	0	0	0	0	0
- Chi phí lãi vay	45	27	9	0	0	0	0	0	0
- Chi phí bảo hiểm	25	24	25	25	26	26	27	28	28
- Chênh lệch tỷ giá	12	13	13	0	0	0	0	0	0
- Chi phí O&M cố định	447	467	495	518	550	572	599	615	663
Lợi nhuận trước thuế	572	609	951	1.235	1.216	1.212	1.254	1.251	1.222
Thuế suất thuế TNDN (%)	10%	10%	10%	10%	20%	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận sau thuế	515	548	856	1.111	973	970	1.003	1.001	978

Nhà máy Cà Mau 2
Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy Cà Mau 2

Tiêu chí	Cơ sở ước tính									
Sản lượng	Nhà máy Cà Mau 2 chính thức vận hành thương mại từ tháng 12 năm 2008, tính đến năm 2017 là đã vận hành được 9 năm. Công suất vận hành năm 2017 của nhà máy Cà Mau 2 đạt 733 MW. Tổng sản lượng điện chạy khí và sản lượng điện chạy dầu tương ứng đạt lần lượt 3.835 triệu kWh và 28 triệu kWh.									
Ước tính sản lượng Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 2										
Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Sản lượng điện chạy khí (triệu kWh)	3.862	3.835	3.809	3.783	3.757	3.730	3.704	3.678	3.652	3.626
Sản lượng điện chạy dầu (triệu kWh)	28,2	28,0	27,8	27,6	27,4	27,2	27,0	26,9	26,7	26,5
Đơn giá phí công suất	Đơn giá phí công suất của nhà máy Cà Mau 2 theo hợp đồng mỗi tháng là 5,28 USD/kWh. Do đặc thù nhà máy Cà Mau 2 là nhà máy điện được hưởng cơ chế vận hành đặc thù theo chỉ đạo của Chính phủ, do đó trong mô hình chúng tôi sẽ chỉ xác lập mức giá phí công suất theo hợp đồng đã được xác định.									

Nhiên liệu khí

Sản lượng khí. Định mức nhiên liệu khí để sản xuất 1 kWh điện vào khoảng 6.500-7.500 BTU, chúng tôi giả định định mức nhiên liệu khí của nhà máy Cà Mau 2 là 7.500 BTU, theo đó sản lượng giả định đạt 28,6 triệu BTU trong năm 2017. Những năm về sau sẽ căn cứ định mức nhiên liệu khí đối với công suất năm cơ sở để xác định sản lượng khí. Sản lượng khí tiêu dùng sẽ bằng 98% so với sản lượng khí đã xác định.

Đơn giá nhiên liệu khí. Trên cơ sở dự báo giá dầu trung bình đạt 55 USD năm 2017, BVSC xác định giá khí đạt khoảng 3,5 USD/mmBTU. Cộng thêm với chi phí vận chuyển khí của Cà Mau 2 là 1,2 USD/mmBTU, đơn giá nhiên liệu khí của Cà Mau 2 là 4,7 USD/mmBTU. Những năm về sau chúng tôi giả định chi phí vận chuyển tăng 2%/năm và giá khí vẫn được xác lập trên cơ sở giá dầu như dự báo.

Ước tính giá khí đầu vào cho Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 2

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá dầu dự báo (USD/bbl)	55	56	61	64	60	60	60	55	55
Giá khí dự báo (USD/mmBTU)	3,6	3,6	3,9	4,1	3,9	3,9	3,9	3,6	3,6

Nhiên liệu dầu

Sản lượng dầu. Khối lượng nhiên liệu dầu được chúng tôi xác lập cho năm cơ sở là 5.230 tấn theo định mức tiêu hao nhiên liệu dầu khoảng 1,4 tấn/kWh, những năm về sau sẽ căn cứ trên định mức nhiên liệu dầu đối với công suất năm cơ sở để xác định sản lượng nhiên liệu dầu.

Đơn giá nhiên liệu dầu. Đơn giá nhiên liệu dầu được BVSC dự báo trên cơ sở giá dầu theo Bloomberg tổng hợp.

Chi phí khấu hao

Bắt đầu hết khấu hao từ năm 2019, nhà máy Cà Mau 2 sẽ có bước tăng trưởng tương đối về lợi nhuận. Mức khấu hao còn lại được tính toán trong giai đoạn còn lại 2017-2018 như sau:

Chi phí khấu hao nhà máy Nhiệt điện Cà Mau 2

Năm	2017	2018	2019	2020
Nguyên giá (tỷ VNĐ)	5.986	5.986	5.986	-
Giá trị còn lại (tỷ VNĐ)	1.083	515	-	-
Khấu hao (tỷ VNĐ)	515	567	-	-

Chi phí O&M cố định

Mức tối đa tỷ trọng chi phí bảo dưỡng theo quy định là 4,5% trên tổng mức đầu tư và chúng tôi áp dụng tỷ lệ này cho Cà Mau. Chi phí này sẽ tăng trưởng theo lạm phát hàng năm, trong khi chi phí nhân công giả định bằng 3% trên tổng doanh thu.

Chi phí tài chính

Chúng tôi xác định mức dư nợ và chi phí lãi vay như sau:

Vay nợ dài hạn Cà Mau 2 - USD

Thời điểm	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
- Dư nợ đầu kỳ (USD)	34.875.000	23.250.000	11.625.000		
- Trả gốc trong kỳ (USD)	11.625.000	11.625.000	11.625.000		

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

- Dư nợ cuối kỳ (USD)	23.250.000	11.625.000	0		
- Lãi vay phải trả (USD)	1.162.500	697.500	232.500		
- Chi phí lãi vay (%)	4,00%	4,00%	4,00%		
Tổng cộng vay nợ dài hạn - VND					
Thời điểm	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
- Dư nợ đầu kỳ (VND)	786.082.500.000	529.867.500.000	264.643.125.000		
- Trả gốc trong kỳ (VND)	263.480.625.000	264.788.437.500	267.289.556.250		
- Dư nợ cuối kỳ (VND)	529.867.500.000	264.643.125.000	0		
- Lãi vay phải trả (VND)	26.348.062.500	15.887.306.250	5.345.791.125		
Tỷ giá	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
- Tỷ giá USD/VND	22.790	22.765	23.220	23.685	24.158
Chênh lệch tỷ giá trong thanh toán. BVSC giả định thay đổi trong tỷ giá thực tế so với tỷ giá ghi sổ là 2%, tính toán trên số tiền trả gốc theo USD của doanh nghiệp để xác định chênh lệch tỷ giá trong thanh toán của nhà máy.					
Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp	Nhà máy Cà Mau 2 được miễn thuế trong 4 năm đầu và giảm 50% số thuế phải nộp trong 7 năm tiếp theo và năm 2016 là năm thứ 4 được giảm 50% số thuế phải nộp. Như vậy, ưu đãi của Cà Mau 2 sẽ kết thúc vào năm 2020 và kể từ năm 2021 sẽ phải áp dụng mức thuế thu nhập 20%.				

