

Ngành: Điện

Ngày 9 tháng 11 năm 2018

Công ty cổ phần Phát triển điện lực Việt Nam (HSX: VPD)
PHÙNG THỊ VÂN ANH

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: Anhptv@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84) – (024)3773 7070 – Ext: 5958

Giá hiện tại: 14.600

Giá mục tiêu: 17.200

Tăng/giảm: +18%

Khuyến nghị
MUA

Biến động giá cổ phiếu VPD và VNIndex


Duy trì hoạt động kinh doanh ổn định nhờ tăng giá bán điện và lợi thế từ nhà máy thủy điện Khe Bó.

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu VPD của Công ty Cổ phần Phát triển điện lực Việt Nam, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của VPD là 17.200 VNĐ/cp. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu VPD với mục tiêu trung hạn.

Chúng tôi ước tính doanh thu trong năm 2018 của VPD đạt khoảng 612 tỷ đồng (+3% yoy), lợi nhuận sau thuế cổ đồng công ty mẹ ước đạt 172 tỷ đồng (+6% yoy) tương ứng với mức EPS 1.688 đồng/cp.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ
Giá bán điện hợp đồng của nhà máy thủy điện Bắc Bình và Khe Bó tăng lên. Cụ thể:

+ Từ năm 2018, giá bán điện của nhà máy thủy điện Bắc Bình tăng lên 905,39 đồng/kWh (+32% yoy) do tham gia [quy trình vận hành liên hồ chứa](#) trên sông Đồng Nai.

+ Từ 1/5/2017, giá bán điện của nhà máy thủy điện Khe Bó tăng lên 965,37 đồng/kWh (+35,43% yoy) là do cập nhật lại tổng mức đầu tư của dự án.

Thủy điện Khe Bó có hiệu suất hoạt động cao nhờ vị trí địa lý thuận lợi. Nhà máy nằm trên lưu vực sông Cả có nguồn nước dồi dào. Phía thượng nguồn là thủy điện Bản Vẽ có hồ chứa điều tiết nhiều năm, có khả năng tích trữ nước vào mùa mưa để sản xuất điện cho mùa khô.

Nhu cầu sử dụng điện tại Việt Nam ngày càng tăng. Theo báo cáo của ngành năng lượng Việt Nam, dự báo nhu cầu sử dụng điện trong giai đoạn 2015-2020 tăng 9,8% và trong giai đoạn 2020-2025 tăng 8,6%.

Cổ phiếu đang được thị trường đánh giá thấp so với giá trị hợp lý của VPD. Chúng tôi định giá cổ phiếu VPD với giá mục tiêu là 17.200 đồng/cp tăng 18% so với giá hiện tại của VPD.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Hoạt động sản xuất điện phụ thuộc vào điều kiện thủy văn và tình hình thời tiết. Vào mùa khô hoặc khi hậu chuyển sang hiện tượng El Nino gây mưa ít thì sản lượng điện sản xuất của các nhà máy thủy điện giảm. Các nhà máy thủy điện của VPD lại có hồ chứa không có khả năng tích trữ nước lâu dài. Vì vậy, vào mùa khô thì hoạt động sản xuất điện của VPD phụ thuộc lớn vào quá trình tích nước và phát điện của các thủy điện thượng nguồn.

Rủi ro lãi suất. Hiện nay, VPD đang có khoản nợ dài hạn khoảng 400 tỷ đồng áp dụng lãi suất thả nổi. Vì vậy, chúng tôi ước tính lãi suất tăng 1% thì lợi nhuận của VPD sẽ giảm khoảng 4 tỷ đồng.

Thông tin giao dịch 9/11/2018

Giá hiện tại (VND)	14.600
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	17.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	13.100
Số lượng CP niêm yết (cp)	102.493.098
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	18.252
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,04
Vốn hóa (tỷ VND)	1.496
EPS 4 quý gần nhất (VND/cp)	1.682
P/E trailing (lần)	8,7

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP phát triển điện lực Việt Nam
Địa chỉ	Số 286 Nguyễn Xiển, xã Tân Triều, huyện Thanh Trì, Hà Nội
Doanh thu chính	Điện thương phẩm
Chi phí chính	Chi phí khấu hao

Cơ cấu cổ đông Tỷ lệ

Tổng Công ty Phát điện 1	36,65%
Công ty CP Đầu tư Xây dựng Tuấn Lộc	17,17%
Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại	10,61%
Khác	35,57%


EVN DEVELOPMENT

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.

