

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG VÀ PHÁT TRIỂN NĂNG LƯỢNG VINACONEX (VCP)

ĐINH THỊ PHƯƠNG THẢO

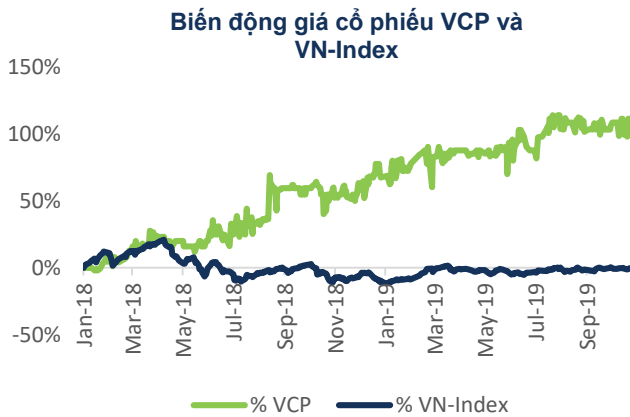
Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: Thaodtp@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84) – (024)3773 7070 – Ext: 5975

Giá hiện tại: 54.500

Giá mục tiêu : 42.400

 Tăng/ Giảm: **-22%**
Khuyến nghị
BÁN


LỢI THẾ TỪ VỊ TRÍ ĐỊA LÝ VÀ VIỆC SỞ HỮU HỒ ĐIỀU TIẾT THEO NĂM

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VCP – Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng và Phát triển Năng lượng Vinaconex, đăng ký giao dịch chứng khoán trên sàn UpCOM. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu VCP là **42.400 đồng/cp**, thấp hơn 22% so với mức giá hiện tại ([chi tiết định giá](#)). Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu này.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2019 của VCP đạt khoảng 528 tỷ đồng (+3% yoy), lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ ước đạt 218 tỷ đồng (-7% yoy) tương ứng với mức EPS 3.709 đồng/cp.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Chúng tôi cho rằng VCP là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định với những luận điểm sau đây :
- ✓ **Quy mô sản xuất được mở rộng khi nhà máy thủy điện Xuân Minh đi vào hoạt động.** Từ tháng 1/2019, khi nhà máy Xuân Minh đi vào hoạt động sẽ tạo ra thêm 66,1 triệu kWh điện thương phẩm, hàng năm mang lại cho VCP trung bình 85 tỷ đồng doanh thu và 55 tỷ đồng lợi nhuận gộp.
 - ✓ **Hiệu suất hoạt động của nhà máy Cửa Đạt cao hơn các nhà máy thủy điện (NMTĐ) khác tại miền Trung nhờ : (1) lợi thế về vị trí địa lý ; (2) sở hữu hồ chứa nước điều tiết theo năm với dung tích 1,5 tỷ m³.** Số giờ chạy tương đương công suất thiết kế của thủy điện Cửa Đạt là 4.350 giờ/năm, cao hơn số giờ chạy trung bình 4.092 giờ/năm của các NMTĐ được so sánh.
 - ✓ **Suất đầu tư của VCP khá thấp so với các NMTĐ lớn tương đồng quy mô doanh thu, chỉ khoảng 16,5 tỷ đồng/MW.** Đây là một trong những lợi thế giúp biên lợi nhuận gộp của VCP cao hơn một số NMTĐ khác như VPD, VSH, SJD,...
- Trong ngắn hạn :** 1 tháng trở lại đây, cơ cấu cổ đông của VCP có sự gia nhập thêm của 2 tổ chức: Quỹ Đầu tư Cơ hội PVI (POF) và CTCP Tập đoàn Đầu tư và Thương mại Mundus. Nhờ đó, thị giá cổ phiếu VCP đã tăng gần 43% lên mức giá 54.500 đồng/cp so với mức giá giao dịch trước đó chỉ khoảng 38.000 đồng/cp. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu này.

Thông tin giao dịch ngày	06/12/2019
Giá hiện tại (VND/cp)	54.500
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	65.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	28.000
Số lượng CP niêm yết	56.999.993
Số lượng CP đang lưu hành	56.999.993
KLGD bình quân 30 ngày	50.327
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.106
EPS trailing (đồng)	4.454
P/E trailing (lần)	12,2

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Đầu tư Xây dựng và Phát triển năng lượng Vinaconex
Địa chỉ	Tầng 19 Tòa nhà Vinaconex- Số 34 Láng Hạ- P.Láng Hạ- Q.Đống Đa, Tp.Hà Nội
Doanh thu chính	Điện thương phẩm
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí lãi vay

Cơ cấu cổ đông đến ngày 06/12/2019	Tỉ lệ (%)
Tổng CTCP xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam (VCG)	28,02%
Quỹ Đầu tư Cơ hội PVI	17,54%
CTCP Đầu tư VSD	10,91%
CTCP Châu Á Thống Nhất	10,00%
TCT Sông Đà (SJD)	7,08%
CTCP Tập đoàn Đầu tư và Thương mại Mundus Stones	5,00%
Khác	21,45%

Trong dài hạn : Với triển vọng hoạt động kinh doanh ổn định, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu này. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào tại mức giá 36.900 đồng/cp (tỷ suất sinh lời 15%).

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- ✓ **Rủi ro thời tiết ảnh hưởng trực tiếp đến tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.** Năm 2019 với sự xuất hiện của hiện tượng El Nino gây mưa ít khiến sản lượng điện sản xuất của các NMTĐ sụt giảm. Hai nhà máy Bái Thượng và Xuân Minh không có hồ điều tiết nên hoạt động sản xuất hoàn toàn phụ thuộc vào lưu lượng nước về trong ngày từ thượng nguồn.
- ✓ **Biến động về lãi suất.** Chúng tôi ước tính với tình hình nợ vay hiện tại thì lãi suất tăng 1% sẽ làm lợi nhuận sau thuế suy giảm khoảng 7 tỷ đồng.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

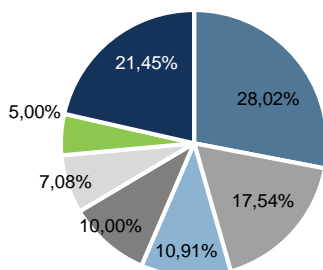
1. Các thông tin chung:



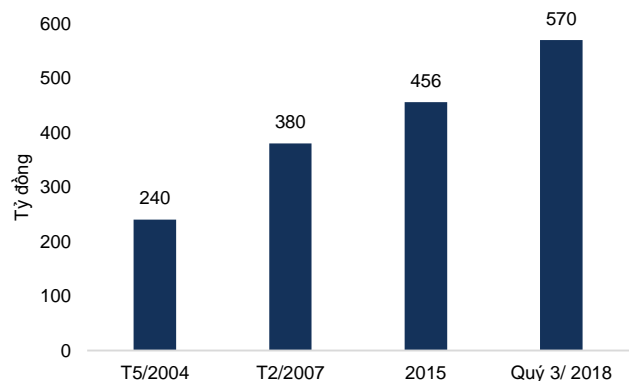
VINACONEX P&C

- ✓ **Tên công ty: CTCP Đầu tư Xây dựng và Phát triển Năng lượng Vinaconex**
- ✓ Địa chỉ: Tầng 19 Tòa nhà Vinaconex- Số 34 Láng Hạ, P.Láng Hạ, Q.Đống Đa, Tp. Hà Nội
- ✓ Tiền thân của Công ty là CTCP Thủy điện Cửa Đạt. Hoạt động chính trong lĩnh vực thủy điện.
- ✓ Ngày 12/07/2010, Công ty chính thức đổi tên thành CTCP đầu tư xây dựng và phát triển năng lượng Vinaconex với số VDL là 240 tỷ đồng
- ✓ Ngày 16/12/2016, giao dịch đầu tiên trên sàn UpCOM với giá tham chiếu 17.000đ/cp.
- ✓ Năm 2018: VCP phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và cán bộ nhân viên (ESOP) tăng Vốn điều lệ của Công ty lên 570 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông đến ngày 06/12/2019 và lịch sử tăng vốn của VCP



- Tổng CTCP xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam (VCG)
- Quý Đầu tư Cơ hội PVI
- CTCP Đầu tư VSD
- CTCP Đầu tư châu Á Thống Nhất
- TCT Sông Đà (SJD)
- CTCP Tập đoàn Đầu tư và Thương mại Mundus Stones
- Khác



Nguồn: VCP, FPTS Research

Cơ cấu cổ đông khá cô đặc khi các Tổ chức nắm giữ hơn 78% số lượng cổ phiếu. Cổ đông lớn nhất của VCP hiện nay là Tổng CTCP xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam (mã chứng khoán: VCG) sở hữu gần 16 triệu cổ phần. VCG là doanh nghiệp có kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực xây dựng và tư vấn thiết kế các công trình thủy điện.

Trong tháng 11/2019, cơ cấu cổ đông của VCP có sự gia nhập thêm của 2 tổ chức: Quỹ Đầu tư Cơ hội PVI (POF) và CTCP Tập đoàn Đầu tư và Thương mại Mundus.

2. Tổng quan hoạt động sản xuất kinh doanh:

2.1. Hoạt động sản xuất kinh doanh của VCP

VCP hoạt động kinh doanh chính trong lĩnh vực thủy điện với 3 nhà máy có tổng công suất 118 MW đều được xây dựng trên lưu vực sông Chu, thuộc địa bàn tỉnh Thanh Hóa.