Bảng dự báo lợi nhuận Cà Mau 2:

Dự báo doanh thu và lợi nhuận Nhà máy nhiệt điện Cà Mau 2 - Đơn vị: Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	4.779	4.924	5.221	5.435	5.332	5.412	5.493	5.337	5.418
Doanh thu nhiên liệu khí	3.080	3.178	3.452	3.644	3.531	3.594	3.658	3.493	3.557
- Khối lượng nhiên liệu khí (tỷ BTU)	28.660	28.465	28.269	28.074	27.878	27.683	27.487	27.292	27.096
- Đơn giá nhiên liệu khí (VND/MMBTU)	107.451	111.664	122.108	129.818	126.662	129.832	133.091	128.000	131.277
Doanh thu nhiên liệu dầu	83	85	93	97	91	91	91	83	83
- Khối lượng nhiên liệu dầu (tấn)	5.230	5.230	5.230	5.230	5.230	5.230	5.230	5.230	5.230
- Đơn giá nhiên liệu dầu (VND/kg)	15.950	16.240	17.690	18.560	17.400	17.400	17.400	15.950	15.950
Phí công suất (tỷ VND)	1.056	1.070	1.084	1.098	1.112	1.126	1.141	1.155	1.170
- Công suất khả dụng (MW)	733	728	723	718	713	708	703	698	693
- Đơn giá Phí công suất (VND/kW/tháng)	120.085	122.487	124.937	127.436	129.984	132.584	135.236	137.940	140.699
Doanh thu O&M cố định	538	568	570	573	575	578	581	583	586
Chi phí	4.088	4.302	4.026	4.245	4.144	4.249	4.337	4.187	4.277
- Chi phí nhiên liệu khí	2.979	3.115	3.383	3.572	3.460	3.522	3.585	3.423	3.486
- Chi phí nhiên liệu dầu	82	83	91	95	89	89	89	82	82
- Chi phí O&M biến đổi	18	18	19	19	20	21	21	22	23
- Chi phí khấu hao	516	567	0	0	0	0	0	0	0

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

- Chi phí lãi vay	16	5	0	0	0	0	0	0	0
- Chi phí bảo hiểm	22	22	23	23	24	24	25	25	25
- Chênh lệch tỷ giá	5	5	0	0	0	0	0	0	0
- Chi phí O&M cố định	451	486	511	536	551	593	616	634	661
Lợi nhuận trước thuế	691	622	1.195	1.190	1.188	1.163	1.156	1.150	1.141
Thuế suất thuế TNDN (%)	10%	10%	10%	10%	20%	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận sau thuế	622	560	1.075	1.071	950	930	925	920	913

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1
Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy Nhơn Trạch 1

Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1 được xây dựng với công suất thiết kế là 450 MW, tương đương với sản lượng điện bình quân khoảng 2.647 triệu kWh. BVSC sử dụng mức sản lượng này để làm tham chiếu cho các năm tiếp theo, trong đó có khoảng 10% sản lượng điện phát trên thị trường điện cạnh tranh.
Giá khí đầu vào	Nguồn nguyên liệu khí của Nhơn Trạch 1 được cung cấp từ 4 mỏ chính: mỏ khí Nam Côn Sơn, mỏ khí Thiên Ưng, mỏ khí Đại Hùng và trạm xử lý khí Phú Mỹ Nhơn Trạch. Giá khí đầu vào sẽ được xác lập trên cơ sở so sánh giá khí trung bình tại 4 mỏ và 46% giá HFO trung bình, sau đó sẽ lấy giá trị cao nhất trong hai giá trị trên. Giá khí cuối cùng sẽ được cộng với chi phí vận chuyển, từ đó BVSC xác lập đơn giá khí đối với nhà máy điện Nhơn Trạch 1 như sau:

Ước tính giá khí đầu vào của Nhiệt điện Nhơn Trạch 1 - Đơn vị: USD/MMBTU

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cước phí vận chuyển trung bình 4 mỏ khí cung cấp cho NT1	2,21	2,73	3,39	3,46	3,53	3,60	3,67	3,75	3,82
Giá khí trung bình 4 mỏ	3,68	3,87	4,08	4,22	4,12	4,16	4,21	4,08	4,12
Giá khí bán cho NT1	5,88	6,60	7,48	7,69	7,65	7,77	7,88	7,82	7,95

Giá bán điện **Giá điện hợp đồng.** Giá bán điện của Nhơn Trạch 1 được xác định trên cơ sở giá cố định bình quân và giá biến đổi. Trong đó, giá cố định bình quân được ước tính khoảng 308 VNĐ/kWh, giá biến đổi sẽ thay đổi theo mức giá khí đầu vào và chi phí biến đổi mỗi năm, giá khí được BVSC dự báo theo giá dầu dự báo tổng hợp từ Bloomberg từ các tổ chức lớn trên thế giới.

Giá điện cạnh tranh. Chúng tôi tham chiếu mức giá bình quân 8 tháng đầu năm 2017, do đó chúng tôi dự báo khoảng 1.211 đồng/kWh.

