

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

Chuyên viên tư vấn đầu tư

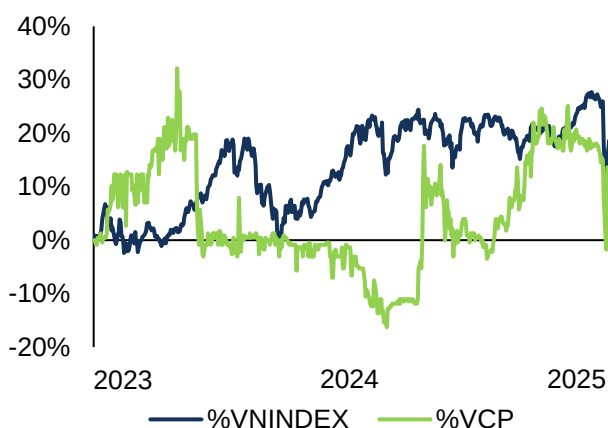
 Email: nhungnth@fpts.com.vn

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	16/04/2025
Giá đóng cửa (đồng/cp)	25.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	28.400
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	19.000
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	83,789
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	83,789
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	30.372
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,00
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.138
EPS Trailing 12 tháng (đồng/cp)	3.748
P/E Trailing 12 tháng	6,88x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Đầu tư và Xây dựng VCP
Địa chỉ	34 Láng Hạ, phường Láng Hạ, quận Đống Đa, TP. Hà Nội
HĐKD 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 ENSO

Cơ cấu cổ đông	(%)
Cổ đông cá nhân	67,05
Cổ đông tổ chức	32,95

Giá hiện tại:	25.500	Khuyến nghị MUA
Giá mục tiêu:	31.800	
Tăng:	24,7%	

ĐƯA NHÀ MÁY MỚI VÀO KHAI THÁC, GIẢI TỎA GÁNH NẶNG TÀI CHÍNH

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VCP – Công ty cổ phần Xây dựng và Năng lượng VCP niêm yết trên sàn UPCoM. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu VCP là **31.800** đồng/cp, cao hơn **24,7%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 16/04/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VCP dựa trên kết quả định giá và triển vọng đầu tư như sau:

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- **Tăng trưởng mảng bán điện nhờ kỳ vọng pha La Nina và trung tính tiếp diễn trong năm 2025.** Nhờ diễn biến thời tiết thuận lợi, sản lượng điện ước tính năm 2025F tăng trưởng +14% yoy giúp doanh thu mảng điện 2025F +18% yoy. ([chi tiết](#))
- **Mảng bán điện có lợi thế về chi phí và hiệu suất cao hơn trung bình ngành.** Hai nhà máy Cửa Đạt và Nậm La (70% công suất mảng điện) có lợi thế về chi phí đầu vào khi suất đầu tư thấp hơn trung bình ngành ([chi tiết](#)) và nhà máy Cửa Đạt (60% công suất mảng điện) có hiệu suất hoạt động cao hơn so với trung bình ngành ([chi tiết](#)).
- **Nhà máy thủy điện Đắk Robaye đi vào vận hành năm 2025 giúp cải thiện khả năng thanh toán lãi vay.** Năm 2020, VCP gia tăng nợ vay để thực hiện hoạt động M&A 3 dự án nhà máy chưa xây dựng, chưa thể đưa vào vận hành, do đó khiến khả năng thanh toán lãi vay giảm xuống mức 1,5 lần. Từ T1/2025, Nhà máy Đắk Robaye đã được đưa vào vận hành giúp cải thiện khả năng thanh toán lãi vay của doanh nghiệp. ([chi tiết](#))
- **Mở rộng thêm mảng xử lý rác, giảm rủi ro doanh thu phụ thuộc vào mảng bán điện.** Trước năm 2023, doanh thu của VCP chủ yếu biến động theo tình hình mảng bán điện. Từ năm 2023, nguồn thu mới từ mảng xử lý rác đã giúp giảm bớt sự phụ thuộc này. Cụ thể, doanh thu của VCP năm 2023 giảm -23%yoy (trong khi mảng bán điện -37% yoy), đến năm 2024 tăng trưởng mạnh +131% yoy (trong khi mảng bán điện +32% yoy). ([chi tiết](#))

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Diễn biến thời tiết ENSO.** Diễn biến thời tiết dựa vào chỉ số ENSO sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng điện các nhà máy thủy điện của VCP. ([chi tiết](#))

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Thông tin doanh nghiệp



Công ty cổ phần Xây dựng và Năng lượng VCP (VCP) tiền thân là CTCP Thủy điện Cửa Đạt được thành lập vào ngày 18/05/2004. Năm 2017, Công ty niêm yết trên sàn UPCoM với mã cổ phiếu là VCP. Hiện tại VCP có vốn điều lệ 837 tỷ đồng cùng 83,7 triệu cổ phiếu đang lưu hành trên TTCK.

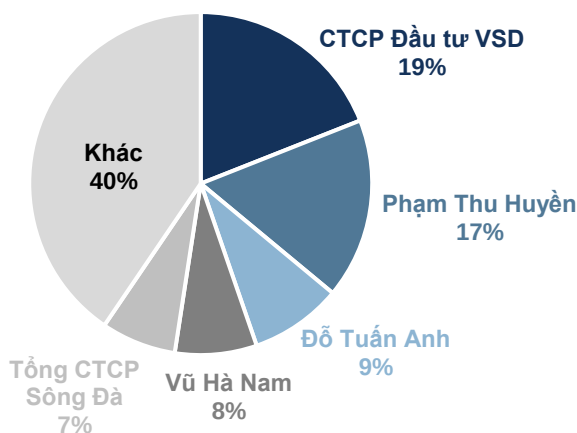
Doanh nghiệp hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh điện năng và các cung cấp các sản phẩm, dịch vụ thông qua các hoạt động xử lý, tái chế rác, bán sản phẩm tái chế,...

II. Lịch sử hình thành và phát triển

2004	• Thành lập Công ty Cổ phần Thủy Điện Cửa Đạt
2009	• Nhà máy Thủy điện Cửa Đạt (97MW) vận hành thương mại.
2016	• Nhà máy Thủy điện Bái Thượng (6MW) vận hành thương mại.
2017	• Mã cổ phiếu VCP chính thức niêm yết trên sàn UPCoM.
2018	• Nhà máy Thủy điện Xuân Minh (15MW) vận hành thương mại.
2020 - 2021	• M&A 5 công ty sở hữu 3 nhà máy thủy điện (52MW) và 3 dự án nhà máy mới (30MW).
2023	• M&A Công ty TNHH Môi trường Ngôi Sao Xanh sở hữu nhà máy điện rác công suất 6,1MW.
Đến nay	• Hoạt động đa dạng các lĩnh vực liên quan đến xây dựng, vận hành các dự án sản xuất điện.

III. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của VCP tại ngày 16/04/2025



Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp

Sau khi quỹ đầu tư VINACONEX thoái vốn khỏi VCP từ năm 2019, cơ cấu cổ đông đã có sự thay đổi đáng kể, và định hướng kinh doanh của VCP cũng có sự chuyển hướng.

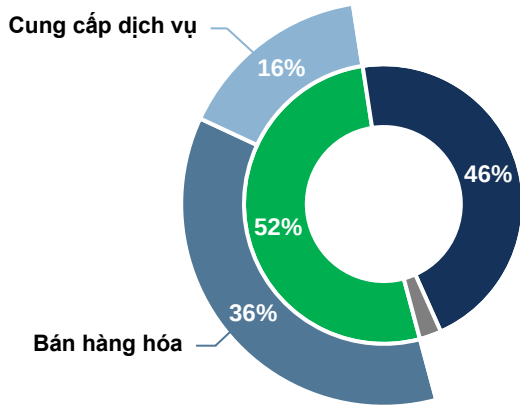
Cơ cấu cổ đông cô đặc: Tính đến thời điểm 16/04/2025 VCP có 5 cổ đông lớn gồm 3 cổ đông cá nhân và 2 cổ đông tổ chức, chiếm 60% tổng khối lượng cổ phiếu. Trong đó, CTCP Đầu tư VSD và Vũ Hà Nam lần lượt là Chủ tịch HĐQT và TGD công ty con của VCP Holdings. Tuy không có cá nhân, tổ chức riêng lẻ nào nắm toàn bộ quyền phủ quyết hoặc kiểm soát nhưng có sự đóng góp của một vài cổ đông chiến lược lớn lâu năm có kinh nghiệm thâm niên làm trong lĩnh vực điện sẽ giúp VCP đảm bảo chất lượng của cổ đông.

IV. Tổng quan hoạt động kinh doanh

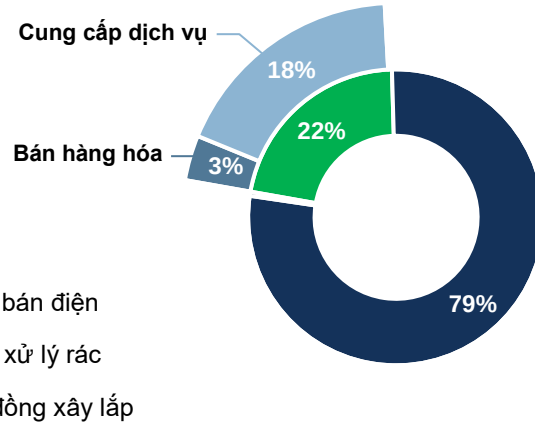
VCP đang hoạt động chính ở mảng bán điện (46% doanh thu); mảng xử lý rác (52% doanh thu). Trước năm 2023, VCP hoạt động ở mảng bán điện. Từ năm 2023, VCP hoạt động thêm mảng mới là mảng xử lý rác. Cụ thể:

- **Mảng bán điện:** Hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng (bao gồm 2 loại hình là thủy điện và điện rác)
- **Mảng xử lý rác (các hoạt động của nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh):** bao gồm hoạt động **bán hàng hóa** (Bán các sản phẩm tái chế từ việc thu gom, xử lý, và tái chế rác thải) và **cung cấp dịch vụ** (dịch vụ xử lý rác thải).

Cơ cấu doanh thu VCP năm 2024



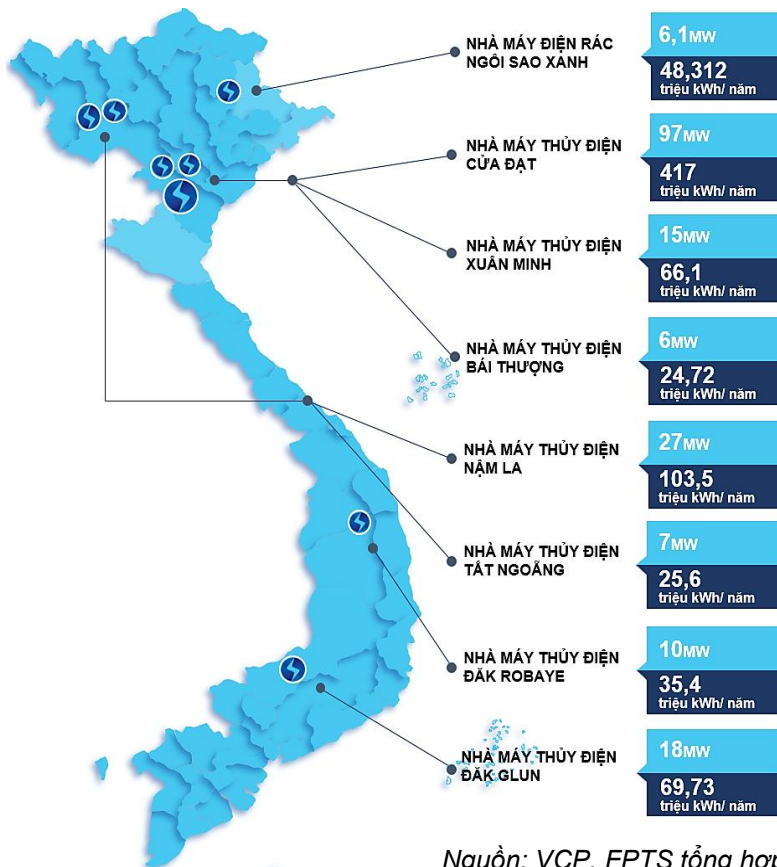
Cơ cấu lợi nhuận gộp VCP năm 2024



■ Mảng bán điện
■ Mảng xử lý rác
■ Hợp đồng xây lắp

Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

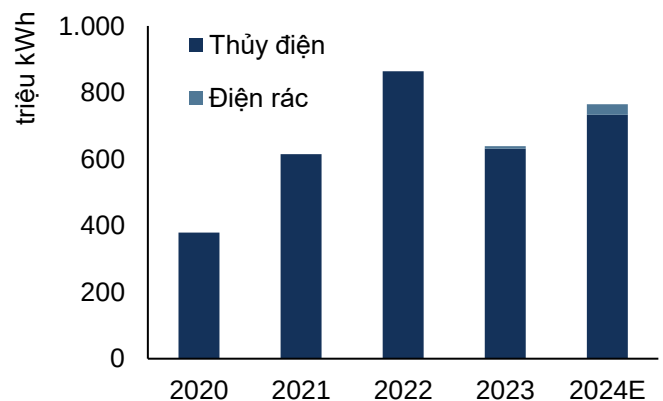
Lợi nhuận chính đến từ mảng bán điện (chiếm 79% cơ cấu lợi nhuận gộp). Năm 2024, mảng bán điện chỉ chiếm 46% cơ cấu doanh thu của VCP, tuy nhiên nguồn lợi nhuận chính của VCP đa phần đến từ mảng điện (chiếm 79% cơ cấu lợi nhuận gộp) do mảng điện hoạt động với biên lợi nhuận cao hơn so với mảng xử lý rác.



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

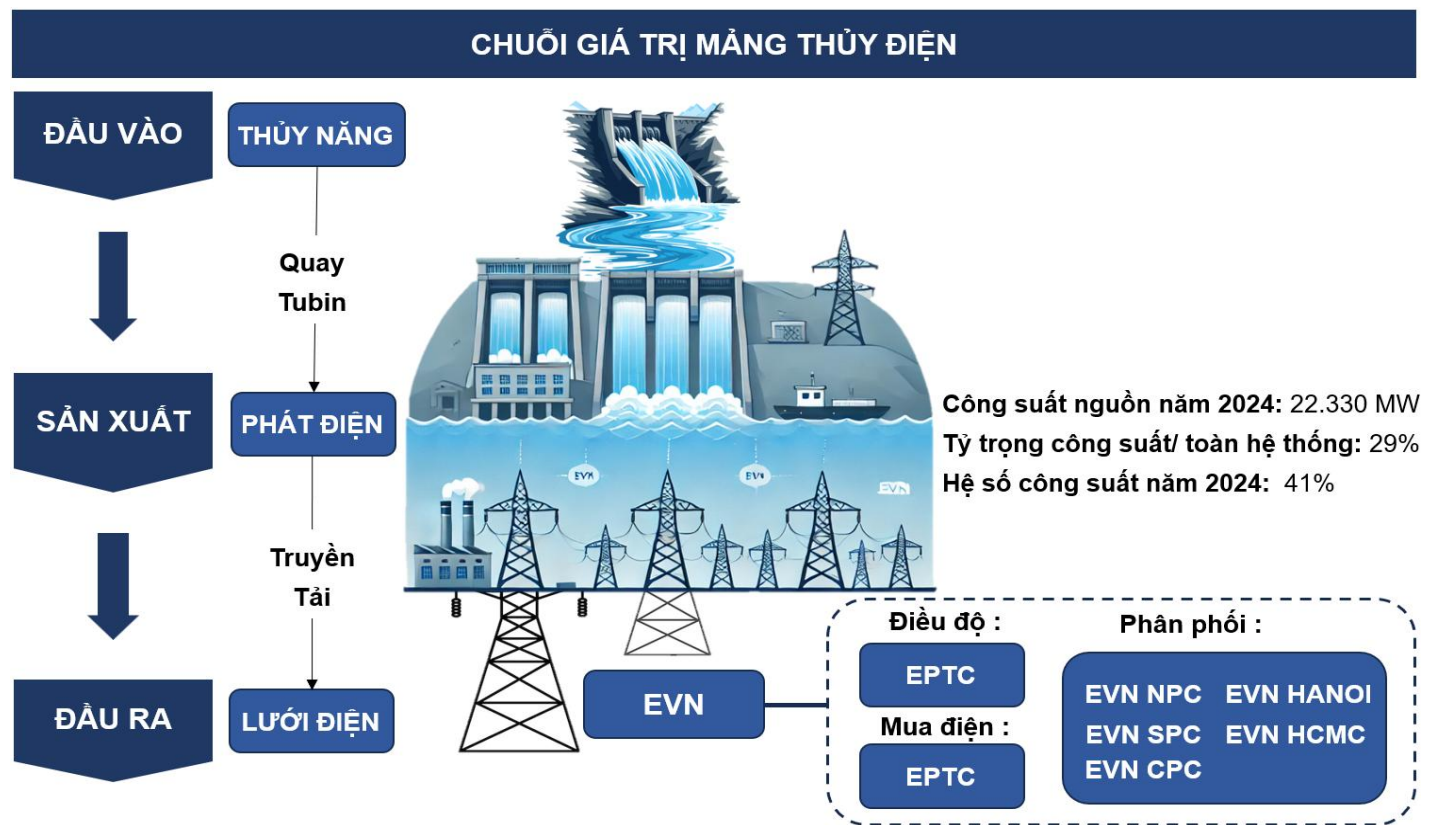
Thủy điện là loại hình điện chính trong mảng bán điện của VCP. Mảng bán điện bao gồm 2 loại hình: thủy điện và điện rác. VCP hiện đang sở hữu 7 nhà máy thủy điện và 1 nhà máy điện rác có khả năng phát điện. Tổng sản lượng thiết kế là 796,6 triệu kWh – trong đó thủy điện chiếm 748,3 triệu kWh (94%). Năm 2024, thủy điện đóng góp ~94% sản lượng điện sản xuất thực tế trong mảng bán điện của VCP.

