

NGÀNH ĐIỆN

Ngày 19 tháng 12 năm 2025

CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG VÀ NĂNG LƯỢNG VCP (UPCoM: VCP)
Nguyễn Thị Hồng Nhung

Chuyên viên tư vấn đầu tư

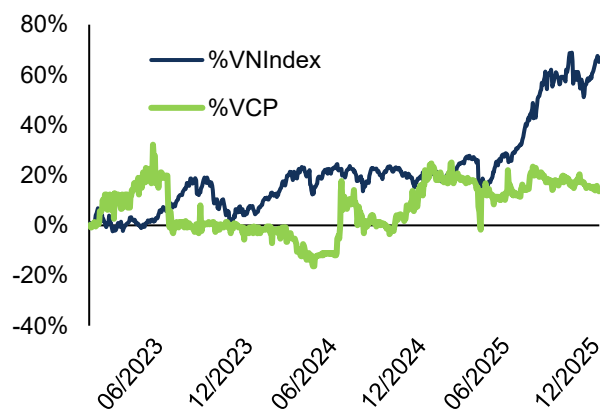
Email: nhungnth@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7988

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Hòa

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

Biến động giá cổ phiếu VCP và VNIndex


Thông tin giao dịch		18/12/2025
Giá đóng cửa (VND/cp)		23.700
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)		27.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VND /cp)		21.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)		83,8
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)		83,8
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)		12.491
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		0,00
Vốn hóa (tỷ VND)		2.014
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)		4.993
P/E Trailing 12 tháng		4,75x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đầu tư và Xây dựng VCP
Địa chỉ	34 Láng Hạ, Phường Láng, Thành phố Hà Nội
HDKD chính	Sản xuất và kinh năng điện năng, Xử lý và kinh doanh rác thải tái chế
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí lãi vay
Rủi ro chính	Diễn biến thời tiết và biến lãi suất

Cơ cấu cổ đông		(%)
Cổ đông cá nhân		47,3
Cổ đông tổ chức		52,7

 Giá hiện tại: **23.700**

 Giá mục tiêu: **30.500**

 Tăng: **28,7%**

Khuyến nghị

MUA
ĐỘNG LỰC DÀI HẠN ĐẾN TỪ
TĂNG TRƯỞNG CÔNG SUẤT ĐẶT NGUỒN ĐIỆN

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VCP với mức giá mục tiêu **30.500 đồng/cp**, cao hơn **28,7%** so với mức giá đóng cửa ngày 18/12/2025 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

➤ **Mảng bán điện (42% doanh thu, 78% lợi nhuận gộp): triển vọng đến từ tăng trưởng công suất đặt nguồn điện. (chi tiết)**

Năm 2025F, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 904 tỷ VND (+12,0% YoY) và 596 tỷ VND (+14,9% YoY) nhờ diễn biến ENSO duy trì pha trung tính và đóng góp từ nhà máy Đak Robaye đi vào hoạt động từ T1/2025.

Giai đoạn 2025F – 2029F, dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng với CAGR lần lượt 6,0%/năm và 5,4%/năm nhờ tăng trưởng công suất đặt nguồn điện khi các dự án nhà máy thủy điện mới đi vào hoạt động giúp tổng công suất năm 2028F đạt 230MW (+17,3% so với năm 2025).

➤ **Mảng xử lý rác (58% doanh thu, 22% lợi nhuận gộp) tích cực nhờ triển vọng gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh và dự địa tăng trưởng hiệu suất nhà máy điện rác còn cao. (chi tiết)**

Năm 2025F, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp đạt 1.224 tỷ VND (+27% YoY) và 168 tỷ VND (+23% YoY) nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh tiếp đà phục hồi và nhu cầu tiêu dùng gia tăng vào mùa cao điểm cuối năm.

Giai đoạn 2025F – 2029F, doanh thu và LNG tăng trưởng với CAGR lần lượt 5,8%/năm và 8,9%/năm, nhờ triển vọng gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh khi (1) Việt Nam có lợi thế về chi phí để thu hút các doanh nghiệp FDI và (2) Chính Phủ đẩy mạnh đầu tư công với hàng loạt dự án trọng điểm tại trung tâm kinh tế phía Bắc giúp tăng tính kết nối liên vùng, tiết kiệm thời gian và chi phí logistic.

Ngoài ra, nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh của VCP vẫn còn dư địa tăng trưởng hiệu suất vận hành lớn khi hiệu suất năm 2025F ước đạt khoảng 63%/90%, đủ khả năng đáp ứng nhu cầu xử lý rác thải tỉnh Bắc Ninh tiếp tục gia tăng trong các năm tới.

RỦI RO ĐẦU TƯ

➤ **Diễn biến ENSO chuyển sang pha El Nino. (chi tiết)**

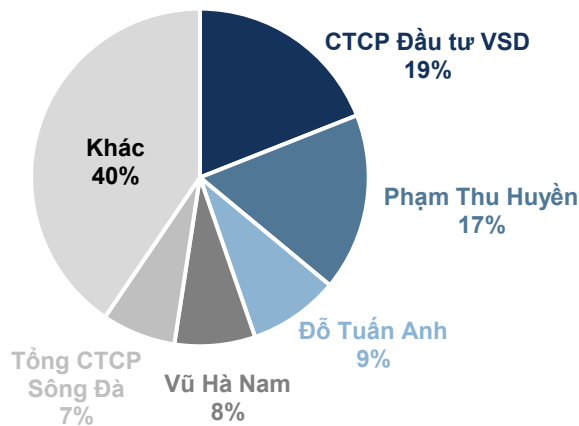
➤ **Biến động lãi suất trong bối cảnh gia tăng vay nợ để đầu tư dự án mới. (chi tiết)**

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Cập nhật cơ cấu cổ đông

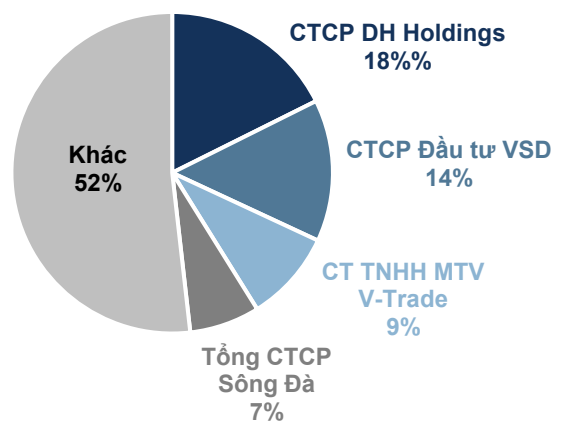
Tính đến thời điểm 19/12/2025, cơ cấu cổ đông của VCP có sự chuyển biến đáng kể. Cụ thể, các cổ đông lớn là cá nhân tại ngày 17/04/2025 gồm Phạm Thu Huyền, Đỗ Tuấn Anh, Vũ Hà Nam đã lần lượt thoái vốn với lý do thực hiện hóa lợi nhuận và tái cơ cấu danh mục đầu tư bằng hình thức giao dịch thỏa thuận. Sau đó, vị trí cổ đông lớn được thay thế bằng 2 cổ đông tổ chức mới là CTCP DH Holdings (lĩnh vực xây dựng) và Công ty TNHH MTV V - Trade (kinh doanh thiết bị điện), với tỷ lệ lần lượt là 17,6% và 9,2%.

Cơ cấu cổ đông của VCP tại ngày 17/04/2025



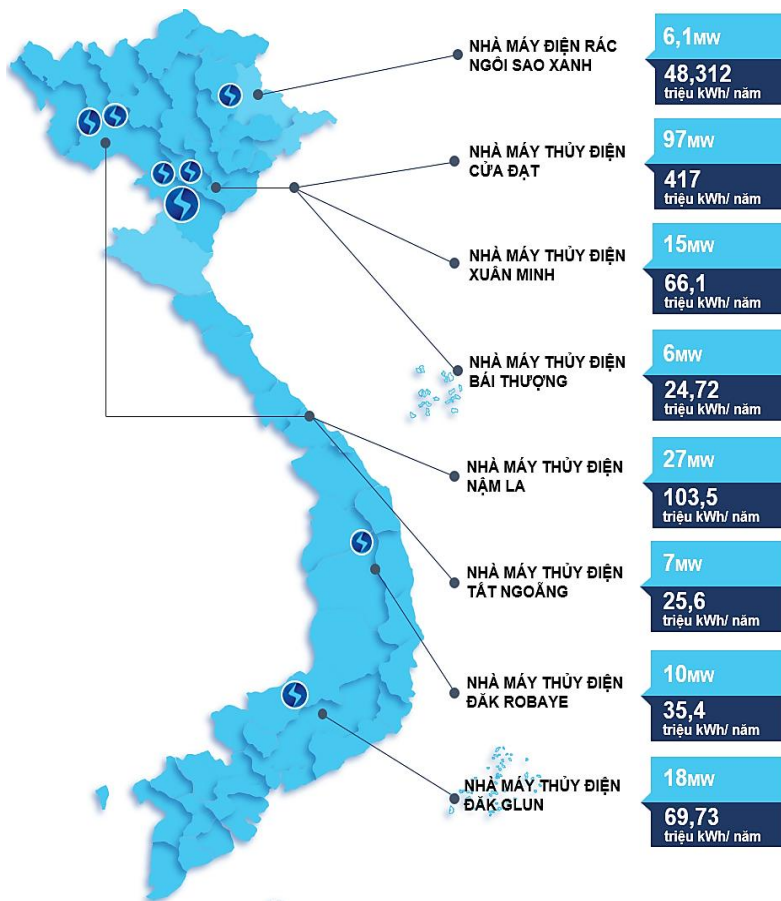
Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của VCP tại ngày 19/12/2025



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

II. Tổng quan hoạt động kinh doanh (tham khảo Báo cáo định giá lần đầu VCP)



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

Mảng bán điện đóng góp lợi nhuận chính. VCP đang hoạt động ở hai mảng

- **Mảng bán điện (42% doanh thu, 78% lợi nhuận gộp):** Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng, bao gồm 2 loại hình là thủy điện và điện rác;
- **Mảng xử lý rác (58% doanh thu, 22% lợi nhuận gộp):** thông qua các hoạt động của nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh, bao gồm hoạt động **cung cấp dịch vụ** (dịch vụ thu gom, vận chuyển và xử lý rác thải) và **bán hàng hóa** (bán các sản phẩm tái chế từ rác thải).

Thủy điện là loại hình điện chính trong mảng bán điện của VCP. Mảng bán điện bao gồm 2 loại hình: thủy điện và điện rác. VCP hiện đang sở hữu 7 nhà máy thủy điện và 1 nhà máy điện rác với tổng công suất thiết kế là 796,6 triệu kWh. Trong 9T2025, thủy điện đóng góp ~93% doanh thu và ~97% sản lượng điện tiêu thụ trong mảng bán điện của VCP.

B. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2025

Kết thúc 9T2025, VCP ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng với doanh thu đạt 975 tỷ VND (+35% YoY & 53% KH2025), lợi nhuận gộp đạt 341 tỷ VND (+33% YoY) và LNST đạt 193 tỷ VND (+95% YoY & 55% KH2025).

Động lực tăng trưởng đến từ (1) Tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ +40% YoY nhờ diễn biến ENSO đi vào pha trung tính và **(2)** nhu cầu xử lý rác công nghiệp tăng cao khi hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh phục hồi.