Ước tính giá bán điện của Nhơn Trạch 1

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá cố định bình quân (VNĐ/kWh)	308	308	308	308	308	308	308	308	308
Giá khí năm cơ sở (VNĐ/mmBTU)	104.815	104.816	104.817	104.818	104.819	104.820	104.821	104.822	104.823
Đơn giá khí (VNĐ/mmBTU)	133.931	153.224	177.087	185.713	188.591	195.184	202.058	204.615	211.928
Giá biến đổi năm cơ sở (VNĐ/kWh)	818	819	820	821	822	823	824	825	826

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

Giá biến đổi (VNĐ/kWh)	1.058	1.210	1.398	1.467	1.491	1.545	1.601	1.623	1.682
Giá điện hợp đồng (VNĐ/kWh)	1.366	1.518	1.706	1.775	1.800	1.853	1.909	1.931	1.991
Giá điện cạnh tranh (VNĐ/kWh)	1.211	1.346	1.513	1.574	1.595	1.643	1.693	1.712	1.765
Chi phí khấu hao	Với tổng mức đầu tư khoảng 6.454 tỷ đồng và thời gian khấu hao khoảng 15 năm, chúng tôi tính toán nhà máy điện Nhơn Trạch 1 sẽ hết khấu hao vào năm 2024 với mức khấu hao hàng năm ước khoảng 532 tỷ đồng.								
Ước tính chi phí khấu hao của Nhơn Trạch 1 - Đơn vị: Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nguyên giá	7.243	7.243	7.243	7.243	7.243	7.243	7.243	7.243	7.243
Khấu hao	532	532	532	532	532	532	532	266	-
Giá trị còn lại	3.462	2.929	2.397	1.864	1.331	799	266	-	-
Chi phí O&M cố định	Đối với chi phí sửa chữa, chúng tôi áp dụng tỷ lệ 4,5%/tổng mức đầu tư cho Nhơn Trạch 1 năm 2017 do công ty thực hiện trích trước chi phí sửa chữa lớn. Chi phí nhân công giả định bằng 2% trên tổng doanh thu.								
Chi phí tài chính	Khoản vay còn lại của Nhơn Trạch 1 không đáng kể, khoảng 51 tỷ.								

Bảng dự báo lợi nhuận Nhơn Trạch 1:

Dự báo doanh thu và lợi nhuận Nhà máy Nhơn Trạch 1 - Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	3.620	3.997	4.490	4.671	4.734	4.874	5.021	5.078	5.234
- Sản lượng điện heo hợp đồng (triệu kWh)	2.514	2.382	2.382	2.382	2.382	2.382	2.382	2.382	2.382
- Giá bán điện theo hợp đồng (VNĐ)	1.366	1.518	1.706	1.775	1.800	1.853	1.909	1.931	1.991
- Sản lượng điện cạnh tranh (triệu kWh)	132	265	265	265	265	265	265	265	265
- Giá bán điện cạnh tranh (VNĐ)	1.211	1.346	1.513	1.574	1.595	1.643	1.693	1.712	1.765
Giá vốn hàng bán	3.532	3.597	4.055	4.223	4.289	4.420	4.557	4.346	4.232
- Chi phí nguyên vật liệu	2.552	2.798	3.234	3.392	3.444	3.565	3.690	3.737	3.870
- Chi phí O&M biến đổi	54	60	67	70	71	73	75	76	79
- Chi phí khấu hao	533	533	533	533	533	533	533	267	0
- Chi phí O&M cố định	363	177	191	200	212	221	230	237	254
Chi phí lãi vay	5	4	4	3	2	2	1	0	0
LNTT	88	400	435	447	446	455	464	733	1.002
Thuế suất thuế TNDN (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
LNST	71	320	348	358	356	364	371	586	802

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2
Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy Nhơn Trạch 2

Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	Do ảnh hưởng thời tiết, lượng mưa trong 6 tháng đầu năm 2017 cao hơn so với trung bình nhiều năm, theo đó làm giảm sản lượng điện thương phẩm cũng như giá điện trên thị trường điện cạnh tranh. Sản lượng điện 5 tháng đầu năm của NT2 chỉ đạt khoảng 1,98 tỷ kWh, giảm 13,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Theo đó, BVSC dự báo sản lượng cả năm sẽ đạt khoảng 4.748 triệu kWh, giảm 9% so với 2016. Từ năm 2018 sản lượng điện giả định sẽ bằng sản lượng trung bình của NT2 từ 2015-2016, tương đương 5.361 triệu kWh.
Giá khí đầu vào	Nguồn nguyên liệu khí của Nhơn Trạch 2 được cung cấp từ 4 mỏ chính: mỏ khí Nam Côn Sơn, mỏ khí Thiên Ưng, mỏ khí Đại Hùng và trạm xử lý khí Phú Mỹ Nhơn Trạch. Giá khí đầu vào sẽ được xác lập trên cơ sở so sánh giá khí trung bình tại 4 mỏ và 46% giá HFO trung bình, sau đó sẽ lấy giá trị cao nhất trong hai giá trị trên. Giá khí cuối cùng sẽ được cộng với chi phí vận chuyển, từ đó BVSC xác lập đơn giá khí đối với nhà máy điện Nhơn Trạch 2 như sau:

Ước tính giá khí đầu vào của Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 - Đơn vị: USD/MMBTU

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Cước phí vận chuyển trung bình 4 mỏ khí cung cấp cho NT2	2,21	2,73	3,39	3,46	3,53	3,60	3,67	3,75	3,82
Giá khí trung bình 4 mỏ	3,68	3,87	4,08	4,22	4,12	4,16	4,21	4,08	4,12
Giá khí bán cho NT2	5,88	6,60	7,48	7,69	7,65	7,77	7,88	7,82	7,95

Giá bán điện	<p>Giá điện theo hợp đồng mua bán điện. Giá hợp đồng mua bán điện được xác định trên cơ sở giá cố định bình quân và giá biến đổi (bao gồm giá khí đầu vào và các chi phí khác).</p> <p>Giá điện trên thị trường cạnh tranh. Chúng tôi tham chiếu mức giá bình quân 8 tháng đầu năm 2017, do đó chúng tôi dự báo khoảng 1.211 đồng/kWh.</p>
--------------	--