Cơ cấu sản lượng thực tế mảng bán điện



Nguồn: VCP

B. TỔNG QUAN MẢNG SẢN XUẤT THỦY ĐIỆN

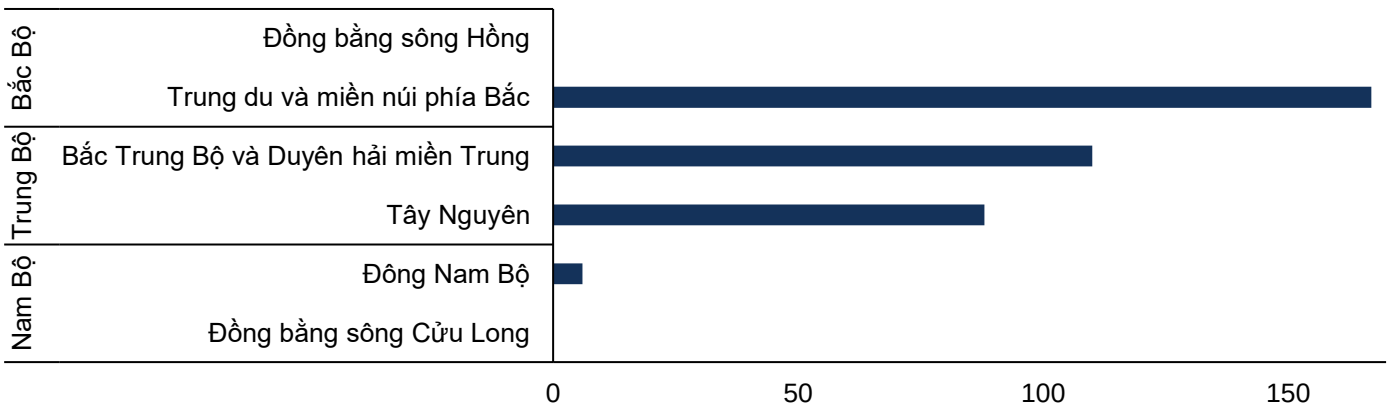


I. Đầu vào: Các nhà máy thủy điện phân bố chủ yếu ở trung du miền núi phía Bắc và Trung bộ, nguồn thủy năng đầu vào phụ thuộc vào diễn biến thời tiết.

1. Các nhà máy thủy điện Việt Nam tập trung ở Trung du miền núi phía Bắc và Trung Bộ, có sự khác biệt về công suất và sản lượng giữa các khu vực này.

Các nhà máy thủy điện tập trung ở Trung du và miền núi phía Bắc, Trung Bộ. Các nhà máy thủy điện (NMTĐ) sử dụng nguồn năng lượng từ nước (thủy năng), nên các nhà máy phải được đặt tại nơi có lưu lượng nước dồi dào và phải có thể năng đủ lớn để phục vụ cho mục đích khai thác tài nguyên nước để sản xuất điện.

Số lượng nhà máy thủy điện chia theo khu vực năm 2020



Nguồn: FPTs tổng hợp

Các hệ thống sông lớn và quan trọng của Việt Nam tập trung chủ yếu ở Bắc Bộ (sông Mã, sông Hồng,...) và Nam Bộ (sông Cửu Long, sông Đồng Nai), còn Trung Bộ tập trung những sông nhỏ có độ dốc cao. Tuy nhiên hệ thống sông ở Nam Bộ có tốc độ dòng chảy chậm, nhiều nhánh sông, không có địa hình dốc cao nên bị hạn chế về thể năng để sản xuất thủy điện. Chính vì vậy, phân bố nhà máy của các NMTĐ nước ta tập trung chủ yếu ở Trung du miền núi phía Bắc và Trung Bộ.

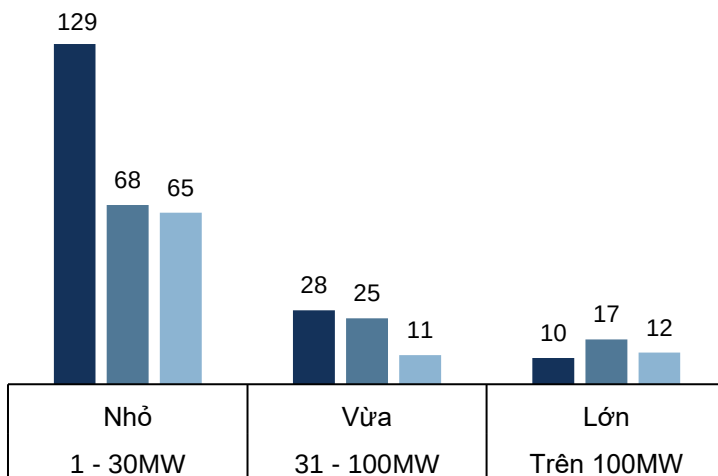
Đặc điểm của các hệ thống sông theo khu vực

Đặc điểm	Bắc Bộ	Trung Bộ	Nam Bộ
Hệ thống sông chính	Sông Hồng, sông Thái Bình	Sông Mã, sông Cả	Sông Đồng Nai, sông Cửu Long
Địa hình	Núi cao, đồi thấp, đồng bằng rộng	Dãy Trường Sơn hẹp và dốc ra biển	Đồng bằng rộng, ít đồi núi
Chế độ dòng chảy	Nhanh	Ngắn, dốc	Chậm, nhiều nhánh sông
Khai thác thủy điện	Nhiều đập thủy điện và NMTĐ lớn	Thủy điện trên sông dốc	Ít thủy điện do địa hình thấp

Nguồn: FPTS tổng hợp

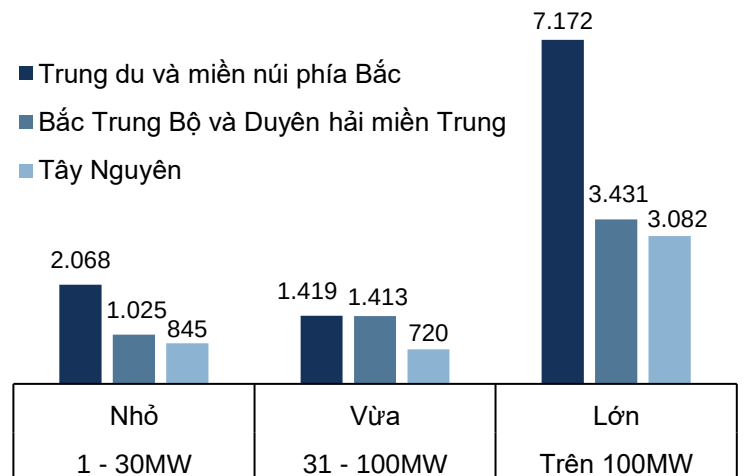
Đặc điểm công suất: Trung du và miền núi phía Bắc có nhiều thủy điện quy mô rất lớn, trong khi Trung Bộ tập trung nhiều thủy điện vừa và nhỏ. Có sự khác biệt giữa số lượng nhà máy và công suất của các NMTĐ đặt tại các khu vực này. Theo đó, trung du miền núi phía Bắc là khu vực được khai thác số lượng nhà máy và công suất lớn nhất trong 3 khu vực. Đối với thủy điện lớn (>100MW), dù khu vực Trung du và miền núi phía Bắc có số lượng nhà máy thấp hơn nhưng lại chiếm công suất nguồn cao gấp đôi so với khu vực Trung Bộ (bao gồm Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung, Tây Nguyên). Do Trung du MNPB có nhiều nhà máy quy mô rất lớn như Hòa Bình (1.920MW), Sơn La (2.400MW), trong khi đó khu vực Trung Bộ lại chủ yếu tập trung các thủy điện vừa và nhỏ (đa số là các nhà máy có công suất dưới 200MW).

Phân loại số lượng nhà máy theo khu vực (nhà máy)



Nguồn: FPTS tổng hợp

Phân loại công suất nhà máy theo khu vực (MW)



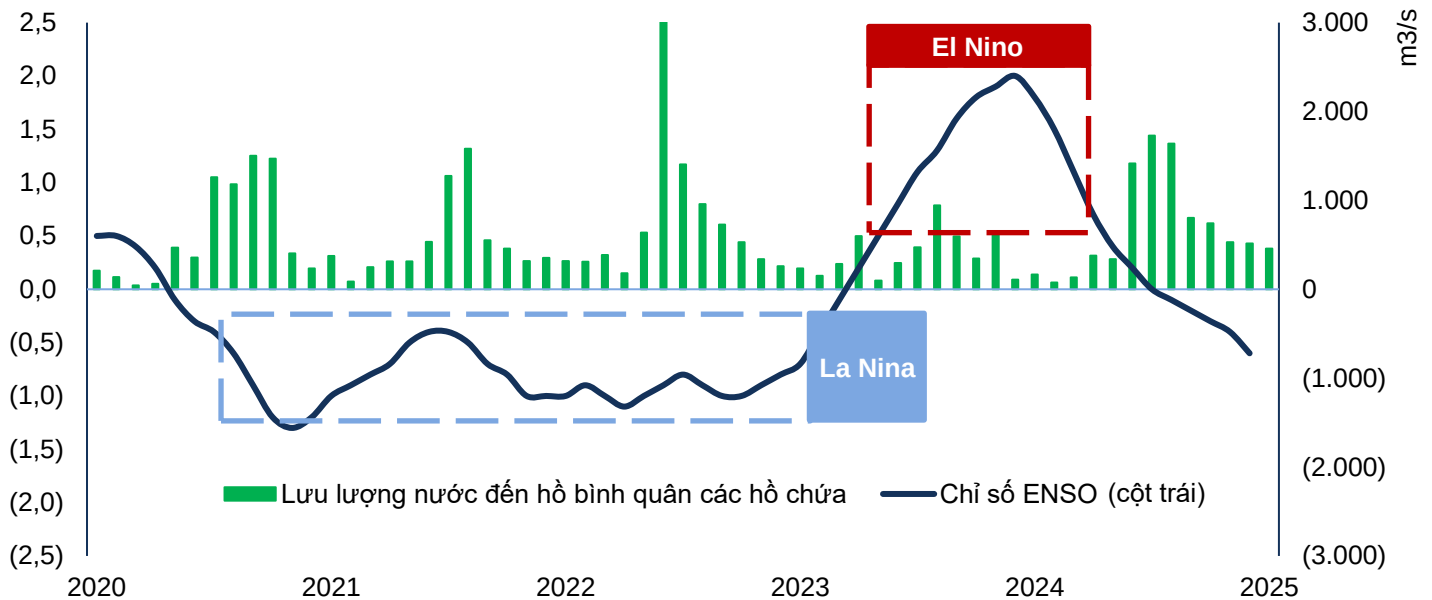
Nguồn: FPTS tổng hợp

Sự phân hóa này là do sự khác nhau về đặc điểm sông đã ảnh hưởng tới cơ cấu xây dựng các nhà máy thủy điện: Trung du miền núi phía Bắc là nơi tập trung nhiều hệ thống sông rộng lớn cùng tốc độ dòng chảy nhanh nên sẽ tối ưu hơn cho việc xây dựng các nhà máy thủy điện lớn tại khu vực này. Trung Bộ đặc trưng bởi độ cao địa hình và đồi núi dốc nên hữu dụng trong việc khai thác thế năng từ trên cao, phù hợp để xây dựng nhà máy điện vừa và nhỏ (A Vương, Sông Tranh 2,...).

Đặc điểm sản lượng: Trung du miền núi phía Bắc có sản lượng duy trì ổn định, trong khi Trung Bộ có sản lượng biến động mạnh hơn. Sự khác biệt về đặc điểm sông cũng tạo ra sự khác biệt về diễn biến sản lượng của các nhà máy thủy điện. Trung du MNPB với lưu vực sông rộng lớn, lưu lượng nước dồi dào, đủ điều kiện xây dựng các hồ chứa tích nước phát điện sử dụng cho mùa khô, nên sản lượng các nhà máy ít có sự biến động đột biến. Trong khi đó, Trung Bộ lại chủ yếu gồm các sông, suối hẹp và có độ dốc cao, khó xây hồ chứa nên thủy điện ở đây phụ thuộc hoàn toàn vào dòng chảy tự nhiên: vào mùa mưa thì phát điện mạnh, đến mùa khô sản lượng điện giảm đáng kể do thiếu nước. Do đó sản lượng điện của Trung Bộ thường có sự biến động đột biến hơn giữa các kỳ.

2. Nguồn thủy năng biến động do chịu ảnh hưởng từ hiện tượng thời tiết ENSO. ENSO (El Niño-Southern Oscillation) là một hiện tượng tự nhiên có ảnh hưởng nghiêm trọng đến hệ thống khí hậu trên toàn cầu, bao gồm hai pha trái ngược nhau là El Nino và La Nina. El Nino thường gây thiếu hụt lượng mưa trên hầu hết các vùng của cả nước, dẫn đến nguy cơ cao xảy ra khô hạn. Ngược lại, La Nina sẽ khiến lượng mưa cao hơn mức bình thường, khả năng xảy ra nhiều đợt bão lũ lớn.

Trung bình lưu lượng nước đến hồ của một số hồ chứa* phụ thuộc vào diễn biến thời tiết



Nguồn: EVN, NOAA, FPTS tổng hợp

*Trung bình 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 bao gồm: Tuyên Quang, Bản Chát, Huội Quảng, Sơn La, Hòa Bình.

Biến đổi khí hậu thời tiết làm thay đổi lượng mưa ảnh hưởng tới chu kỳ thủy văn và dòng chảy của sông. Cụ thể, lưu lượng nước đến hồ của một số hồ chứa thường nhiều hơn trong những năm có diễn biến thời tiết La Nina, tuy nhiên vào những năm có diễn biến thời tiết El Nino, tình trạng khô hạn đã làm cho hầu hết các hồ chứa trên cả nước bị thiếu nước, lưu lượng nước về hồ có mức suy giảm chỉ bằng 50% so với mức trung bình nhiều năm. Việc phụ thuộc hoàn toàn vào thủy năng dùng để sản xuất đối với thủy điện, nên khi sản lượng thủy năng đầu vào gặp biến động do thời tiết, sẽ dẫn đến sản lượng điện đầu ra cũng biến động theo.

II. Sản xuất: nhà máy thủy điện có hồ chứa sẽ hoạt động hiệu quả hơn.

1. Nhà máy thủy điện có hồ chứa sẽ hoạt động hiệu quả hơn. Một số nhà máy thủy điện có đủ điều kiện xây dựng các hồ chứa có khả năng điều tiết lượng nước sẽ là một lợi thế lớn để gia tăng tích trữ lượng nước tại các hồ chứa vào những mùa mưa nhiều và sử dụng cho mùa khô hạn, đảm bảo sự ổn định của sản lượng đầu vào nhằm mục đích giảm bớt tác động của hiện tượng thời tiết gây ra. Đối với các nhà máy nhỏ không đủ điều kiện xây dựng hồ chứa, sản lượng điện hoàn toàn phụ thuộc vào tình hình thủy văn hiện tại.

Hiện nay, đa số **dự án thủy điện sẽ bao gồm việc xây dựng các đập để tạo hồ chứa thủy điện riêng** phục vụ cung cấp nước cho nhà máy hoạt động, cũng có một số nhà máy thủy điện được **xây dựng trên các hồ chứa thủy lợi sẵn có** hoặc là công trình kết hợp của dự án thủy lợi (điển hình như nhà máy thủy điện Cửa Đạt).

Đặc điểm của các hồ chứa dùng cho sản xuất thủy điện.

Tiêu chí	Hồ chứa thủy điện	Hồ chứa thủy lợi
Mục đích chính	Phát điện	Điều tiết lũ, Cấp nước sinh hoạt
Nhiệm vụ	Tích nước mùa mưa, xả nước mùa khô	Tích nước, sử dụng hiệu quả nguồn nước

Nguồn: FPTS tổng hợp

Nhà máy thủy điện được xây dựng trên hồ chứa thủy lợi sẽ phải ưu tiên cấp nước cho mục đích thủy lợi trước khi phát điện. Đối với thủy điện xây dựng trên hồ chứa thủy điện và thủy lợi có những điểm khác biệt rõ rệt về mục đích sử dụng và nhiệm vụ điều tiết nước. Nhà máy thủy điện sở hữu hồ chứa thủy điện sẽ được khai thác tối ưu nước trong hồ chứa cho việc phát điện. Ngược lại, một số thủy điện được xây dựng trên hồ thủy lợi phải ưu tiên thực hiện nhiệm vụ thủy lợi, tích trữ sử dụng nước hiệu quả cho việc điều tiết lũ, cấp nước tưới tiêu, sinh hoạt, sau cùng mới là huy động nước để phát điện. ([quay lại hoạt động kinh doanh](#))

2. Thủy điện Việt Nam chỉ còn tiềm năng xây dựng các nhà máy có công suất vừa và nhỏ.

Tiềm năng thủy điện có thể khai thác của Việt Nam với tổng công suất khoảng 38.000 MW, đến nay đã xây dựng và đưa vào vận hành 23.330 MW (chiếm 57% tổng công suất thủy điện có thể khai thác). Theo Quy hoạch điện VIII, đến năm 2030 và 2050, tổng công suất đặt nguồn điện của thủy điện dự kiến đạt lần lượt là 34.263 MW và 37.137 MW (mức CAGR lần lượt 7% và 2%, khá thấp so với CAGR của toàn ngành điện là 18% và 9%).