Đơn vị: Tỷ VND	9T2025	%YoY	%KH2025	Giải thích
Doanh thu thuần	1.604	+33%	53%	(1) Mạng bán điện tăng trưởng đến từ sản lượng điện tiêu thụ +40% YoY nhờ (1.1) tình hình thủy văn thuận lợi khi diễn biến ENSO đi vào pha trung tính và (1.2) nhà máy Đak Robaye đi vào hoạt động từ T1/2025 (giúp công suất đạt +5,7% YoY). (2) Mạng xử lý rác tăng trưởng nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh phục hồi, qua đó thúc đẩy nhu cầu xử lý rác thải công nghiệp gia tăng
(1) Mạng bán điện	640	+18,1%		
(2) Mạng xử lý rác	964	+46%		
Lợi nhuận gộp	559	+26%		Biên lợi nhuận gộp của VCP cải thiện nhờ biên lợi nhuận gộp mạng bán điện tăng trưởng khi (1) tăng trưởng sản lượng điện tiêu thụ và (2) nhà máy Cửa Đạt hết khấu hao máy móc thiết bị.
Biên lợi nhuận gộp	35%	+1,4%		
(1) Mạng bán điện: LNG	428	+22%		
Biên lợi nhuận gộp	67%	+1,9đpt		
(2) Mạng xử lý rác: LNG	131	+43%		
Biên lợi nhuận gộp	13,6%	-0,3đpt		
Doanh thu tài chính	43	+533%		Tăng mạnh do phát sinh khoản phải thu từ cho vay +661% YoY, ~558 tỷ VND. (chi tiết)
Chi phí tài chính	145	+9,9%		Chi phí lãi vay tăng do tăng nợ vay dài hạn để đầu tư dự án mới
Trong đó: Chi phí lãi vay	140	+20%		
Chi phí bán hàng	8,9	+57%		
Chi phí QLDN	51	-17,2%		
Lợi nhuận trước thuế	378	+62%	55%	
LNST hợp nhất	324	+48%	55%	
Biên LNST	20%	+2,0đpt		

Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và ước tính

I. Mảng bán điện (42% doanh thu, 78% lợi nhuận gộp): tăng trưởng nhờ thủy văn thuận lợi và nhà máy thủy điện Đak Robaye đi vào hoạt động.

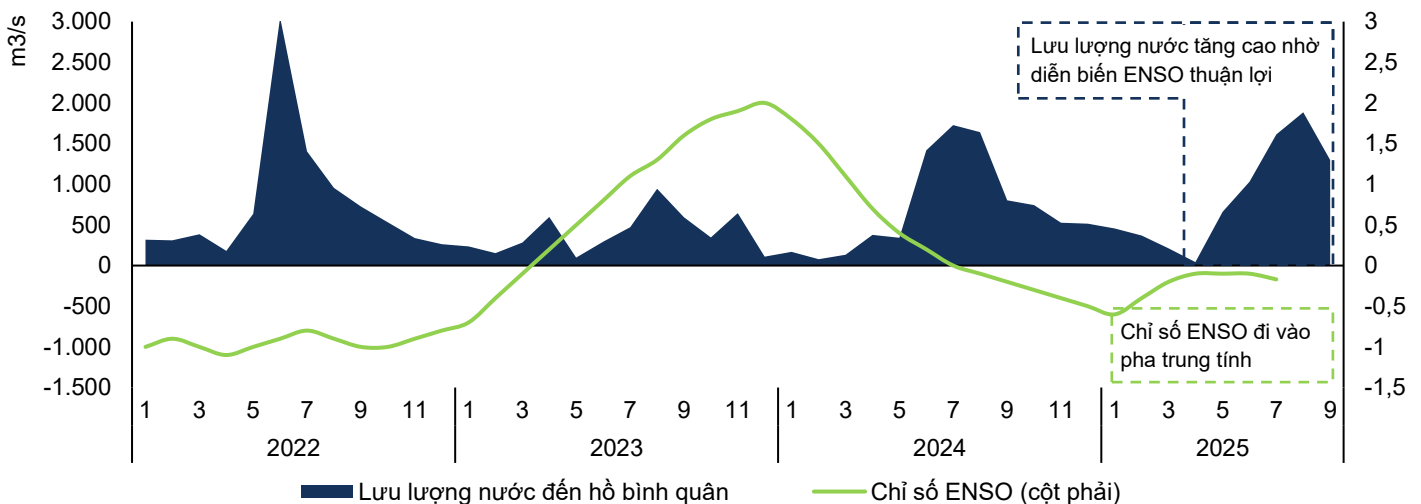
Mảng bán điện của VCP trong 9T2025 khả quan với doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 640 tỷ VND (+18,1% YoY) và 428 tỷ VND (+22% YoY). Động lực tăng trưởng chính đến từ:

1. Sản lượng điện tăng mạnh nhờ thủy văn thuận lợi và nhà máy thủy điện Đak Robaye đi vào hoạt động.

Sản lượng điện tiêu thụ trong 9T2025 của VCP đạt 685 triệu kWh (+40% YoY & 90% KH2025), tăng mạnh từ một mức nền thấp của H1/2024, nhờ tác động cộng hưởng từ thủy văn thuận lợi và đóng góp sản lượng từ nhà máy mới. Cụ thể:

(1) Tình hình thủy văn thuận lợi khi lưu lượng nước về hồ tại một số hồ chứa tại khu vực Tây Bắc Bộ và Bắc Trung Bộ (vị trí chiếm 82% công suất đặt của VCP) tăng trong 9T2025 nhờ diễn biến ENSO đi vào pha trung tính từ đầu năm đến nay (so với pha El Nino làm chủ đạo của 9T2024).

Lưu lượng nước về hồ* tăng cao nhờ diễn biến ENSO đi vào pha trung tính

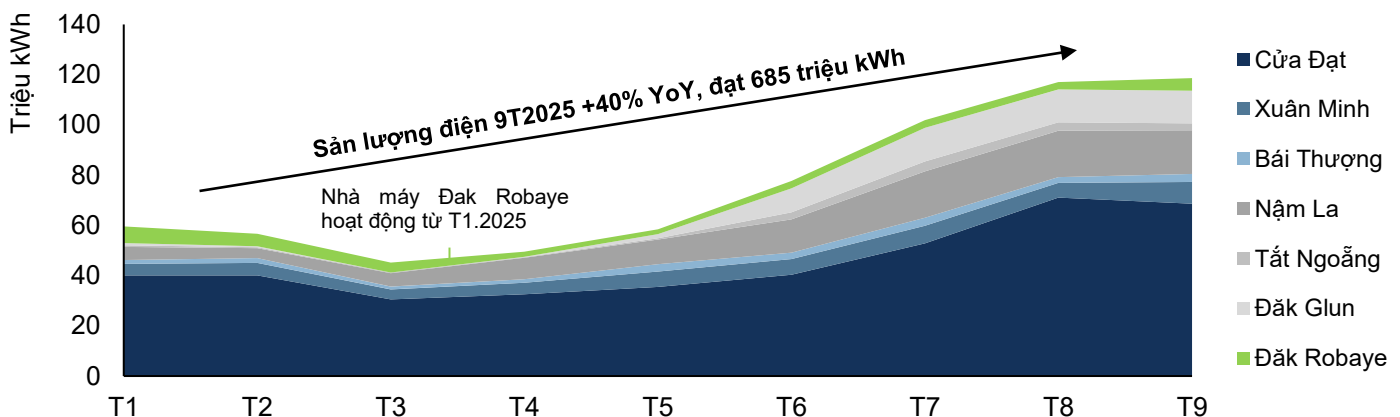


Nguồn: EVN, NOAA, FPTS tổng hợp

*Lưu lượng nước đến hồ của một số hồ chứa được lấy từ trung bình lưu lượng nước đến hồ lúc 12:00 ngày 15 mỗi tháng của 5 hồ chứa tại các vùng Tây Bắc bộ và Bắc Trung bộ bao gồm: Tuyên Quang, Bản Chát, Huội Quảng, Sơn La, Hòa Bình.

Sản lượng điện tiêu thụ của VCP trong Q3/2025 đạt 388 triệu kWh – là quý có sản lượng điện cao nhất trong lịch sử hoạt động. Trong bối cảnh ENSO thuận lợi đã thúc đẩy hình thành các cơn bão mang mưa lớn và gió cực đoạn từ khu vực Tây Bắc Thái Bình Dương và Biển Đông về phía Việt Nam. Trong quý này, miền Bắc và Bắc Trung Bộ đón 5 cơn bão đổ bộ liên tiếp, khiến lưu lượng nước về hồ tăng cao, làm sản lượng điện tiêu thụ nhóm nhà máy của VCP trong khu vực này tăng đột biến. Đồng thời, các nhà máy thủy điện của VCP tại khu vực này không ghi nhận thiệt hại đáng kể nào sau bão khi vẫn tham gia phát điện vào tháng 10.

Sản lượng điện VCP trong 9T2025 +40% YoY nhờ thủy văn thuận lợi và đóng góp từ nhà máy mới



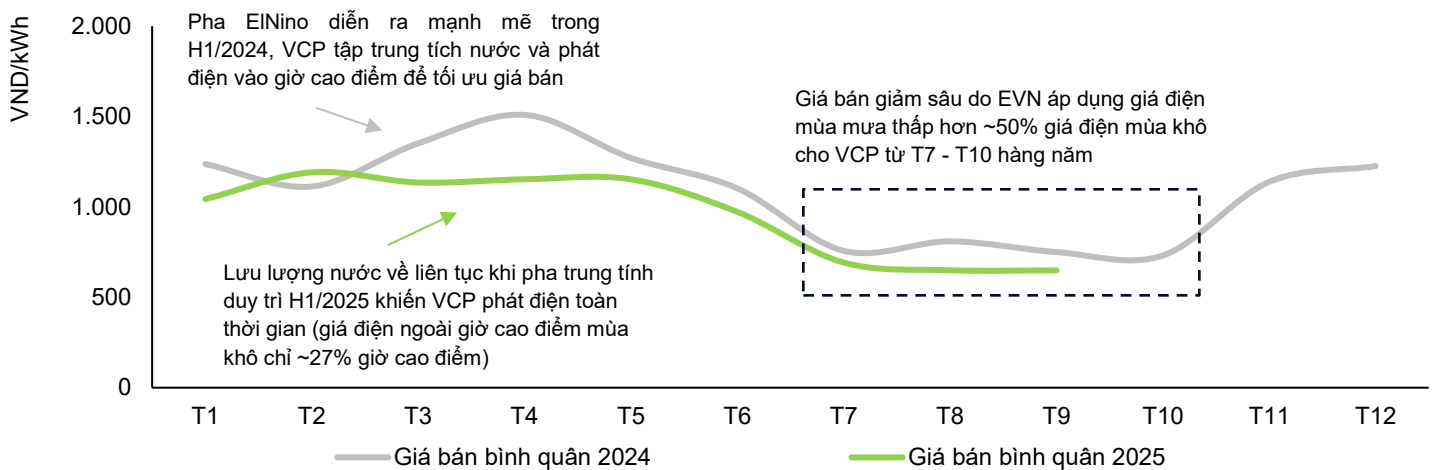
Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

(2) Đóng góp sản lượng từ nhà máy thủy điện Đak Robaye đi vào hoạt động. Nhà máy Đak Robaye chính thức được đưa vào phát điện tiêu thụ trên hệ thống điện quốc gia từ tháng T1/2025 (giúp công suất đặt của VCP +5,7% YoY, đạt 186,1 triệu kWh). Trong 9T2025 sản lượng điện tiêu thụ của nhà máy này ước đạt ~34 triệu kWh (chiếm 5% tổng sản lượng điện của VCP).