Ước tính giá bán điện của Nhơn Trạch 2

Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Giá cố định bình quân (VNĐ/kWh)	492	492	492	492	492	492	492	492	492
Giá khí năm cơ sở (VNĐ/mmBTU)	104.815	104.816	104.817	104.818	104.819	104.820	104.821	104.822	104.823
Đơn giá khí (VNĐ/mmBTU)	133.931	153.224	177.087	185.713	188.591	195.184	202.058	204.615	211.928
Giá biến đổi năm cơ sở (VNĐ/kWh)	749	749	749	749	749	749	749	749	749
Giá biến đổi (VNĐ/kWh)	971	1.109	1.279	1.341	1.362	1.409	1.458	1.476	1.529
Giá điện hợp đồng (VNĐ/kWh)	1.463	1.601	1.772	1.834	1.854	1.901	1.950	1.969	2.021
Giá điện cạnh tranh (VNĐ/kWh)	1.211	1.346	1.513	1.574	1.595	1.643	1.693	1.712	1.765

Chi phí khấu hao	Mức khấu hao hàng năm của NT2 được tính toán như sau:
------------------	---

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

Ước tính chi phí khấu hao của Nhơn Trạch 2 - Đơn vị: Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nguyên giá	11.307	11.307	11.307	11.307	11.307	11.307	11.307	11.307	11.307
Khấu hao	709	709	710	711	712	713	713	713	713
Giá trị còn lại	6.198	5.489	4.779	4.068	3.356	2.643	1.930	1.217	504
Chi phí tài chính		NT2 có hai khoản nợ ngoại tệ USD và EUR với số dư nợ tính đến cuối năm 2016 tương đương 100 triệu USD và 91 triệu EUR. Mỗi năm NT2 sẽ trả gốc 2 lần và tổng số gốc phải trả đối với nợ USD là 20,2 triệu USD và đối với nợ EUR là 20,5 triệu EUR. Lãi vay tương ứng sẽ giảm dần theo từng năm và đến năm 2021 sẽ kết thúc. BVSC ước tính lãi vay ngoại tệ của NT2 như sau:							
Vay nợ dài hạn - USD									
Hermes, CIRR, NEXI, Citibank	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
- Dư nợ đầu kỳ (USD)		100.885.761	78.149.222	55.412.684	32.676.145	9.939.606			
- Trả gốc trong kỳ (USD)		22.736.539	22.736.539	22.736.539	22.736.539	9.939.606			
- Dư nợ cuối kỳ (USD)		78.149.222	55.412.684	32.676.145	9.939.606	0			
- Lãi vay phải trả (USD)		3.356.906	2.504.286	1.651.666	799.045	186.368			
- Chi phí lãi vay (%)		3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%			
Vay nợ dài hạn - EUR									
Hermes, CIRR, NEXI, Citibank	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
- Dư nợ đầu kỳ (EUR)		91.381.202	69.817.674	48.254.145	26.690.617	5.127.089			
- Trả gốc trong kỳ (EUR)		21.563.528	21.563.528	21.563.528	21.563.528	5.127.089			
- Dư nợ cuối kỳ (EUR)		69.817.674	48.254.145	26.690.617	5.127.089	0			
- Lãi vay phải trả (EUR)		1.692.588	1.239.754	786.920	334.086	53.834			
- Chi phí lãi vay (%)		2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%			
Vay nợ dài hạn - Triệu VND									
Vay VP bank	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
- Dư nợ đầu kỳ (VND)		171.880	143.233	114.586	85.940	57.293	28.646		
- Trả gốc trong kỳ (VND)		28.646	28.646	28.646	28.646	28.646	28.646		
- Dư nợ cuối kỳ (VND)		143.233	114.586	85.940	57.293	28.646	0		
- Lãi vay phải trả (VND)		14.967	12.246	9.525	6.803	4.082	1.360		
- Chi phí lãi vay (%)		9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		
Vay NH TMCP Tp. HCM	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
- Dư nợ đầu kỳ (VND)		109.079	90.899	72.719	54.539	36.359	18.179		
- Trả gốc trong kỳ (VND)		18.179	18.179	18.179	18.179	18.179	18.179		
- Dư nợ cuối kỳ (VND)		90.899	72.719	54.539	36.359	18.179	0		
- Lãi vay phải trả (VND)		9.499	7.771	6.044	4.317	2.590	863		
- Chi phí lãi vay (%)		9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%	9,50%		

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

Tổng cộng vay nợ dài hạn - Triệu VND						
Thời điểm	2017	2018	2019	2020	2021	2022
- Dư nợ đầu kỳ (VND)	4.783.073	3.891.256	2.791.485	1.654.067	477.993	46.826
- Trả gốc trong kỳ (VND)	1.114.647	1.153.997	1.173.218	1.192.780	434.650	46.826
- Dư nợ cuối kỳ (VND)	3.891.256	2.791.485	1.654.067	477.993	46.826	0
- Lãi vay phải trả (VND)	144.095	111.197	75.951	39.563	12.745	2.224
Tỷ giá	2017	2018	2019	2020	2021	2022
- Tỷ giá USD/VND	22.765	23.220	23.685	24.158	24.642	25.134
- Tỷ giá EUR/VND	26.899	27.303	27.712	28.128	28.550	28.978
Thuế thu nhập doanh nghiệp	Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp 10%/năm áp dụng trong 15 năm kể từ ngày vận hành thương mại. Từ năm 2011-2014, Nhơn Trạch 2 được miễn hoàn toàn thuế thu nhập doanh nghiệp và Công ty sẽ tiếp tục được giảm 50% số thuế phải nộp trong 9 năm tiếp theo.					