Tên công ty: Công ty Cổ phần Phát triển điện lực Việt Nam.

Địa chỉ: Số 286 Nguyễn Xiển, xã Tân Triều, huyện Thanh Trì, Hà Nội.

Lịch sử hình thành:

Ngày 03/06/2002: Công ty được thành lập với VĐL ban đầu là 13,7 tỷ đồng.

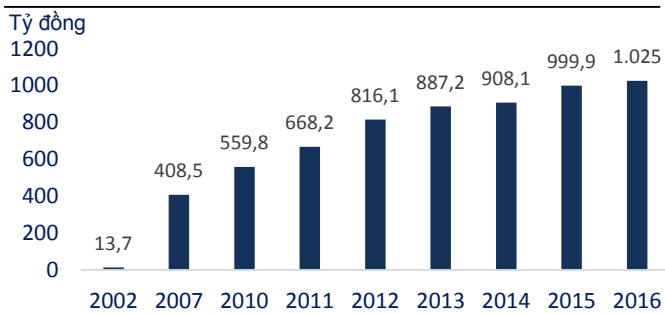
Ngày 30/03/2016: Cổ phiếu Công ty được chấp thuận đăng ký giao dịch trên UPCoM với mã chứng khoán VPD.

Ngày 25/12/2017: Niêm yết trên sàn HOSE với số lượng cổ phiếu niêm yết là 102.493.098 cổ phiếu.

Ngành nghề kinh doanh chính: thủy điện

Quá trình tăng vốn

Biểu đồ 1: Vốn điều lệ của VPD qua các năm

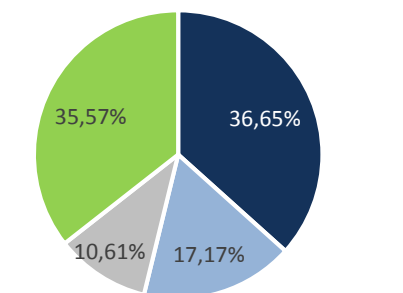


Nguồn: VPD, FPTIS Research

VPD chủ yếu tăng vốn bằng cách phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu và phát hành cổ phiếu để trả cổ tức. Năm 2007, công ty đã phát hành cổ phần gần 400 tỷ đồng để tăng thêm vốn phục vụ đầu tư xây dựng dự án nhà máy thủy điện Khe Bó.

Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông của VPD



- Tổng Công ty Phát điện 1
- Công ty CP Đầu tư Xây dựng Tuần Lộc
- Công ty CP Nhiệt điện Phả Lại
- Khác

Nguồn: VPD, FPTIS Research

Cơ cấu cổ đông của VPD khá cô đặc khi các tổ chức nắm giữ hơn 64% số lượng cổ phiếu. Trong đó cổ đông lớn nhất là Tổng Công ty Phát điện 1 (EVNGENCO 1) sở hữu hơn 39 triệu cổ phần. Người đại diện sở hữu cổ phần là Tổng giám đốc công ty EVNGENCO 1 - ông Nguyễn Khắc Sơn.

Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng Tuần Lộc là cổ đông lớn thứ 2. Công ty hoạt động trong lĩnh vực xây dựng công trình dân dụng, xây dựng hệ thống cung cấp nước sạch, chuyên xử lý nước sạch.

Ban lãnh đạo sở hữu rất ít cổ phần của VPD với chưa đầy 1%.