2. Giá bán bình quân giảm do suy giảm giá bán ở cả 2 cơ chế mua bán cho 2 loại hình thủy điện.

Giá bán điện bình quân 9T2025 của VCP giảm -12% YoY, đạt 883 VND/kWh do tác động kép đến từ việc giá bán suy giảm ở cả 2 cơ chế mua bán cho thủy điện của VCP bao gồm **(1) Nhà máy Cửa Đạt (>30MW):** hết khấu hao máy móc, thiết bị từ năm 2025 và **(2) Nhà máy ≤30MW:** phát điện toàn thời gian khi lưu lượng nước về nhiều thay vì tập trung tích nước phát điện vào giờ cao điểm để tối ưu giá bán. Cụ thể

Giá bán bình quân giảm do suy giảm giá bán ở cả 2 cơ chế mua bán cho 2 loại hình thủy điện

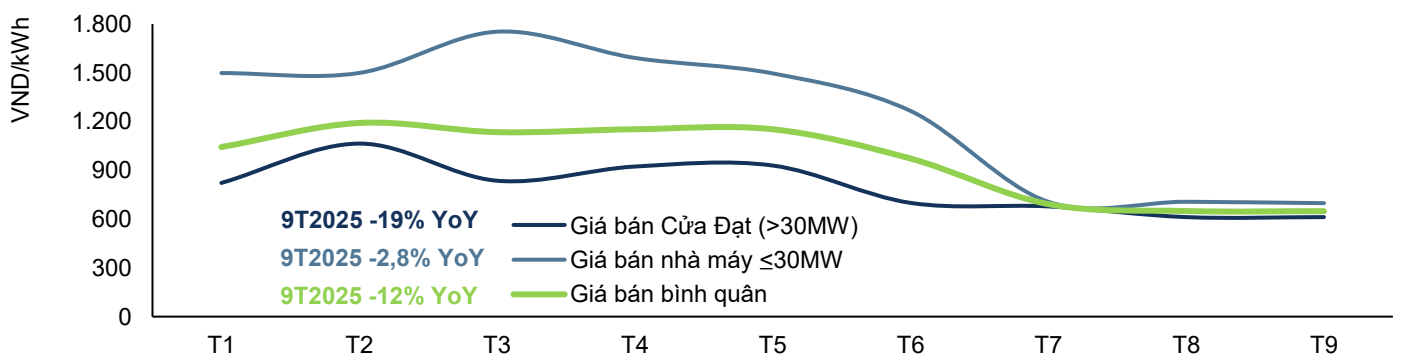


Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

(1) Nhà máy Cửa Đạt (54% công suất đặt của VCP): giá bán điện trong 9T2025 -19% YoY, đạt 762 VND/kWh do nhà máy Cửa Đạt hết khấu hao máy móc thiết bị. Giá hợp đồng Pc (98% sản lượng điện tiêu thụ của nhà máy Cửa Đạt) -18,9% YoY, còn 756 VND/kWh khi nhà máy Cửa Đạt hết khấu hao máy móc thiết bị từ năm 2025. Việc giảm khấu hao với giá trị ~41 tỷ đồng/năm (chiếm 30% chi phí khấu hao mảng bán điện giai đoạn 2020-2024) làm giảm thành phần giá cố định trong cấu trúc giá bán Pc (phụ lục: cách xác định giá Pc)

(2) Nhà máy thủy điện ≤30MW (46% công suất đặt của VCP): giá bán trong 9T2025 -2,8% YoY, đạt 1.065 VND/kWh do phát điện toàn thời gian khi lưu lượng nước về nhiều thay vì tích nước phát điện vào giờ cao điểm để tối ưu giá bán. Trong mùa khô (ngoại trừ T7 đến T10), giá bán điện giờ cao điểm sẽ được áp dụng biểu 2 giá (bao gồm giá giờ cao điểm mùa khô và giá công suất - phụ lục: biểu giá chi phí tránh được), cao hơn khoảng 366% so với giờ bình thường. Do lưu lượng nước về liên tục khi diễn biến ENSO trong pha trung tính, các nhà máy vận hành phát điện gần như toàn thời gian (thay vì tập trung tích nước và phát điện vào giờ cao điểm khi pha El Nino diễn ra trong 9T2024 để tối ưu giá bán).

Giá bán bình quân 9T2025 -12% YoY do nhà máy Cửa Đạt hết khấu hao máy móc thiết bị và các nhà máy <30MW phát điện toàn thời gian thay vì tích nước phát điện vào giờ cao điểm để tối ưu giá bán

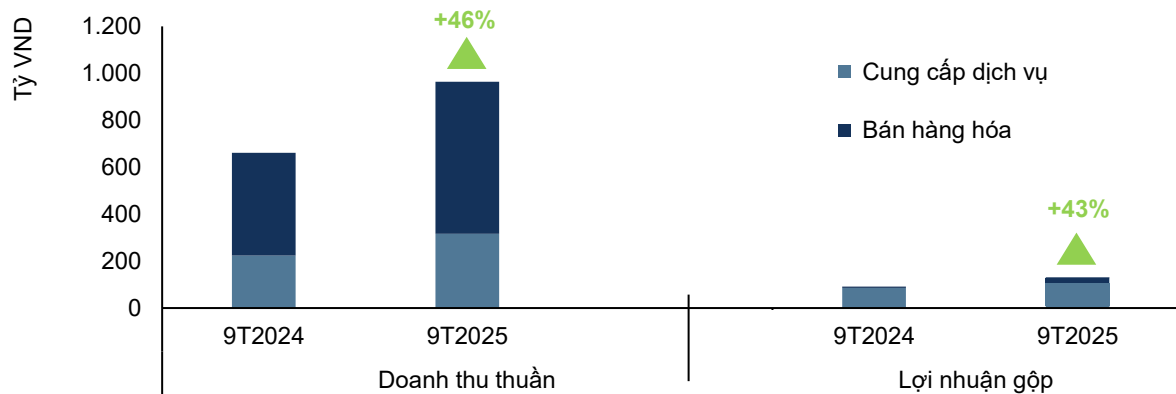


Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

II. Mảng xử lý rác (58% doanh thu, 22% lợi nhuận gộp): nhu cầu xử lý rác thải tăng cao nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh phục hồi.

Kết quả kinh doanh mảng xử lý rác trong 9T2025 của VCP tăng trưởng tích cực với doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 964 tỷ VND (+46% YoY) và 131 tỷ VND (+43% YoY). Động lực tăng trưởng đến từ:

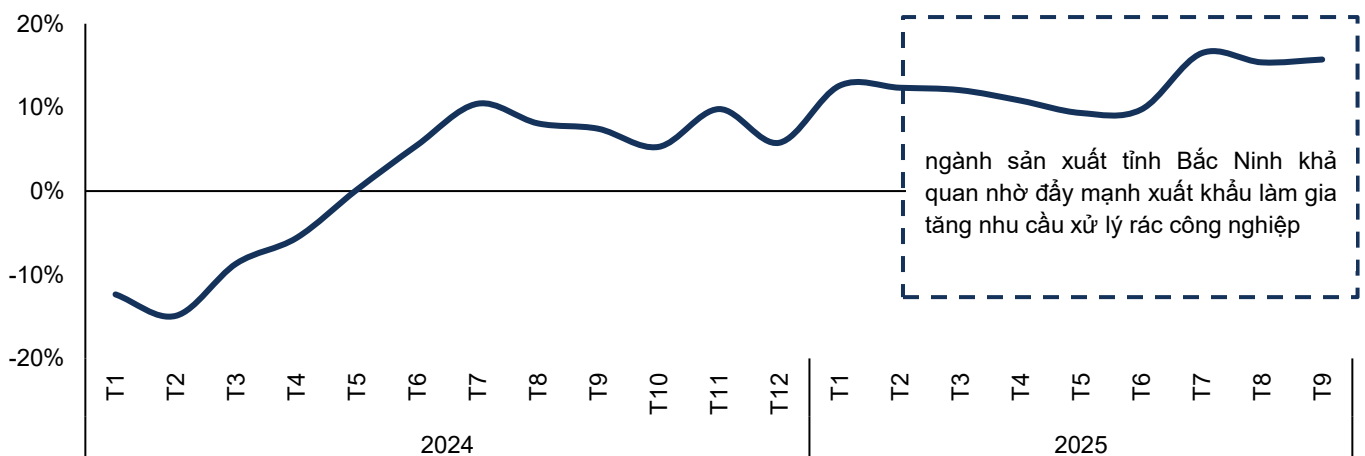
Mảng xử lý rác tích cực nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh phục hồi



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và ước tính

Hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh khả quan, kéo theo nhu cầu xử lý rác thải công nghiệp (80% sản lượng rác của VCP) tăng cao. Tỉnh Bắc Ninh là khu vực phát triển công nghiệp trọng điểm, đứng đầu Việt Nam về thu hút vốn đầu tư FDI, tập trung chủ yếu vào các hoạt động sản xuất công nghiệp công nghệ cao, điện tử và bán dẫn. Trong 9T2025, chỉ số IIP +15,7% YoY nhờ các doanh nghiệp FDI đẩy mạnh xuất khẩu hàng hóa để phòng tránh nguy cơ thuế tăng mạnh trước T7/2025 - hạn cuối điều chỉnh mức thuế kể từ lúc chính sách thuế quan Trump công bố với Việt Nam vào T4/2025 là 46% bị hoãn lại.

Hoạt động sản xuất công nghiệp khả quan kéo theo nhu cầu xử lý rác công nghiệp



Nguồn: Chi cục thống kê tỉnh Bắc Ninh, FPTS tổng hợp

Ngoài ra, đối với **hoạt động bán điện rác (kết quả hoạt động này được tính vào mảng bán điện)** cũng ghi nhận mức tăng trưởng trong 9T2025 nhờ hiệu suất hoạt động cao hơn. Cụ thể, chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động bán điện rác trong 9T2025 đạt 45 tỷ VND (+46% YoY) và sản lượng điện tiêu thụ ước đạt 18,5 triệu kWh (+42% YoY). Kết quả tăng trưởng nhờ nhu cầu xử lý rác phục hồi, từ đó làm gia tăng hệ số công suất¹ của nhà máy này trong 9T2025 đạt 34,7% (so với mức 24,4% của 9T2024).

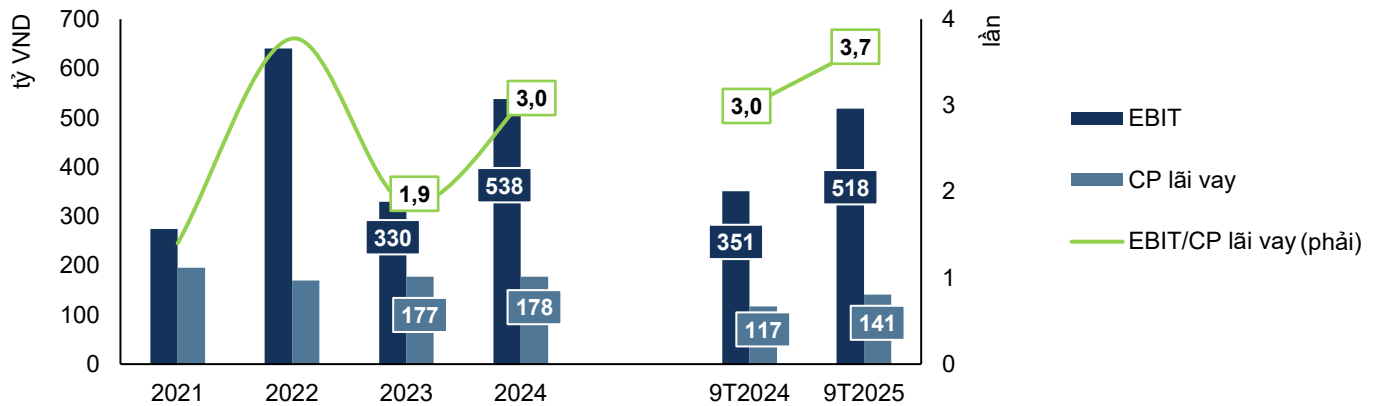
¹ **Hệ số công suất (CF - Capacity Factor):** là tỷ lệ giữa sản lượng điện thực tế được sản xuất bởi một nhà máy điện trong một khoảng thời gian nhất định so với sản lượng điện tối đa mà nhà máy có thể sản xuất nếu nó hoạt động với công suất tối đa liên tục trong cùng khoảng thời gian đó.

C. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Khả năng thanh toán lãi vay cải thiện nhờ hoạt động kinh doanh tích cực.

Khả năng thanh toán lãi vay 9T2025 cải thiện lên mức 3,7 lần (+0,7đpt YoY) nhờ hoạt động kinh doanh tăng trưởng. Lợi nhuận trước thuế và lãi vay 9T2025 +48% YoY, đạt 518 tỷ VND nhờ kết quả hoạt động kinh doanh thuận lợi, tăng trưởng ở cả mảng bán điện và mảng xử lý rác.

Khả năng thanh toán lãi vay cải thiện trong 9T2025 nhờ HĐKD thuận lợi



Nguồn: VCP, FPTTS tổng hợp

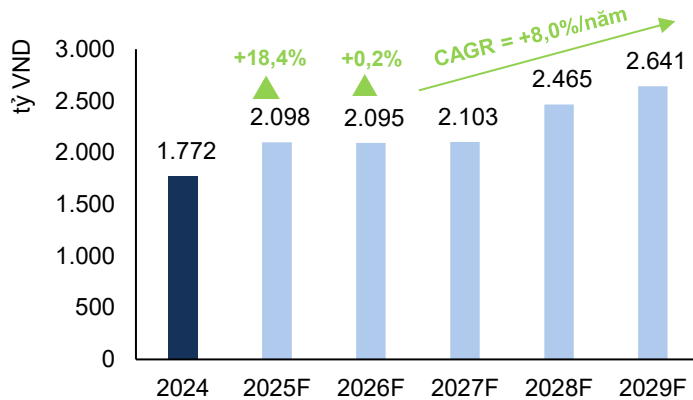
D. TRIỂN VỌNG KINH DOANH VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ

I. Triển vọng kinh doanh: tích cực nhờ tăng trưởng công suất đặt nguồn điện và gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh.

Trong năm 2025F, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của VCP tăng trưởng khả quan nhờ (1) diễn biến ENSO dự báo duy trì pha trung tính và (2) hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh tiếp đà phục hồi.

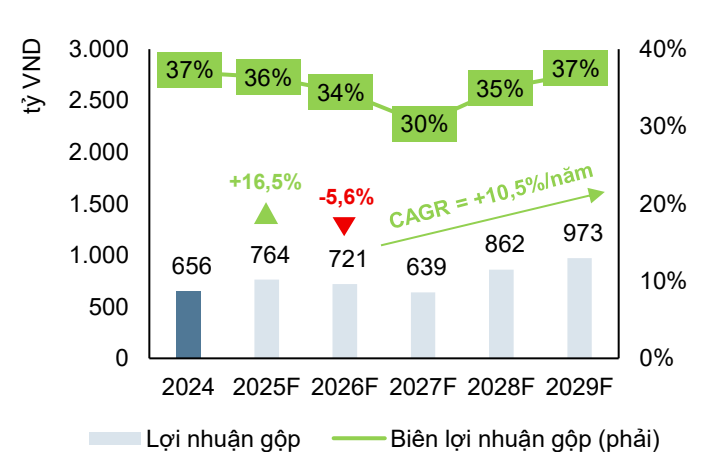
Năm 2026F, doanh thu đi ngang và biên lợi nhuận gộp giảm do diễn biến thời tiết bắt đầu chuyển sang pha El Nino từ H2/2026.

Dự phóng doanh thu VCP giai đoạn 2025F-2029F



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và dự phóng

Dự phóng lợi nhuận VCP giai đoạn 2025F-2029F



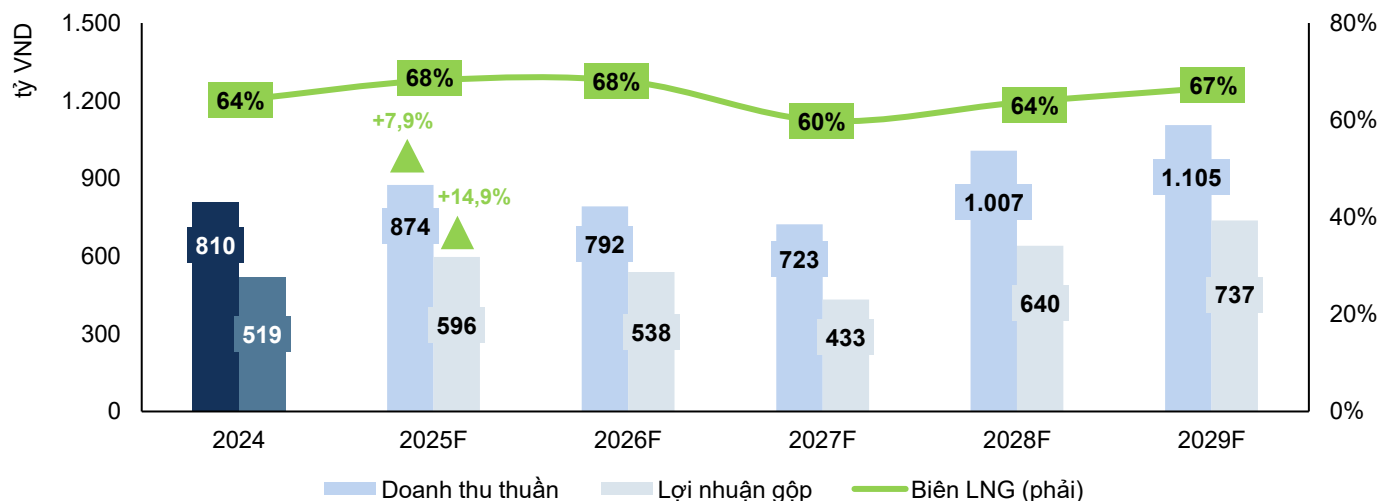
Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và dự phóng

Trong giai đoạn 2026F – 2029F, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng với mức CAGR lần lượt +8,0%/năm và +10,5%/năm với kỳ vọng (1) tăng trưởng công suất đặt nguồn điện và (2) gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh. Cụ thể:

1. Mảng bán điện (42% doanh thu, 78% lợi nhuận gộp): triển vọng trong dài hạn đến từ gia tăng công suất đặt nguồn điện. (quay lại trang bìa)

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp mảng bán điện của VCP năm 2025F tăng trưởng nhẹ nhờ diễn biến ENSO duy trì pha trung tính và giai đoạn 2025F – 2029F tăng trưởng với mức CAGR lần lượt là 6,0%/năm và 5,4%/năm nhờ động lực chính đến từ gia tăng công suất đặt nguồn điện. Cụ thể:

Doanh thu và lợi nhuận gộp chạm đáy vào 2027F do diễn biến El Nino, sau đó sẽ tăng trưởng từ 2028F với động lực chính đến từ tăng trưởng công suất đặt nguồn điện



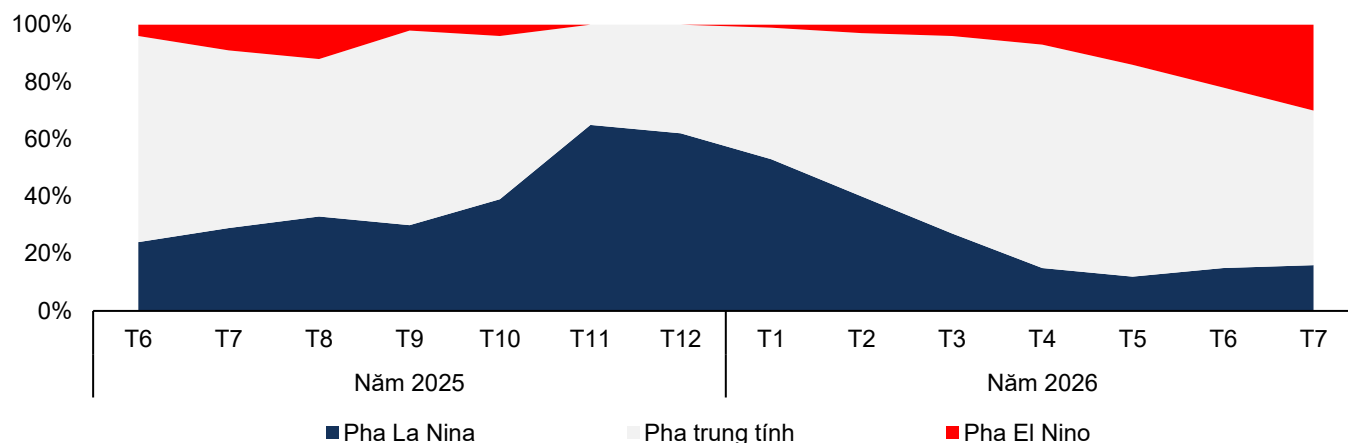
Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và dự phóng

1.1. Sản lượng điện tiêu thụ tăng trưởng trong dài hạn nhờ gia tăng công suất đặt nguồn điện.

Sản lượng điện tiêu thụ trong năm 2025F đạt 912 triệu kWh (+19,3% YoY) nhờ (1) diễn biến ENSO dự báo tiếp tục khả quan với xác suất pha trung tính và pha La Nina chiếm >95% trong Q4/2025 và (2) Đóng góp sản lượng từ nhà máy mới Đak Robaye khi hoạt động hết năm 2025 đạt 40 triệu kWh (chiếm 4,4% sản lượng điện của VCP). Mức tăng trưởng năm 2025F của VCP chậm lại so với mức tăng 9T2025 (+40% YoY) do mức nền sản lượng cao khi La Nina quay trở lại mạnh mẽ của Q4/2024.

Sản lượng điện tiêu thụ năm 2026F dự phóng -12,6% YoY, đạt 797 triệu kWh khi diễn biến ENSO với pha trung tính làm chủ đạo nhưng dần nghiêng về pha El Nino từ H2/2026 với xác suất >30% gây giảm lưu lượng nước. Tuy nhiên sản lượng dự phóng không sụt giảm mạnh do các nhà máy sở hữu hồ chứa nước của VCP vẫn có thời gian tích trữ nước trong H1/2026 để sử dụng cho H2/2026 từ (1) pha trung tính duy trì trong H1/2026 và (2) mùa mưa diễn ra từ tháng 4 đến tháng 10.

Diễn biến ENSO dần nghiêng về pha El Nino từ H2/2026 làm giảm lưu lượng nước



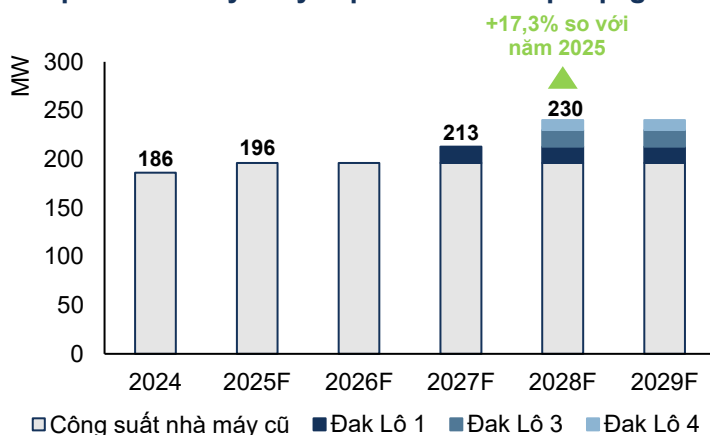
Nguồn: NOAA, FPTs tổng hợp

Công suất đặt nguồn điện tăng lên trong năm 2027F và 2028F do các dự án nhà máy mới đi vào hoạt động.