Bảng dự báo lợi nhuận nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 2:

Dự báo doanh thu và lợi nhuận Nhà máy Nhơn Trạch 2 - Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	6.921	8.447	9.360	9.690	9.801	10.054	10.318	10.416	10.697
- Sản lượng điện theo hợp đồng (triệu kWh)	4.511	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825	4.825
- Giá bán điện theo hợp đồng (VNĐ)	1.463	1.601	1.772	1.834	1.854	1.901	1.950	1.969	2.021
- Sản lượng điện cạnh tranh (triệu kWh)	237	536	536	536	536	536	536	536	536
- Giá bán điện cạnh tranh (VNĐ)	1.211	1.346	1.513	1.574	1.595	1.643	1.693	1.712	1.765
Giá vốn hàng bán	5.652	7.061	7.993	8.347	8.511	8.791	9.084	9.213	9.718
- Chi phí nguyên vật liệu	4.364	5.723	6.614	6.936	7.044	7.290	7.547	7.642	8.074
- Chi phí O&M	460	482	507	532	585	614	645	677	745
- Chi phí khấu hao	709	710	711	711	712	713	714	714	714
- Khác	142	108	73	37	11	2	0	0	0
Chi phí lãi vay	64	64	64	64	64	0	0	0	0
Chi phí bảo hiểm	29	19	20	20	7	0	0	0	0
Chênh lệch tỷ giá trong thanh toán	779	1.156	1.161	1.172	1.159	1.209	1.178	1.146	918
Lợi nhuận trước thuế	779	1.156	1.161	1.172	1.159	1.209	1.178	1.146	918
Thuế suất thuế TNDN (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	10%	10%
Lợi nhuận sau thuế	740	1.098	1.103	1.113	1.159	1.209	1.119	1.088	872

Nhà máy thủy điện ĐakDrink

Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy thủy điện ĐakDrink	
Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	Nhà máy thủy điện ĐakDrink có công suất 125 MW với 2 tổ máy, hoạt động từ năm 2013 với sản lượng trung bình đạt khoảng 527 triệu kWh. Do ảnh

	hưởng tích cực từ La Nina, chúng tôi giả định sản lượng điện năm 2017 của ĐakDrink đạt 530 triệu kWh, trong đó sản lượng điện hợp đồng đạt 371 triệu kWh và sản lượng điện phát trên thị trường cạnh tranh đạt 159 triệu kWh.
Giá bán điện	Giá hợp đồng của thủy điện ĐakDrink được chia làm hai giai đoạn. Giai đoạn từ tháng 1 cho tới tháng 8, giá hợp đồng của nhà máy là 942 đồng/kWh, giai đoạn 2 từ tháng 9 đến tháng 12 là 788 đồng/kWh. Mặc dù số tháng mùa mưa ít hơn tuy nhiên những tháng mùa mưa lượng nước về hồ nhiều hơn nên BVSC giả định sản lượng vào mùa mưa sẽ tương đương với sản lượng điện vào mùa khô. Trên cơ sở đó, chúng tôi xác định giá hợp đồng của ĐakDrink là 866 đồng/kWh.
Đơn giá tài nguyên nước và phí môi trường	Đơn giá tài nguyên nước là 81 đồng/kWh và đơn giá phí môi trường rừng là 20 đồng/kWh.
Chi phí khấu hao	Nguyên giá nhà máy thủy điện ĐakDrink là 5.633 tỷ đồng, giả định nhà máy khấu hao đường thẳng trong 24 năm từ năm 2013 đến năm 2037 với chi phí khấu hao mỗi năm là 236 tỷ đồng.
Chi phí O&M cố định	Chi phí bảo dưỡng duy tu được xác định tăng trưởng theo lạm phát 5%/năm. Chúng tôi tham chiếu tỷ trọng chi phí bảo dưỡng và chi phí nhân công của một số nhà máy thủy điện để xác định tỷ trọng chi phí O&M cố định, qua đó giả định tỷ trọng chi phí nhân công trên doanh thu của ĐakDrink là 7% và chi phí bảo dưỡng duy tu là 0,3% trên tổng mức đầu tư cho năm 2017.

Tỷ trọng chi phí O&M của một số nhà máy thủy điện

Năm	Cần Đơn	Miền Trung	Bản Vẽ	Đại Ninh	Đồng Nai	Sông Tranh	Trung bình
- Chi phí hoạt động/Doanh thu	9,4%	6,7%	5,2%	8,8%	5,4%	6,3%	7,02%
- Chi phí sửa chữa duy tu/TMĐT	0,3%	0,1%	0,5%	0,4%	0,2%	0,3%	0,3%

Chi phí tài chính	Dư nợ vay tính đến cuối 31/12/2016 của ĐakDrink tương đương 148 triệu USD, số tiền trả nợ gốc trong năm của nhà máy ĐakDrink là 19,7 triệu USD với khoảng 4,2 triệu USD lãi vay lãi suất 3,5%. Khoản nợ này sẽ kết thúc vào năm 2024.
-------------------	---

Vay nợ dài hạn ĐakDrink - USD

Thời điểm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
- Dư nợ đầu kỳ	148.333.273	128.555.504	108.777.734	88.999.964	69.222.194	49.444.424	29.666.655	9.888.885
- Trả gốc trong kỳ	19.777.770	19.777.770	19.777.770	19.777.770	19.777.770	19.777.770	19.777.770	9.888.885
- Dư nợ cuối kỳ	128.555.504	108.777.734	88.999.964	69.222.194	49.444.424	29.666.655	9.888.885	0
- Lãi vay phải trả	4.845.554	4.153.332	3.461.110	2.768.888	2.076.666	1.384.444	692.222	173.055
- Chi phí lãi vay	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%

Tổng cộng vay nợ dài hạn - Triệu VND

Thời điểm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
- Dư nợ đầu kỳ	3.380.515	2.926.566	2.525.851	2.107.937	1.672.297	1.218.388	745.653	253.522
- Trả gốc trong kỳ	450.488	454.743	463.838	473.114	482.577	492.228	502.073	256.057

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

- Dư nợ cuối kỳ	2.926.566	2.525.851	2.107.937	1.672.297	1.218.388	745.653	253.522	0
- Lãi vay phải trả	110.369	95.496	81.171	66.236	50.670	34.456	17.572	4.481
Tỷ giá	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
- Tỷ giá USD/VND	22.765	23.220	23.685	24.158	24.642	25.134	25.637	26.150
Chênh lệch tỷ giá trong thanh toán được giả định ở mức 2%, được sử dụng để đánh giá lãi hoặc lỗ trong thanh toán các khoản ngoại tệ có giá trị thực tế khác so với giá trị sổ sách.								
Thuế thu nhập doanh nghiệp	ĐakĐrinh hiện đang được hưởng ưu đãi thuế TNDN như sau: miễn thuế TNDN 04 năm đầu kể từ năm 2014 đến hết năm 2017; miễn giảm thuế TNDN 50% trong 9 năm tiếp theo kể từ năm 2018 đến hết năm 2026 (mức thuế phải đóng 10%/năm); sau năm 2026 thì đóng 100% thuế TNDN với mức thuế suất 20%/năm.							