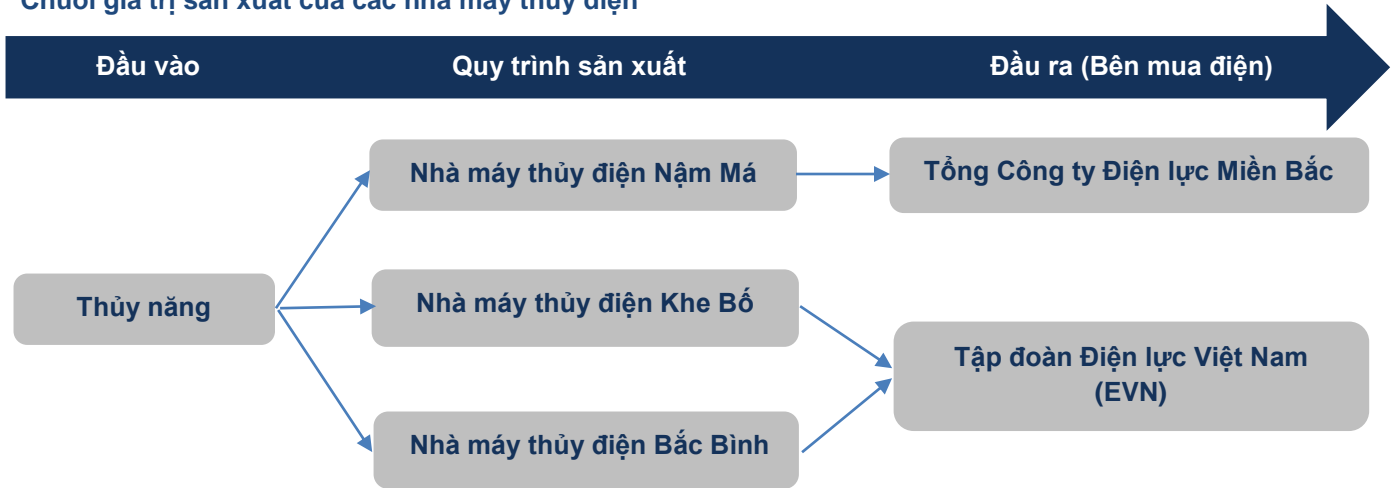
Tình hình chi trả cổ tức

VPD luôn dành hơn 80% lợi nhuận sau thuế để trả cổ tức cho cổ đông. Năm 2017, với kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt nên công ty đã chi trả cổ tức với tỷ lệ cao hơn nhiều so với các năm trước.

Bảng 1: Cổ tức hàng năm của VPD

Năm	2013	2014	2015	2016	2017
Cổ tức bằng tiền (đồng/cp)	500	500	500	500	1.000
Cổ tức bằng cổ phiếu			100:2,5		100:4

Nguồn: VPD, FPTIS Research

II. TỔNG QUAN VỀ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH
1. Chuỗi giá trị sản xuất của các nhà máy thủy điện


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

Hiện nay, VPD đang bán điện cho Tập đoàn điện lực Việt Nam và Tổng Công ty Điện lực Miền Bắc.

2. Hoạt động sản xuất kinh doanh của VPD.

Hiện tại, VPD đang sở hữu và vận hành 3 nhà máy thủy điện.

Bảng 2: Các nhà máy thủy điện của VPD

Nhà máy thủy điện	Năm bắt đầu vận hành	Địa điểm	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Sản lượng điện năm 2017 (triệu kWh)	Hồ điều tiết
Nậm Má	Năm 1992	Hà Giang	5	3,2	11	N/A
Khe Bó	Năm 2013	Nghệ An	3.310	100	419	Dưới 2 ngày
Bắc Bình	Năm 2009	Bình Thuận	572	33	181	Trên 1 tuần

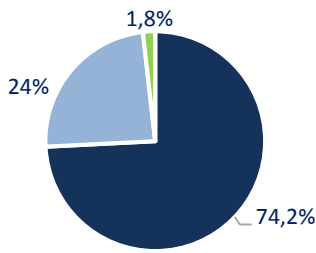
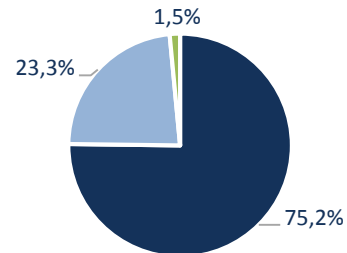
Nguồn: VPD

- Nhà máy thủy điện Nậm Má được VPD nhận chuyển nhượng từ tỉnh Hà Giang vào năm 2003 với giá trị chuyển nhượng là 5 tỷ đồng. Nguồn nước cung cấp cho nhà máy hoạt động là suối Nậm Má thuộc tỉnh Hà Giang.
- Thủy điện Khe Bó và Bắc Bình hoạt động dựa trên nguồn nước được cung cấp từ các thủy điện phía thượng nguồn:
 - + Đối với thủy điện Khe Bó thì lượng nước chảy về hồ chủ yếu là từ thủy điện Bản Vẽ (60%) và thủy điện Nậm Mô (40%).
 - + Đối với thủy điện Bắc Bình thì nguồn nước được cung cấp từ thủy điện Đại Ninh.