Trong năm 2027F và 2028F, chúng tôi dự phóng VCP sẽ hoàn thành xây dựng và lần lượt đưa vào hoạt động 3 nhà máy thủy điện (Đak Lô 1 và Đak Lô 3 (34MW) – đang được triển khai xây dựng, Đak Lô 4 (10MW) – dự kiến khởi công xây dựng từ năm 2026) giúp tổng công suất năm 2028F đạt 230MW (+17,3% so với năm 2025).

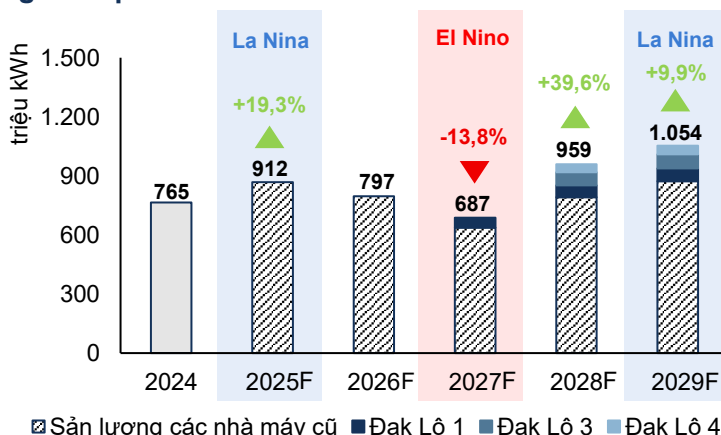
Sản lượng điện tiêu thụ giai đoạn 2027F – 2029F biến động theo diễn biến ENSO, có mức tăng mạnh từ 2028F nhờ đóng góp thêm sản lượng từ các nhà máy mới đi vào hoạt động. Chúng tôi dự phóng diễn biến sản lượng điện của VCP năm 2027F sẽ chạm đáy -13,8% YoY, đạt 687 triệu kWh khi ENSO đi vào pha El Nino. Từ năm 2028F, sản lượng điện sẽ có mức tăng mạnh +39,6% YoY, đạt 959 triệu tấn nhờ hưởng lợi kép từ (1) tăng thêm sản lượng từ các nhà máy mới (đóng góp 24,3đpt vào tăng trưởng YoY năm 2028F) và (2) diễn biến ENSO dần chuyển sang pha LaNina (đóng góp 15,3đpt vào tăng trưởng YoY năm 2028F).

Công suất đặt của VCP tăng trưởng đến từ các dự án nhà máy thủy điện đưa vào hoạt động...



Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp và dự phóng

...giúp sản lượng điện dự phóng tăng mạnh trong giai đoạn 2028F - 2029F



Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp và dự phóng

1.2. Giá bán bình quân kỳ vọng phục hồi từ 2026F do các nhà máy mới đi vào hoạt động được áp dụng biểu giá bán cao.

Chúng tôi dự phóng giá bán điện bình quân của VCP sẽ tạo đáy năm 2025F đạt 958 VND/kWh (-3,3% YoY). Trong đó, giá bán sẽ bắt đầu cải thiện từ Q4/2025 đạt 971 VND (+41% YoY) khi kết thúc mùa mưa vào tháng 10, các nhà máy <30MW sẽ chủ động tích nước và phát điện vào giờ cao điểm để tối ưu giá bán.

Giá bán điện bình quân kỳ vọng phục hồi trong giai đoạn 2026F – 2029F với CAGR = +1,8%/năm nhờ (1) diễn biến thời tiết bước sang pha El Nino trong 2026F – 2027F và (2) cơ cấu sản lượng nhà máy <30MW (áp dụng giá bán cao hơn Cửa Đạt) tăng từ 39% năm 2025F lên 53% năm 2029F khi các nhà máy mới đi vào hoạt động đều <30MW. Cụ thể chúng tôi ước tính cho từng cơ chế giá bán thủy điện như sau:

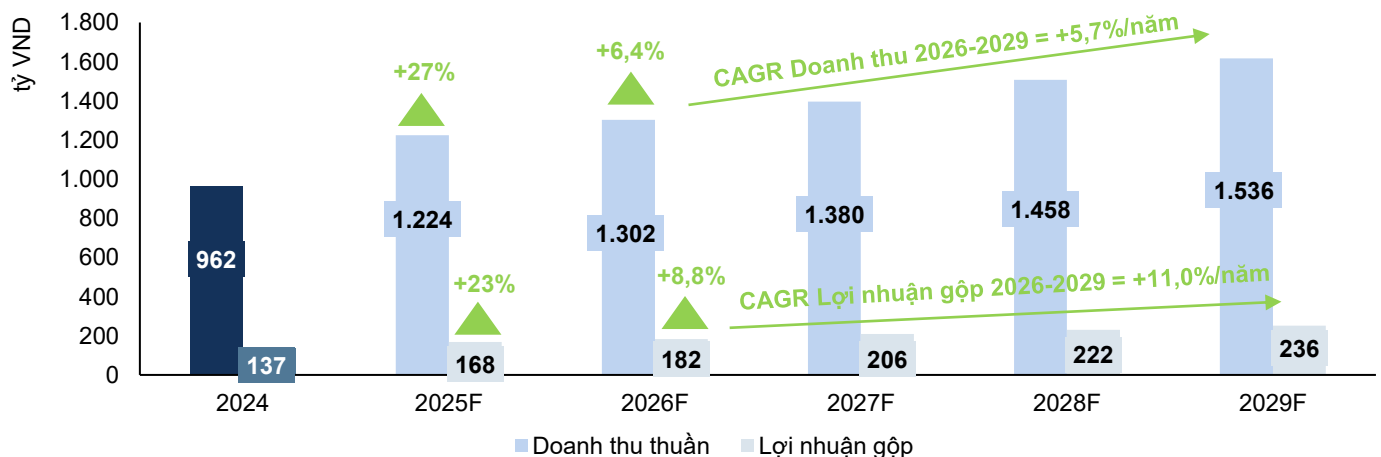
- **Giá bán nhà máy Cửa Đạt không còn triển vọng tăng trưởng:** Giai đoạn 2026F – 2029F giá bán nhà máy Cửa Đạt dự phóng +0,4% YoY/năm, đạt trung bình 782 VND/kWh với giả định rằng (1) các năm tiếp theo vẫn tiếp tục ghi nhận mức khấu hao như hiện tại và không có sự thay đổi đáng kể trong thành phần xác định giá bán Pc và (2) Mức tăng của **giá FMP** (2% sản lượng điện tiêu thụ của VCP) dự phóng CAGR 2026F – 2029F = 11,5%/năm không tác động đáng kể đến giá bán của Cửa Đạt do tỷ lệ sản lượng tính theo giá Pm dự phóng vẫn ở mức thấp 02% do cơ chế ưu đãi cho thủy điện của EVN dần hạn chế khi tiềm năng khai thác không còn và ưu tiên phát triển ở các loại hình điện gió, điện mặt trời,...
- **Giá bán các nhà máy <30MW dự phóng tăng trưởng với CAGR= 2,3%/năm** nhờ khả năng chủ động phát điện vào giờ cao điểm trong điều kiện thời tiết bình thường để tối ưu giá bán

2. Mảng xử lý rác (58% doanh thu, 22% lợi nhuận gộp): tích cực nhờ gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh và dự địa gia tăng hiệu suất nhà máy điện rác còn cao. (quay lại trang bìa)

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh mảng xử lý rác năm 2025F nổi tiếp đà khả quan của 9T2025 với doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 1.224 tỷ VND (+27% YoY) và 168 tỷ VND (+23% YoY) nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh tiếp tục phục hồi.

Sang năm 2026F, doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng lần lượt 6,4% YoY và 8,8% YoY; giai đoạn 2026F – 2029F, hai chỉ tiêu này tăng trưởng với CAGR lần lượt 5,7%/năm và 11,0%/năm được hỗ trợ bởi triển vọng gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh và dự địa gia tăng hiệu suất vận hành nhà máy điện rác còn cao. Cụ thể:

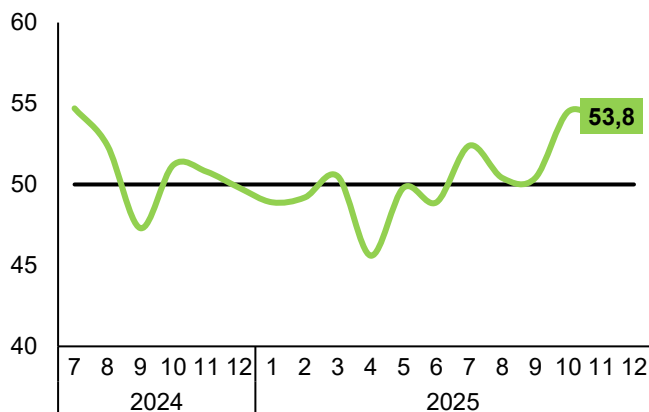
Hoạt động kinh doanh tiếp tục khả quan nhờ gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh và dự địa gia tăng hiệu suất nhà máy điện rác còn cao



Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp và dự phóng

Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng xử lý rác năm 2025F lần lượt đạt 1.224 tỷ VND (+27% YoY) và 168 tỷ VND (+23% YoY) nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh tiếp đà phục hồi. Cụ thể, chỉ số PMI của Việt Nam có tín hiệu tích cực hơn rõ ràng khi duy trì trên mức 50 từ T7/2025 trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng tăng cao vào mùa cao điểm cuối năm. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng ngành sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh năm 2025F +16,6% YoY dựa trên tăng trưởng ngành sản xuất công nghiệp Việt Nam (+9,3% YoY), và mức tăng của tỉnh Bắc Ninh mạnh hơn nhờ lợi thế là trung tâm công nghiệp trọng điểm, qua đó thúc đẩy nhu cầu xử lý rác thải công nghiệp của VCP gia tăng.

PMI Việt Nam duy trì tích cực trong các tháng cuối năm 2025 ...