Bảng dự báo lợi nhuận Nhà máy thủy điện ĐakĐrinh:

Dự báo doanh thu và lợi nhuận Nhà máy thủy điện ĐakĐrinh - Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	567	507	509	512	515	519	522	526	529
- Sản lượng điện theo hợp đồng (triệu kWh)	371	450	450	450	450	450	450	450	450
- Giá bán điện theo hợp đồng (VNĐ)	866	866	866	866	866	866	866	866	866
- Sản lượng điện cạnh tranh (triệu kWh)	159	50	50	50	50	50	50	50	50
- Giá bán điện cạnh tranh (VNĐ)	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211
Thuế tài nguyên nước	43	45	47	50	52	55	58	60	64
Thuế tài nguyên rừng	11	11	12	12	13	14	14	15	16
Giá vốn hàng bán	454	443	431	430	375	380	385	390	396
- Chi phí nguyên vật liệu	54	56	59	62	65	68	72	75	79
- Chi phí khấu hao	237	237	237	237	237	237	237	237	237
- Chi phí O&M cố định	58	54	55	57	58	59	61	62	64
Chi phí lãi vay	79	69	64	59	-	-	-	-	-
Chi phí bảo hiểm	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Chênh lệch tỷ giá trong thanh toán	9	9	9	10	10	10	10	10	11
LNTT	113	63	79	82	140	139	137	135	134
Thuế suất thuế TNDN (%)	0%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
LNST	113	57	71	74	126	125	123	122	120

Nhà máy thủy điện Hòa Na
Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy điện Hòa Na

Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	Thủy điện Hòa Na có công suất 180 MW với 2 tổ máy, khởi công tháng 03/2008, hoàn thành tháng 07/2013. Sản lượng điện trung bình từ năm 2013 đạt khoảng

	712 triệu kWh, và mức sản lượng điện này được chúng tôi giả định sẽ duy trì trong nhiều năm bắt đầu từ năm 2017. Trong đó sản lượng điện bán theo hợp đồng đạt 513 triệu kWh và sản lượng điện bán trên thị trường cạnh tranh là 132 triệu kWh.
Giá bán điện	Giá bán điện hợp đồng của thủy điện Hòa Na được chia làm hai giai đoạn: giai đoạn 1 từ tháng 1 đến tháng 3 giá 810 đồng/kWh và giai đoạn 2 từ tháng 4 đến tháng 12 giá 890 đồng/kWh. Chúng tôi giả định mức giá bình quân sẽ là 870 đồng/kWh.
Chi phí khấu hao	Nguyên giá tài sản của nhà máy thủy điện Hòa Na là 5.616 tỷ đồng, BVSC giả định khấu hao theo đường thẳng trong 20 năm từ năm 2013 đến năm 2033 với mức khấu hao hàng năm khoảng 265 tỷ đồng.
Chi phí O&M cố định	Tham chiếu trên tỷ lệ các nhà máy thủy điện khác, chúng tôi áp dụng tỷ trọng chi phí nhân công tương ứng là 7% trên doanh thu và chi phí duy tu bảo dưỡng là 0,3%/tổng mức đầu tư, và các chi phí này sẽ tăng trưởng theo lạm phát hàng năm.
Tỷ trọng chi phí O&M của một số nhà máy thủy điện	
Năm	Cần Đơn Miền Trung Bản Vẽ Đại Ninh Đồng Nai Sông Tranh Trung bình
- Chi phí hoạt động/Doanh thu	9,4% 6,7% 5,2% 8,8% 5,4% 6,3% 7,02%
- Chi phí sửa chữa duy tu/TMĐT	0,3% 0,1% 0,5% 0,4% 0,2% 0,3% 0,3%
Chi phí tài chính	Nhà máy thủy điện Hòa Na có tổng mức đầu tư 5.964 tỷ đồng, số dư nợ vay cuối năm 2017 tương đương khoảng 2.445 tỷ đồng. Lãi suất vay áp dụng là 7,5%. Sau đây là biểu đồ dư nợ vay và lãi vay của Hòa Na.
Vay nợ dài hạn Hòa Na - Triệu VND	
Thời điểm	2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025 2026
- Dư nợ đầu kỳ	2.631.300 2.445.300 2.063.400 1.620.400 1.166.400 722.000 299.900 171.200 65.000 25.000
- Trả gốc trong kỳ	186.000 381.900 443.000 454.000 444.400 422.100 128.700 106.200 40.000 25.000
- Dư nợ cuối kỳ	2.445.300 2.063.400 1.620.400 1.166.400 722.000 299.900 171.200 65.000 25.000 0
- Lãi vay phải trả	241.138 214.163 174.980 132.373 89.699 48.540 22.377 11.219 4.275 1.187
- Chi phí lãi vay	9,50% 9,50% 9,50% 9,50% 9,50% 9,50% 9,50% 9,50% 9,50% 9,50%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	Dự án nằm trong quy hoạch điện quốc gia (Quy hoạch Điện VII), hưởng cơ chế 797/400. Theo luật thuế TNDN số 14/2008/QH12 ngày 3/6/2008, sửa đổi bổ sung số 32/2013/QH13 ngày 19/6/2013, thuế thu nhập doanh nghiệp 10%/năm áp dụng trong 15 năm kể từ ngày vận hành thương mại, trong đó miễn thuế 04 năm đầu tiên kể từ khi có thu nhập chịu thuế (từ 2013) và giảm 50% thuế suất trong 09 năm tiếp theo (từ 2017).