Định hướng công suất nguồn thủy điện theo QHĐVIII có mức CAGR thấp hơn so với toàn hệ thống

Công suất nguồn <i>Đơn vị</i>	2024 <i>MW</i>	2030F <i>MW</i>	2050F <i>MW</i>	CAGR 2024 – 2030F	CAGR 2024 – 2050F
Thủy điện	23.330	34.263	37.137	7%/năm	2%/năm
Toàn hệ thống	77.000	202.663	821.585	18%/năm	9%/năm

Nguồn: Quy hoạch Điện VIII đã điều chỉnh

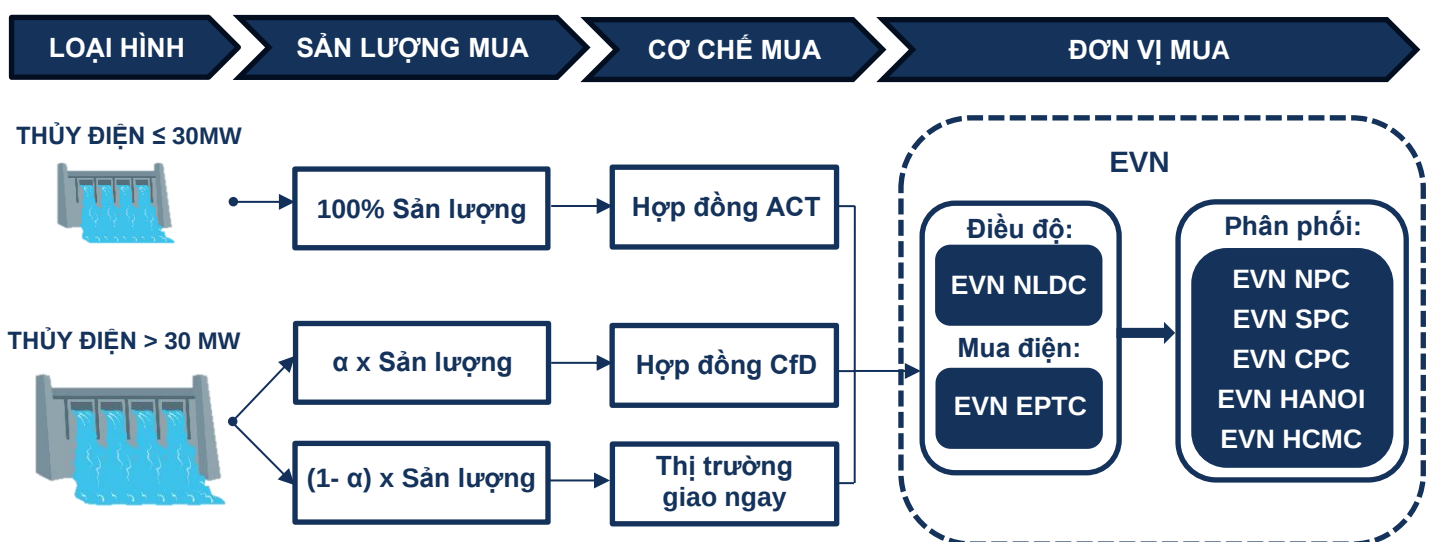
Việt Nam hiện đã khai thác hơn 80% tiềm năng thủy điện vừa và lớn. Các vị trí thuận lợi và khả thi để xây dựng nhà máy thủy điện quy mô lớn >100 MW gần như đã được khai thác hết, chỉ còn tiềm năng để xây dựng các thủy điện vừa và nhỏ, thủy điện cột nước thấp, và mở rộng công suất các thủy điện lớn đang vận hành. Do đó thủy điện có tốc độ tăng trưởng công suất chậm hơn so với các nguồn điện khác như điện mặt trời, điện gió và điện khí LNG.

III. Đầu ra: Sản lượng tiêu thụ được đảm bảo bởi EVN.

1. Sản lượng tiêu thụ và giá bán của các nhà máy thủy điện được đảm bảo bởi EVN.

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:

Cơ chế bán điện của EVN cho loại hình thủy điện tính đến năm 2024



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 đồng/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:

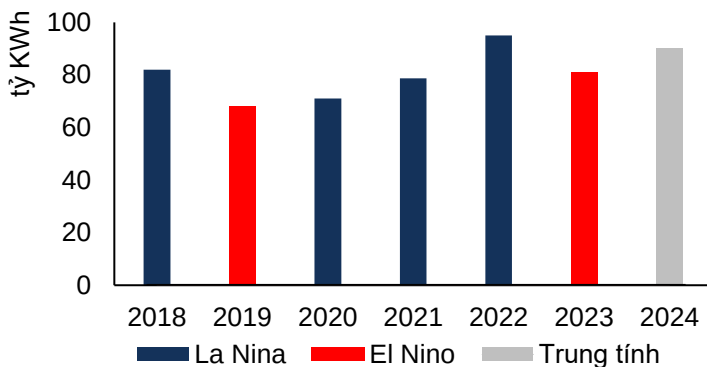
- Một phần ($\alpha \times$ sản lượng - hay còn gọi là Qc) được EVN mua theo hợp đồng mua bán điện dài hạn (PPA). Giá thanh toán (giá Pc) được tính toán dựa trên chi phí sản xuất điện của nhà máy điện, nhằm mục đích để nhà máy thu hồi được các chi phí hợp lý trong suốt vòng đời kinh tế và đảm bảo tỷ suất sinh lợi nội tại về tài chính (IRR) không vượt quá 12%.
- Phần còn lại ($(1 - \alpha) \times$ sản lượng) sẽ được bán trên thị trường giao ngay (TTGN – [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 thường dao động trung bình từ 1.400 đồng/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.

2. Sản lượng thủy điện toàn hệ thống phụ thuộc vào hiện tượng thời tiết.

Sản lượng thủy điện toàn hệ thống biến động theo diễn biến thời tiết ENSO



Nguồn: EVN

Thủy điện phụ thuộc hoàn toàn vào thủy năng để sản xuất điện, khi sản lượng thủy năng đầu vào gặp biến động sẽ dẫn đến sản lượng điện đầu ra cũng biến động theo. Cụ thể, sản lượng thủy điện toàn hệ thống của Việt Nam tăng trong những năm có hiện tượng La Nina, vào những năm có hiện tượng thời tiết El Nino thì sản lượng thủy điện toàn hệ thống có mức suy giảm.

Sản lượng thủy điện từ các nhà máy được phát triển thêm trong giai đoạn 2025 trở đi sẽ luôn được tiêu thụ hết nhờ lợi thế chi phí thấp do không có chi phí biến đổi và hệ thống luôn cân bổ sung nguồn điện để đáp ứng với sự phát triển kinh tế.

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH MẢNG BÁN ĐIỆN

CHUỖI GIÁ TRỊ MẢNG THỦY ĐIỆN CỦA VCP

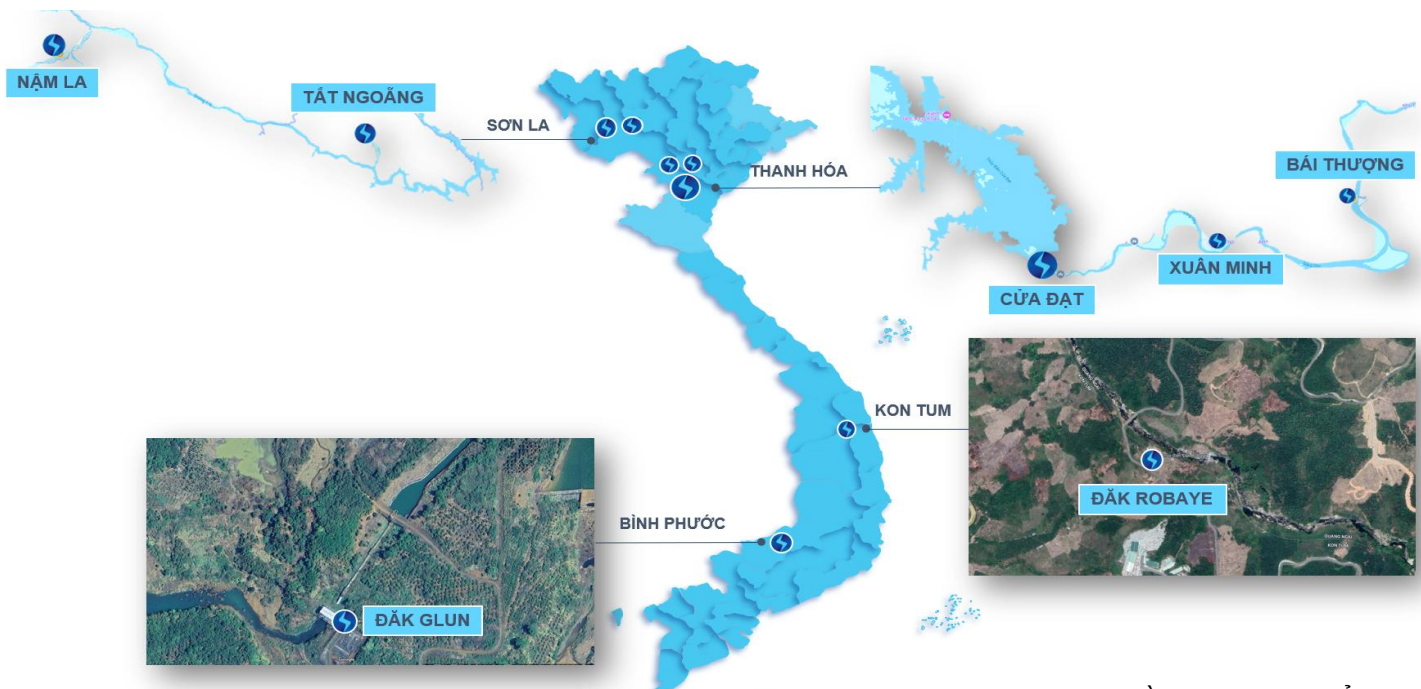
ĐẦU VÀO
SẢN XUẤT
ĐẦU RA
THỦY NĂNG

SẢN XUẤT THỦY ĐIỆN

EVN
EVN NLDC
EVN EPTC
EVN NPC
EVN SPC
Vận hành: 7 nhà máy
Công suất nguồn năm 2024: 180 MW
Sản lượng thiết kế: 748,3 triệu kWh
Hệ số công suất năm 2024: 47%
Nguồn: FPTS tổng hợp

I. Đầu vào: Hệ số công suất các nhà máy ở Thanh Hóa của VCP cao hơn ngành, nhà máy Cửa Đạt và Nậm La (70% công suất thủy điện VCP) có suất đầu tư thấp hơn ngành.

1. Nhà máy thủy điện của VCP tập trung chủ yếu ở Trung du miền núi phía Bắc và Bắc Trung Bộ, các nhà máy tại Thanh Hóa hoạt động với hiệu suất cao hơn ngành.


Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

Hầu hết công suất của các nhà máy thủy điện của VCP được phân bổ chủ yếu ở Trung du miền núi phía Bắc và Bắc Trung Bộ - các khu vực có đặc điểm địa lý thuận lợi để khai thác và phát triển thủy điện:

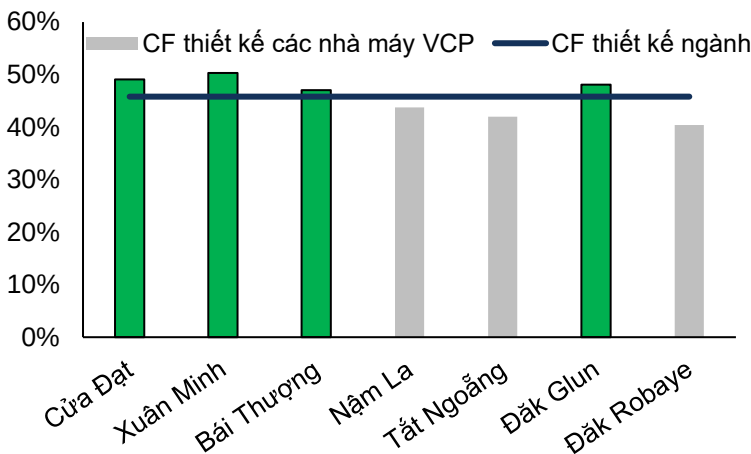
- Nhà máy Cửa Đạt, Xuân Minh, Bái Thượng (Thanh Hóa) - chiếm 66% công suất thủy điện: lợi thế sở hữu hồ chứa thủy lợi, đặt tại thượng nguồn sông Chu sẵn sàng đón nước phát điện.
- Nhà máy Nậm La, Tắt Ngoảng (Sơn La) – chiếm 19% công suất thủy điện: là phụ lưu của sông Đà, được đặt tại vùng núi cao tận dụng thế năng của suối Nậm La và suối Sập thông qua ống dẫn nước.

- Ngoài ra, các nhà máy Đắk Robaye và Đắk Glun (Kon Tum và Bình Phước) được xây dựng trên suối và sông nhỏ.

Vị trí xây dựng của mỗi nhà máy sẽ có những đặc điểm địa hình (dốc, phẳng, thác đổ,...) và đặc điểm thủy văn (lưu lượng, tốc độ dòng chảy,...) khác nhau. Chủ đầu tư sẽ dựa vào các đặc điểm đó để lựa chọn các thông số thiết kế và công nghệ tối ưu nhất cho nhà máy. Do sự khác biệt về công nghệ lắp đặt khác nhau, có một hệ số dùng để đo lường tính hiệu quả của nhà máy là hệ số công suất (CF¹). Những nhà máy có hệ số công suất cao hơn sẽ được xem như được tính toán rằng hoạt động tối ưu hơn, được tính bằng công thức sau:

$$\text{Hệ số công suất (CF)} = \frac{\text{Sản lượng điện (kWh/năm)}}{\text{Công suất đặt nguồn điện (kW)} \times 24 \times 365}$$

Các nhà máy ở Thanh Hóa hoạt động tốt hơn TB ngành



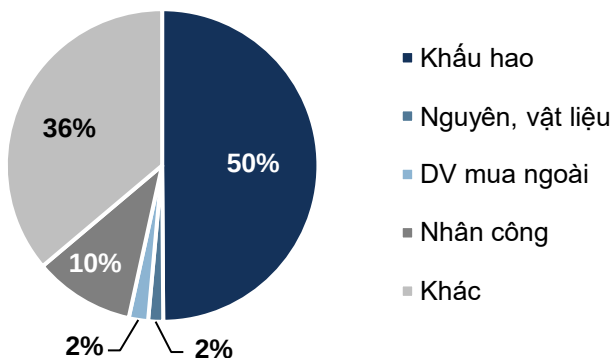
Nguồn: FPTTS tổng hợp

Các nhà máy Cửa Đạt, Xuân Minh Bái Thượng (Thanh Hóa) có lợi thế về vị trí và nguồn nước từ hồ chứa thuận lợi nên có khả năng hoạt động với CF thiết kế* cao hơn ngành. Nhà máy Đắk Glun được xây dựng trên hồ chứa thủy điện có ống dẫn nước đến nhà máy khiến việc phát điện cũng hiệu quả hơn. Các nhà máy Nậm La, Tắt Ngoắt, Đắk Robaye hoạt động dưới mức trung bình ngành do được xây dựng trên dòng suối ở núi cao, không có hồ chứa nên lưu lượng nước thường thiếu ổn định.

* CF thiết kế được tính trên sản lượng điện thiết kế được tính toán sẵn của các nhà máy.

2. Mạng bán điện có lợi thế về chi phí nhờ nhà máy Cửa Đạt và Nậm La (chiếm 70% tổng công suất thủy điện) có suất đầu tư thấp hơn trung bình ngành.

Cơ cấu chi phí trung bình nhà máy thủy điện



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Khấu hao là chi phí sản xuất chính của thủy điện.

Đối với thủy điện, do thủy năng là nguồn nguyên liệu sẵn có, DN chỉ đóng các loại thuế, phí (thuế tài nguyên, phí dịch vụ môi trường rừng và phí cấp quyền khai thác tài nguyên nước), do đó chi phí khấu hao là chi phí lớn nhất trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh (~50% tỷ trọng chi phí). Đối với VCP, chi phí khấu hao chiếm đến 77% vào năm 2024.

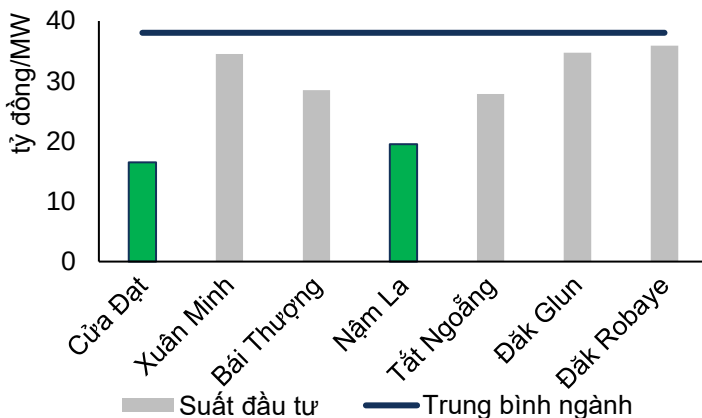
Để đánh giá lợi thế về khấu hao của DN hàng năm, chúng tôi sẽ xem xét về suất đầu tư² của các nhà máy VCP với trung bình ngành. Theo đó, nhà máy có suất đầu tư thấp hơn sẽ có lợi thế về chi phí thấp hơn.

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.

² Suất đầu tư: là chi phí đầu tư cho mỗi đơn vị công suất (tổng mức đầu tư/công suất nguồn), có ý nghĩa quan trọng trong việc thể hiện chi phí khấu hao hàng năm của dự án sản xuất.

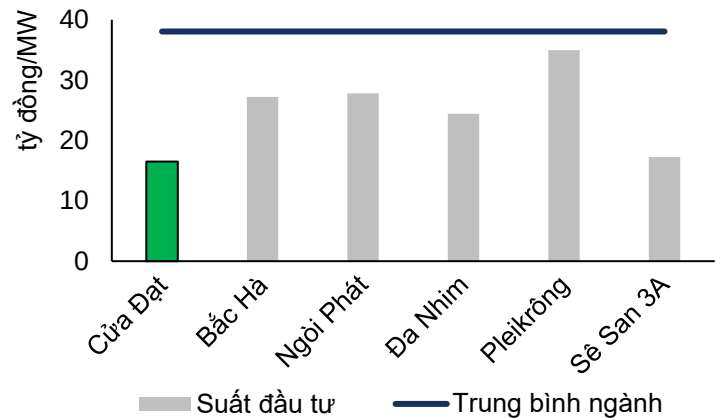
VCP đạt lợi thế về chi phí nhờ hai nhà máy Cửa Đạt và Nậm La (chiếm 70% quy mô công suất thủy điện) có suất đầu tư thấp hơn trung bình ngành. Nhà máy Cửa Đạt và Nậm La có suất đầu tư lần lượt là 16,5 tỷ đồng/MW và 19,5 tỷ đồng/MW, thấp hơn nhiều so với suất đầu tư của trung bình ngành (38 tỷ đồng). Trong khi đó, các nhà máy còn lại của VCP có suất đầu tư tương đương ngành.