Nguồn: S&P Global

... kỳ vọng thúc đẩy tăng trưởng hoạt động sản xuất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh năm 2025 +16,6% YoY

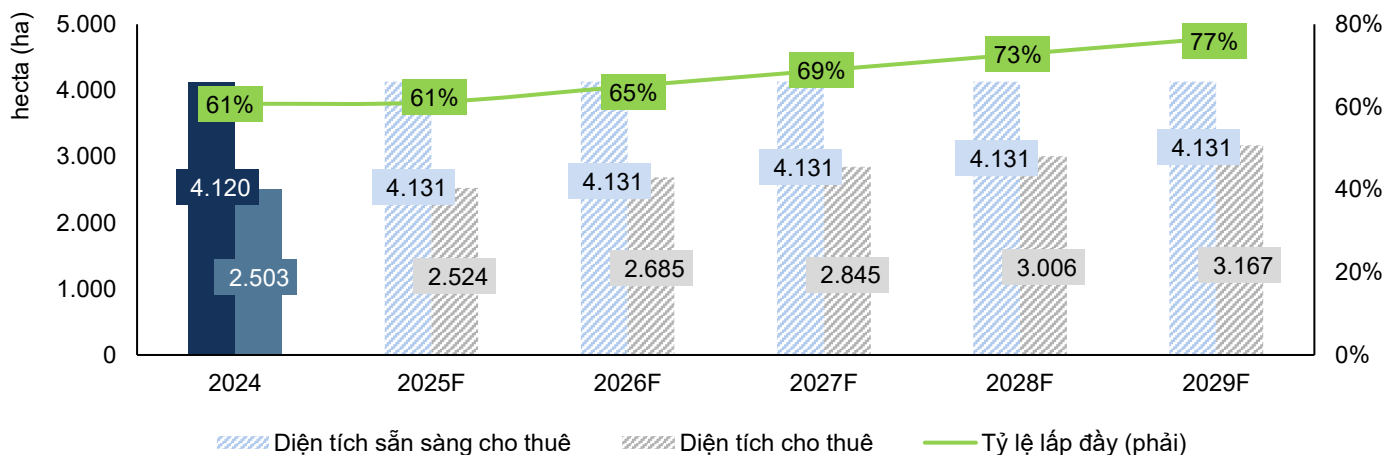


Nguồn: GSO, Chi cục thống kê tỉnh Bắc Ninh, FPTIS dự phóng

Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng xử lý rác giai đoạn 2025F – 2029F dự phóng tăng trưởng với mức CAGR lần lượt 5,8%/năm và 8,9%/năm nhờ nhu cầu xử lý rác gia tăng theo tăng trưởng diện tích cho thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh. Cụ thể, chúng tôi dự phóng diện tích đất cho thuê tỉnh Bắc Ninh sẽ tăng với mức CAGR 2025F – 2029F = 5,8%/năm, nhờ kỳ vọng tăng trưởng nhu cầu thuê đất công nghiệp của tỉnh Bắc Ninh trong dài hạn khi (1) Việt Nam có lợi thế về chi phí để thu hút các doanh nghiệp FDI trong ngành điện tử so với các quốc gia trong khu vực ([chi tiết](#)) và (2) Chính Phủ đẩy mạnh đầu tư công với hàng loạt dự án trọng điểm tại trung tâm kinh tế phía Bắc giúp tăng tính kết nối liên vùng, tiết kiệm thời gian và chi phí logistic ([chi tiết](#)).

Bên cạnh yếu tố nhu cầu tăng, dư địa tăng trưởng nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh của VCP vẫn còn lớn khi hệ số công suất của nhà máy trong năm 2025 dự phóng đạt khoảng 63%/90%, cho thấy năng lực hoạt động chưa khai thác hết và còn nhiều tiềm năng gia tăng hiệu suất vận hành để đáp ứng cho việc tăng trưởng nhu cầu xử lý rác thải tỉnh Bắc Ninh trong các năm tới.

Kỳ vọng nhu cầu xử lý rác tăng cao nhờ gia tăng nhu cầu thuê đất công nghiệp tỉnh Bắc Ninh



Nguồn: FPTIS tổng hợp và dự phóng

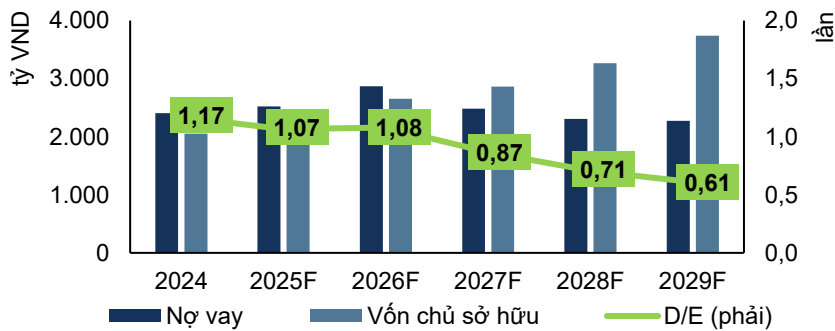
II. Rủi ro đầu tư

1. Diễn biến ENSO chuyển sang pha El Nino. (quay lại trang bìa)

Hoạt động sản xuất và cung ứng thủy điện của VCP sẽ chịu ảnh hưởng rất lớn bởi tình hình thời tiết, khí hậu. Chỉ số ENSO chuyển sang pha El Nino gây nắng nóng, khô hạn sẽ làm suy giảm sản lượng các nhà máy thủy điện của VCP. Đặc biệt đối với nhà máy thủy điện Cửa Đạt sở hữu hồ chứa thủy lợi phải ưu tiên cấp nước cho mục đích thủy lợi, nên có mức sụt giảm sản lượng điện mạnh hơn ngành khi hiện tượng El Nino diễn ra vào năm 2023.

2. Biến động lãi suất. (quay lại trang bìa)

Gia tăng nợ vay đầu tư dự án mới khiến VCP nhạy cảm với biến động lãi suất



Nguồn: FPTSS dự phóng

VCP có tỷ trọng tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (D/E) dự phóng ~1,07 lần vào năm 2025F, do đó sẽ nhạy cảm với biến động của lãi suất. Theo dự phóng của chúng tôi trong giai đoạn 2025F-2029F, VCP sẽ tiếp tục gia tăng nợ vay dài hạn để đầu tư nhà máy thủy điện Đak Lô 1, Đak Lô 3 và Đak Lô 4 khiến dư nợ đạt đỉnh vào 2026F với giá trị 2.867 tỷ VND (+13,7% YoY và D/E đạt 1,08 lần). Chúng tôi ước tính giai đoạn 2025F-2029F, lãi suất cho vay tăng 1đợt sẽ làm chi phí lãi vay của VCP tăng lên 25,0 tỷ VND.

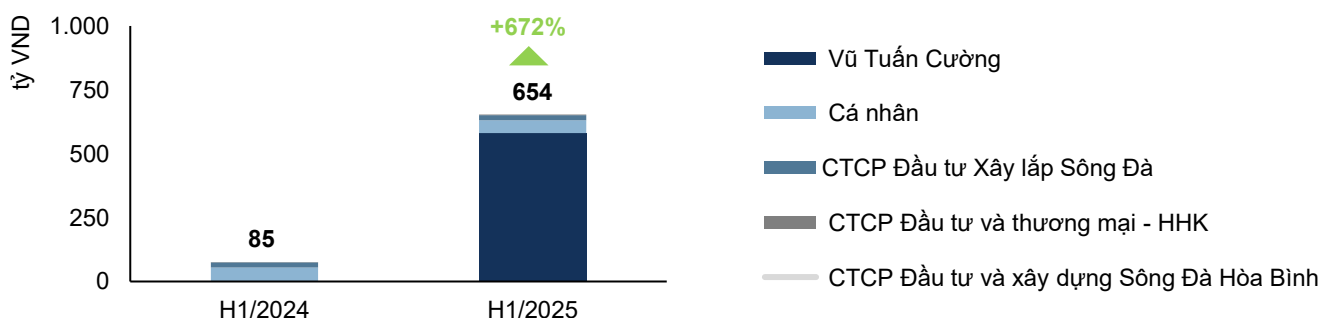
3. Khoản phải thu về cho vay tăng mạnh trong bối cảnh vay nợ cao. (quay lại)

Trong 9T2025, khoản phải thu về cho vay của VCP tăng mạnh +661% YoY, tương ứng 558 tỷ VND. Điều này khiến tỷ trọng khoản phải thu về cho vay ước tính tăng từ 2% lên 11% tổng tài sản của VCP tại thời điểm 9T2025.

Trước đó, theo thuyết minh Báo cáo tài chính hợp nhất giữa niên độ năm 2025, khoản phải thu từ cho vay của VCP ghi nhận mức tăng +672% YoY, tương ứng 654 tỷ VND chủ yếu đến từ phát sinh khoản cho vay đối với Ông Vũ Tuấn Cường (trước đây là cổ đông lớn của VCP) với giá trị 580,7 tỷ VND, chiếm 89% dư nợ cho vay. Khoản cho vay Ông Vũ Tuấn Cường được doanh nghiệp thuyết minh nhằm phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh, bao gồm cho vay ngắn hạn 177 tỷ VND với lãi suất 8,5%/năm và cho vay dài hạn 403,7 tỷ VND với lãi suất dao động trong khoảng 7,5% - 9,1%/năm. Tài sản đảm bảo của các khoản cho vay này bao gồm (1) các khoản cho vay của Công ty TNHH Thủy điện Đak Lô 1 – 3 cho VCP vay, lãi suất cho vay 7,3%/năm (tổng giá trị 279 tỷ VND); và (2) 60% cổ phần của CTCP Môi trường Việt Xuân Mới, ước tính tương ứng giá trị khoảng 132 tỷ VND (dựa trên vốn điều lệ năm 2023 của doanh nghiệp).

Trên cơ sở mức quy mô và lãi suất khoản cho vay, chúng tôi ước tính phần lợi ích kinh tế phát sinh từ hoạt động này sau khi trừ chi phí đi vay là không đáng kể ~0,48%/năm, tương ứng ~2,8 tỷ VND/năm. Chúng tôi đánh giá việc gia tăng các khoản cho vay không thuộc hoạt động kinh doanh cốt lõi trong bối cảnh VCP đang vay nợ cao sẽ là yếu tố cần theo dõi trong thời gian tới.

Khoản phải thu từ cho vay trong H1/2025 tăng mạnh +672%, tương ứng 654 tỷ VND



Nguồn: VCP, FPTSS tổng hợp và ước tính

Chúng tôi lưu ý rằng, trong quá khứ VCP từng tồn tại nhiều khoản cho vay đối với cá nhân là các bên liên quan và cổ đông lớn nhưng không thực hiện trình bày, công bố thông tin đầy đủ theo quy định của pháp luật về chứng khoán, dẫn đến việc bị Ủy ban Chứng khoán Nhà nước xử phạt hành chính theo Quyết định số 131/QĐ-XPHC.

E. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu VCP với mức giá mục tiêu là **30.500 VND/cp**, cao hơn **28,7%** so với mức giá đóng cửa ngày 18/12/2025.

Kết quả định giá:

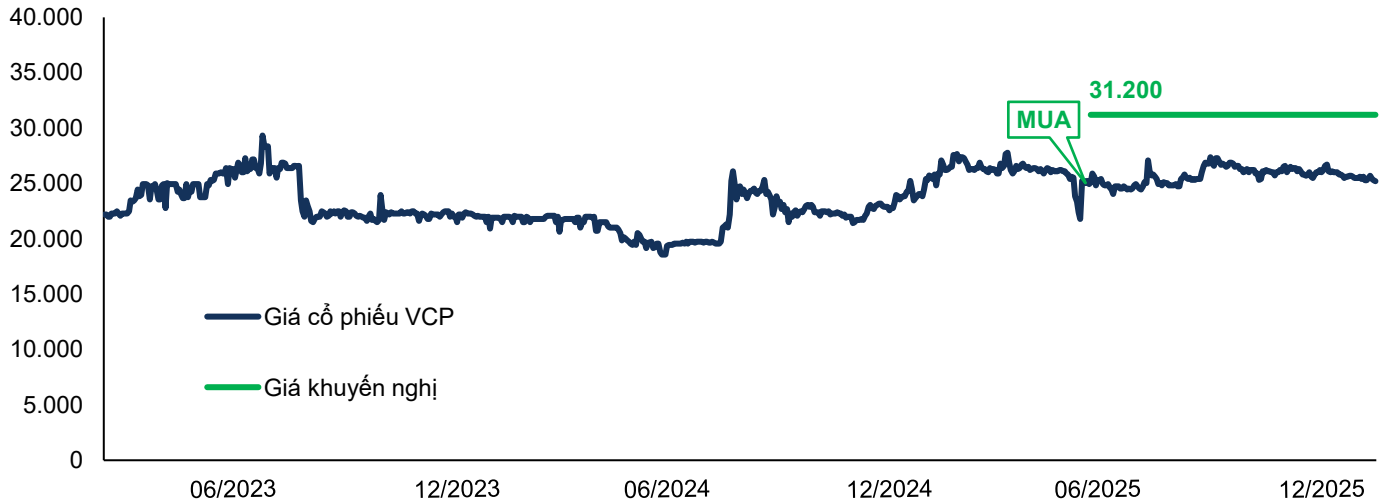
STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VND/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	29.090	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	31.850	50%
Giá mục tiêu		30.500	