Bảng dự báo lợi nhuận Nhà máy thủy điện Hòa Na:

Dự báo doanh và lợi nhuận Nhà máy thủy điện Hòa Na - Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	589	587	587	587	587	587	587	587	587
- Sản lượng điện theo hợp đồng (triệu kWh)	562	570	570	570	570	570	570	570	570
- Giá bán điện theo hợp đồng (VNĐ)	870	870	870	870	870	870	870	870	870
- Sản lượng điện cạnh tranh (triệu kWh)	83	75	75	75	75	75	75	75	75
- Giá bán điện cạnh tranh (VNĐ)	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211	1.211
Giá vốn hàng bán	573	547	509	467	426	385	360	350	345
- Chi phí khấu hao	266	266	266	266	266	266	266	266	266
- Chi phí O&M cố định	59	60	61	62	63	64	65	66	68
Chi phí lãi vay	241	214	175	132	90	49	22	11	4
Chi phí bảo hiểm	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Lợi nhuận trước thuế	16	40	78	120	161	202	227	237	242
Thuế suất thuế TNDN (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Lợi nhuận sau thuế	15	38	74	114	153	191	215	225	230

Nhà máy thủy điện Nậm Cắt
Một số giả định sử dụng để ước tính giá trị Nhà máy điện Nậm Cắt

Tiêu chí	Cơ sở ước tính
Sản lượng	Nhà máy điện Nậm Cắt được quản lý vận hành bởi công ty cổ phần điện lực dầu khí Bắc Cạn, thuộc đơn vị thành viên của PVPower. Công suất của nhà máy nhỏ chỉ 3,2 MW, sản lượng điện hàng năm khoảng 14 triệu kWh.
Giá bán điện	<p>Thủy điện Nậm Cắt áp dụng giá điện theo biểu phí tránh được do Bộ Công Thương hằng năm công bố (theo Quyết định 18/2008/QĐ-BCT của Bộ Công Thương). Chi phí tránh được là chi phí sản xuất/1kWh của tổ máy phát có chi phí cao nhất trong hệ thống điện quốc gia, chi phí này có thể tránh được nếu Bên mua mua 1kWh từ một nhà máy điện nhỏ sử dụng năng lượng tái tạo thay thế. Giá của Biểu giá sẽ được đảm bảo không cao hơn hơn giá trần nhưng cũng không thấp hơn giá sàn trong thanh toán tiền điện đã phát.</p> <p>Thủy điện nhỏ thì một năm chỉ được áp dụng 8 tháng cho giờ cao điểm, 4 tháng mùa mưa (tháng 7,8,9,10) không được áp dụng. Dựa trên biểu giá chi phí tránh được của Bộ Công Thương ban hành, BVSC tính toán giá điện áp dụng cho thủy điện Nậm Cắt vào khoảng 1.156 đồng/kWh. Mức giá này sẽ thay đổi hàng năm theo biểu giá chi phí tránh được ban hành từ Bộ Công Thương, thông thường giá trong giờ có sự thay đổi không lớn nhưng giá công suất tăng trưởng theo từng năm, do đó chúng tôi giả định áp dụng một mức tăng trưởng 1%/năm đối với giá điện của Nậm Cắt những năm về sau.</p>
Biểu giá chi phí tránh được	

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

Năm	Giá công suất	Mùa khô			Mùa mưa			Điện năng dư
		Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
2013	1.805	617	611	579	577	566	561	281
2014	1.805	617	611	579	577	566	561	281
2015	2.158	625	624	623	598	602	605	302
2016	2.242	606	607	611	605	612	620	310
2017	2.242	608	609	613	608	615	623	312

Nguồn: Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

Chi phí khấu hao	Nguyên giá nhà máy thủy điện Nậm Cắt là 107 tỷ đồng, BVSC áp dụng phương pháp khấu hao đường thẳng, mức phân bổ khấu hao cho mỗi năm ước tính 4,8 tỷ đồng.
Chi phí tài chính	Phần nợ gốc phải trả mỗi năm là 5,6 tỷ đồng, lãi vay năm 2017 xác định là 1,4 tỷ đồng. Do không có thông tin về dư nợ vay của nhà máy nên chúng tôi xác định lãi vay mỗi năm tham chiếu theo lãi suất cho vay trung bình trên thị trường 10%/năm và sẽ giảm mỗi năm trên số trả gốc bình quân mỗi năm.
Thuế thu nhập doanh nghiệp	Nậm Cắt đang áp dụng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 20% năm, hiện không còn được hưởng ưu đãi thuế.

Bảng dự báo lợi nhuận Nhà máy thủy điện Nậm Cắt:

Dự báo doanh thu và lợi nhuận Nhà máy thủy điện Nậm Cắt - Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	17,28	17,49	17,70	17,92	18,14	18,37	18,60	18,84	19,08
- Sản lượng (triệu kWh)	13,49	13,49	13,49	13,49	13,49	13,49	13,49	13,49	13,49
- Giá bán (quy đổi về VNĐ)	1.156	1.167	1.179	1.191	1.202	1.214	1.227	1.239	1.251
- Thuế tài nguyên nước	814,34	855,06	897,81	942,70	989,84	1.039,33	1.091,29	1.145,86	1.203,15
- Thuế môi trường rừng	269,85	283,35	297,51	312,39	328,01	344,41	361,63	379,71	398,70
Chi phí	16,36	16,59	16,28	16,57	16,87	17,21	17,57	18,10	18,75
- Chi phí thuế tài nguyên + môi trường rừng	1,15	1,20	1,26	1,33	1,39	1,46	1,53	1,61	1,69
- Chi phí khấu hao	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82	4,82
- Chi phí O&M cố định	8,11	8,51	8,94	9,39	9,85	10,35	10,86	11,41	11,98
Chi phí lãi vay	1,45	1,17	0,88	0,60	0,32	0,03	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	0,92	0,95	1,53	1,52	1,49	1,44	1,12	0,74	0,33
Thuế suất thuế TNDN (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Lợi nhuận sau thuế	0,73	0,76	1,23	1,22	1,20	1,15	0,90	0,59	0,26

Tổng hợp kết quả dự báo PV Power

Căn cứ trên số liệu dự báo của từng nhà máy, dưới đây chúng tôi tổng hợp lại kết quả hoạt động của toàn công ty. Trong mô hình tính toán, chúng tôi chưa xét

Tổng công ty điện lực dầu khí VN

đến hai nhà máy mới Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. Đồng thời giả định các nhà máy điện trực thuộc PVPOWER sẽ tiếp tục tham gia thị trường phát điện cạnh tranh với tỷ lệ 10% và chưa tham gia thị trường bán buôn điện cạnh tranh. Theo tiến độ thì Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 tới 2021 và 2022 mới đi vào hoạt động, lợi nhuận tới năm 2020 của PV Power dự báo tăng trưởng sẽ tương đối khả quan do dòng trả nợ giảm dần mỗi năm khoảng 5.000 tỷ, các khoản vay mới cho đầu tư sẽ được vốn hóa và chưa tính vào chi phí lãi vay.