Suất đầu tư nhà máy Cửa Đạt và Nậm La của VCP thấp hơn so với trung bình ngành



Nguồn: EVN, VCP, FPTs tổng hợp

Suất đầu tư nhà máy Cửa Đạt thấp hơn các nhà máy cùng quy mô công suất



Nguồn: EVN, VCP, FPTs tổng hợp

Đối với nhà máy Cửa Đạt, được vận hành vào năm 2010 với công suất 97 MW (60% công suất nguồn thủy điện), tổng mức đầu tư 1.600 tỷ đồng tương đương với suất đầu tư 16,5 tỷ đồng/MW và đây là mức đầu tư thấp so với các nhà máy có quy mô công suất tương đồng và cùng tham gia trên thị trường cạnh tranh.

Các NMTĐ xây dựng và vận hành về sau sẽ càng mất lợi thế về suất đầu tư do công suất thủy điện còn lại ngày càng khó khai thác. Điều này cho thấy VCP đang có lợi thế về chi phí tốt hơn, sẽ đạt được mức lợi nhuận cao hơn khi giá bán của các nhà máy thủy điện thường giống nhau và được quyết định bởi EVN. ([quay lại trang bìa](#))

II. Sản xuất: hiệu suất hoạt động nhà máy Cửa Đạt cao hơn ngành, tuy nhiên có mức sụt giảm mạnh hơn các nhà máy sở hữu hồ chứa thủy điện khác vào pha El Nino.

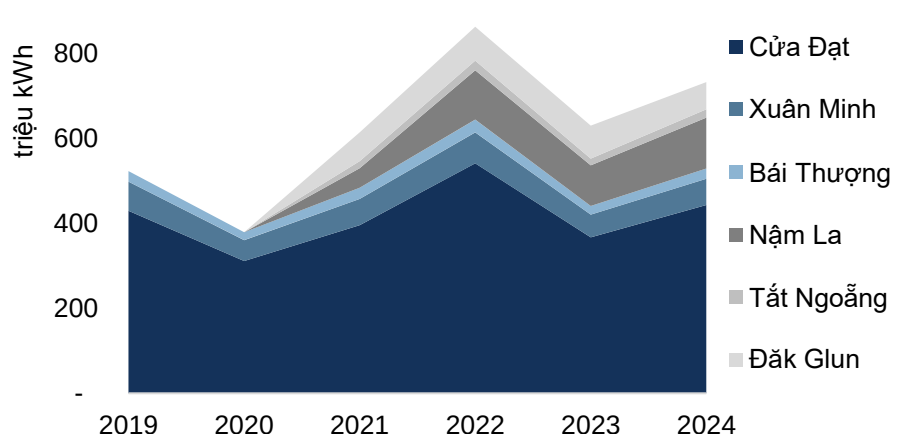
1. Nhà máy thủy điện Cửa Đạt đóng vai trò là nhà máy chủ lực, đóng góp phần lớn vào sản lượng thủy điện của VCP. NMTĐ Cửa Đạt là nhà máy đầu tiên được VCP đưa vào hoạt động và là nhà máy có công suất lớn nhất của VCP – 97MW (chiếm 57% công suất thủy điện của VCP).

Công suất các nhà máy thủy điện đang hoạt động của VCP năm 2024

Nhà máy	Công suất	Tỷ trọng
Cửa Đạt	97MW	57%
Xuân Minh	15MW	9%
BáI Thượng	6MW	4%
Nậm La	27MW	16%
Tắt Ngoắt	7MW	4%
Đăk Glun	18MW	10%
Tổng	170MW	

Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp

Cửa Đạt đóng góp phần lớn sản lượng thủy điện VCP



Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp

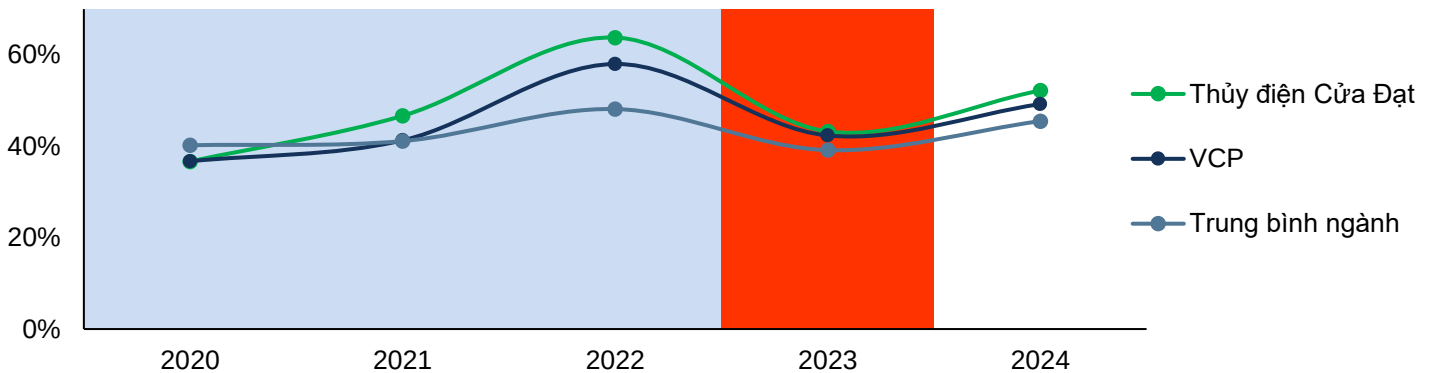
Với lợi thế về quy mô và vị trí đầu nguồn, nhà máy thủy điện Cửa Đạt đã liên tục đóng góp trung bình 60% sản lượng điện hàng năm của VCP. Trong khi đó, các nhà máy còn lại như Xuân Minh, BáI Thượng, Nậm La, Tắt Ngoắt và Đăk Glun đều có công suất nhỏ hơn, mỗi nhà máy chỉ đóng góp một phần nhỏ vào tổng sản lượng điện hàng năm.

2. Nhà máy Cửa Đạt sở hữu hồ chứa thủy lợi có hiệu suất cao hơn ngành, tuy nhiên vào mùa El Nino có mức sụt giảm mạnh hơn các hồ chứa thủy điện khác do phải ưu tiên nhiệm vụ thủy lợi.

Nhà máy Cửa Đạt sở hữu hồ chứa thủy lợi có hiệu suất hoạt động tốt hơn trung bình ngành.

Sở hữu vị trí địa lý nằm ở thượng lưu Sông Chu, có diện tích lưu vực rộng lớn và sở hữu hồ thủy lợi Cửa Đạt với dung tích 1,5 tỷ m³, đứng thứ hai tại Việt Nam, tạo nên lợi thế vượt trội về quy mô tích nước. Trong mùa mưa, khi lưu lượng nước về hồ lớn, nhà máy Cửa Đạt có thể tận dụng tối đa nguồn nước để vận hành phát điện liên tục, giúp tối ưu công suất.

NMTĐ Cửa Đạt có mức CF tốt hơn trung bình ngành nhờ sở hữu hồ chứa



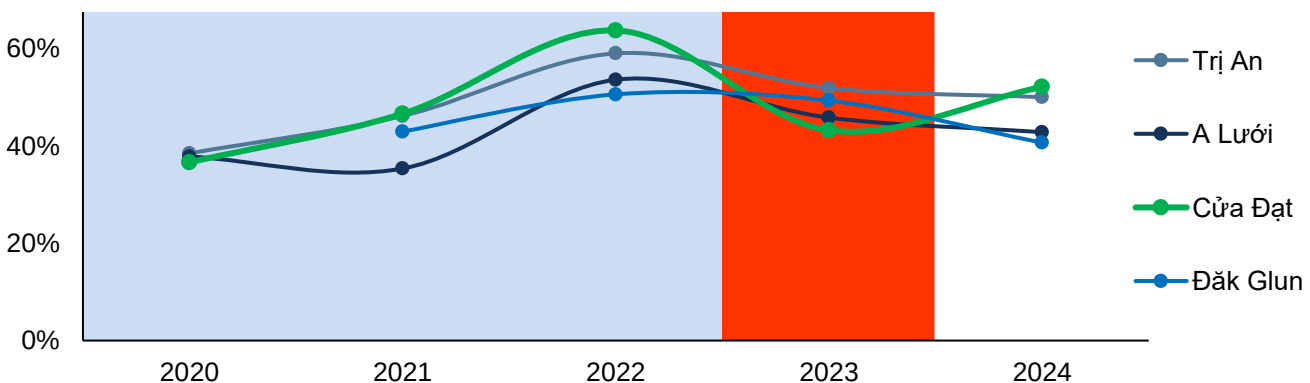
Nguồn: VCP, EVN, FPTS tổng hợp

Nhờ đó, trong những năm có hiện tượng La Nina – khi lượng mưa dồi dào hơn mức trung bình, hệ số công suất (CF) thực tế của nhà máy Cửa Đạt có xu hướng tăng mạnh hơn so với trung bình ngành, từ đó giúp cho CF của VCP cũng cao hơn, phản ánh khả năng khai thác hiệu quả từ dòng chảy tự nhiên. ([quay lại trang bìa](#))

Hiệu suất nhà máy Cửa Đạt có mức sụt giảm hơn các nhà máy có hồ chứa thủy điện vào mùa El Nino do phải ưu tiên nhiệm vụ thủy lợi.

Khác với các hồ chứa thủy điện thông thường, hồ chứa thủy lợi Cửa Đạt có chức năng chính là cung cấp nước cho tưới tiêu và sinh hoạt, trong khi phát điện chỉ là nhiệm vụ thứ cấp ([xem thêm tại phần ngành](#)). Điều này dẫn đến sự khác biệt quan trọng trong cách vận hành vào mùa khô: thay vì chỉ tập trung phát điện cho đến khi hết nước như các hồ thủy điện, hồ chứa thủy lợi như Cửa Đạt phải duy trì nguồn nước hợp lý, đảm bảo đáp ứng các nhiệm vụ ưu tiên trước khi dành phần nước còn lại cho sản xuất điện.

CF của Cửa Đạt sụt giảm mạnh hơn các NMTĐ sở hữu hồ chứa thủy điện trong mùa El Nino

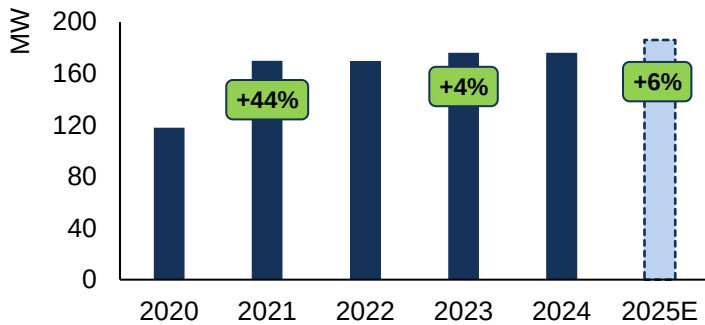


Nguồn: VCP, EVN, FPTS tổng hợp

Chính vì vậy, trong năm 2023 – khi hiện tượng El Nino xảy ra khiến lượng nước về hồ giảm sút đáng kể, hồ chứa thủy lợi Cửa Đạt phải hạn chế phát điện để ưu tiên cấp nước cho hạ du. Điều này khiến hệ số công suất của nhà máy sụt giảm mạnh hơn so với các DN sở hữu hồ chứa thủy điện.

3. Đầu tư nhà máy mới giúp gia tăng công suất đặt nguồn điện.

Các nhà máy thủy điện M&A đi vào hoạt động giúp tăng trưởng công suất nguồn năng bán điện



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2021 - 2025, thông qua việc thực hiện liên tiếp hoạt động xây dựng và M&A các nhà máy điện, VCP đã đưa vào vận hành các nhà máy điện giúp tăng trưởng công suất đặt nguồn điện trong những giai đoạn này. Cuối năm 2020 là giai đoạn thực hiện M&A mạnh mẽ nhất, đưa vào vận hành 3 nhà máy Nậm La, Tắt Ngoẵng, Đắk Glun giúp công suất nguồn năm 2021 tăng từ 118MW lên 170MW (+44% yoy). Năm 2023, vận hành nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh giúp công suất tăng lên 176,1MW (+4% yoy). Năm 2025, nhà máy Đắk Robaye sẽ đưa vào vận hành từ 01/2025 sau khi đã xây dựng xong giúp công suất tăng lên 186,1MW (+6% yoy).

4. Mở rộng thêm các dự án nhà máy năng lượng tái tạo mới ngoài thủy điện.

Trong bối cảnh thủy điện của Việt Nam chỉ còn tiềm năng xây dựng các nhà máy có công suất vừa và nhỏ, VCP đang mở rộng sang các dự án nhà máy điện rác, điện gió. Cụ thể, trong năm 2023, VCP đã M&A thành công và đưa vào vận hành dự án Nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh (6MW), góp phần gia tăng công suất vận hành. Trong thời gian tới, công ty tiếp tục triển khai 4 dự án năng lượng tái tạo với tổng công suất hơn 262MW, bao gồm 4 nhà máy thủy điện nhỏ (62MW – 24% công suất dự án mới) và điện gió (200MW – 76% công suất dự án mới).

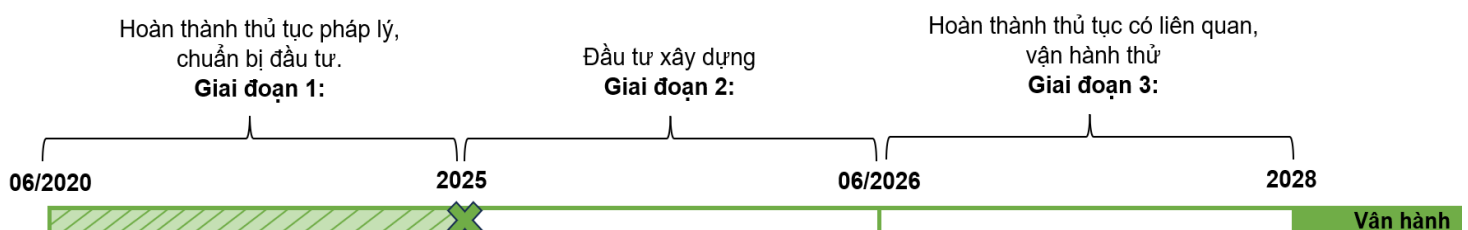
Các dự án mới với công suất lớn của VCP tập trung vào loại hình NLTT ngoài thủy điện

Loại hình	Dự án	Công suất	Tổng mức đầu tư	Vị trí	Tiến độ
Thủy điện	Đắk Lô 1-3	34MW	1.215 tỷ đồng	Kon Tum	Đầu tư xây dựng
Thủy điện	Đắk Lô 4	10MW	373 tỷ đồng	Kon Tum	Hoàn thiện thủ tục pháp lý
Thủy điện	Thác Ba	18MW	585 tỷ đồng	Bình Thuận	Hoàn thiện thủ tục pháp lý
Điện gió	Sơn Hội	100MW	3.492 tỷ đồng	Phú Yên	Đo gió, bổ sung quy hoạch
Điện gió	Yang Bắc	100MW	3.969 tỷ đồng	Kon Tum	Đo gió, bổ sung quy hoạch

Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

Cụm dự án thủy điện Đắk Lô 1-3 đang được triển khai xây dựng. Tính đến đầu năm 2025, cụm dự án thủy điện Đắk Lô 1- 3 bao gồm 2 nhà máy thủy điện đã hoàn thành công tác chuẩn bị đầu tư, đồng thời đã huy động vốn vay để triển khai xây dựng. Đây là hai dự án thuộc loại hình thủy điện nhỏ, dự kiến sẽ đưa vào khai thác sản lượng từ năm 2028. Sự tham gia của 2 nhà máy thủy điện trong cụm dự án Đắk Lô 1 -3 vào năm 2028 sẽ giúp tăng trưởng năng bán điện của VCP (dự phóng đến năm 2028 công suất đạt 258MW, +21% so với năm 2025). Đối với nhà máy thủy điện Đắk Lô 4 và Thác Ba hiện đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý, chúng tôi sẽ cập nhật báo cáo sau khi có thông tin thêm từ 2 dự án này.

Tình hình triển khai hai dự án nhà máy thủy điện Đắk Lô 1-3



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và dự phóng

Các dự án điện gió còn vướng nhiều khó khăn. Hiện hai dự án điện gió lớn Sơn Hội (100MW) và Yang Bắc (100MW) đang ở giai đoạn đo gió và bổ sung quy hoạch. Đo gió là bước đầu tiên trong quá trình phát triển điện

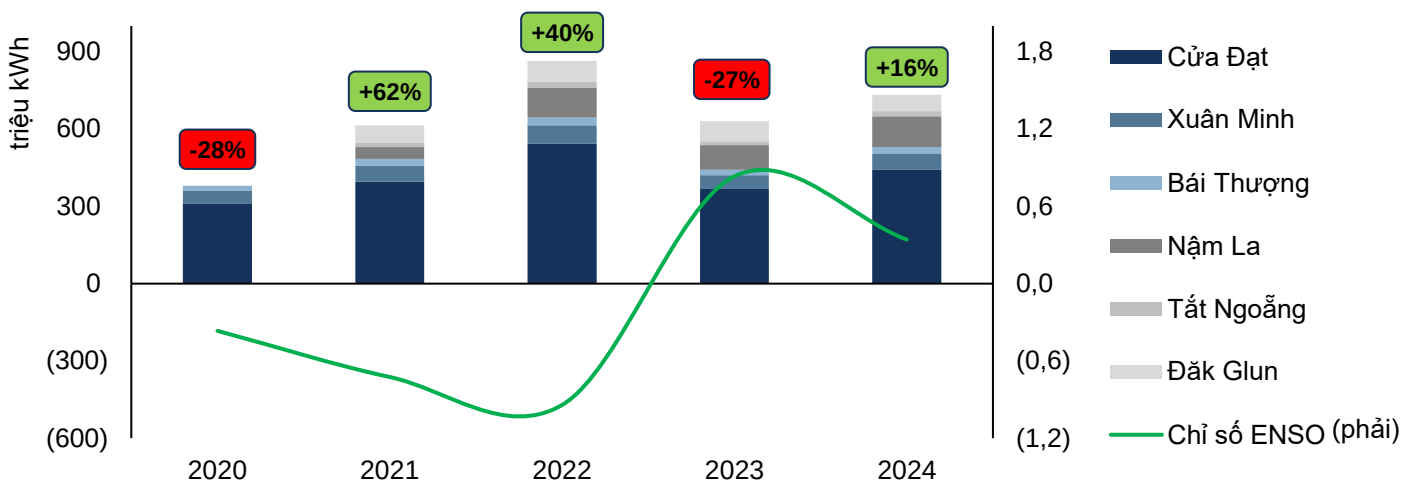
gió, thường kéo dài từ 12 - 24 tháng để thu thập đủ dữ liệu về tốc độ, hướng gió nhằm đánh giá hiệu suất vận hành. Do yêu cầu vốn đầu tư cho hai dự án này rất lớn (7.461 tỷ đồng, gấp 3,63 lần tổng vốn chủ sở hữu của VCP năm 2024). Do đó VCP sẽ cần thêm thời gian chuẩn bị nguồn vốn, hoàn thiện thủ tục pháp lý, lựa chọn nhà thầu và triển khai thi công khiến thời gian hoàn thành các thủ tục này khả năng sẽ kéo dài trên 5 năm.