Chúng tôi đánh giá hoạt động sản xuất điện của thủy điện Khe Bó và Bắc Bình phụ thuộc lớn vào quá trình điều tiết, vận hành và sản xuất của các thủy điện phía thượng nguồn này.

Thủy điện Khe Bó đang mang lại doanh thu và lợi nhuận chính cho VPD.

Hiện tại, với công suất lớn là 100MW thì hàng năm nhà máy thủy điện Khe Bó mang lại khoảng 75% doanh thu và lợi nhuận gộp cho VPD. Năm 2017 giá bán điện hợp đồng của thủy điện Khe Bó tăng lên 965,37 đồng/kWh (+35,43%yoy). Vì vậy, chúng tôi đánh giá nhà máy thủy điện Khe Bó là động lực cho triển vọng tăng trưởng kinh doanh của VPD.

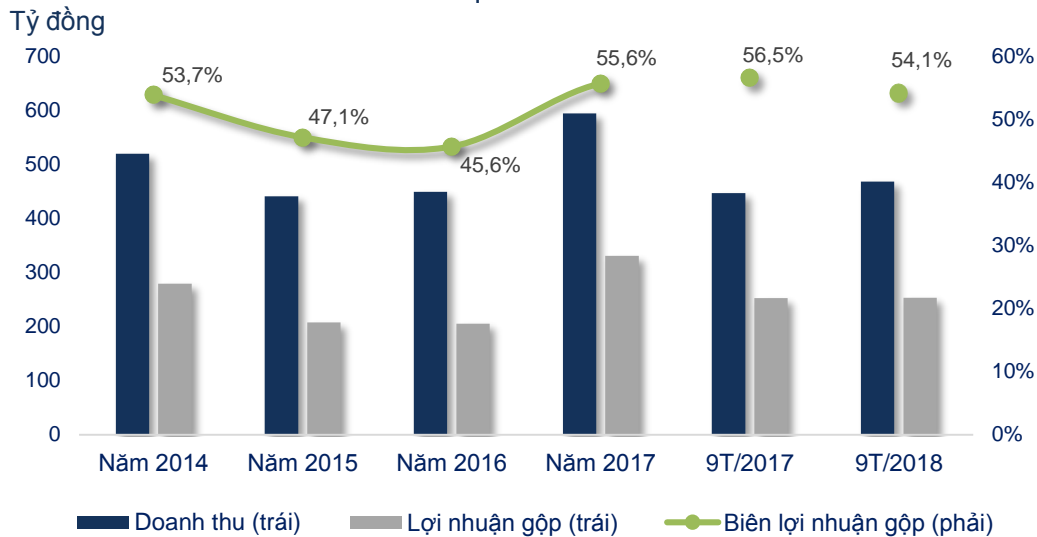
Cơ cấu doanh thu của VPD năm 2017

Cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2017 của VPD


■ NMTĐ Khe Bó ■ NMTĐ Bắc Bình ■ NMTĐ Nậm Mả

■ NMTĐ Khe Bó ■ NMTĐ Bắc Bình ■ NMTĐ Nậm Mả

Nguồn: VPD, FPTTS Research

Hoạt động sản xuất điện của VPD phụ thuộc vào tình hình thời tiết và điều kiện thủy văn.