- **Nhà máy thủy điện Cửa Đạt** là nhà máy có công suất lớn nhất của VCP, thuộc dự án Hồ chứa nước Cửa Đạt có dung tích chứa 1,5 tỷ m³. Với công suất lắp đặt 97 MW, nhà máy thủy điện Cửa Đạt chính thức phát điện vào năm 2010.
- **Nhà máy thủy điện Bái Thượng** được xây dựng bên phía bờ trái Sông Chu, cách thủy điện Cửa Đạt khoảng 20km, chính thức phát điện tháng 1/2017 với công suất 6 MW.
- **Nhà máy thủy điện Xuân Minh** được xây dựng cách nhà máy thủy điện Cửa Đạt về phía hạ lưu khoảng 9km, cách đập Bái Thượng về phía thượng lưu khoảng 7km. Nhà máy này hoạt động dựa trên nguồn nước từ hồ Cửa Đạt, chính thức phát điện tháng 10/2018 với công suất 15 MW.

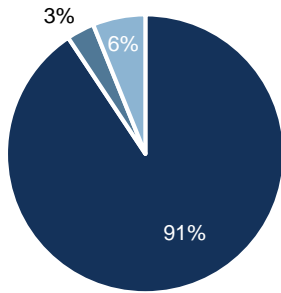
Bảng 1: Thông tin các nhà máy thủy điện của VCP

Nhà máy thủy điện	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Tỷ lệ sở hữu	Hồ điều tiết	Năm bắt đầu vận hành	Vị trí	Hình thức bán điện với EVN
Cửa Đạt	1.600	97	100%	Hồ điều tiết năm	2010	Huyện Thường Xuân, Thanh Hóa	Hợp đồng dạng sai khác
Bái Thượng	171,1	6	51%	Không có	2017	Huyện Thường Xuân, Thanh Hóa	Biểu giá chi phí tránh được
Xuân Minh	517,6	15	51%	Không có	T10/ 2018	Huyện Thường Xuân, Thanh Hóa	Biểu giá chi phí tránh được

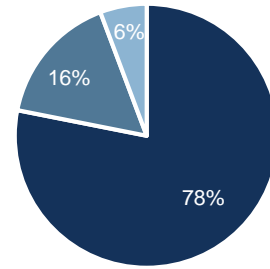
Nguồn: VCP, FPT S Research

Thủy điện Cửa Đạt đang mang lại doanh thu và lợi nhuận chính cho VCP

Với công suất 97MW hàng năm nhà máy thủy điện Cửa Đạt mang lại khoảng 75% doanh thu và lợi nhuận gộp cho VCP. Vì vậy, nhà máy Cửa Đạt là yếu tố quan trọng quyết định đến kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu 2018


■ Cửa Đạt ■ Xuân Minh ■ Bái Thượng

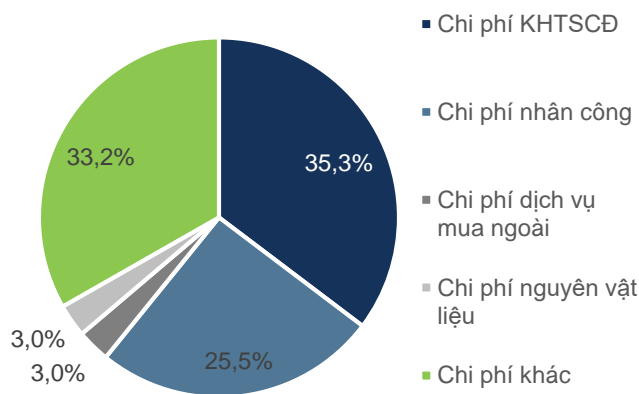
Hình 2: Cơ cấu doanh thu 2019F


■ Cửa Đạt ■ Xuân Minh ■ Bái Thượng

Nguồn: VCP, FPT S Research

2.2. Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố

Chi phí khấu hao, chi phí nhân công và chi phí khác là những chi phí sản xuất kinh doanh chính của VCP

Hình 3: Chi phí SXKD theo yếu tố năm 2018 VCP


Nguồn: VCP, FPT S Research

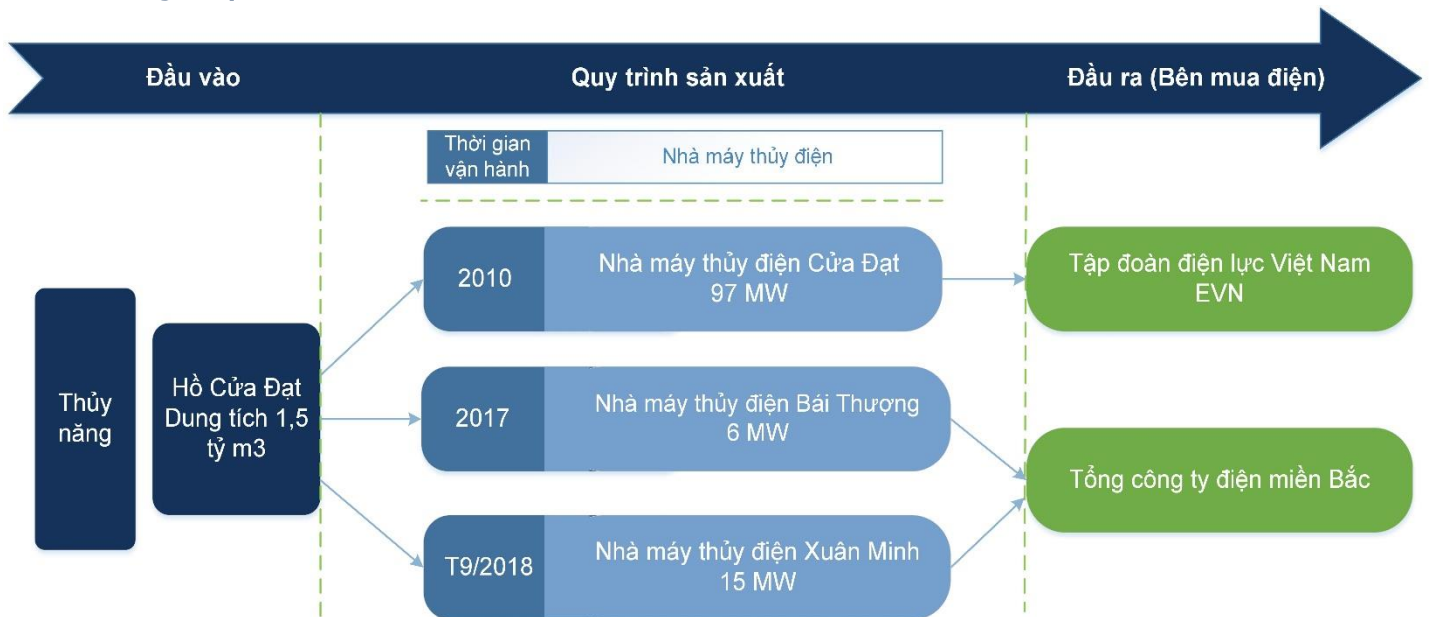
Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng cao nhất, khoảng 35% trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh của VCP do thủy điện là lĩnh vực có yêu cầu về vốn đầu tư máy móc và nhà xưởng ban đầu lớn. Các tài sản cố định của VCP đều được khấu hao theo đường thẳng, tổng chi phí khấu hao hàng năm ổn định và ít biến động.

Chi phí nhân công chiếm khoảng 25% tổng chi phí sản xuất kinh doanh. Trong đó VCP thực hiện chính sách khoán chi phí nhân công theo doanh thu (chiếm khoảng 10%).

Chi phí khác chiếm 33% tổng chi phí, chủ yếu là thuế tài nguyên và phí môi trường rừng. Các khoản thuế này sẽ phụ thuộc vào sản lượng điện mà doanh nghiệp sản xuất ra. Năm 2018 lượng nước về hồ lớn, sản lượng điện sản xuất cao đột biến làm chi phí về thuế, phí và lệ phí tăng 32% yoy.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị sản xuất của VCP



Nguồn: FPT Research

Đối với các nhà máy thủy điện thì nguyên liệu chính để sản xuất điện là nước. Dưới tác dụng của trọng lực, dòng nước từ trên cao đổ xuống chảy qua cổng kiểm soát vào bên trong nhà máy, làm quay turbine của máy phát điện đồng thời tạo ra điện. Máy biến áp tạo ra dòng điện cao thế và được truyền qua đường dây cao áp về nơi tiêu thụ.

2. Hoạt động kinh doanh các nhà máy thủy điện của VCP

Để đánh giá về triển vọng hoạt động sản xuất kinh doanh của VCP, chúng tôi tiến hành phân tích chi tiết hoạt động của từng nhà máy thủy điện mà VCP đang sở hữu.

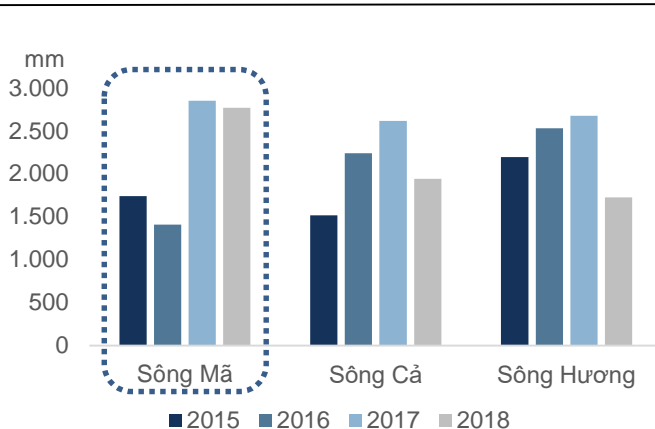
2.1. Nhà máy thủy điện Cửa Đạt:

2.1.1. Nguồn nước đầu vào của thủy điện Cửa Đạt được ổn định nhờ:

(1) Vị trí địa lý thuận lợi;

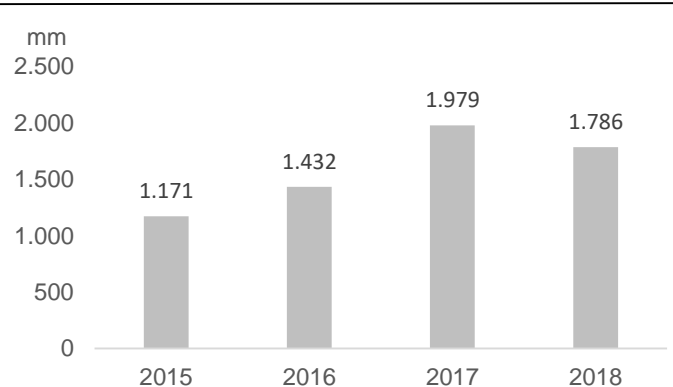
Nhà máy thủy điện Cửa Đạt nằm trên lưu vực sông Chu (phụ lưu lớn nhất của sông Mã) có nguồn nước dồi dào, tiềm năng khai thác thủy điện lớn.