III. Đầu ra: sản lượng thủy điện VCP tăng trưởng mạnh khi gia tăng công suất vào pha La Nina và hoạt động hiệu quả hơn các nhà máy thủy điện khác.

1. Tăng trưởng sản lượng thủy điện đến từ việc vận hành nhà máy mới và diễn biến thời tiết La Nina.

Sản lượng điện của VCP chịu ảnh hưởng bởi hiện tượng thời tiết. Sản lượng điện của VCP có sự biến động đáng kể theo từng năm, phản ánh ảnh hưởng của diễn biến thời tiết ENSO đến thủy văn. Giống như các nhà máy thủy điện khác trong ngành, VCP cũng bị tác động bởi diễn biến thời tiết ENSO, khi hiện tượng La Nina xảy ra vào giai đoạn 2020 - 2022, lượng nước về hồ chứa dồi dào giúp sản lượng liên tục tăng mạnh. Ngược lại, giai đoạn El Nino năm 2023 khiến trữ lượng nước suy giảm, kéo theo sản lượng điện sụt giảm. ([quay lại trang bìa](#))

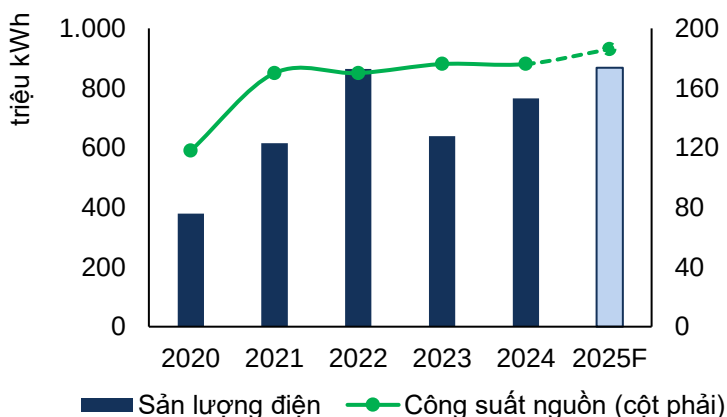
Sản lượng điện của VCP chịu ảnh hưởng diễn biến ENSO



Nguồn: NOAA, VCP, FPTTS tổng hợp

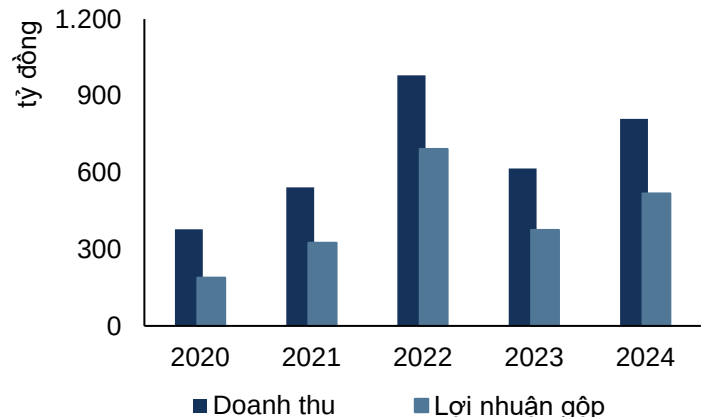
Các nhà máy mới đi vào vận hành trong pha La Nina giúp mảng điện tăng trưởng mạnh. Thời điểm gia tăng công suất lớn nhất của VCP từ trước đến nay là vào thời điểm năm 2021 với tốc độ tăng trưởng +44% yoy. Năm 2021 cũng là thời điểm mà diễn biến thời tiết đã chuyển sang trạng thái La Nina, điều này đã giúp cho quy mô về sản lượng của VCP tăng gấp đôi từ giai đoạn năm 2021 - 2024. Doanh thu và lợi nhuận gộp của VCP trong giai đoạn năm 2021 - 2024 cũng đạt mức tăng trung bình lần lượt là 2 lần và 2,5 lần (năm 2023 mặc dù doanh thu, lợi nhuận giảm tốc do hiện tượng thời tiết El Nino nhưng vẫn đảm bảo mức cao hơn so với năm 2020).

Gia tăng công suất vào năm 2021 khi bước vào pha La Nina giúp sản lượng tăng trưởng



Nguồn: VCP, FPTTS tổng hợp

Quy mô doanh thu, lợi nhuận gộp mảng điện tăng trưởng so với năm 2020



Nguồn: VCP, FPTTS tổng hợp

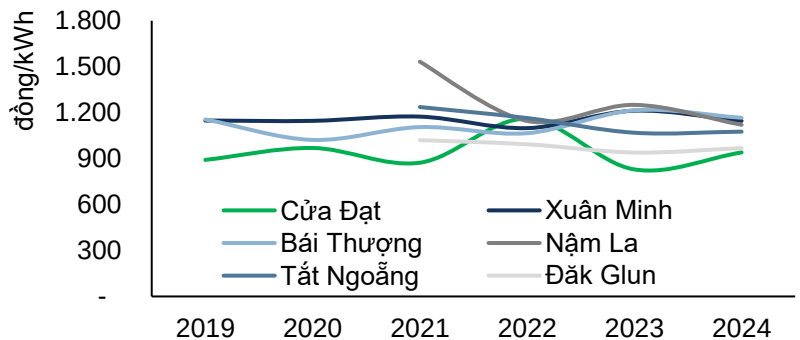
2. Các nhà máy thủy điện bán điện theo cơ chế ACT có giá bán cao hơn so với nhà máy Cửa Đạt phải tham gia vào thị trường điện cạnh tranh.

Hiện tại các nhà máy thủy điện của VCP bán điện cho EVN theo 2 cơ chế giá khác nhau:

- **Các nhà máy Xuân Minh, Bái Thượng, Nậm La, Tát Ngão, Đắk Glun ($\leq 30\text{MW}$):** áp dụng giá bán theo biểu giá chi phí tránh được (hợp đồng ACT).
- **Nhà máy Cửa Đạt ($>30\text{MW}$):** tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh. Bao gồm 2 loại: giá hợp đồng (~90% sản lượng điện sản xuất) và giá bán trên thị trường giao ngay (~10% sản lượng điện sản xuất).

Giá bán điện các nhà máy áp dụng theo cơ chế ACT sẽ cao hơn so với giá bán nhà máy Cửa Đạt. Do ACT được xem như là cơ chế ưu đãi, khuyến khích các nhà máy công suất nhỏ phát triển, giúp EVN có thể tránh được các chi phí thay vì mua điện từ các loại hình điện có giá cao hơn như nhiệt điện. Trong khi nhà máy Cửa Đạt bắt buộc phải tham gia vào thị trường điện, ~90% sản lượng của nhà máy sẽ bán theo giá hợp đồng CfD, nơi giá được quyết định trên mức chi phí của DN, mức lợi nhuận sẽ thấp hơn so với cơ chế ACT.

Giá bán điện của nhà máy Cửa Đạt thấp hơn các nhà máy thủy điện $\leq 30\text{MW}$



Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp

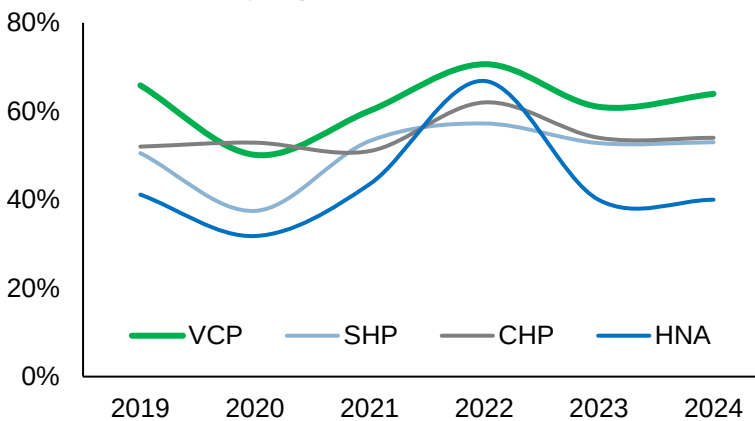
3. Nhà máy Cửa Đạt hưởng lợi từ phần sản lượng được bán trên thị trường giao ngay có giá cao hơn so với giá hợp đồng.

Giá hợp đồng của nhà máy Cửa Đạt thấp vì được xác định dựa trên chi phí cả vòng đời nhà máy, với suất đầu tư thấp và không có chi phí biến đổi, nên giá hợp đồng nhà máy Cửa Đạt cũng chỉ đem lại mức lợi nhuận ổn định và không biến động.

Sản lượng bán trên thị trường giao ngay sẽ được bán với giá cao. Giá thanh toán cho các nhà máy trong TTGN sẽ giống nhau và được xác định bằng giá chào bán của nhà máy cuối cùng được huy động (ưu tiên huy động loại hình điện thấp trước, do đó các nhà máy cuối cùng được huy động sẽ là nhiệt điện với giá bán cao), do đó nhà máy Cửa Đạt sẽ hưởng được mức lợi nhuận cao hơn với phần sản lượng điện bán trên TTGN, đặc biệt khi tỷ lệ sản lượng bán trên TTGN càng cao (α càng thấp) sẽ tạo ra lợi thế giá bán trung bình Cửa Đạt, làm gia tăng biên lợi nhuận cho VCP.

4. Mạng bán điện hoạt động hiệu quả hơn các DN cùng ngành nhờ lợi thế về chi phí và hiệu quả sản xuất.

Biên lợi nhuận gộp mảng bán điện của VCP ở mức cao so với các DN thủy điện khác



Nguồn: FPTs tổng hợp

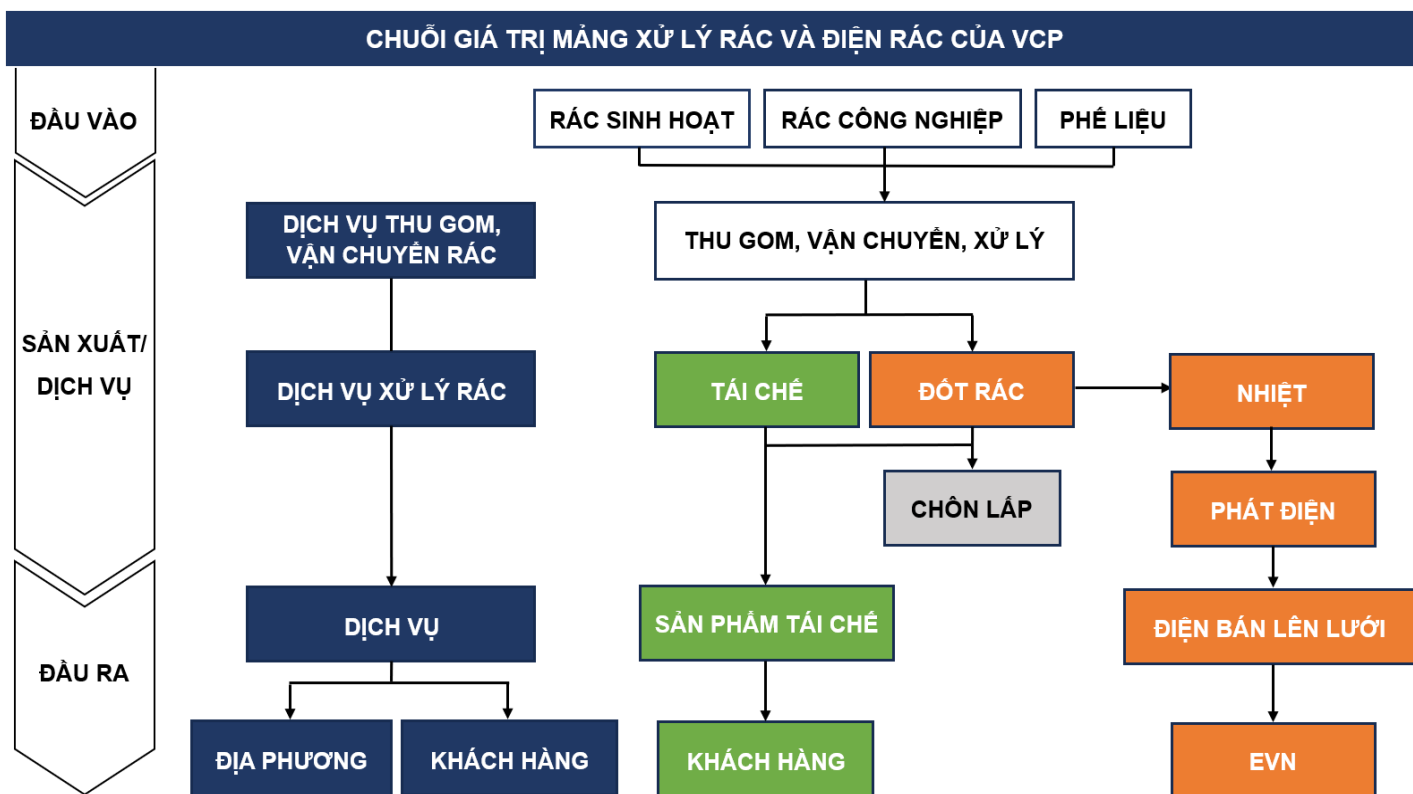
Mảng bán điện của VCP đang hoạt động với biên LNG cao hơn các DN khác nhờ nhà máy Cửa Đạt (chiếm ~60% công suất mảng bán điện) có lợi thế về chi phí (suất đầu tư thấp) lẫn hiệu quả sản xuất (hệ số công suất cao hơn).

Trong năm 2023, hiện tượng El Nino xảy ra khiến lưu lượng nước về hồ thấp, hồ Cửa Đạt phải ưu tiên phục vụ mục đích thủy lợi nên sản lượng giảm trong khi chi phí khấu hao không thay đổi, do đó biên lợi nhuận trong năm này có mức sụt giảm (-11đpt) hơn các DN khác (-4 đến -8đpt), nhưng trong năm 2024 khi có lợi thế về thủy văn thì VCP lại hoạt động với biên lợi nhuận tốt hơn so với các DN khác.

D. MẢNG XỬ LÝ RÁC

Tiêu chuẩn của 1 nhà máy điện rác phải được áp dụng máy móc, thiết bị công nghệ có khả năng xử lý, tái chế từ rác thải đến tài nguyên để tiếp tục tạo ra giá trị kinh tế cho xã hội. VCP bắt đầu tham gia vào mảng này sau khi M&A nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh từ 10/2023, giá trị M&A là 1.095 tỷ đồng (trong đó tổng mức đầu tư nhà máy là 850 tỷ đồng). Đây là nhà máy có khả năng xử lý chất thải rắn sinh hoạt (RSH), chất thải công nghiệp (RCN) kết hợp với sản xuất điện.

Chuỗi giá trị mảng xử lý rác tận dụng được tối đa nguồn tài nguyên rác thải. Đầu tiên, nhà máy Ngôi Sao Xanh tập hợp nguồn rác thải đầu vào bao gồm RSH, RCN và phế liệu qua các hoạt động thu gom, vận chuyển, tiền xử lý. Sau đó, nhà máy Ngôi Sao Xanh sẽ thực hiện quá trình tái chế rác theo 2 cách: tái chế bằng máy móc chuyên dụng cho từng loại rác hoặc đốt và tái chế tro xỉ sau khi đốt. Rác thải sau quá trình tái chế sẽ tạo thành các sản phẩm có giá trị thương mại và được đem đi bán, phần rác thải không thể tái chế sẽ được xử lý chôn lấp. Đối với phần rác thải đem đi đốt, trong quá trình đốt sẽ thu hồi nhiệt để sản xuất điện năng và bán cho EVN.



Nguồn: FPTs tổng hợp

Nguồn doanh thu của mảng xử lý rác của VCP đến từ:

- **Dịch vụ xử lý rác thải:** Các cá nhân, tổ chức cung cấp rác thải (RSH, RCN, phế liệu) cho nhà máy và sử dụng dịch vụ để nhà máy tiến hành xử lý theo quy trình tiêu chuẩn. Thời điểm này, nhà máy thu phí dịch vụ xử lý rác từ các đơn vị cung cấp rác.
- **Thu gom, vận chuyển, xử lý, bán sản phẩm tái chế:** VCP thu mua các phế liệu để xử lý và tái chế, sau đó các sản phẩm tái chế này được đem đi bán và tạo ra doanh thu.
- **Bán điện rác (được tính vào doanh thu mảng bán điện của VCP):** Trong quá trình đốt rác, nhà máy thu hồi nhiệt tạo ra điện năng. Toàn bộ sản lượng điện rác sẽ được phát lên lưới điện và bán cho EVN.

I. Đầu vào: Nguồn rác sinh hoạt, rác công nghiệp tỉnh Bắc Ninh gia tăng theo tăng trưởng kinh tế và các khu công nghiệp mới được xây dựng.