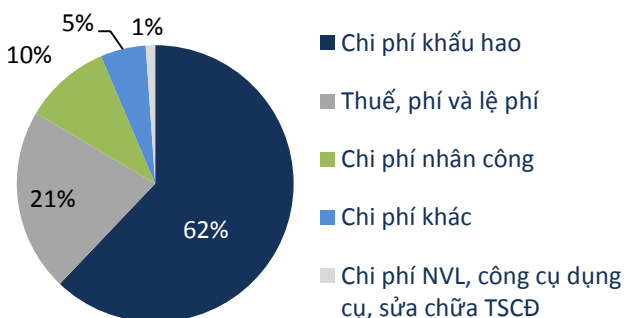
Biểu đồ 3: Kết quả kinh doanh của VPD


Nguồn: VPD, FPTTS Research

Hiện tượng El nino gây nắng nóng, khô hạn và kéo dài từ năm 2015 đến năm 2016 đã ảnh hưởng lớn đến hoạt động sản xuất điện, làm cho kết quả kinh doanh của VPD bị giảm sút. Tuy nhiên đến năm 2017, hiện tượng La nina đạt đỉnh, gây mưa nhiều, làm cho lượng nước về hồ tăng, giúp doanh thu và lợi nhuận của VPD tăng trưởng mạnh (Doanh thu tăng 32%, lợi nhuận sau thuế tăng 190% so với năm 2016).

Trong 9 tháng đầu năm 2018, kết quả kinh doanh của VPD tăng trưởng nhẹ chủ yếu nhờ vào hoạt động kinh doanh của thủy điện Khe Bó với doanh thu đạt 385 tỷ đồng tăng 13,6% yoy (chiếm 82% doanh thu VPD) do cả sản lượng điện và giá bán đều tăng.

3. Chi phí khấu hao và chi phí thuế, phí là 2 chi phí sản xuất kinh doanh chính của VPD

Biểu đồ 6: Chi phí SXKD theo yếu tố năm 2017 của VPD


Nguồn: VPD

Thủy điện Bắc Bình đi vào hoạt động năm 2009 và thủy điện Khe Bó đi vào hoạt động năm 2013, vì vậy chi phí khấu hao vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 62% trong tổng chi phí của VPD.

Chi phí thuế, phí và lệ phí chiếm tỷ trọng cũng khá lớn với 21% tổng chi phí, trong đó 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 2017 nhờ hiện tượng La Nina nên sản lượng nước về hồ tăng, sản lượng điện sản xuất cao đột biến làm cho chi phí về thuế, phí và lệ phí cũng tăng 40% yoy.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH TỪNG NHÀ MÁY THỦY ĐIỆN CỦA VPD.

Để hiểu rõ hơn về triển vọng hoạt động sản xuất kinh doanh của VPD, chúng tôi nghiên cứu chi tiết hoạt động của từng nhà máy thủy điện mà VPD đang sở hữu.

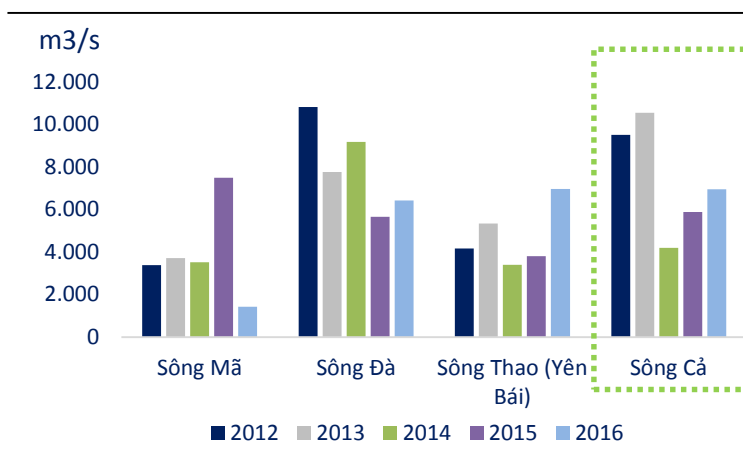
1. Nhà máy thủy điện Khe Bó

- **Hiệu suất hoạt động của thủy điện Khe Bó khá tốt nhờ vào vị trí địa lý thuận lợi.**

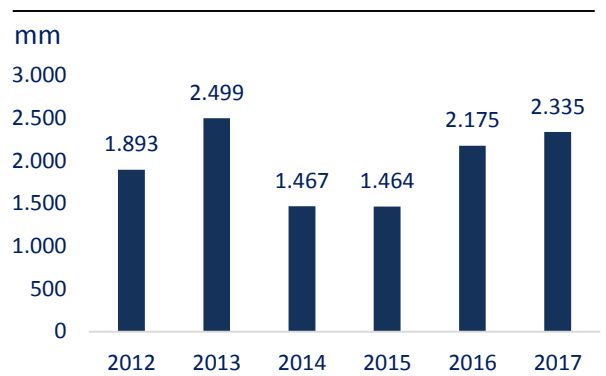
+ **Nhà máy nằm trên lưu vực Sông Cả có nguồn nước dồi dào, tiềm năng khai thác thủy điện lớn.**