Hình 4: Lượng mưa tại lưu vực của một số sông



Nguồn: Viện Quy hoạch Thủy lợi

Hình 5: Lượng mưa tỉnh Thanh Hóa



Nguồn: Viện khoa học Khí tượng Thủy văn và Biến đổi khí hậu

(2) Hưởng lợi từ việc sở hữu hồ Cửa Đạt điều tiết theo năm;

Hoạt động của nhà máy chủ yếu dựa trên nguồn nước được cung cấp từ hồ Cửa Đạt điều tiết theo năm. Với lợi thế về diện tích lưu vực rộng lớn 5.708 km² và dung tích hữu ích khoảng 1,1 tỷ m³ giúp tổng thể tích nước về hồ trung bình lên tới 3,59 tỷ m³/năm cao hơn so với các hồ chứa khác. Bên cạnh đó nhà máy Cửa Đạt nằm ở thượng nguồn nên có thể tự chủ trong việc lập lịch phát điện, tích trữ nước vào mùa mưa để tăng sản xuất điện vào mùa khô.

Bảng 2: Thông số kỹ thuật một số hồ chứa nước

Hồ chứa nước	Cần Đơn	Cửa Đạt	Thác Mơ	Krông H'nh	Sông Hinh
Diện tích lưu vực (km ²)	3.225	5.708	2.200	1.168	772
Tổng thể tích nước về hồ trung bình năm (tỷ m ³)	4,74	3,59	2,76	1,02	1,27
Dung tích hữu ích ¹ (triệu m ³)	79,9	1.071	1.250	108,5	323
Loại hồ điều tiết	Điều tiết tuần ²	Điều tiết năm ³	Điều tiết năm	Điều tiết năm	Điều tiết năm

Nguồn: FPT S Research

2.1.2. Hiệu suất hoạt động của nhà máy Cửa Đạt cao hơn các nhà máy thủy điện khác tương đồng công suất

Năng lực hoạt động của các nhà máy điện không chỉ phụ thuộc vào công suất của tổ máy mà còn phụ thuộc rất lớn vào vị trí lắp đặt nhà máy, dung tích hồ chứa, độ ổn định của máy móc,... Để đánh giá hiệu quả hoạt động của các nhà máy với nhau, chúng tôi sử dụng chỉ số về số giờ chạy tương đương ở công suất thiết kế.

$$\text{Số giờ chạy tương đương công suất thiết kế (giờ/năm)} = \frac{\text{Sản lượng thực tế (kWh)}}{\text{Công suất (MW)} \times 1000}$$

Dựa vào bảng số liệu bình quân 3 năm (2016-2018): Với công suất 97MW, nhà máy Cửa Đạt hoạt động tối đa được 4.350 giờ/năm. Trong khi đó với công suất 170MW, nhà máy A Lưới chỉ hoạt động tối đa được 3.473 giờ/năm, nhà máy Khe Bốc công suất 100MW hoạt động được 4.092 giờ/năm,...

Điều này cho thấy hiệu suất hoạt động của Cửa Đạt cao hơn so với trung bình của các nhà máy thủy điện khác. Nguyên nhân là do: (1) Lợi thế về vị trí địa lý; (2) Sở hữu hồ chứa nước điều tiết theo năm.

¹ Dung tích hữu ích hay còn gọi dung tích làm việc, là phần dung tích nằm trong phạm vi từ mực nước thấp nhất (mực nước chết) của hồ để đảm bảo khai thác vận hành bình thường đến mực nước dâng bình thường để đảm bảo cung cấp đủ nước vận hành theo mức thiết kế.

² Điều tiết tuần là điều tiết phân phối lại dòng chảy của sông cho phù hợp với yêu cầu dung nước trong phạm vi 1 tuần.

³ Điều tiết năm là điều tiết phân phối lại dòng chảy của sông trong phạm vi một năm bằng cách tích trữ một phần lượng dòng chảy mùa lũ để cung cấp thêm nước trong mùa cạn.

Bảng 3: So sánh số giờ chạy bình quân của một số nhà máy thủy điện

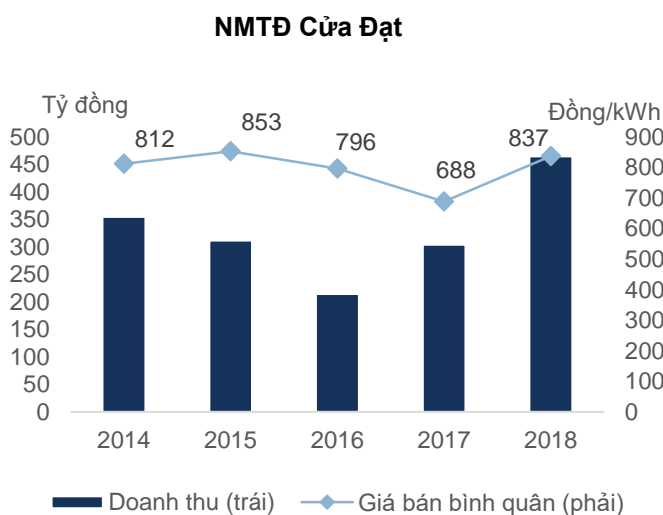
Tên nhà máy thủy điện	Công suất (MW)	Hồ chứa	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	Số giờ chạy tương đương ở công suất thiết kế (h)			Bình quân
				2018	2017	2016	
A Lưới	170	Điều tiết dưới 1 tuần	19,00	2.215	5.127	3.732	3.691
Thác Bà	120	Điều tiết năm	-	3.792	4.092	2.537	3.473
Khe Bó	100	Điều tiết dưới 2 ngày	25,00	4.492	4.186	3.599	4.092
Cửa Đạt	97	Điều tiết năm	16,50	5.723	4.555	2.773	4.350
Cần Đơn	78	Điều tiết tuần	14,39	5.232	5.335	3.041	4.536
Đa M'bi	75	Điều tiết năm	29,20	4.892	5.412	4.527	4.944
Krong Hnang	64	Điều tiết năm	22,08	2.456	3.859	2.169	2.828
Sê San 4A	63	Điều tiết tuần	24,75	5.793	5.494	4.390	5.226
Bác Bình	33	Điều tiết tuần	17,33	2.816	5.485	2.752	3.684
Trung bình							4.092

Nguồn: VCP, FPTIS Research

Ngoài ra, vốn đầu tư ban đầu của dự án thủy điện Cửa Đạt là 1.600 tỷ đồng tương ứng với suất đầu tư 16,5 tỷ/MW, khá thấp so với các thủy điện khác. Chúng tôi đánh giá rằng suất đầu tư là một trong những yếu tố giúp cho chi phí sản xuất điện của Cửa Đạt rẻ hơn so với các thủy điện tương đồng về công suất.

2.1.3. Giá bán điện của nhà máy thủy điện Cửa Đạt

Hình 6: Doanh thu và giá bán bình quân



Nguồn: VCP, FPTIS Research

Thủy điện Cửa Đạt tham gia thị trường phát điện cạnh tranh từ năm 2013 và ký kết mua bán điện với EVN theo dạng **Hợp đồng sai khác**, thời hạn hợp đồng 10 năm, giá bán điện hợp đồng ổn định ở mức 643 đồng/kWh. Theo đó, EVN sẽ thanh toán cho VCP 80% sản lượng kế hoạch theo giá hợp đồng và phần còn lại được thanh toán theo giá trên thị trường điện giao ngay (*xem chi tiết [phụ lục](#)*). Sau khi kết thúc hợp đồng mua bán điện với EVN vào năm 2023, VCP sẽ đàm phán lại giá bán điện hợp đồng mới dựa trên các yếu tố theo quy định tại thông tư 56/2014/TT-BCT.