Cập nhật giá định kinh doanh năm 2025F và 2026F:

Chỉ tiêu (tỷ VND)	Báo cáo định giá T4/2025		Báo cáo CNĐG T12/2025		Giải thích thay đổi
	2025F	2026F	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	2.030	2.113	2.098	2.095	
(1) Mạng bán điện	957	904	874	792	(1) Mạng bán điện: giảm so với Báo cáo định giá T4/2025 chủ yếu đến từ thay đổi giá bán giảm so với dự phóng trước đó khi (1.1) giá bán nhà máy Cửa Đạt giảm do hết khấu hao máy móc thiết bị và (1.2) các nhà máy <30MW phát điện ngoài giờ cao điểm khi lưu lượng nước về nhiều
(2) Mạng xử lý rác	1.073	1.209	1.224	1.302	(2) Mạng xử lý rác: Doanh thu thay đổi tăng khi hoạt động sản xuất công nghiệp 9T2025 tăng tích cực hơn, làm gia tăng nhu cầu xử lý rác
Biên lợi nhuận gộp	35,1%	34,6%	36,4%	34,4%	BLNG thay đổi tăng trong năm 2025 do dự phóng sản lượng điện tăng mạnh hơn so với T4/2025 do lưu lượng nước về hồ tích cực hơn trong 9T2025, giúp đạt lợi thế theo quy mô
Lợi nhuận sau thuế	320	342	374	294	LNST 2025F thay đổi tăng so với T4/2025 nhờ phát sinh tăng doanh thu tài chính do khoản phải thu về cho vay tăng mạnh LNST 2026F thay đổi giảm do chi phí lãi vay tăng lên khi gia tăng giả định tỷ lệ sử dụng vốn vay để đầu tư dự án thành 70% tổng mức đầu tư

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	T12/2025	Thay đổi so với T4/2025	Giả định mô hình	T12/2025	Thay đổi so với T4/2025
WACC	11,4%	+0,8đpt	Phần bù rủi ro	10,35%	+1,0đpt
Chi phí sử dụng nợ	7,4%	+0,2đpt	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,65	-
Chi phí sử dụng VCSH	16,3%	+2,4đpt	Tăng trưởng dài hạn	0,5%	-
Lãi suất phi rủi ro	3,18%	+0,2đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

Lịch sử khuyến nghị:


STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
1	MUA	T4/2025	31.200 VND/cp	Báo cáo định giá lần đầu

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Hệ số chiết khấu		1,06
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VND)		4.575
(+) Tiền mặt (tỷ VND)		498
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VND)		2.405
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		2.669
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)		83.789.658
Giá mục tiêu (VND/cp)		31.850
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VND)		2.437
Giá mục tiêu (VND/cp)		29.090

F. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Kết quả HĐKD (tỷ VND)	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1.772	2.098	2.095	2.103
Giá vốn hàng bán	(1.117)	(1.335)	(1.374)	(1.464)
Lợi nhuận gộp	656	764	721	639
Chi phí bán hàng	(9)	(11)	(11)	(11)
Chi phí quản lí DN	(115)	(155)	(154)	(155)
Lợi nhuận thuần HĐKD	531	598	555	473
(Lỗ)/lãi HĐTC	6	42	3	3
Lợi nhuận khác	1	2	2	2
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	538	641	560	477
Chi phí lãi vay	(178)	(183)	(211)	(212)
Lợi nhuận trước thuế	360	458	349	264
Thuế TNDN	(27)	(47)	(26)	(27)
Lợi nhuận sau thuế	334	411	323	237
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	37	29	22
LNST của công ty mẹ	307	374	294	216
EPS (VND)	3.658	4.459	3.506	2.573

Chỉ số khả năng sinh lời	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37,0%	36,4%	34,4%	30,4%
Tỷ suất LNST	17,3%	17,8%	14,0%	10,3%
ROE DuPont	19,0%	19,6%	13,5%	9,0%
ROA DuPont	6,6%	7,4%	5,3%	3,7%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	30,4%	30,6%	26,7%	22,7%
LNST / LNTT	67,0%	71,4%	62,3%	55,4%
LNTT / EBIT	85,1%	81,6%	84,2%	81,6%
Vòng quay tổng tài sản	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
Đòn bẩy tài chính	2,9x	2,6x	2,6x	2,4x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	89,5	87,89	93,16	85,59
Số ngày tồn kho	49,5	67,13	76,45	72,45
Số ngày phải trả	72,6	72,61	71,96	67,09
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	66,4	82,41	97,64	90,95
Giá vốn hàng bán / HTK	11,3x	6,5x	4,8x	5,1x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025F	2026F	2027F
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,6x	1,6x	1,7x	1,6x
Chỉ số thanh toán nhanh	1,3x	1,2x	1,4x	1,2x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,7x	0,7x	0,8x	0,6x
Nợ / Tài sản	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
Nợ / VCSH	1,3x	1,2x	1,2x	1,0x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x
Nợ dài hạn / VCSH	1,0x	0,8x	0,9x	0,7x
Khả năng trả lãi vay	3,0x	3,5x	2,7x	2,2x

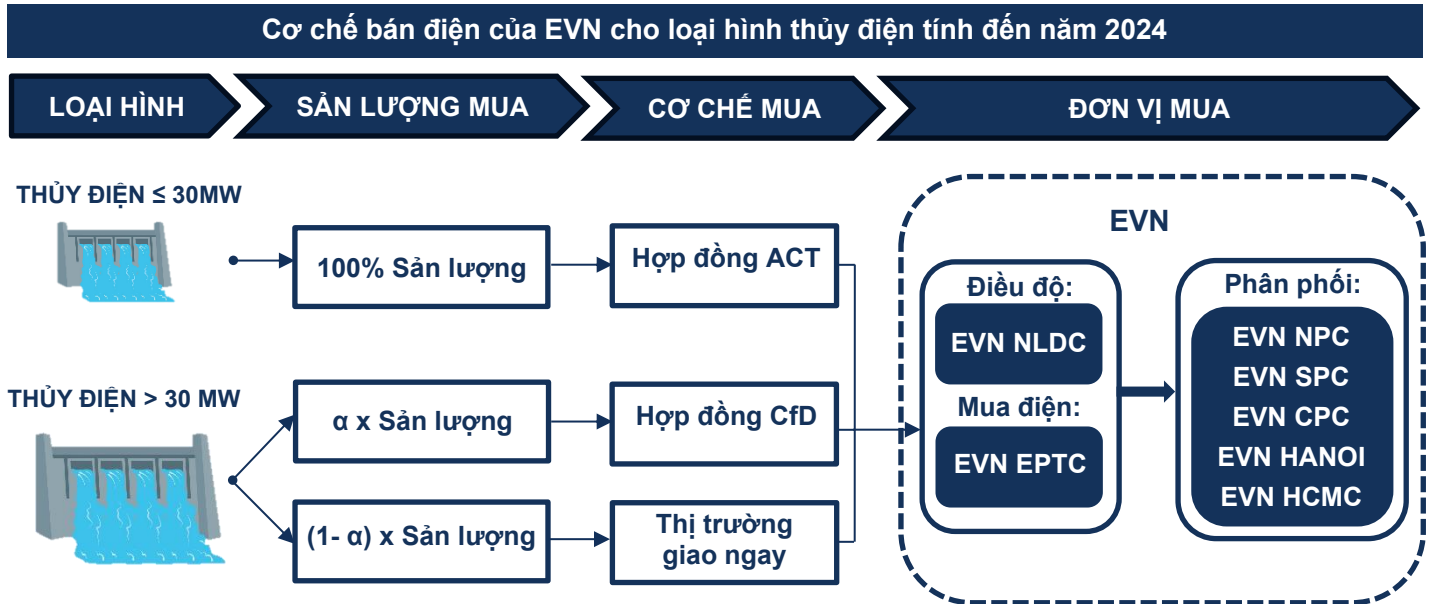
Cân đối kế toán (tỷ VND)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền, TĐT, ĐTTC ngắn hạn	498	590	718	526
Các khoản phải thu	486	525	545	442
Hàng tồn kho	204	287	288	293
Tài sản ngắn hạn khác	17	20	21	22
Tổng tài sản ngắn hạn	1.205	1.422	1.571	1.282
Tài sản cố định hữu hình	2.790	2.548	2.347	2.734
<i>Nguyên giá</i>	4.871	4.872	4.873	5.481
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(2.081)	(2.324)	(2.526)	(2.748)
Đầu tư tài chính dài hạn	2	2	2	2
Tài sản dài hạn khác	759	734	683	655
XDCB dở dang	52	538	1.285	1.033
Tổng tài sản dài hạn	3.603	3.822	4.317	4.423
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4.808	5.244	5.888	5.705
Vay và nợ ngắn hạn	490	626	642	542
Các khoản phải trả	264	267	275	264
Quỹ khen thưởng	9	15	17	21
Nợ ngắn hạn	763	908	934	826
Nợ dài hạn	1.989	1.970	2.299	2.016
Tổng nợ	2.752	2.878	3.233	2.842
Vốn điều lệ	838	838	838	838
Thặng dư	6	6	6	6
LN chưa phân phối	423	740	1.026	1.236
Vốn chủ sở hữu	2.056	2.366	2.655	2.863
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	4.808	5.244	5.888	5.705

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ VND)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	217	498	590	718
Lợi nhuận sau thuế	333	411	323	237
Khấu hao	284	243	202	222
Dự phòng	11	30	30	30
Thay đổi vốn lưu động	(172)	(171)	(25)	59
Tiền từ HĐ kinh doanh	456	513	530	549
Thanh lý tài sản CD	0	-	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(72)	(487)	(748)	(356)
Các HĐ đầu tư khác	25	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(47)	(487)	(748)	(356)
Thay đổi nợ	(108)	117	345	(384)
Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(13)	(50)	-	-
Các HĐTC khác	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(121)	67	345	(384)
Tổng lưu chuyển tiền thuần	287	92	127	(192)
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-
Tiền cuối năm	498	590	718	526

G. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Các cơ chế mua bán dành cho thủy điện. (quay lại)

Do điện là loại năng lượng đặc biệt, có liên quan trực tiếp đến vấn đề an sinh xã hội, lĩnh vực sản xuất điện năng nằm trong chính sách đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia của Chính Phủ, toàn bộ năng lượng điện sản xuất ra của các loại hình điện đều được bán cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Đối với thủy điện được chia làm 2 cơ chế cho các loại hình thủy điện sau:



Nguồn: Bộ Tài chính, FPTs tổng hợp

Với nhà máy thủy điện có công suất $\leq 30\text{MW}$: EVN sẽ bao tiêu mua toàn bộ sản lượng điện và thanh toán theo biểu giá chi phí tránh được (hợp đồng ACT – [phụ lục](#)). Giá bán điện được EVN thanh toán theo quy định trong biểu giá chi phí tránh được, được thanh toán giống nhau cho mọi nhà máy. Giá trung bình của các nhà máy thủy điện tham gia hợp đồng này khoảng ~1.000 VND/kWh.