Sông Cả là một trong 2 con sông lớn nhất vùng Bắc Trung Bộ. Phía thượng nguồn là thủy điện Bản Vẽ với công suất lớn là 320 MW, và nằm ở bậc thang thứ 2 là thủy điện Khe Bó. Ngoài ra, nhà máy còn thuộc khu vực Nghệ An là nơi có lượng mưa trung bình tương đối cao, năm 2017 đạt trên 2.300 mm/năm (trung bình cả nước khoảng 1.700 mm/năm).

Biểu đồ 7: Lưu lượng nước tại một số con sông



Biểu đồ 8: Lượng mưa tại Nghệ An



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTTS Research

+ **Hưởng lợi từ việc nhà máy nằm dưới thủy điện Bản Vẽ có hồ chứa điều tiết theo nhiều năm.**

Vào mùa khô thì lượng mưa ít, nước về hồ thấp khiến sản lượng điện sản xuất giảm. Hồ Khe Bó là hồ chứa điều tiết dưới 2 ngày nên không khả năng tích trữ nước vào mùa mưa để sản xuất điện vào mùa khô. Tuy nhiên, thủy điện Bản Vẽ ở phía thượng nguồn có hồ chứa điều tiết nhiều năm, có khả năng tích trữ nước nhiều và dài hạn. Nhờ đó, vào mùa khô khi không có nước để sản xuất điện thì thủy điện Khe Bó có thể tận dụng nguồn nước xả từ hồ Bản Vẽ.

Chúng tôi đánh giá rằng, thủy điện Khe Bó mặc dù chỉ có hồ chứa điều tiết dưới 2 ngày nhưng nhờ lợi thế từ vị trí địa lý nên tổng số giờ chạy máy bình quân vẫn tương đối cao khi so sánh với một số nhà máy thủy điện có công suất từ 100 MW trở lên và có hồ điều tiết dài ngày hơn.

Bảng 3: Số giờ hoạt động bình quân năm 2017 của một số nhà máy thủy điện có công suất từ 100MW

Tên nhà máy thủy điện	Công suất	Hồ điều tiết	Tổng số giờ chạy máy bình quân (giờ/năm)
Pleikrong	100	Hồ điều tiết năm	3.997
Thác mơ	225	Hồ điều tiết tuần	3.544
Thác Bà	120	Hồ điều tiết năm	4.041
Sê San 3A	108	Hồ điều tiết tuần	4.065
Khe Bó	100	Hồ điều tiết dưới 2 ngày	4.190
A Lưới	170	Hồ điều tiết tuần	5.141

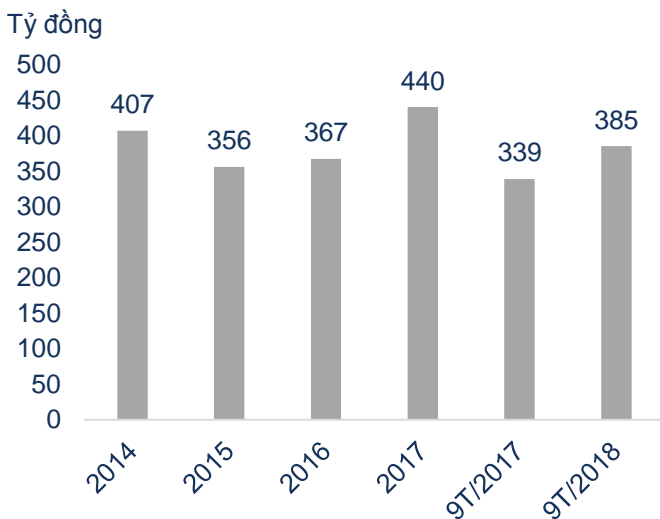
Nguồn: FPTTS Research

- Giá bán điện hợp đồng của thủy điện Khe Bô tăng tác động tích cực đến kết quả sản xuất kinh doanh của nhà máy trong thời gian tới.