Do đặc thù của các nhà máy xử lý rác, phạm vi thu gom và xử lý thường tập trung chủ yếu ở khu vực lân cận để tối ưu chi phí vận chuyển và hiệu quả vận hành. Đối với nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh được đặt tại tỉnh Bắc

Ninh, có nguồn chất thải rác sinh hoạt, rác công nghiệp phát sinh liên tục và không có tính chu kỳ, có thể đảm bảo cho hiệu suất hoạt động của nhà máy Ngôi Sao Xanh nhờ:

Rác thải sinh hoạt gia tăng theo tốc độ tăng trưởng kinh tế: Theo thông tin UBND tỉnh Bắc Ninh, mỗi ngày Bắc Ninh đang phát sinh khoảng 1.200 tấn rác thải sinh hoạt. Bắc Ninh hiện có 4 nhà máy xử lý rác, với tổng công suất từ 1.300 - 1.500 tấn/ngày, hiện tại đã đủ khả năng giải quyết số lượng cung RSH hằng ngày. Tuy nhiên, tốc độ gia tăng RSH khoảng 5 - 10%/năm theo tăng trưởng nền kinh tế, lượng RSH tại Bắc Ninh sẽ tiếp tục tăng trong những năm tới, nguồn cung cấp RSH đầu vào cho nhà máy Ngôi Sao Xanh sẽ luôn sẵn có.

Rác thải công nghiệp và phế liệu gia tăng nhờ các khu công nghiệp mới được xây dựng: Bắc Ninh là tỉnh có số lượng khu công nghiệp đang hoạt động lớn nhất miền Bắc với 16 khu công nghiệp đang hoạt động, các khu công nghiệp này đang tạo ra hàng trăm tấn rác thải công nghiệp và phế liệu mỗi ngày. Nguồn cung này hoàn toàn giải quyết được bài toán hiệu suất của nhà máy Ngôi Sao Xanh, Ngôi Sao Xanh cũng là đơn vị điện rác duy nhất có khả năng xử lý rác thải công nghiệp tại Bắc Ninh. Trong tương lai, tỉnh Bắc Ninh tiếp tục mở rộng với 4 khu công nghiệp mới đang triển khai, dự kiến sẽ làm tăng đáng kể nguồn rác thải công nghiệp và phế liệu.

II. Sản xuất: lò đốt rác của nhà máy Ngôi Sao Xanh hoạt động hiệu quả hơn các nhà máy khác nhờ có suất tiêu hao nhiên liệu thấp.

1. Nhà máy Ngôi Sao Xanh có khả năng xử lý nhiều loại rác thải nhờ hệ thống máy móc, thiết bị đa dạng.

Nhà máy Ngôi Sao Xanh có công suất xử lý rác thải 800 tấn/ngày, có khả năng xử lý đa dạng các loại rác thải do hệ thống thiết bị chuyên dụng được sử dụng để xử lý từng loại rác khác nhau, đặc biệt là các rác thải khó tái chế, yêu cầu tính kỹ thuật cao như điện tử, nhựa và dung môi.

Công trình, hệ thống, thiết bị của nhà máy Ngôi Sao Xanh có khả năng sửa chữa nhiều loại rác khác nhau

Tên công trình, hệ thống, thiết bị	Công suất thiết kế	Loại rác xử lý
Hệ thống lò đốt RCN, RSH phát điện	180.000 kg/ngày	Rác thải
Hệ thống ổn định hóa rắn	50.000 kg/ngày	Chất thải nguy hại
Hệ thống tẩy rửa nhựa, kim loại, bao bì	40.000 kg/ngày	Nhựa, kim loại
Hệ thống súc rửa thùng phuy	20.000 kg/ngày	Thùng phuy
Hệ thống tái chế dung môi thải	20.000 kg/ngày	Dung môi công nghiệp
Hệ thống xử lý ốc quy thải	5.000 kg/ngày	Ốc quy
Hệ thống xử lý thiết bị điện, chất thải điện tử	5.000 kg/ngày	Đồ điện tử: Máy tính, TV, điện thoại,...
Hệ thống tái chế dầu thải	4.800 kg/ngày	Dầu nhớt
Hệ thống xử lý nước thải và chất thải lỏng	200 m3/ngày	Nước thải từ quy trình xử lý
Hệ thống tái chế thiếc	3.000 kg/ngày	Thiếc từ linh kiện điện tử, hợp kim
Hệ thống xử lý bóng đèn huỳnh quang	200 kg/ngày	Bóng đèn huỳnh quang

Nguồn: VCP

2. Nhà máy Ngôi Sao Xanh có lò đốt hoạt động hiệu quả hơn các nhà máy điện rác khác do có suất tiêu hao nhiên liệu (rác thải) thấp.

Lò đốt rác có mức đầu tư cao nhất trong các hạng mục đầu tư của nhà máy Ngôi Sao Xanh. Hạng mục lò đốt phát điện với công suất xử lý rác 180 tấn/ngày; công suất phát điện 6,1 MW – sử dụng công nghệ thu nhiệt, với mức đầu tư là 530 tỷ (65% tổng mức đầu tư của dự án). Năm 2024, lò đốt rác hoạt động với hiệu suất 47%.

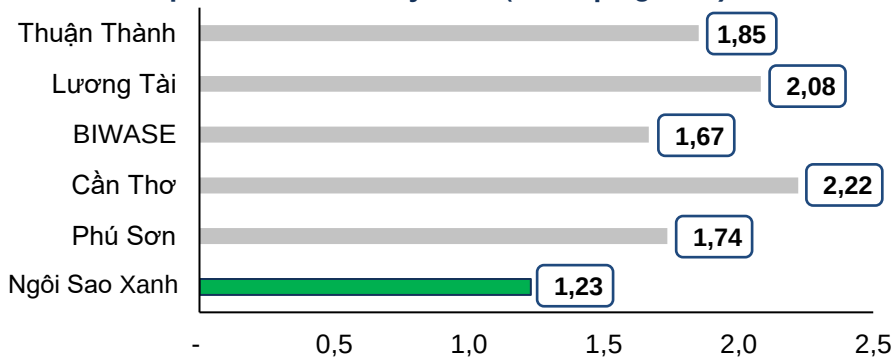
Nhà máy Ngôi Sao Xanh có lò đốt hoạt động hiệu quả hơn do có suất tiêu hao nhiên liệu (rác thải) thấp hơn so với một số nhà máy điện rác khác.

Suất tiêu hao nhiên liệu là đại lượng thể hiện lượng nhiên liệu (rác thải) cần thiết để tạo ra một đơn vị điện năng (1kWh). Chỉ số này phản ánh hiệu suất chuyển đổi năng lượng đầu vào thành điện năng, và thường được dùng để

đánh giá hiệu quả vận hành của các nhà máy nhiệt điện, và cũng có thể được dùng để đo lường tính hiệu quả của các lò đốt điện rác. Theo đó, lò đốt có suất tiêu hao nhiên liệu càng thấp sẽ có hiệu quả hoạt động cao hơn khi khối lượng rác cần thiết để tạo ra điện năng càng ít.

$$\text{Suất tiêu hao nhiên liệu (kg/kWh)} = \frac{\text{Khối lượng rác đầu vào (kg/ngày)}}{\text{Sản lượng điện tạo ra (kWh/ngày)}}$$

Nhà máy Ngôi Sao Xanh có suất tiêu hao rác theo công suất thiết kế thấp hơn các nhà máy khác (Đơn vị: kg/kWh)



Nguồn: FPTS tổng hợp

Lò đốt điện rác của nhà máy Ngôi Sao Xanh có suất tiêu hao nhiên liệu (rác) ở mức thấp – 1,23kg rác cho mỗi kWh điện tạo ra, thấp hơn so với một số lò đốt điện rác của các nhà máy khác (>1,6kg/kWh). Điều này phản ánh khả năng chuyển đổi năng lượng từ rác thải sang điện năng của nhà máy Ngôi Sao Xanh đang hiệu quả hơn, sẽ đạt được lợi thế về chi phí thấp hơn so với các DN điện rác khác.

III. Đầu ra: Thị trường tiêu thụ sản phẩm tái chế còn hạn chế, nguồn thu lợi nhuận chính đến từ dịch vụ xử lý rác.

1. Dịch vụ xử lý rác (cung cấp dịch vụ: 30% doanh thu, 98% lợi nhuận gộp của mảng) được cung cấp cho địa phương và doanh nghiệp sản xuất, có nguồn cung rác đầu vào miễn phí.

Nguồn rác đầu vào cho dịch vụ xử lý của nhà máy Ngôi Sao Xanh đến từ hai nhóm chính: (1) chính quyền địa phương – chịu trách nhiệm thu gom và xử lý rác thải sinh hoạt quanh khu vực Quế Võ (Bắc Ninh), và (2) các doanh nghiệp trong các khu công nghiệp, bệnh viện, nhà máy sản xuất có phát sinh chất thải độc hại, dễ cháy nổ - và phải có nghĩa vụ xử lý rác thải đúng quy chuẩn theo quy định pháp luật. Do đó, nguồn cung cấp rác đầu vào của KH sử dụng dịch vụ cho nhà máy Ngôi Sao Xanh là miễn phí và các đơn vị phải trả thêm phí dịch vụ xử lý cho nhà máy Ngôi Sao Xanh.

2. Hoạt động thu gom, xử lý, bán sản phẩm tái chế (bán hàng hóa: 70% doanh thu, 2% lợi nhuận của mảng) tốn nhiều chi phí, khả năng tiêu thụ hạn chế.

Trong hoạt động này, nhà máy Ngôi Sao Xanh phải chủ động thu mua rác thải công nghiệp, phế liệu, đồng nát từ các doanh nghiệp sản xuất (một số các đơn vị bán hàng cho nhà máy Ngôi Sao Xanh là FPT, Siflex, Vines Hà Tĩnh, Fyuu,...) để xử lý và tái chế thành các sản phẩm và cung cấp cho các nhà máy luyện kim, sản xuất nhựa hoặc xây dựng,...Tuy nhiên, hoạt động này có lợi nhuận thấp do vừa phải trả chi phí đầu vào (mua rác), vừa gặp khó khăn về giá bán do thị trường tiêu thụ hạn chế.

Thị trường tiêu thụ hạn chế do (1) hệ thống phân phối và thị trường đầu ra cho các sản phẩm tái chế chưa đủ mạnh và (2) một số đồ tái chế khó như thiếc, điện tử,... thường có giá thành cao hơn và không đủ tiêu chuẩn so với việc mua mới. Do đó, các sản phẩm này thường được bán với giá thấp để tránh tồn kho, và gây ảnh hưởng đến hoạt động của nhà máy.

3. Sản lượng điện rác sản xuất được hưởng cơ chế giá FiT ưu đãi trong 20 năm và đảm bảo bởi EVN.

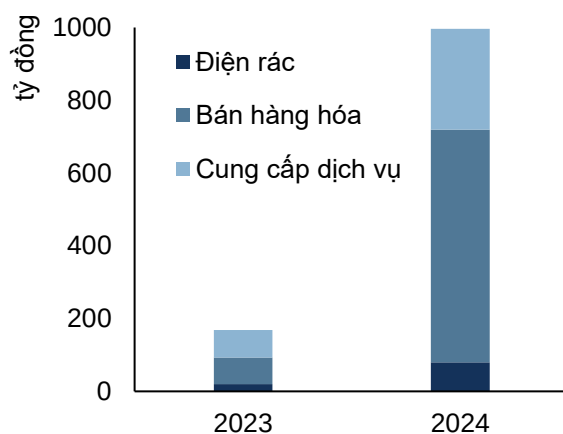
Điện sản xuất từ rác thải của VCP sẽ được EVN thu mua theo cơ chế giá FIT (Feed-in Tariff) với mức giá ưu đãi 10,05 cent/kWh. Cơ chế FIT được áp dụng với nhà máy Ngôi Sao Xanh trong vòng 20 năm (kể từ năm 2023), tạo điều kiện thuận lợi để nhà máy có thể giảm rủi ro biến động nguồn thu từ phát điện. Chúng tôi ước tính trong điều kiện nguồn đầu vào duy trì ổn định, nhà máy hoạt động hết công suất có thể tạo ra doanh thu 120 tỷ từ hoạt động bán điện rác.

4. Biên lợi nhuận gộp mảng xử lý rác thấp do hoạt động bán hàng hóa có chi phí cao và hạn chế thị trường tiêu thụ. Biên lợi nhuận của mảng xử lý rác năm 2024 là 12%. Chủ yếu bị ảnh hưởng bởi hoạt động bán hàng hóa (thu mua, xử lý, bán sản phẩm tái chế) có mức biên lợi nhuận thấp. Cụ thể:

Dịch vụ xử lý rác và bán điện đem lại mức biên lợi nhuận cao. Đây là hai nguồn thu chính cũng là hoạt động chính của nhà máy Ngôi Sao Xanh, có được khả năng sinh lời cao, biên lợi nhuận gộp 40% đối với dịch vụ xử lý rác (nguồn rác đầu vào miễn phí) và 25% đối với bán điện rác (có lợi thế về chi phí, giá bán cao).

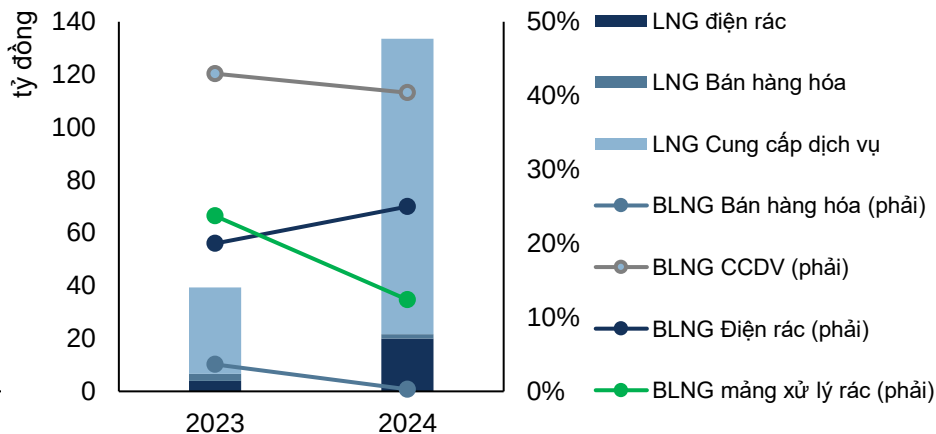
Bán hàng hóa có biên lợi nhuận thấp do chi phí cao và hạn chế thị trường tiêu thụ. Do tốn thêm chi phí thu gom, xử lý qua nhiều công đoạn nên chi phí giá vốn thường cao. Vì vậy, biên lợi nhuận của hoạt động bán hàng hóa ở mức thấp 0,3%. ([quay lại trang bìa](#)) ([quay lại tổng quan HĐKD](#))

Doanh thu mảng xử lý rác và điện rác



Nguồn: VCP

LNG hoạt động bán hàng hóa thấp hơn bán điện và CCDV



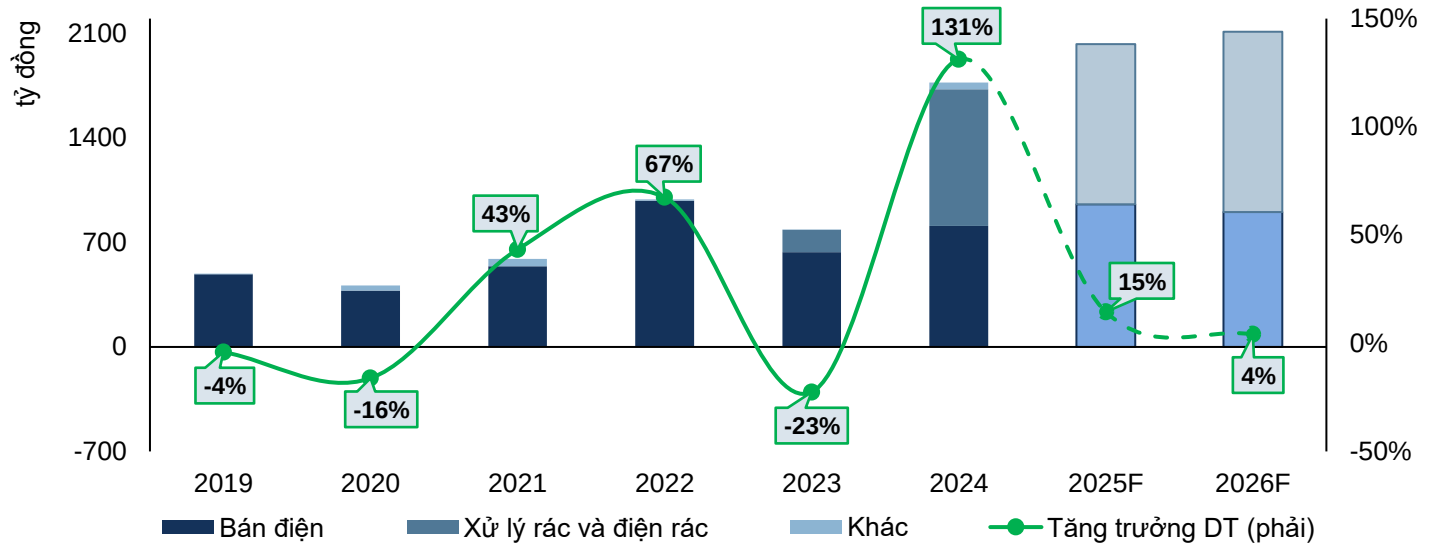
Nguồn: VCP

E. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

I. Doanh thu VCP tăng trưởng mạnh năm 2024 nhờ đóng góp doanh thu từ mảng xử lý rác.

Trước năm 2023, doanh thu của VCP chủ yếu biến động theo tình hình mảng bán điện. Từ năm 2023, **VCP mở rộng thêm mảng xử lý rác, giúp mở rộng quy mô doanh thu, giảm bớt sự phụ thuộc vào mảng bán điện**. Cụ thể năm 2023, mặc dù doanh thu mảng bán điện có mức sụt giảm mạnh 980 tỷ xuống còn 616 tỷ (-37% yoy), tuy nhiên với nguồn thu từ mảng xử lý rác đã giúp doanh thu của VCP giảm -23% yoy. Đến năm 2024, doanh thu VCP tăng trưởng mạnh +131% yoy, trong khi mảng bán điện +32% yoy.