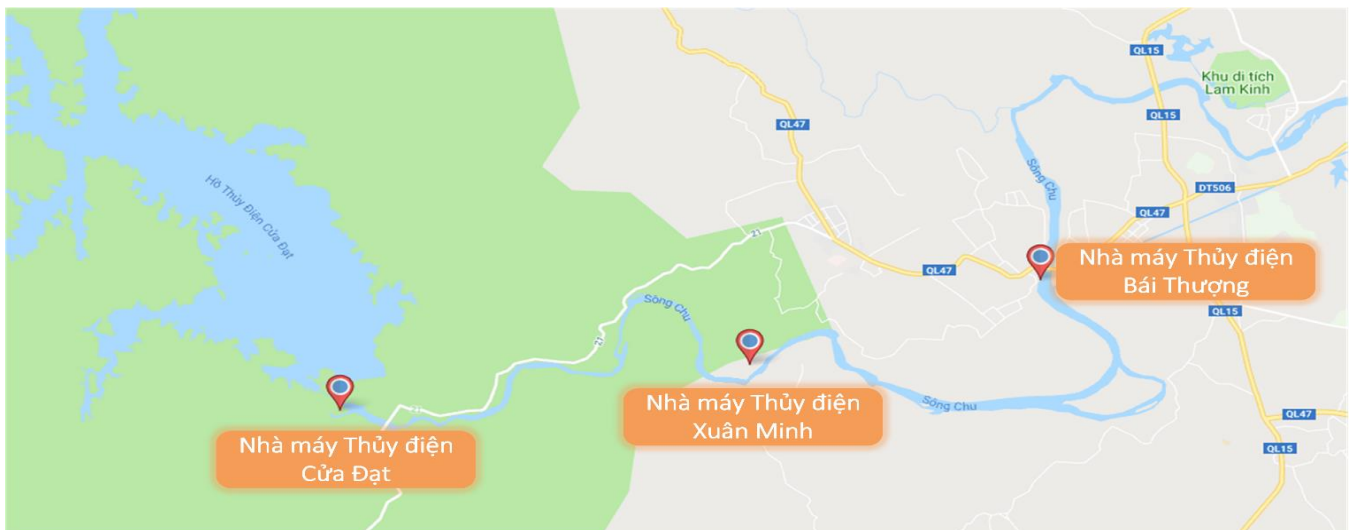
Khi hiện tượng La Nina kết thúc vào năm 2018 thì giá điện trên thị trường cạnh tranh có xu hướng tăng mạnh do thiếu hụt nguồn cung điện. Điều này khiến EVN cần đẩy mạnh huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện với mức giá cao trên thị trường cạnh tranh (*xem chi tiết [tại đây](#)*). Vì vậy, chúng tôi cho rằng, giá bán điện trên thị trường cạnh tranh của nhà máy Cửa Đạt sẽ có xu hướng tăng so với năm 2018.

2.2. Nhà máy thủy điện Bái Thượng và Xuân Minh

2.2.1. Hoạt động của 2 nhà máy Bái Thượng và Xuân Minh phụ thuộc chủ yếu vào thủy điện Cửa Đạt ở thượng nguồn

Hai nhà máy thủy điện Bái Thượng và Xuân Minh đều được xây dựng tại lưu vực sông Chu, hoạt động chủ yếu dựa trên nguồn nước được cung cấp từ thủy điện Cửa Đạt phía thượng nguồn nên khả năng phát điện của hai nhà máy sẽ phụ thuộc vào quá trình tích nước và phát điện của thủy điện Cửa Đạt.

Hình 7: Vị trí các nhà máy thủy điện



➤ Nhà máy thủy điện Bái Thượng

	2017	2018	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	18,1	31,4	30,3
Sản lượng (triệu kWh)	17,7	27,6	26
Sản lượng thiết kế (triệu kWh)	25	25	25

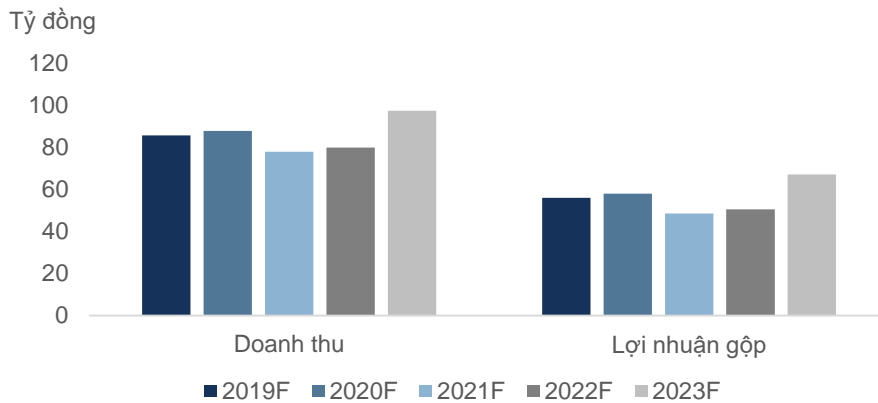
Nguồn: VCP, FPTS Research

Nhà máy thủy điện Bái Thượng chính thức vận hành vào đầu năm 2017 tuy nhiên doanh thu và sản lượng 2017 thấp đột biến so với thiết kế nguyên nhân là do: (1) 6 tháng đầu năm 2017 lưu lượng nước về hồ thấp khiến nhà máy không đủ nước để sản xuất điện; (2) Trong khi đó cuối năm 2017 lũ lớn xảy ra ảnh hưởng nghiêm trọng đến toàn bộ nhà máy khiến công tác phát điện bị đình trệ.

Chúng tôi ước tính năm 2019 nhà máy Bái Thượng sẽ sản xuất được khoảng 26 triệu kWh điện, đem lại doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt khoảng 30 tỷ đồng và 18 tỷ đồng.

➤ Nhà máy thủy điện Xuân Minh

Nhà máy thủy điện Xuân Minh bắt đầu chạy thử từ tháng 10/2018. Kết quả vận hành của nhà máy trong 3 tháng mùa khô sản xuất được 12,8 triệu kWh điện, thu về 16,5 tỷ doanh thu. Chúng tôi ước tính từ tháng 1/2019 khi hoạt động ổn định, Xuân Minh sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận trung bình lần lượt khoảng 85 tỷ đồng và 55 tỷ đồng.

Hình 8: Kết quả dự phóng hoạt động kinh doanh của thủy điện Xuân Minh


Nguồn: VCP, FPTS Research

2.2.2. Hiệu suất hoạt động của 2 nhà máy thủy điện Bái Thượng và Xuân Minh ở mức trung bình so với các thủy điện nhỏ khác do không có hồ chứa điều tiết nước nên khả năng tích trữ nước để sản xuất điện vào mùa khô thấp

Bảng 4: So sánh số giờ hoạt động của một số thủy điện nhỏ

NMTĐ	Đa Siat	Đray H'ling 2	Xuân Minh	Khe Diên	Bái Thượng	Suối Sập 3	Nậm Công 4	Nậm Sỏi	TB
Công suất (MW)	13.5	16	15	9	6	14	10	10	
Số giờ chạy tương đương ở công suất thiết kế (h) bình quân 3 năm (2016-2018)	5.285	4.669	4.377 ^(*)	4.370	4.138 ^(*)	3.830	3.738	3.715	4.265

Nguồn: FPTS tổng hợp

(*) Nhà máy thủy điện Bái Thượng vận hành từ năm 2017 và nhà máy thủy điện Xuân Minh mới vận hành từ T10/2018 nên chúng tôi tạm tính số giờ chạy tương đương ở công suất thiết kế dựa trên sản lượng ước tính của FPTS. Chúng tôi sẽ cập nhật lại số liệu này trong những báo cáo tiếp theo.

2.2.3. Giá bán điện của thủy điện Bái Thượng và Xuân Minh đang áp dụng theo Biểu giá chi phí tránh được
 Biểu giá chi phí tránh được áp dụng cho các thủy điện nhỏ (công suất dưới 30MW) do Bộ Công Thương công bố hàng năm (*xem chi tiết tại phụ lục*). Theo đó, sản lượng điện thương phẩm của hai nhà máy thủy điện này sẽ được EVN đảm bảo mua toàn bộ. Vào giờ cao điểm mùa khô thì giá bán điện sẽ cao hơn các khung giờ khác 4-5 lần vì được hưởng thêm giá công suất.

Bảng 5: Giá bán bình quân của 3 nhà máy thủy điện

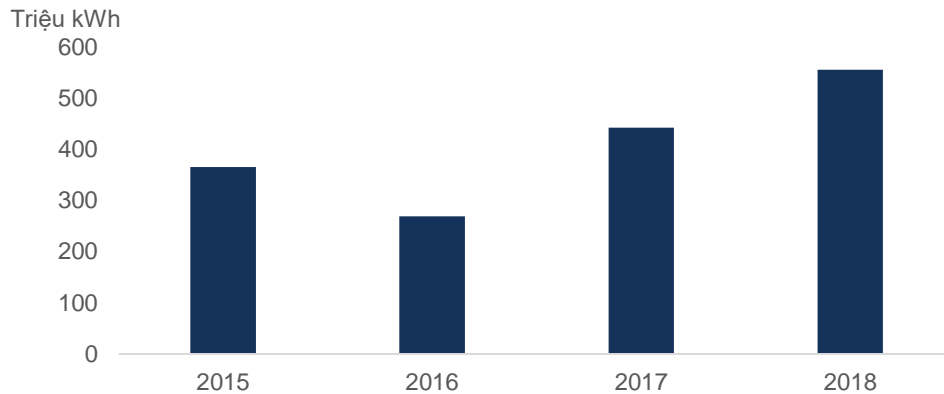
Đồng/kWh	2014	2015	2016	2017	2018
Cửa Đạt	812	853	796	688	837
Bái Thượng				1.023	1.137
Xuân Minh					1.295

Nguồn: VCP, FPTS Research

Căn cứ trên Biểu giá chi phí tránh được, mức giá bán điện bình quân của 2 NMTĐ Bái Thượng và Xuân Minh cao hơn đáng kể so với giá bán bình quân của NMTĐ Cửa Đạt phụ thuộc chủ yếu vào giá hợp đồng kí kết với Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN). Hợp đồng này được tính toán trên tổng mức đầu tư, đời sống kinh tế, tỷ lệ vốn chủ sở hữu- vốn vay, thời gian trích khấu hao, lãi suất,... của nhà máy với tỷ lệ sinh lợi nội tại về tài chính (IRR) không vượt quá 12%.