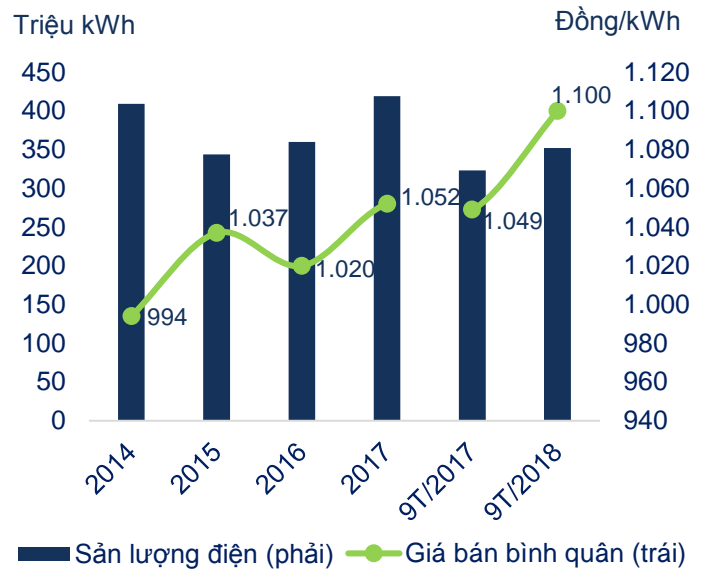
+ Thủy điện Khe Bô tham gia [thị trường phát điện cạnh tranh](#) vào năm 2013 và ký kết mua bán điện với EVN theo [hợp đồng dạng sai khác](#). Sản lượng điện phát ra sẽ được bán theo 2 mức giá là giá hợp đồng và giá bán điện trên thị trường.

+ Vào năm 2017, một số hạng mục công trình phát sinh tăng tại dự án thủy điện Khe Bô, làm tăng tổng mức đầu tư nên VPD đã đàm phán lại với EVN để tăng giá bán điện hợp đồng. Theo đó, từ 1/5/2017 đến hết vòng đời dự án, giá bán điện hợp đồng là 965,37 đồng/kWh (+35,43% so với năm 2016).

Biểu đồ 9: Doanh thu của thủy điện Khe Bô



Biểu đồ 10: Sản lượng và giá bán điện bình quân của thủy điện Khe Bô



Nguồn: VPD, FPTs Research

- Tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá hợp đồng được cố định cho từng năm giúp doanh thu vào mùa mưa ổn định.

Theo thông tư 30/2014/TT-BCT thì đối với các thủy điện có hồ điều tiết dưới 2 ngày, khi tham gia thị trường điện cạnh tranh, tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (α) sẽ cố định và được Bộ Công thương công bố cho từng năm và áp dụng cho từng giờ giao dịch (năm 2018 là 80% tổng sản lượng điện phát ra). Với quy định về tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng cố định ở mức cao thì giúp nhà máy có thể ghi nhận doanh thu theo giá hợp đồng mới cao hơn so với giá trên thị trường điện giao ngay vào mùa mưa (thông thường vào mùa mưa thì giá bán điện trên thị trường giao ngay sẽ khá thấp so với giá hợp đồng).

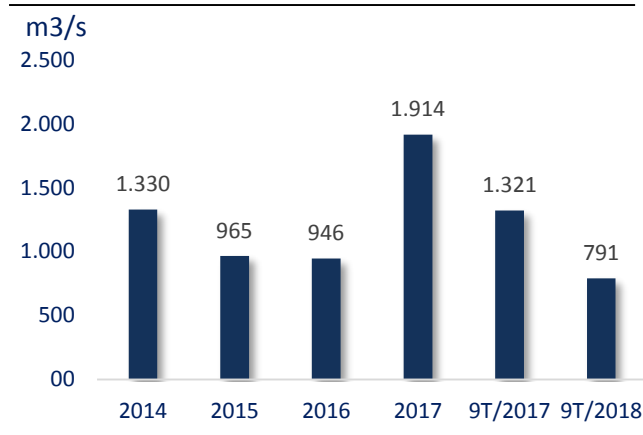
2. Nhà máy thủy điện Bắc Bình.

Thủy điện Bắc Bình thuộc khu vực chịu ảnh hưởng mạnh từ khí hậu.