Dự báo doanh thu và lợi nhuận hợp nhất PVPOWER - Tỷ VND									
Năm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	29.344	32.295	35.129	36.398	36.711	37.624	38.724	38.963	39.981
- Tổng Sản lượng (triệu kWh)	20.956	21.888	22.191	22.140	22.088	22.037	22.086	22.034	21.983
- Doanh thu Nhiệt điện Vũng Áng 1	7.142	7.917	8.582	8.869	9.158	9.467	9.791	10.123	10.479
- Doanh thu Cà Mau 1	4.593	4.728	5.134	5.326	5.210	5.271	5.481	5.308	5.371
- Doanh thu Cà Mau 2	4.779	4.924	5.221	5.435	5.332	5.412	5.493	5.337	5.418
- Doanh thu Nhơn Trạch 1	3.620	3.997	4.490	4.671	4.734	4.874	5.021	5.078	5.234
- Doanh thu Nhơn Trạch 2	6.921	8.447	9.360	9.690	9.801	10.054	10.318	10.416	10.697
- Doanh thu thủy điện ĐakDrin	567	507	509	512	515	519	522	526	529
- Doanh thu thủy điện Hủa Na	589	587	587	587	587	587	587	587	587
- Doanh thu thủy điện Nậm Cắt	17	17	18	18	18	18	19	19	19
- Doanh thu dịch vụ kỹ thuật ĐLĐK Việt Nam	364	364	364	364	364	364	364	364	364
- Doanh thu CTCP Máy thiết bị dầu khí	750	750	750	750	750	750	750	750	750
Chi phí	24.374	26.782	28.500	29.480	29.794	30.710	31.747	31.708	32.668
Lợi nhuận gộp	4.970	5.514	6.629	6.918	6.917	6.915	6.977	7.254	7.313
Chi phí hoạt động	1.028	1.131	1.230	1.275	1.286	1.318	1.356	1.365	1.400
Doanh thu tài chính	477	525	571	592	597	612	630	634	650
Chi phí tài chính	2.208	1.641	1.312	977	721	493	361	313	276
Lợi nhuận trước thuế	2.205	3.260	4.651	5.250	5.500	5.708	5.881	6.202	6.278
Lợi nhuận sau thuế	1.933	2.811	4.014	4.526	4.480	4.661	4.805	5.002	5.038

Như vậy, với việc áp lực vay nợ và chi phí tài chính giảm dần, lợi nhuận trong những năm sắp tới (2017-2020) của PV Power dự báo sẽ tương đối khả quan.

Dòng tiền FCFE và FCFF của PV Power

Dòng tiền FEFE và FCFF của PV Power - Tỷ VND										
Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Lợi nhuận sau thuế	2.753	3.209	3.938	4.958	5.303	5.067	5.063	5.039	5.133	5.074
Khấu hao	4.313	4.386	4.455	4.630	4.916	5.216	5.535	5.874	6.233	6.614
Đầu tư thêm	(983)	(1.078)	(1.097)	(4.449)	(4.624)	(4.910)	(5.211)	(5.529)	(5.868)	(6.227)
Thay đổi vốn lưu động	(2.508)	(455)	(277)	(445)	(128)	(148)	(1)	(31)	(126)	461
Thay đổi nợ vay	(3.168)	(5.227)	(2.883)	(3.375)	(4.928)	(3.981)	(4.305)	(4.417)	(703)	(362)
Dòng tiền FCFF	3.575	6.062	7.020	4.693	5.467	5.225	5.387	5.352	5.372	113.640

Dòng tiền FCFE	(803)	(441)	3.010	374	(239)	658	679	702	4.538	84.814
Giá cổ phiếu theo phương pháp FCFE ($K_e = 12,3\%$)										14.833
Giá cổ phiếu theo phương pháp FCFF ($WACC = 10,7\%$)										22.800
Bình quân giá cổ phiếu										18.820

Trong kết quả định giá trên, chúng tôi tạm tính số lượng cổ phần của PV Power là 2.341.871.500 cổ phần, đây là số lượng cổ phần dựa trên giá trị sổ sách của doanh nghiệp tại thời điểm 31/12/2016. PV Power là trường hợp xin chủ trương không đánh giá lại phần vốn nhà nước khi cổ phần hóa, đây là điểm tương đối có lợi cho doanh nghiệp bởi việc đánh giá lại các tài sản vừa làm phát sinh thêm tăng chi phí khấu hao sau này, vừa tạo áp lực pha loãng cổ phiếu.

Nhận định đầu tư

Tiềm năng tăng trưởng ngành điện còn rất lớn với mức tăng trưởng dự báo đạt 8-10%/năm trong những năm tới. PV Power là doanh nghiệp điện lớn thứ hai trong ngành có lợi thế đặc biệt về suất đầu tư thấp cũng như cơ cấu tài chính khá an toàn. Bên cạnh đó, dòng tiền thu hồi tốt để trả nợ sẽ nhân tố chính giúp cho doanh nghiệp đạt hiệu quả kinh doanh khả quan trong tầm nhìn trung hạn. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phần PV Power vào khoảng **18.820 đồng/cổ phần**.

Rủi ro

Việc nhận thêm các nhà máy từ PVN (trong trường hợp ĐHCĐ thông qua) có thể ảnh hưởng đến cấu trúc tài chính của PV Power. Rủi ro về nguồn khí bị gián đoạn cũng tương đối quan ngại như đã từng diễn ra trong quá khứ đối với hai nhà máy điện Cà Mau, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây không phải rủi ro quá lớn bởi trong trường hợp không đủ nguyên liệu khí để vận hành, PV Power có thể sử dụng nguyên liệu dầu thay thế hoặc thay thế nguồn cấp khí từ các mỏ mới.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

LIÊN HỆ

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

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

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