2.3. Kết quả hoạt động kinh doanh của VCP: Hoạt động sản xuất điện của VCP chịu ảnh hưởng bởi tình hình thời tiết và điều kiện thủy văn

Hình 9: Sản lượng điện của NMTĐ Cửa Đạt



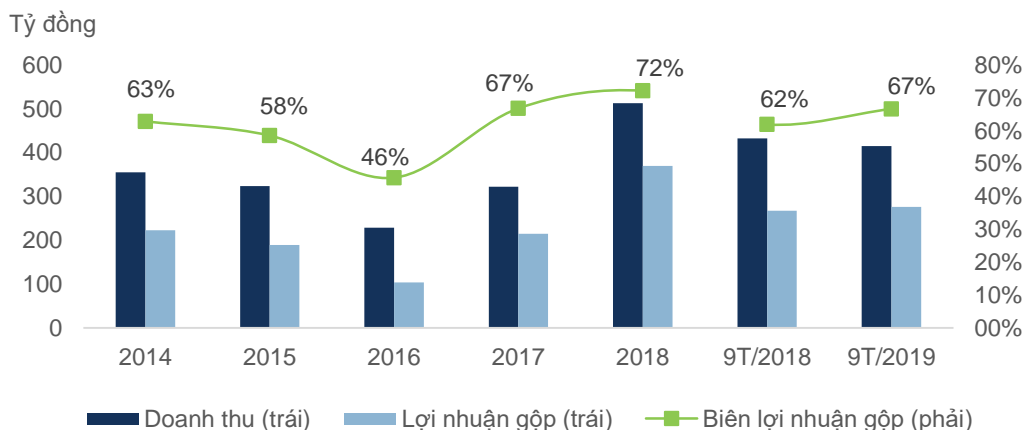
Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

Năm 2015-2016, hiện tượng El nino⁴ đạt mức mạnh và kéo dài nhất trong lịch sử khiến sản lượng điện trung bình sụt giảm 26% so với sản lượng thiết kế (430 triệu kWh). Vì vậy, NMTĐ Cửa Đạt không đủ điều kiện tham gia thị trường điện cạnh tranh trong 8 tháng đầu năm, dẫn đến doanh thu năm 2016 của VCP chỉ đạt 228 tỷ đồng (-35% so với năm 2014).

Sản lượng điện và doanh thu của VCP năm 2018 tăng đột biến, lần lượt đạt 595,4 triệu kWh (+29% yoy) và 512 tỷ đồng (+59% yoy) đến từ 2 nguyên nhân:

- (1) Tình hình thủy văn thuận lợi khi hiện tượng La Nina kéo dài vào năm 2017-2018 giúp lưu lượng nước về hồ đạt 5,1 tỷ m³ (tăng 41,7% so với lưu lượng nước về hồ trung bình năm).
- (2) Hồ chứa điều tiết theo năm giúp tích trữ nước lớn từ cuối mùa mưa năm 2017 để phát điện cho quý 1/2018- thời điểm giá điện trên thị trường giao ngay cao.

Hình 10: Kết quả kinh doanh của VCP



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

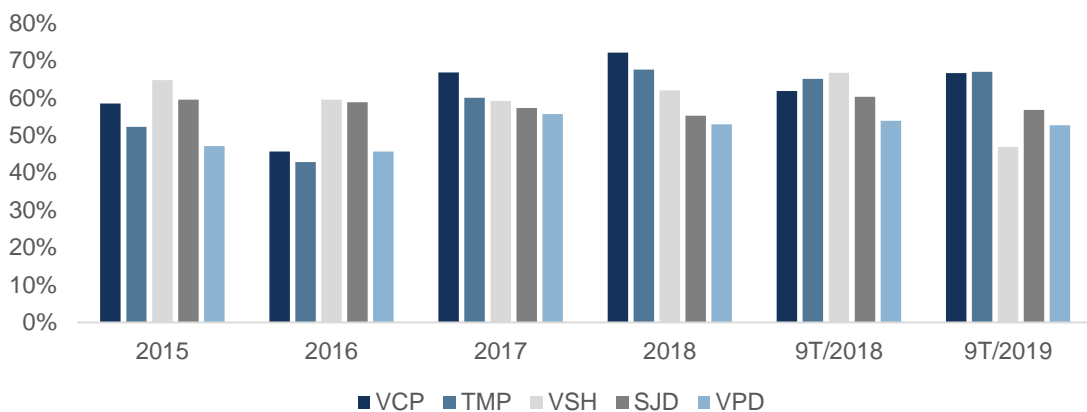
⁴ El Nino là giai đoạn ấm của chu kỳ **El Nino-Southern Oscillation (ENSO)**. ENSO là cách các nhà khoa học mô tả các biến động về nhiệt độ giữa khí quyển và đại dương ở phía đông Trung Equatorial Thái Bình Dương. Về cơ bản, El Nino là một hiện tượng tự nhiên làm cho kỳ nhiệt độ bề mặt nước biển nóng lên trên vùng trung tâm và phía đông Trung Equatorial Thái Bình Dương. Ngược lại với El Nino, La Nina lại là giai đoạn lạnh của ENSO.

Hiện tượng El Nino quay trở lại từ đầu năm 2019 khiến tình hình sản xuất điện của VCP không thuận lợi: Lưu lượng nước tự nhiên về hồ Cửa Đạt trung bình 9 tháng đầu năm chỉ đạt 101,67 m³/s, tương đương 53,44% trung bình 9 tháng năm 2018 (190,31 m³/s). Riêng quý 3/2019, doanh thu và lợi nhuận gộp của VCP sụt giảm mạnh, lần lượt chỉ đạt 106 tỷ đồng (-20% yoy) và 68 tỷ đồng (-27,6% yoy). Lũy kế 9 tháng/2019, VCP đạt doanh thu thuần gần 397 tỷ đồng (tăng 5% yoy); lợi nhuận sau thuế đạt 188 tỷ đồng (tăng 9% yoy).

III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Tỷ suất lợi nhuận gộp của VCP ở mức cao so với các doanh nghiệp thủy điện tương đồng quy mô doanh thu

Hình 11: Tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp thủy điện



Nguồn: FPT S tổng hợp

Mã chứng khoán	Tên nhà máy	Công suất (MW)	Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)
VCP	Cửa Đạt	97	16,5
TMP	Thác Mơ	150	-
VSH	Sông Hinh	70	25,6
SJD	Cần Đơn	77,6	14,4
VPD	Khe Bó	100	25

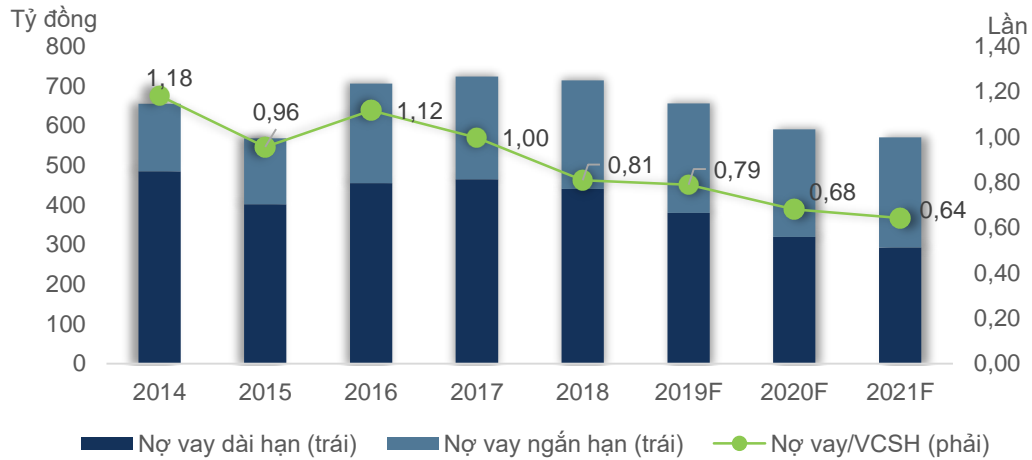
Nguồn: FPT S tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận gộp của VCP đang ở mức cao so với các doanh nghiệp trong ngành nhờ (1) lợi thế suất đầu tư thấp 16,5 tỷ đồng/MW; (2) sở hữu hồ điều tiết theo năm khi hiện tượng La Nina kéo dài từ năm 2017-2018 giúp sản lượng và doanh thu của doanh nghiệp trong 2 năm tăng mạnh trong khi chi phí cố định không biến động nhiều. Điều này đã tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp.

2. Xu hướng cơ cấu nguồn vốn được cải thiện nhờ nợ vay giảm dần

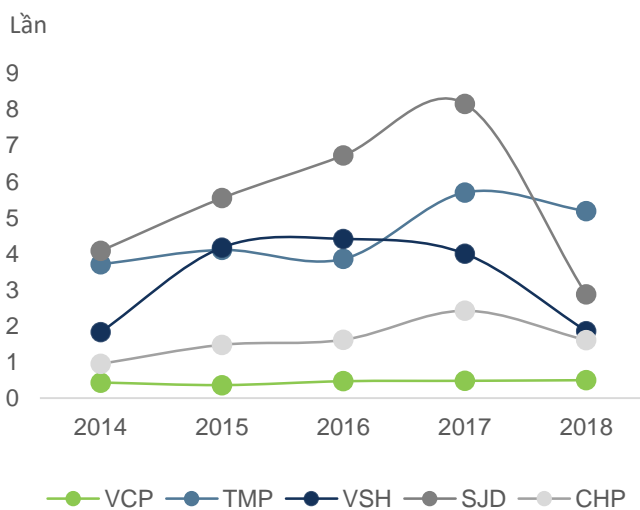
Giai đoạn 2014-2018, VCP tăng vay nợ để huy động vốn đầu tư nhà máy thủy điện Bái Thượng và Xuân Minh. Tính đến 31/12/2018, tổng nợ vay dài hạn tính lãi của VCP là 439 tỷ đồng. Các khoản vay này có lãi suất thả nổi được xác định bằng lãi suất tiết kiệm 12 tháng cộng biên độ tối thiểu 2,7%/năm (Lãi suất năm 2018 là 7%/năm).