Doanh thu của VCP tăng trưởng mạnh năm 2024 nhờ doanh thu mới từ mảng xử lý rác



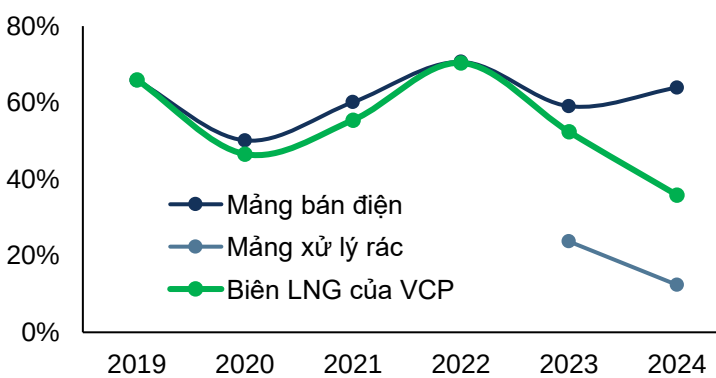
Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá doanh thu của VCP sẽ tiếp tục tăng trưởng với mức tăng +15% năm 2025F và +4% năm 2026F nhờ: (1) Doanh thu nhà máy thủy điện Đắk Robaye đi vào hoạt động và xác suất pha trung tính duy trì hết năm 2025F ([chi tiết](#)); (2) Mảng xử lý rác tiếp tục tăng trưởng do chưa hoạt động hết hiệu suất, ước tính doanh thu mảng xử lý đạt mức tăng trưởng trung bình +12%/ năm giai đoạn 2025F – 2026F. ([quay lại trang bìa](#))

II. Biên lợi nhuận gộp của VCP giảm do mảng xử lý rác có biên lợi nhuận gộp thấp.

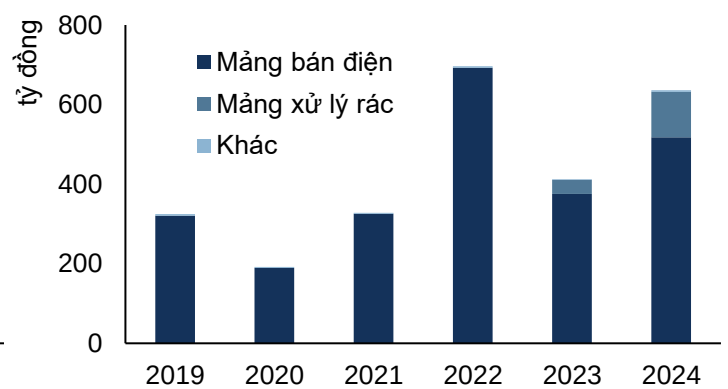
Biên lợi nhuận gộp năm 2024 của VCP giảm từ mức 54% xuống còn 36% do sự thay đổi trong cơ cấu lợi nhuận. Cụ thể, mảng xử lý rác – mảng có biên lợi nhuận gộp thấp hơn (15%) so với mảng bán điện (50-70%) – ghi nhận mức tăng trưởng mạnh, đạt 114 tỷ đồng (+225% yoy). Điều này khiến tỷ trọng lợi nhuận gộp mảng xử lý rác tăng từ 9% lên 22% cơ cấu lợi nhuận gộp, làm giảm biên lợi nhuận gộp của VCP. Từ năm 2025 trở đi, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của VCP sẽ giảm bớt sự biến động khi hoạt động của mảng xử lý rác đã đi vào ổn định.

Biên lợi nhuận gộp của VCP giảm do ảnh hưởng của mảng xử lý rác



Nguồn: VCP

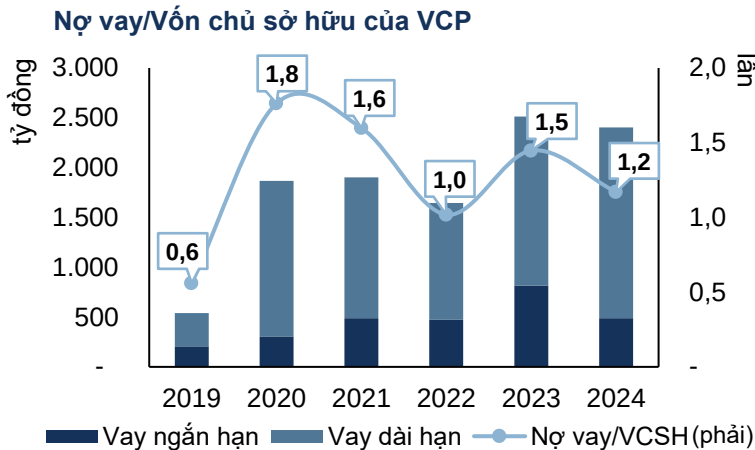
Cơ cấu lợi nhuận gộp của VCP



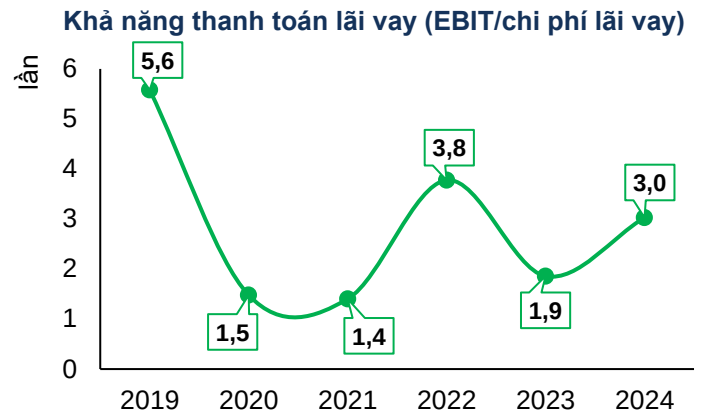
Nguồn: VCP

III. Khả năng thanh toán lãi vay cải thiện nhờ vào dòng tiền từ nhà máy mới hoạt động.

VCP gia tăng nợ vay để đầu tư nhà máy điện. Nợ vay của VCP đã tăng mạnh kể từ năm 2020 khi công ty liên tục thực hiện hoạt động M&A và xây dựng các nhà máy điện. Tính đến năm 2024, dư nợ vay của VCP đạt 2.405 tỷ đồng, trong đó nợ vay dài hạn chiếm 80% cơ cấu nợ vay (VCP chủ yếu vay dài hạn cho mục đích đầu tư nhà máy điện) và tỷ lệ nợ vay/VCSH đạt mức 1,2 lần.



Nguồn: VCP



Nguồn: VCP

Khả năng thanh toán lãi vay dần cải thiện. Năm 2020, VCP gia tăng nợ vay để thực hiện M&A 6 nhà máy điện, trong đó có 3 dự án nhà máy chưa được xây dựng nên chưa thể tạo ra lợi nhuận (dư nợ vay cho 3 dự án khoảng 500 tỷ, chiếm 27% cơ cấu nợ vay). Điều này khiến VCP chịu áp lực lãi vay lớn, khả năng thanh toán lãi vay giảm xuống mức 1,5 lần. Đến năm 2022 nhờ vào dòng tiền lớn từ mảng bán điện do diễn biến thời tiết LaNina đã khiến EBIT/Chi phí lãi vay cải thiện lên mức 3,8 lần. Vào cuối năm 2023 và cả năm 2024, VCP cũng tăng lên khoản nợ vay để thực hiện M&A nhà máy Ngôi Sao Xanh, tuy nhiên dưới tác động của (1) nhà máy Ngôi Sao Xanh được đưa vào vận hành tạo ra lợi nhuận ngay sau đó và (2) diễn biến thời tiết chuyển sang pha LaNina vào nửa cuối năm 2024 khiến khả năng thanh lãi vay của VCP cải thiện lên mức 3,0 lần vào năm 2024.

Chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán lãi vay sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2025F nhờ dòng tiền từ nhà máy mới hoạt động. T1/2025, nhà máy Đăk Robaye đã hoàn thành xây dựng và đưa vào vận hành - đây là các nhà máy được VCP thực hiện M&A từ năm 2020, cùng với pha trung tính tiếp diễn hết năm 2025 giúp đóng góp vào dòng tiền của doanh nghiệp. ([quay lại trang bìa](#))

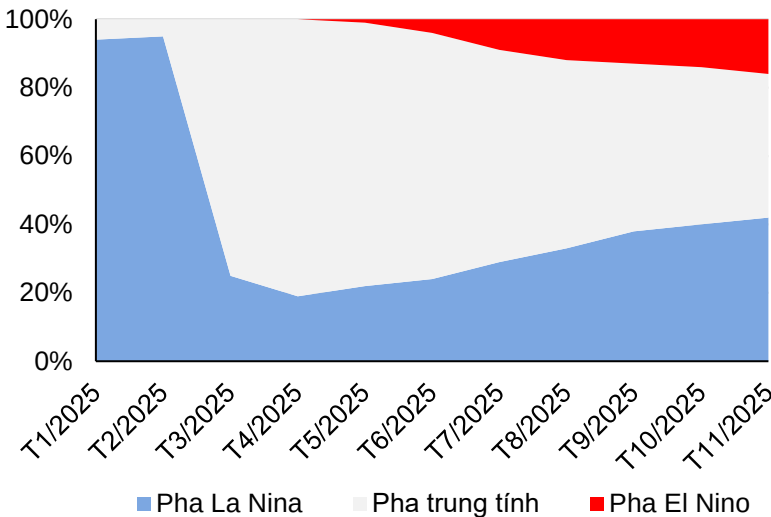
F. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & YẾU TỐ THEO DÕI

I. Triển vọng kinh doanh

1. Sản lượng điện tăng trưởng trong năm 2025 nhờ diễn biến ENSO duy trì chỉ số thuận lợi, La Nina năm 2024 giúp các nhà máy có mức nền hiệu suất tốt và VCP tăng trưởng công suất nhà máy.

Diễn biến thời tiết trung tính và La Nina chiếm xác suất cao suốt cả năm.

Pha La Nina và pha trung tính chiếm chủ đạo vào năm 2025



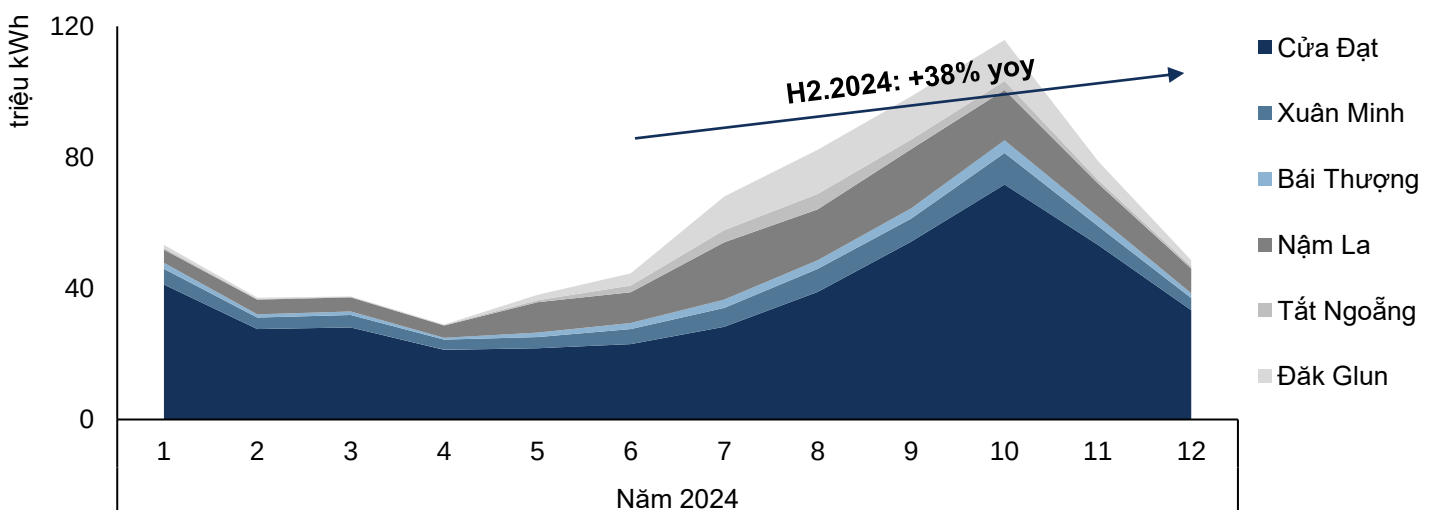
Theo dự báo của CPC, diễn biến ENSO năm 2025 sẽ được chi phối chủ yếu bởi hai pha La Nina và trung tính, trong đó pha La Nina diễn ra giai đoạn đầu năm và trung tính chiếm chủ đạo trong nửa cuối năm, với xác suất xảy ra của cả 2 pha này đạt trên 80%.

Dù là pha La Nina hay pha trung tính, thủy điện vẫn sẽ hoạt động ở mức tốt. Trong quá khứ, pha La Nina gây mưa nhiều, giúp thủy điện tăng sản lượng mạnh mẽ. Pha trung tính thường có lượng mưa và dòng chảy ổn định, giúp thủy điện hoạt động bình thường, không quá thiếu nước như pha El Nino nhưng cũng sẽ không có đột biến lớn về sản lượng. [\(quay lại trang bìa\)](#) [\(quay lại phân tích tài chính\)](#)

Nguồn: IRI

Pha La Nina kéo dài từ nửa cuối năm 2024 khiến sản lượng điện VCP phục hồi, các hồ chứa có thời gian tích nước hồ chứa giúp tạo mức nền hiệu suất tốt trong năm 2025. Điều kiện thủy văn thuận lợi hơn nhờ chỉ số ENSO đã chuyển từ pha El Nino dần sang pha La Nina từ T6/2024 đã giúp sản lượng các nhà máy thủy điện của VCP phục hồi mạnh mẽ, sản lượng điện 6 tháng cuối năm 2024 (H2.2024) ghi nhận mức tăng trưởng +38% so với cùng kỳ năm trước.

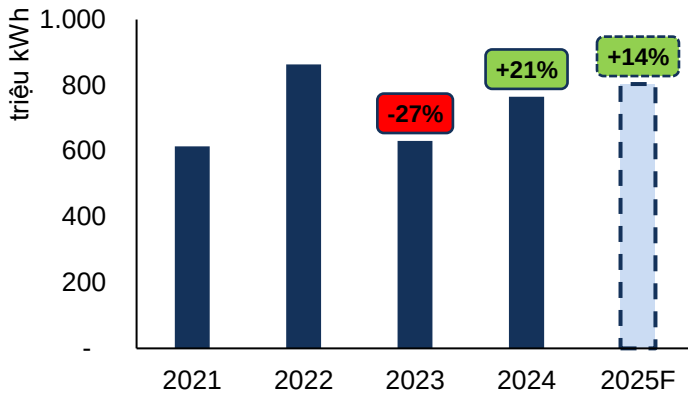
Sản lượng điện VCP phục hồi khi La Nina quay lại từ nửa cuối năm 2024



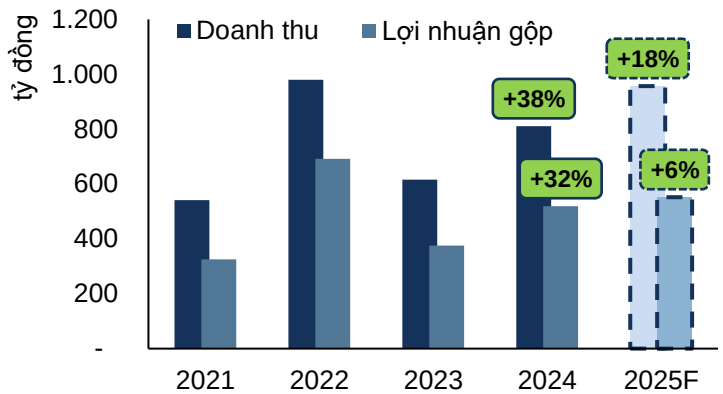
Nguồn: VCP, FPTs tổng hợp

Việc La Nina xuất hiện giai đoạn nửa cuối năm cũng giúp các nhà máy sở hữu hồ chứa như nhà máy Cửa Đạt, Đắk Glun có thời gian tích trữ lượng nước tối thiểu để phục vụ mục đích ngoài thủy điện. Khi đó năm 2025 pha La Nina và trung tính chiếm phần lớn sẽ khiến lưu lượng nước tiếp tục duy trì tốt trong năm sau, các nhà máy này có thể nhanh chóng khai thác ngay dung tích hữu ích kế tiếp cho phát điện mà không cần chờ đợi tích nước đầy hồ. Điều này tạo lợi thế lớn, giúp sản lượng điện trong năm sau có dư địa tăng trưởng dễ dàng hơn.

Nhà máy Đăk Robaye đi vào khai thác từ năm 2025 giúp tăng trưởng sản lượng thiết kế. Trong năm 2024, nhà máy Đăk Robaye đã hoàn thành các thủ tục và phát thử điện sẵn sàng được đưa vào khai thác kinh tế vào năm 2025, đưa sản lượng thiết kế năm 2025F của VCP đạt ~797 triệu kWh (+5% yoy). Sản lượng điện sản xuất năm 2025F ước đạt 804 triệu kWh (+14% yoy).

Dự phóng sản lượng mǎng điện VCP


Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và dự phóng

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận gộp mǎng điện


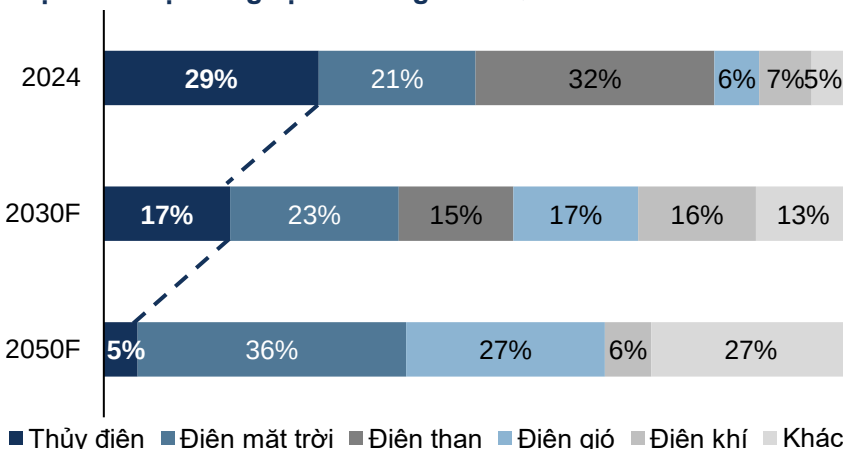
Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và dự phóng

Với cơ sở xu hướng của pha La Nina và pha trung tính trong năm 2025, có mức nền hiệu suất ổn định và tăng trưởng công suất trong năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp mǎng bán điện đạt lần lượt là 957 tỷ đồng và 552 tỷ đồng (+18% yoy và +6% yoy). Mức tăng trưởng này thấp hơn so với năm 2024 (+38% yoy và +32% yoy) do thực tế năm 2024 đang tăng trưởng từ một mức nền thấp của năm 2023.