Với nhà máy thủy điện có công suất $> 30\text{MW}$: Sẽ tham gia vào cơ chế mua bán trong Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM – [phụ lục](#)). Sản lượng điện sản xuất sẽ được chia thành hai phần:

- Một phần ($\alpha \times \text{sản lượng}$ - hay còn gọi là Qc) được EVN mua theo hợp đồng mua bán điện dài hạn (PPA). Giá thanh toán (giá Pc) được tính toán dựa trên chi phí sản xuất điện của nhà máy điện, nhằm mục đích để nhà máy thu hồi được các chi phí hợp lý trong suốt vòng đời kinh tế và đảm bảo tỷ suất sinh lợi nội tại về tài chính (IRR) không vượt quá 12%.
- Phần còn lại ($(1 - \alpha) \times \text{sản lượng}$) sẽ được bán trên thị trường giao ngay ([phụ lục](#)). Các nhà máy sẽ tham gia chào bán giá điện cùng với các nhà máy khác trên thị trường giao ngay. Và sẽ có sự khác nhau về mức giá chào bán của các nhà máy do có sự khác biệt về chi phí sản xuất. Giá thanh toán trung bình của EVN trên thị trường giao ngay là giá FMP (giá thị trường điện toàn phần, là mức giá trung bình mà EVN thanh toán cho các nhà máy điện tham gia trên TTGN). Trong giai đoạn 2019 - 2024, giá FMP trên thị trường giao ngay dao động trung bình từ 1.400 VND/kWh trở lên.

** α : tỷ lệ sản lượng được EVN NLDC sẽ công bố vào trước chu kỳ sản xuất, giai đoạn 2019 - 2024 tỷ lệ α dao động từ 90 – 98%.*

Sản lượng điện sản xuất được mua bởi EVN: EVNNLDC và EVNEPTC sẽ điều độ và mua buôn điện trực tiếp với các nhà máy điện, sau đó sẽ bán sản lượng này lại cho các Tổng Công ty điện lực theo khu vực là EVNNPC (miền Bắc), EVNSPC (miền Nam), EVNCPC (miền Trung), EVNHANOI (Hà Nội) và EVNHCMC (TP.HCM) để phân phối điện đến các điểm tiêu thụ.

Phụ lục 2: Thị trường phát điện cạnh tranh (Vietnam Competitive Generation Market). (quay lại cập nhật KQKD) (quay lại phụ lục 1: các cơ chế mua bán cho thủy điện)

Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) là cấp độ đầu tiên của lộ trình phát triển hướng đến tự do hóa thị trường điện của Việt Nam, nơi các nhà máy điện trên 30MW (không bao gồm thủy điện đa mục tiêu và BOT) sẽ tham gia vào. Tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá hợp đồng được quy định hằng năm từ 65 - 100% tổng sản lượng điện phát của nhà máy, phần còn lại sẽ được thanh toán theo giá thị trường giao ngay.

Công thức tổng quát để tính doanh thu cho các nhà máy điện khi tham gia vào VCGM:

$$R = P_m \cdot Q_m + Q_c \cdot (P_c - P_m)$$

Trong đó:

- Q_m : Tổng sản lượng điện thương mại
- Q_c : Sản lượng điện bán theo hợp đồng với EVN
- P_c : Giá hợp đồng
- P_m : Giá bán điện trên thị trường giao ngay

Đối với một phần ($\alpha \times$ sản lượng) -> Mua bán theo Hợp đồng dạng sai khác (CfD): (quay lại)

Hợp đồng CfD là hợp đồng tài chính (hợp đồng swap) giữa bên bán điện và bên mua điện nhằm mục đích chia sẻ rủi ro về giá điện cho cả hai bên, đồng thời đảm bảo dòng tiền cho bên bán điện và đảm bảo sản lượng điện cho bên mua. Trong hợp đồng CfD, hai bên thống nhất trước về một mức sản lượng (Q_c) và quy định trước một mức giá hợp đồng (P_c). Đối với phần sản lượng phát điện đã được phân bổ Q_c , hai bên sẽ thanh toán cho nhau phần chênh lệch giữa P_c và giá điện thực tế trên thị trường:

$$R_c = Q_c \cdot (P_c - P_m)$$

Các nguyên tắc xác định giá P_c được quy định trong Thông tư 57/2020/TT-BCT. Trong đó, giá P_c được xây dựng trên cơ sở là giúp cho Chủ đầu tư nhà máy thu hồi được các chi phí hợp lý trong suốt vòng đời kinh tế và đạt được mức tỷ suất sinh lời nội bộ IRR không vượt quá 12%.

Nhìn chung, giá P_c giúp cho các nhà máy điện đảm bảo được dòng tiền và hạn chế được rất nhiều rủi ro. Ngoài rủi ro về giá điện trên thị trường cạnh tranh, nhà máy còn tránh được các rủi ro về giá nhiên liệu, lạm phát, tỷ giá, ... Công thức xác định giá P_c được quy định trong Thông tư 57/2020/TT-BCT, cụ thể như sau:

$$P_c = FC \text{ (giá cố định)} + FOMC \text{ (giá vận hành và bảo dưỡng)} + VC \text{ (giá biến đổi)}$$

- **FC:** Giá cố định giúp cho chủ đầu tư thu hồi được các chi phí cố định khi đầu tư xây dựng nhà máy. Trên cơ sở phân tích tài chính dự án, hai bên sẽ thống nhất mức giá FC bình quân cho cả vòng đời của nhà máy. Hai bên có thể áp dụng luôn mức FC này cho toàn bộ vòng đời hoặc có thể quy đổi thành giá cố định từng năm. Sau khi quy đổi, giá điện trong các năm đầu (thường gọi là profile) sẽ cao hơn để chủ đầu tư thực hiện nghĩa vụ chi trả nợ vay, sau đó sẽ giảm xuống khi trả hết nợ vay.

- **FOMC:** Giúp chủ đầu tư thu hồi các chi phí vận hành và bảo dưỡng, bao gồm chi phí nhân công, chi phí sửa chữa lớn và một số chi phí khác. FOMC thường xác định trong năm cơ sở, sau đó sẽ điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát hoặc theo mức lương tối thiểu trong các năm tiếp theo.

- **VC:** Giúp chủ đầu tư thu hồi được chi phí biến đổi, trong đó chủ yếu là chi phí nhiên liệu. (quay lại cập nhật KQKD)

Phần còn lại ($(1 - \alpha) \times$ sản lượng) -> Giá bán điện trung bình của EVN trên thị trường giao ngay: (quay lại)

$$FMP = SMP + CAN$$

Trong đó:

- FMP** : giá thị trường điện toàn phần, là mức giá trung bình mà EVN thanh toán cho các nhà máy điện tham gia trên thị trường giao ngay
- SMP** : Mức giá mà các nhà máy điện được EVN huy động sẽ được thanh toán cùng mức giá thị trường thời điểm đó giống nhau, được xác định bằng giá chào bán của nhà máy cuối cùng được huy động.
- CAN** : Giá công suất thị trường, mục đích để các nhà máy thu hồi lại chi phí cố định.

Phụ lục 3: Cơ chế mua bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được (ACT). (quay lại cập nhật KQKD) (quay lại phụ lục 1: các cơ chế mua bán cho thủy điện)

Khái niệm: Cơ chế là hình thức hợp đồng mua bán điện áp dụng cho nhà máy thủy điện có công suất $\leq 30\text{MW}$. Theo cơ chế này, EVN sẽ mua điện với mức giá phản ánh chi phí mà hệ thống điện quốc gia có thể tránh được nếu mua điện từ các nhà máy khác.

Đặc điểm: Giá điện được xác định hàng năm do Bộ Công Thương công bố, dựa trên chi phí biên của hệ thống, nên sẽ không có sự khác biệt về lợi ích giữa giá bán của các nhà máy tham gia vào hợp đồng. Các nhà máy tham gia cơ chế ACT phải bán điện theo giá niêm yết, không có cơ chế đấu thầu hay thương lượng giá riêng.

Cấu trúc giá bao gồm ba thành phần:

- Giá điện năng (VND/kWh): giá thanh toán cho sản lượng điện phát lên lưới theo hợp đồng.
- Giá điện năng dư (VND/kWh): giá thanh toán cho phần sản lượng điện vượt quá công suất thiết kế đã đăng ký với EVN.
- Giá công suất (VND/kWh): khoản thanh toán bổ sung khi phát điện vào giờ cao điểm của mùa khô.

Biểu giá chi phí tránh được năm 2024 (đơn vị: VND)

Thành phần giá	Mùa khô			Mùa mưa			Giá điện năng dư	Giá công suất
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm		
Miền Bắc	726	726	725	703	704	702	351	1.932
Miền Trung	729	729	729	707	708	706	353	1.932
Miền Nam	749	749	748	727	727	726	363	1.932

Phụ lục 4: Việt Nam có lợi thế về chi phí để thu hút các doanh nghiệp FDI trong ngành điện tử so với các nước khác trong khu vực (quay lại)

Chúng tôi đánh giá rằng Việt Nam có lợi thế trong việc thu hút FDI ngành điện tử nhờ việc đã hình thành các khu/cụm công nghiệp điện tử quy mô lớn, nằm gần Trung Quốc và Đài Loan – trung tâm sản xuất linh kiện điện tử hàng đầu khu vực – giúp Việt Nam tham gia sâu vào chuỗi cung ứng, giảm chi phí logistics, rút ngắn thời gian giao hàng và nâng cao hiệu quả vận hành so với các quốc gia trong khu vực.

Ngoài ra, Việt Nam còn có lợi thế về chi phí sản xuất, thể hiện ở chi phí lao động cạnh tranh, giá điện và chi phí đất ở mức thấp so với nhiều nước trong khu vực, qua đó củng cố sức hấp dẫn đối với các doanh nghiệp FDI ngành điện tử (chi tiết tại bảng dưới).

Tổng quan chi phí chính trong ngành điện tử

Chi phí	% trong tổng chi phí sản xuất	Trung Quốc	Việt Nam	Thái Lan	Indonesia	Ấn Độ	Malaysia
Chi phí lao động (USD/năm)	~10%-20%	12.068	5.052	7.728	6.431	5.015	8.387
Chi phí điện năng (USD/kWh)	~15%	0,08	0,08	0,13	0,10	0,08	0,10
Chi phí đất (USD/m ²)	~15%	70-380	50-300	50-180	140-350	70-200	70-230

Nguồn: FPTs tổng hợp

Phụ lục 5: Chính Phủ đẩy mạnh đầu tư công với hàng loạt dự án trọng điểm tại trung tâm kinh tế phía Bắc giúp tăng tính kết nối liên vùng, tiết kiệm thời gian và chi phí logistic. (quay lại)

Sự bùng nổ của các dự án đầu tư công trọng điểm ở miền Bắc đang tạo ra mạng lưới kết nối liên vùng mang tính chiến lược và tạo ra lợi thế logistic cho Bắc Ninh – trung tâm sản xuất điện tử lớn nhất Việt Nam. Mạng lưới này không chỉ giảm chi phí logistics, mà còn tăng tốc độ luân chuyển hàng hóa, nâng sức cạnh tranh của các khu công nghiệp.

Một số dự án đầu tư công trọng điểm tại miền Bắc giúp tăng tính kết nối liên vùng, thuận lợi cho logistic

Tên Dự án	Giai đoạn	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Điểm thuận lợi cho logistic Bắc Ninh
Sân bay Gia Bình (Bắc Ninh)	2026 - 2030	9,7	trung tâm vận chuyển hàng không phía Bắc, giảm tải cho Nội Bài
Vành đai 4 Vùng Thủ đô Hà Nội	2023 - 2026	3,7	rút ngắn thời gian vận tải từ Bắc Ninh đến các đô án lớn như Nội Bài, sân bay Long Thành, cảng Hải Phòng
Đường sắt Lào Cao – Hà Nội – Hải Phòng	2025 - 2030	8,4	hàng hóa sản xuất tại Bắc Ninh nhanh chóng tiếp cận cảng biển

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu VCP, người phê duyệt và chuyên viên tư vấn không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888