Theo lộ trình trả nợ của doanh nghiệp, chúng tôi ước tính VCP sẽ dành khoảng 60 tỷ đồng/năm để trả toán khoản vay cho dự án thủy điện Cửa Đạt trước năm 2021, và sau đó dành 30 tỷ đồng/năm trả nợ cho 2 dự án thủy điện còn lại. Chúng tôi cho rằng với xu hướng nợ vay dài hạn giảm dần, cơ cấu vốn ngày càng được cải thiện sẽ tác động tích cực tới lợi nhuận ròng của VCP.

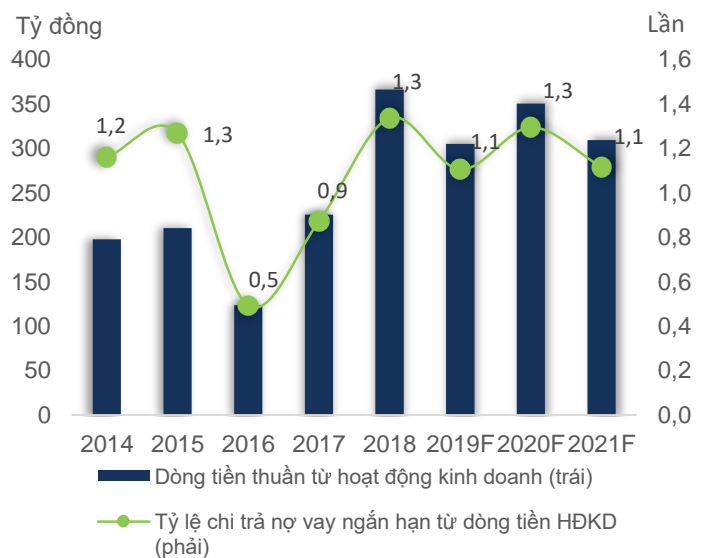
Hình 12: Tỷ lệ nợ vay/VCSH 2014-2021F


Nguồn: FPTs tổng hợp, dự báo

3. Khả năng thanh toán của VCP ở mức thấp nhưng đang dần được cải thiện trong những năm tới

Hình 13: Khả năng thanh toán hiện hành


Nguồn: FPTs tổng hợp

Hình 14: Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn từ dòng tiền HĐKD


Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp

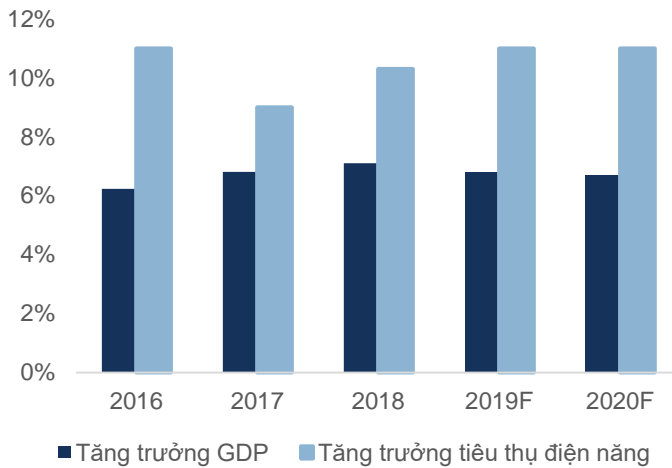
Chỉ số thanh toán hiện hành của VCP giai đoạn 2014 – 2018 thấp hơn so với các doanh nghiệp thủy điện tương đồng quy mô doanh thu do lượng vốn lưu động ít. Chúng tôi đánh giá trong thời gian tới, khả năng thanh toán hiện hành cũng như khả năng thanh toán nợ ngắn hạn của doanh nghiệp sẽ được cải thiện do dòng tiền ổn định khiến vốn lưu động tăng và nợ vay giảm dần theo lộ trình.

IV. TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

1.1. Tăng trưởng GDP của nước ta luôn gắn liền với sự tăng lên của nhu cầu tiêu thụ điện

Hình 15: Tăng trưởng GDP và tăng trưởng tiêu thụ điện



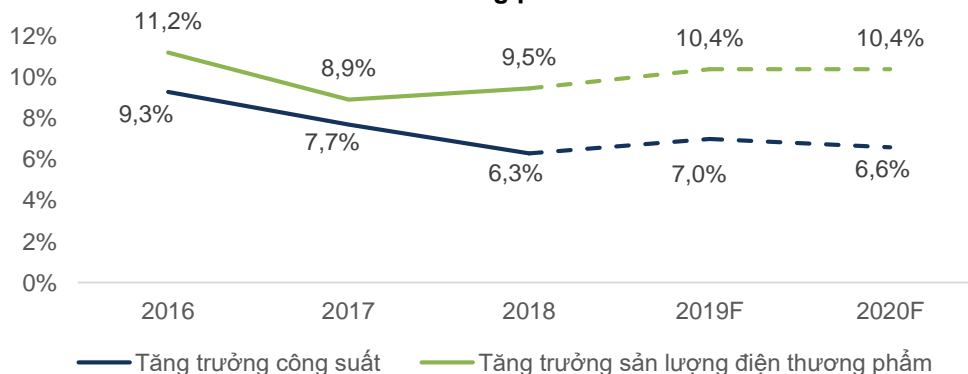
Tiêu thụ điện cả nước luôn tăng nhanh gấp đôi so với sự tăng trưởng của GDP. Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới cho giai đoạn 2018 – 2022, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ rơi vào khoảng 6,5%. Ứng với mức tăng trưởng GDP này, nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến trong các năm tới cũng sẽ tăng dần khoảng 11%/năm.

Nguồn: FPTTS tổng hợp

1.2. Công suất lắp đặt hệ thống điện tăng trưởng chậm hơn so với sản lượng tiêu thụ

Sản lượng điện thương phẩm của EVN liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng 9-11%/năm từ năm 2016 trở lại đây. Theo dự báo của Quy hoạch điện 7 điều chỉnh và Quyết định 219 của Thủ tướng Chính phủ, sản lượng điện thương phẩm của EVN tiếp tục tăng bình quân khoảng 10%/năm từ năm 2018 đến 2020. Tuy nhiên, kể từ năm 2016 trở lại đây, tốc độ tăng trưởng công suất lắp đặt toàn hệ thống đã không theo kịp tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện.

Hình 16: Tăng trưởng công suất lắp đặt và sản lượng điện thương phẩm

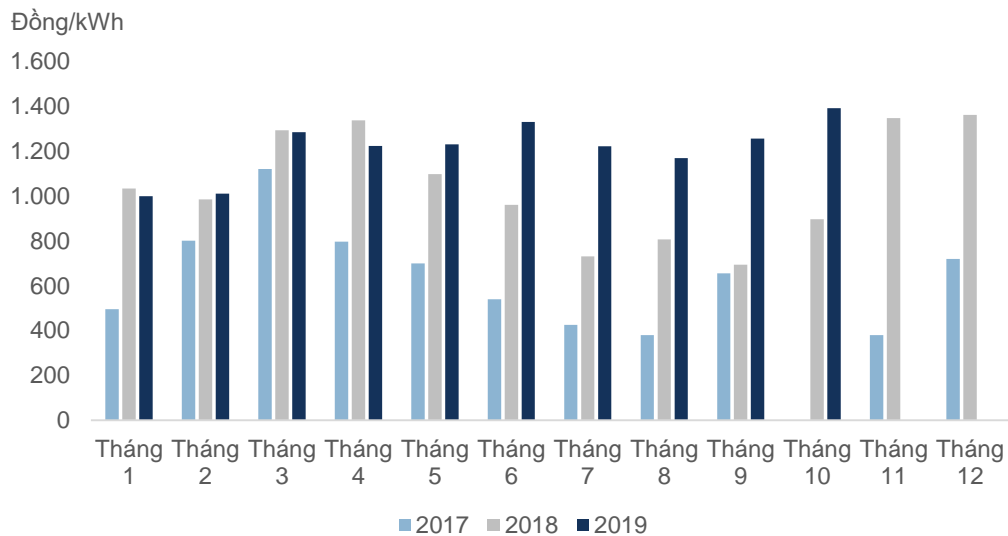


Nguồn: FPTTS tổng hợp

1.3. Giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh được kỳ vọng tăng

Nguồn cung điện tăng trưởng chậm kéo dài trong khi nhu cầu tiêu thụ điện vẫn tăng trưởng đều đặn khoảng 11%/năm đã gây áp lực lên khả năng cung ứng điện của hệ thống. Điều này khiến EVN cần đẩy mạnh huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện với mức giá cao trên thị trường cạnh tranh. Vì vậy ngay sau khi hiện tượng La Nina kết thúc vào năm 2018 thì giá điện trên thị trường cạnh tranh có xu hướng tăng mạnh.