2. Giá bán điện gia tăng do sự tăng trưởng cơ cấu các loại hình điện có chí phí cao và hạ tỷ lệ hợp đồng Qc.

Định hướng cơ cấu công suất đặt nguồn điện trong tương lai chiếm phần lớn là các loại hình điện có chí phí cao. Theo Quy hoạch Điện VIII, vì dư địa khai thác thủy điện không còn nhiều, nên sẽ tập trung triển khai mở rộng công suất các loại hình điện khác nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện trong tương lai. Thủy điện đang dần giảm tỷ trọng trong tổng công suất đặt, từ 29% năm 2024 xuống còn 17% năm 2030 và chỉ còn 5% vào năm 2050. Trong khi đó, các loại hình như điện gió, điện mặt trời gia tăng tỷ trọng đáng kể.

Cơ cấu thủy điện giảm dần trong tổng công suất đặt nguồn điện toàn hệ thống định hướng theo QHĐVIII



Nguồn: Bộ Công Thương

Giá bán ước tính của các loại hình điện

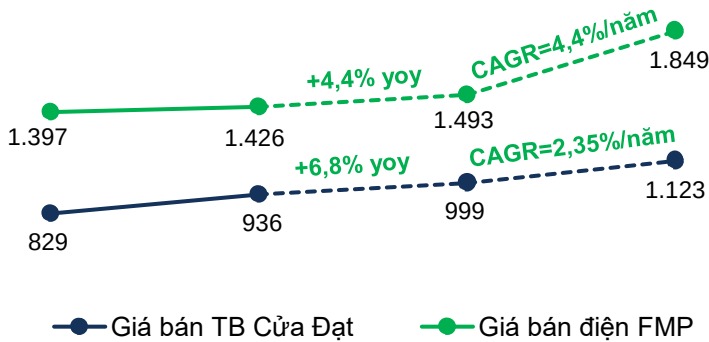
Loại hình điện	Giá bán (đồng/kWh)
Thủy điện	<1.000
Điện mặt trời	1.100-1.500
Điện gió	1.600-1.800
Điện than	1.900-2.200
Điện khí	>2.000

Nguồn: FPTS ước tính

Sự thay đổi này sẽ tạo áp lực lên giá bán điện, do cơ cấu nguồn cung điện năng dần chuyển dịch sang các loại hình điện có chí phí cao hơn. Giá bán ước tính của thủy điện hiện ở mức thấp nhất (<1.000 đồng/kWh), trong khi điện mặt trời, điện gió, điện than và điện khí có giá dao động từ 1.100 – 2.000+ đồng/kWh. Điều này sẽ khiến giá điện trên thị trường cạnh tranh tiếp tục có xu hướng gia tăng trong dài hạn. Chúng tôi dự phóng giá thị trường điện toàn phần (FMP) trung bình sẽ tăng ~4,4%/ năm đến năm 2030.

Tỷ lệ sản lượng hợp đồng Qc kỳ vọng sẽ giảm xuống còn 90%. Trong năm 2024 tỷ lệ Qc của nhà máy Cửa Đạt là 98%, khiến sản lượng bán trên TTGN của nhà máy Cửa Đạt giảm xuống, do đó giá bán trung bình toàn nhà máy Cửa Đạt không đạt được mức tăng trưởng cao. Chúng tôi cho rằng việc tăng tỷ lệ Qc cho thủy điện là biện pháp ngắn hạn EVN phải sử dụng để giảm chi phí mua điện đầu vào do khó khăn về tài chính. Tuy nhiên, EVN sẽ phải hạ tỷ lệ Qc xuống sau khi đã tháo gỡ hết khó khăn để đảm bảo thực hiện quá trình tự do hóa thị trường điện. Chính vì vậy chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ Qc trong năm 2025F sẽ quay trở lại mức 90% như từ năm 2020 đến nay.

Dự phóng giá bán FMP và nhà máy Cửa Đạt (đồng/kWh)



Nguồn: EVN, VCP, FPTs tổng hợp và dự phóng

Giá bán theo biểu giá chi phí tránh được cho các NMTĐ <30MW của VCP cố định 1.000 – 1.200 đồng/kWh tùy theo từng nhà máy, chúng tôi dự phóng giá bán mỗi nhà máy sẽ tăng trưởng 2% do khoản điều chỉnh theo lạm phát.

Chúng tôi ước tính giá bán nhà máy Cửa Đạt sẽ có mức tăng trưởng trong năm 2025F là 6,8%/năm, cao hơn mức tăng trưởng của các nhà máy khác do: (1) giá hợp đồng CfD (tăng trưởng 2%/năm), sản lượng còn lại bán theo giá trên TTGN (mức tăng trưởng 4,4%/năm) và (2) hạ tỷ lệ α của hợp đồng Qc xuống 90% trong năm 2025

3. Màng xử lý rác: Hiệu suất lò đốt rác còn dư địa tăng trưởng trong tương lai khi chỉ mới hoạt động với hiệu suất 47%. Năm 2024 là năm vận hành đầu tiên của nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh, lò đốt của nhà máy đang hoạt động với hiệu suất 47%, dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên trong những năm sau do (1) nguồn cung rác dồi dào và luôn tăng trưởng qua các năm và (2) khả năng xử lý rác của nhà máy Ngôi Sao Xanh còn dư địa tăng trưởng. Chính vì vậy chúng tôi đánh giá hiệu suất của lò đốt rác sẽ tiếp tục tăng trưởng với mức tăng trung bình 9đpt/năm, doanh thu nhà máy Ngôi Sao Xanh đạt mức CAGR 2025F – 2029F=11%/năm.

II. Yếu tố theo dõi

Diễn biến thời tiết ENSO ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng nhà máy thủy điện.

Do đặc thù ngành, hoạt động sản xuất và cung ứng điện của VCP sẽ chịu ảnh hưởng rất lớn bởi tình hình thời tiết, khí hậu. Do đó, trong bối cảnh hiện tượng thời tiết El Nino có thể tiếp diễn, việc theo dõi diễn biến của chỉ số ENSO là cần thiết để hiểu rõ mức độ ảnh hưởng đến sản lượng của các nhà máy thủy điện của VCP. Đặc biệt đối với nhà máy thủy điện Cửa Đạt sở hữu hồ thủy lợi, phải ưu tiên cấp nước cho mục đích thủy lợi trước khi phát điện, mức sụt giảm sản lượng thường mạnh hơn ngành.

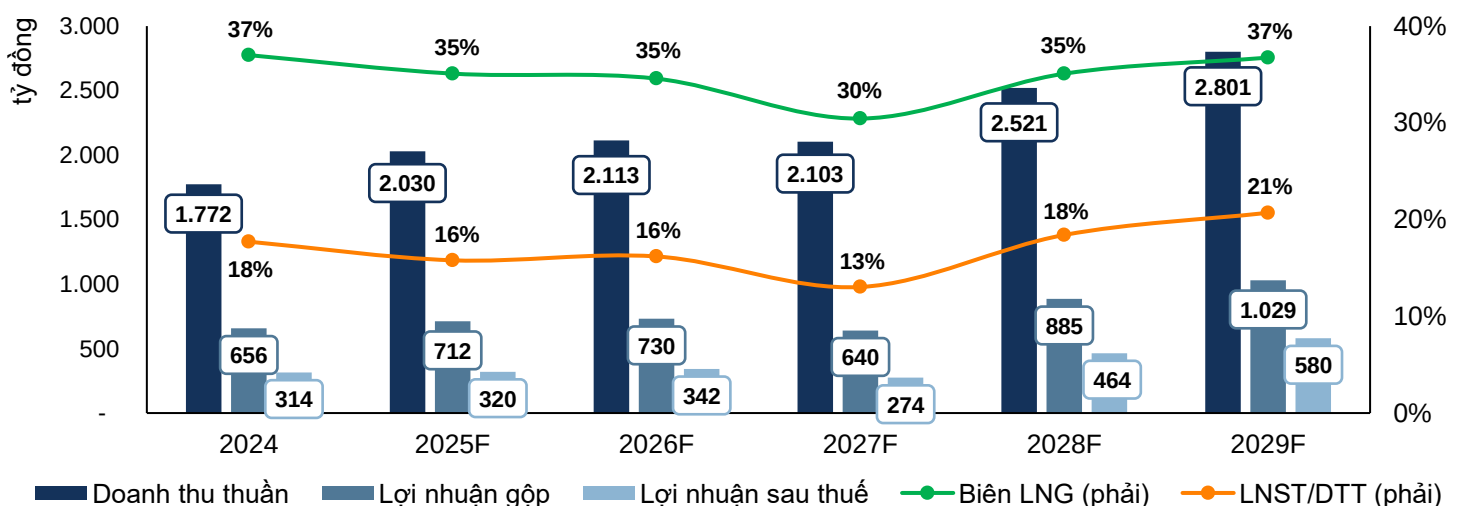
G. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả kinh doanh về VCP trong giai đoạn 2025F – 2029F dựa trên các giả định sau:

Chỉ tiêu	Giả định
DOANH THU THUẦN	Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần đạt mức CAGR 2025F–2029F=8,4%/năm. Mức tăng trưởng DTT biến động trong khoảng từ -3% đến +16% mỗi năm (ít biến động hơn giai đoạn 2020 – 2024 nhờ sự đóng góp của mảng xử lý rác đã vận hành ổn định trong năm 2024). Cụ thể: Mảng bán điện: Sản lượng đạt trong khoảng từ 638 – 943 triệu kWh mỗi năm: Chúng tôi đưa ra dự phóng về sản lượng điện của VCP trong giai đoạn 2025F – 2029F của từng nhà máy thủy điện dựa vào dự phóng về diễn biến thời tiết ENSO trong tương lai. Đối với nhà máy điện rác, sản lượng sẽ đạt mức CAGR 2025F–2029F=6%/năm. Giá bán: - Giá bán của thủy điện Cửa Đạt (>30MW) bao gồm (1) Giá Pc năm 2025F là 945 đồng/kWh (+2% mỗi năm) và (2) giá bán trên thị trường cạnh tranh năm 2025F là 1.493 đồng/kWh (+4,4% mỗi năm). - Giá bán nhà máy <30MW: +2% mỗi năm - Giá bán nhà máy điện rác Ngôi Sao Xanh: theo giá FiT cố định 10,05 cent/kWh Mảng xử lý rác: Doanh thu mảng xử lý rác đạt mức CAGR 2025F–2029F=11%/năm
CHI PHÍ LÃI VAY	Chi phí lãi vay trong năm 2025F là 159 tỷ đồng và sẽ giảm trung bình 9 tỷ/năm đến năm 2027F do giai đoạn này ngoài việc trả nợ gốc vay, VCP sẽ vay thêm 267 tỷ đồng để thực hiện hai dự án nhà máy Đăk Lô 1- 3. Giai đoạn 2028F - 2029F sẽ giảm 15 tỷ/năm do chỉ trả nợ và không vay thêm.
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	Chúng tôi dự phóng LNST 2025F – 2029F sẽ đạt trong khoảng từ 274 – 580 tỷ đồng mỗi năm. Giai đoạn 2028F – 2029F đạt giá trị mạnh nhất lần lượt là 464 tỷ và 580 tỷ do 2 nhà máy mới (Đăk Lô 1 - 3 đi vào hoạt động).

Dựa trên các giả định, kết quả hoạt động kinh doanh giai đoạn 2025F – 2029F của VCP được thể hiện như sau:

Kết quả dự phóng một số chỉ tiêu trong Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của VCP



Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp và dự phóng

H. 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 **31.800 đồng/cp**, cao hơn **24,7%** so với mức giá đóng cửa ngày 16/04/2025.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (đồng/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	32.770	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	30.803	50%
Giá mục tiêu		31.800	

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình		Giả định mô hình	
WACC	10,51%	Phần bù rủi ro	9,39%
Chi phí sử dụng nợ	7,2%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,65
Chi phí sử dụng VCSH	13,90%	Tăng trưởng dài hạn	0,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,98%	Thời gian dự phóng	5
CAGR DTT 2025F – 2029F	8%/năm	CAGR LNST 2025F – 2029F	16%/năm

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Hệ số chiết khấu		1,07
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (đồng)		4.487.423.539.755
(+) Tiền mặt (đồng)		498.141.470.428
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (đồng)		2.404.555.834.504
Giá trị vốn chủ sở hữu (đồng)		2.581.009.175.679
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)		83.789.658
Giá mục tiêu (đồng/cp)		30.803
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (đồng)		2.745.808.244.552
Giá mục tiêu (đồng/cp)		32.770

I. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Kết quả HĐKD (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1.772	2.030	2.113	2.103
Giá vốn hàng bán	(1.117)	(1.318)	(1.382)	(1.463)
Lợi nhuận gộp	656	712	730	640
Chi phí bán hàng	(9)	(11)	(11)	(11)
Chi phí quản lí DN	(110)	(148)	(152)	(152)
Lợi nhuận thuần HĐKD	537	554	567	477
(Lỗ)/lãi HĐTC	6	(3)	(3)	(3)
Lợi nhuận khác	1	1	2	2
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	544	553	565	476
Chi phí lãi vay	(178)	(159)	(148)	(141)
Lợi nhuận trước thuế	366	393	417	335
Thuế TNDN	(25)	(33)	(33)	(27)
Lợi nhuận sau thuế	341	360	384	308
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	39	42	34
LNST của công ty mẹ	314	320	342	274
EPS (đồng)	3.658	3.825	4.082	3.269

Chỉ số khả năng sinh lời	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37,0%	35,1%	34,6%	30,4%
Tỷ suất LNST	17,7%	15,8%	16,2%	13,0%
ROE DuPont	19,4%	16,8%	15,6%	11,1%
ROA DuPont	6,7%	6,7%	6,9%	5,2%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	30,7%	27,2%	26,8%	22,6%
LNST / LNTT	67,3%	71,1%	73,8%	70,3%
LNTT / EBIT	85,9%	81,5%	81,9%	81,9%
Vòng quay tổng tài sản	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
Đòn bẩy tài chính	2,9x	2,5x	2,3x	2,1x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2024A	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	89,50	89,31	91,29	96,93
Số ngày tồn kho	49,50	59,28	62,43	63,88
Số ngày phải trả	72,58	82,20	92,77	95,83
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	66,43	66,39	60,95	64,99
Giá vốn hàng bán / HTK	11,3x	6,5x	6,2x	5,9x

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

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền, TĐT, ĐTTC ngắn hạn	498	474	606	832
Các khoản phải thu	486	507	549	568
Hàng tồn kho	204	224	249	263
Tài sản ngắn hạn khác	17	13	14	15
Tổng tài sản ngắn hạn	1.205	1.219	1.418	1.678
Tài sản cố định hữu hình	2.790	2.532	2.315	2.107
<i>Nguyên giá</i>	4.871	4.871	4.871	4.871
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(2.081)	(2.339)	(2.556)	(2.764)
Đầu tư tài chính dài hạn	2	2	2	2
Tài sản dài hạn khác	759	705	697	690
XDCB dở dang	52	364	728	910
Tổng tài sản dài hạn	3.603	3.602	3.741	3.708
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	4.808	4.821	5.159	5.386
Vay và nợ ngắn hạn	490	462	489	502
Các khoản phải trả	264	329	373	395
Quỹ khen thưởng	9	14	17	21
Nợ ngắn hạn	763	806	879	918
Nợ dài hạn	1.989	1.649	1.564	1.475
Tổng nợ	2.752	2.455	2.443	2.393
Vốn điều lệ	838	838	838	838
Thặng dư	6	6	6	6
LN chưa phân phối	423	737	1.073	1.340
Vốn chủ sở hữu	2.056	2.365	2.716	2.994
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	4.808	4.821	5.159	5.386

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2024A	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	217	498	474	606
Lợi nhuận sau thuế	333	360	384	308
Khấu hao	284	258	217	208
Dự phòng	11	30	30	30
Thay đổi vốn lưu động	(172)	7	(76)	(61)
Tiền từ HĐ kinh doanh	456	655	555	485
Thanh lý tài sản CĐ	0	-	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(72)	(312)	(364)	(182)
Các HĐ đầu tư khác	25	-	-	-
Tiền từ HĐ đầu tư	(47)	(312)	(364)	(182)
Thay đổi nợ	(108)	(368)	(59)	(76)
Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(13)	-	-	-
Các HĐTC khác	-	-	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	(121)	(368)	(59)	(76)
Tổng lưu chuyển tiền thuần	287	(24)	132	227
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-
Tiền cuối năm	498	474	606	832

J. PHỤ LỤC

1. Cơ chế mua bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được (ACT). (quay lại)

Khái niệm: Cơ chế là hình thức hợp đồng mua bán điện áp dụng cho nhà máy thủy điện có công suất ≤30MW. 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 hai thành phần:

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

Biểu giá chi phí tránh được năm 2024

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

2. Thị trường phát điện cạnh tranh (Vietnam Competitive Generation Market).

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:

$$R = P_m * Q_m + Q_c * (P_c - P_m)$$

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

Hợp đồng dạng sai khác (CfD):

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: (quay lại)

$$R_c = Q_c * (P_c - P_m)$$

Giá bán điện trung bình của EVN trên thị trường giao ngay:

$$\text{FMP} = \text{SMP} + \text{CAN}$$

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.

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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu VCP, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu 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 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 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 Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

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

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888