Hình 17: Giá bán bình quân trên thị trường điện cạnh tranh



(*) Tháng 10/2017 tạm dừng vận hành thị trường điện

Nguồn: Genco 3, FPTS tổng hợp

2. Triển vọng doanh nghiệp

2.1. Giá bán theo Biểu giá chi phí tránh được ổn định và có xu hướng tăng khoảng 2,5%/năm trong 5 năm tới.

Thủy điện Bái Thượng và Xuân Minh hiện áp dụng bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được. Theo đó, EVN đảm bảo mua lại tất cả sản lượng của các NMTĐ nhỏ (công suất dưới 30 MW) với mức giá quy định được công bố hàng năm. Chúng tôi cho rằng giá điện theo Biểu giá chi phí tránh được có xu hướng tăng khoảng 2,5%/năm trong 5 năm tới dựa trên những phân tích cụ thể về các thành phần của Biểu giá này gồm (1) Chi phí điện năng phát điện tránh được; (2) Chi phí truyền tải tổn thất tránh được; (3) Chi phí công suất phát điện tránh được- (xem chi tiết tại [phu lục](#)).

2.2. VCP được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp đến năm 2033

VCP được hưởng ưu đãi thuế suất 10% trong 15 năm, miễn thuế trong 4 năm đầu và giảm 50% trong 9 năm tiếp theo kể từ khi dự án đi vào hoạt động, điều này giúp công ty tiết kiệm đáng kể chi phí thuế hàng năm.

Chi tiết về các mức thuế đối với từng nhà máy của VCP như sau:

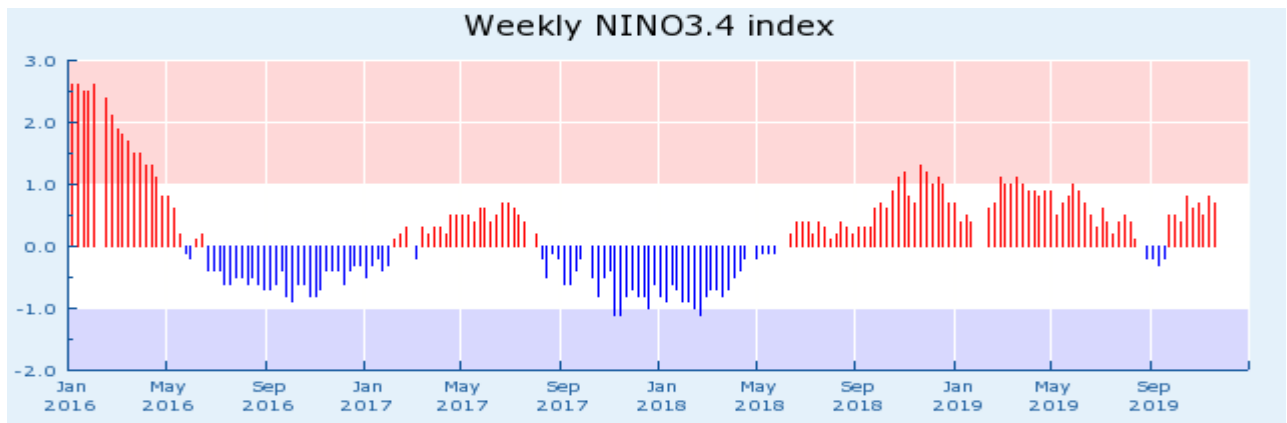
	2011-2013	2014-2019	2020-2022	2023-2024	2025-2028	2029-2030	2031-2033
Cửa Đạt	0%	5%	5%	10%	20%	20%	20%
Bái Thượng	-	0%	5%	5%	5%	10%	20%
Xuân Minh	-	0%	0%	5%	5%	5%	10%

Nguồn: FPTS tổng hợp

2.3. Hiện tượng El Nino quay trở lại từ đầu năm 2019 sẽ làm giảm sản lượng điện sản xuất

Theo các kết quả dự báo mới nhất về hiện tượng ENSO của các cơ quan dự báo khí hậu trên thế giới cho thấy: Nhiệt độ mặt nước biển khu vực NINO3.4⁵ đang có xu hướng giảm dần và dự báo khả năng trạng thái El Nino sẽ dần chuyển sang pha trung tính trong 1-2 tháng tới nhưng vẫn nghiêng về pha nóng từ khoảng tháng 10/2019 đến những tháng đầu năm 2020. Theo nghiên cứu của Trung tâm Quốc gia về dự báo môi trường của Hoa Kỳ (NCEP), El nino sẽ đạt mức mạnh trở lên vào năm 2022.

Hiện tượng El Nino quay trở lại từ đầu năm 2019 khiến lượng nước ở lưu vực sông cung cấp nước cho các nhà máy của VCP có khả năng thiếu hụt. Vì vậy, chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất của doanh nghiệp trong năm 2019 chỉ đạt khoảng 576 triệu kWh (-3% yoy).

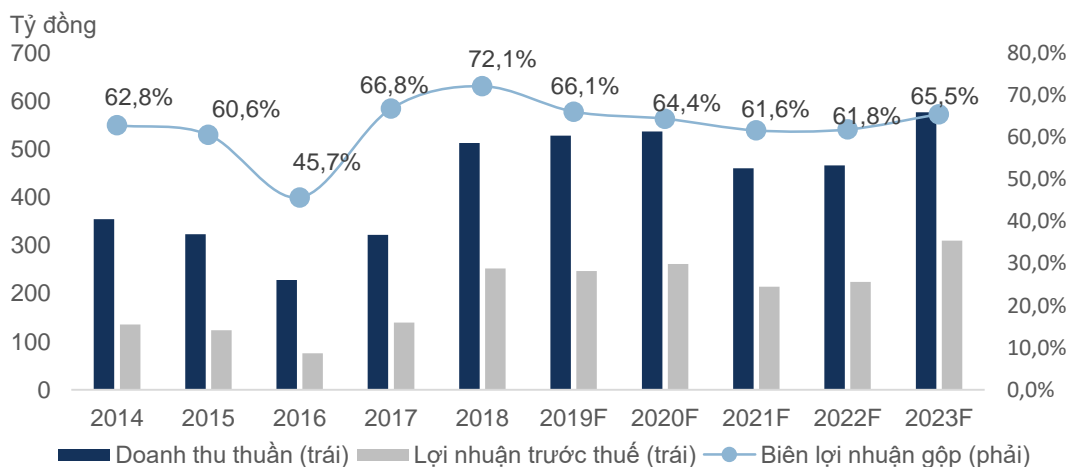


Nguồn: <http://www.farmonlineweather.com.au/>

Dự phóng kết quả kinh doanh của VCP

NMTĐ Xuân Minh vận hành từ năm 2019 sẽ đem lại doanh thu hàng năm khoảng 85 tỷ đồng, đóng góp 16% trong tổng doanh thu của VCP. Đồng thời dựa trên ước tính giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được của thủy điện Xuân Minh và Bái Thượng cũng sẽ tăng khoảng 2,5%/năm, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của VCP như sau:

Hình 18: Dự phóng kết quả kinh doanh của VCP giai đoạn 2019-2023F



Nguồn: FPTs tổng hợp

⁵ Khu vực NINO 3.4 là khu vực mà các thay đổi nhiệt độ bề mặt nước biển tác động đến việc dịch chuyển vùng mưa, Việt Nam thuộc khu vực này

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi định giá VCP sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp; dòng tiền tự do chủ sở hữu và phương pháp so sánh P/E. Giá trị cổ phiếu VCP theo 2 phương pháp có mức bình quân là **42.400 VNĐ/cp**, thấp hơn 22% so với mức giá đóng cửa ngày 06/12/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cho mục tiêu ngắn hạn.

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	48.391	33,33%
	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu	39.444	33,33%
2	Phương pháp so sánh P/E	39.439	33,33%
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		42.400	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	11,18%	Phần bù rủi ro	9,48%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	6,42%	Hệ số Beta 2018	0,53
CP sử dụng vốn 2019	15,81%	CAGR LNST 2019-2023F	4,4%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	6,5%	Tăng trưởng dài hạn	0%
		Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	2.088.917
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	25.917
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	713.759
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2.758.281
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	56,99
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	48.391
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1.254.521
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	39.444

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh P/E:

So sánh với các doanh nghiệp thủy điện niêm yết năm 2018:

Đơn vị: tỷ đồng

Doanh nghiệp	Mã	Công suất MW	Giá trị vốn hóa (06/12/2019)	Doanh thu	LNST	Biên LNG	Biên LNST	P/E
Công ty cổ phần Thủy điện Cần Đơn	SJD	104	1.411,0	496,3	191,0	55,2%	38,5%	7,39
Công ty cổ phần Thủy điện Miền Nam	SHP	122,5	2.033,5	619,3	187,5	50,1%	30,3%	10,84
Công ty cổ phần Thủy điện Vĩnh Sơn- Sông Hinh	VSH	136	4.444,5	563,6	306,2	62%	54,3%	14,51
Công ty cổ phần Thủy điện Thác Mơ	TMP	150	2.415	886,5	514,1	67,5%	58%	4,7
Công ty cổ phần Phát triển Điện lực Việt Nam	VPD	136,2	1.726,8	613,4	174,3	52,9%	28,4%	9,91
P/E trung bình ngành								9,47x
Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng và Phát triển năng lượng Vinaconex	VCP	118	3.106,5	512,5	237,4	72,1%	46,3%	13,09
Giá mục tiêu							VNĐ/cp	39.439

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (đơn vị: tỷ đồng)

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	512,5	528,0	536,7	459,9	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	143,0	179,3	191,3	176,6	+ Tiền và tương đương	105,9	173,3	244,1	329,0
Lợi nhuận gộp	369,5	348,8	345,5	283,3	+ Đầu tư TC ngắn hạn	1,0	1,0	1,0	1,0
- Chi phí bán hàng	0,0	0,0	0,0	0,0	+ Các khoản phải thu	81,9	73,8	74,6	69,1
- Chi phí quản lí DN	71,6	52,2	42,7	36,6	+ Hàng tồn kho	21,6	20,0	21,3	19,7
Lợi nhuận thuần HĐKD	250,7	247,1	261,2	214,4	+ Tài sản ngắn hạn khác	4,0	4,1	4,1	3,6
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-47,2	-49,5	-41,5	-32,3	Tổng tài sản ngắn hạn	214,4	272,1	345,1	422,3
- Lợi nhuận khác	1,4	0,0	0,0	0,0	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.834,4	1.840,1	1.841,5	1.843,0
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	204,9	197,6	219,7	182,0	+ Khấu hao lũy kế	-517,1	-602,9	-688,9	-774,9
- Chi phí lãi vay	46,1	51,6	46,9	41,8	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.317,4	1.237,2	1.152,6	1.068,1
Lợi nhuận trước thuế	252,1	247,1	261,2	214,4	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
- Thuế TNDN	14,8	10,2	11,4	9,4	+ Tài sản dài hạn khác	43,2	43,2	43,2	43,2
- Thuế hoãn lại	0,0	0,0	0,0	0,0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	4,2	0,0	0,0	0,0
LNST	237,4	236,9	249,8	205,0	Tổng tài sản dài hạn	1.364,3	1.276,7	1.188,9	1.101,0
- Lợi ích cổ đông thiểu số	2,4	19,0	20,0	16,4	Tổng Tài sản	1.709,3	1.699,0	1.689,4	1.746,0
LNST của cổ đông CT Mẹ	234,9	218,0	229,8	188,6		0,0	0,0	0,0	0,0
EPS (đ)	4.122	3.709	3.911	3.210	Nợ & Vốn chủ sở hữu	0,0	0,0	0,0	0,0
Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F	+ Phải trả người bán	93,1	69,6	74,3	68,6
Tỷ suất lợi nhuận gộp	72,1%	66,4%	65,0%	62,8%	+ Vay và nợ ngắn hạn	273,9	276,1	270,7	277,2
Tỷ suất LNST	46,3%	45,4%	47,4%	46,1%	+ Quỹ khen thưởng	2,7	0,9	0,9	1,0
ROE DuPont	29,2%	24,6%	24,8%	20,3%	Nợ dài hạn				
ROA DuPont	13,6%	13,0%	13,9%	11,7%	+ Vay và nợ dài hạn	439,8	379,6	319,3	292,6
Tỷ suất EBIT/doanh thu	40,0%	38,2%	42,1%	41,6%	+ Phải trả dài hạn khác	0,2	0,2	0,2	0,2
LNST/LNTT	93,2%	88,2%	88,0%	88,0%	Nợ dài hạn	440,0	379,8	319,6	292,8
LNTT / EBIT	123,0%	123,9%	117,7%	115,8%	Tổng nợ	870,5	781,4	723,3	696,1
Vòng quay tổng tài sản	29,6%	31,1%	31,8%	27,7%	+ Thặng dư	5,9	5,9	5,9	5,9
Đòn bẩy tài chính	215,4%	189,6%	178,9%	172,6%	+ Vốn điều lệ	570,0	570,0	570,0	570,0
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F	+ LN chưa phân phối	177,9	218,3	241,8	242,3
CS thanh toán hiện hành	0,50	0,70	0,91	1,15	Vốn chủ sở hữu	783,4	823,8	847,3	847,8
CS thanh toán nhanh	0,45	0,65	0,86	1,10	Lợi ích cổ đông thiểu số	99,8	118,7	138,7	155,1
CS thanh toán tiền mặt	0,25	0,45	0,66	0,92	Tổng cộng nguồn vốn	1.753,7	1.724,0	1.709,3	1.699,0
Nợ / Tài sản	0,41	0,38	0,34	0,33	Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Nợ / Vốn CSH	0,91	0,79	0,68	0,64	Số ngày phải thu	31,4	35,1	35,1	35,1
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,35	0,33	0,31	0,31	Số ngày tồn kho	44,6	40,6	40,6	40,6
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,56	0,46	0,37	0,33	Số ngày phải trả	162,8	141,8	141,8	141,8
Khả năng TT lãi vay	4,44	4,00	5,01	4,89	Thời gian luân chuyển tiền	(86,8)	(66,0)	(66,0)	(66,0)
					COGS / Hàng tồn kho	6,6	8,9	9,5	8,6

PHỤ LỤC 1: Cơ chế thanh toán trên thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM)

- ✓ Toàn bộ điện năng phát của các nhà máy điện được bán cho đơn vị mua buôn duy nhất (EVN), lịch huy động các tổ máy được lập căn cứ trên bản chào giá theo chi phí biến đổi của các nhà máy điện. Để lập lịch huy động điện năng cho ngày D thì trước 11h30 ngày D-1, các nhà máy phát điện phải gửi bản chào giá lên thị trường điện. Đơn vị vận hành thị trường điện sẽ căn cứ vào các bản chào giá để lập lịch huy động điện năng cho ngày D, ưu tiên các bản chào giá thấp hơn. Điện năng mua bán được thanh toán theo giá hợp đồng và giá thị trường giao ngay từng chu kỳ giao dịch thông qua hợp đồng sai khác;
- ✓ Tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá hợp đồng được quy định là 80% tổng sản lượng điện phát của nhà máy, phần còn lại sẽ được thanh toán theo giá thị trường giao ngay.

Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác (CfD) là một dạng biến thể của hợp đồng kỳ hạn trong đó bên mua điện ngoài phần thanh toán cho bên bán điện một khoản là $P_m \times Q_m$ thì còn phải thanh toán thêm một khoản bằng $Q_c \times (P_c - P_m)$.

Công thức tổng quát để tính doanh thu cho các nhà máy điện

$$R = P_m \times Q_m + Q_c \times (P_c - P_m) \quad (1)$$

Trong đó:

Q_c là sản lượng điện hợp đồng. EVN sẽ giao Q_c hàng năm cho các nhà máy phát điện, và sau đó phân bổ cho từng tháng và từng giờ khác nhau. $Q_c = \alpha \times AGO$

Trong đó:

- α là tỷ lệ sản lượng hợp đồng, được Cục Điều tiết Điện lực (ERAV) ban hành hàng năm trong khoảng 60-95%. Đối với nhà máy thủy điện có hồ điều tiết dưới 2 ngày thì α sẽ được công bố cố định hàng năm. (Năm 2018 là 80%)
- AGO là sản lượng điện do A0 xác định từ mô hình mô phỏng, dao động trong khoảng 90 – 110% sản lượng điện bình quân nhiều năm của nhà máy.

P_c là giá hợp đồng được thỏa thuận và ký kết giữa nhà máy phát điện và EVN.

Q_m là tổng sản lượng điện phát trên thị trường.

P_m là giá thị trường toàn phần: $FMP = SMP + CAN$

- SMP là giá điện năng thị trường hay là giá bán điện giao ngay trên thị trường và được áp dụng cho tất cả các nhà máy điện tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh.
- CAN là giá công suất thị trường và được công bố cho từng chu kỳ giao dịch.

PHỤ LỤC 2: Biểu giá chi phí tránh được năm 2019

Đơn vị (đồng/kWh)	Mùa khô			Mùa mưa			Phần điện năng dư
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
Giá bán điện							
Miền Bắc	663	664	671	620	619	623	311
Miền Trung	663	664	671	620	619	622	311
Miền Nam	682	684	691	639	638	642	321
Giá công suất (cho cả 3 miền)	2.306						

Nguồn: Cục điều tiết điện lực Việt Nam

PHỤ LỤC 3: Phân tích các yếu tố thành phần của Biểu giá chi phí tránh được

- (1) Chi phí điện năng phát điện tránh được:** là chi phí nhiên liệu trung bình tháng (đồng/kWh) của từng nhà máy nhiệt điện trong hệ thống cho năm lấy số liệu tính toán biểu giá, trừ các nhà máy điện BOT, IPP đã ký hợp đồng bao tiêu và các nhà máy điện chạy dầu. Giá than thế giới đang trong xu hướng giảm khá mạnh, giá than cho nhà máy điện Australia cuối tháng 9/2019 đã giảm 44,5% so với mức giá đỉnh vào tháng 7/2018. Theo dự báo được Bloomberg tổng hợp thì giá than dự kiến sẽ ổn định quanh mức hiện tại trong năm tới.
- (2) Chi phí truyền tải tổn thất tránh được:** Tổn thất điện năng trên hệ thống điện là lượng điện năng tiêu hao cho quá trình truyền tải và phân phối điện từ các nhà máy điện qua hệ thống lưới điện truyền tải. Hiện nay hệ thống điện Việt Nam do điều kiện địa lý tự nhiên kéo dài từ Bắc vào Nam, phụ tải phân bố rải rác nên chưa có phương án xử lý triệt để. Vì vậy chi phí truyền tải tổn thất tránh được sẽ không biến động nhiều trong ngắn hạn đối với việc tính toán hàng năm. Tuy nhiên, trong dài hạn khi số lượng các nhà máy điện tăng lên và phân bố đều hơn sẽ hạn chế áp lực truyền tải lên lưới điện với khoảng cách xa, giúp tổn thất điện năng toàn hệ thống được giảm đi.
- (3) Chi phí công suất phát điện tránh được** không có nhiều biến động do thông số đầu vào là thông tin tài chính của nhiều nhà máy nhiệt điện bị thay thế. Hàng năm, loại chi phí này có tỷ lệ trượt giá cho chi phí đầu tư và chi phí vận hành bảo dưỡng là 2,5%.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS 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 FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS 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.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu VCP nào.

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 <http://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

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 6290 8686
Fax:(84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, P.Thạch Thang,
Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 355 3666
Fax:(84.511) 355 3888