+ Thủy điện Bắc Bình thuộc tỉnh Bình Thuận, nơi có lượng mưa trung bình rất thấp chỉ khoảng 1.024 mm/năm ([chi tiết](#)). Khí hậu nơi đây phân hóa thành 2 mùa rõ rệt là mùa mưa và mùa khô. Mùa mưa thường bắt đầu từ tháng 5 đến tháng 10, mùa khô từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau. Tuy nhiên, trên thực tế mùa mưa chỉ tập trung vào 3 tháng 8, 9 và tháng 10, vì vậy mùa khô thường kéo dài nhiều hơn. Sông ngòi tại Bình Thuận đều ngắn, lượng nước không điều hòa, mùa mưa thì dễ xảy ra lũ lụt, mùa nắng thì sông bị khô hạn. Vì vậy điều kiện thời tiết và thủy văn không thuận lợi cho thủy điện.

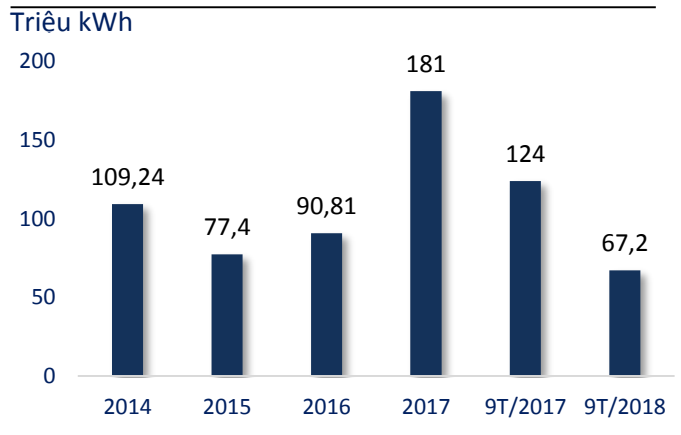
+ Năm 2015-2016, đỉnh điểm của El Nino gây hạn hán khiến sản lượng nước về hồ thấp, sản lượng điện sản xuất giảm mạnh (-29% so với năm 2014). Năm 2017 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi, hiện tượng La Nina đạt đỉnh làm cho mưa nhiều, sản lượng nước về hồ tăng, giúp sản lượng điện sản xuất tăng mạnh so với các năm trước.

Biểu đồ 11: Lưu lượng nước về hồ Bắc Bình



Nguồn: VPD, FPTS Research

Biểu đồ 12: Sản lượng điện của thủy điện Bắc Bình



Nguồn: VPD, FPTS Research

Việc tiết giảm chi phí xây dựng đã giúp suất đầu tư của thủy điện Bắc Bình thấp hơn đa số các nhà máy thủy điện tương đương về công suất khác tại Việt Nam. Dự án thủy điện Bắc Bình được xây dựng trên cơ sở tận dụng chênh lệch về độ cao của khu vực suối Matin - thượng nguồn sông Luỹ và lượng nước xả ra từ Nhà máy Thủy điện Đại Ninh. Vì vậy nhà máy thủy điện Bắc Bình chỉ cần xây dựng hồ điều tiết theo tuần dẫn đến chi phí đầu tư và sản xuất đều thấp hơn so với các dự án cùng loại khác.

Bảng 4: So sánh về suất đầu tư của một số thủy điện tương đồng.

NMTĐ	Sử Pán 2	Nậm Phàng	Hương Sơn	Nho Quế 1	Nậm Chiến 2	Nậm Tóng	Bắc Bình	Đa Dâng 2
Công suất (MW)	34	36	33	32	32	34	33	34
Suất đầu tư (tỷ đồng/MW)	36,4	27,8	25,2	21,5	19,7	17,9	17,3	14,6

Nguồn: FPTS Research

Thủy điện Bắc Bình tham gia quy trình vận hành liên hồ chứa trên sông Đồng Nai mang lại sự tích cực cũng như hạn chế cho hoạt động của nhà máy. Cụ thể:

+ Giá bán điện hợp đồng tăng so với các năm trước. Nhà máy thủy điện Bắc Bình tham gia thị trường điện vào năm 2012 và mua bán điện với EVN theo hợp đồng dạng sai khác. Hàng năm, thủy điện Bắc Bình sẽ được giao sản lượng điện hợp đồng và phân bổ cho từng tháng và từng giờ giao dịch. Giá bán điện hợp đồng các năm trước khá thấp, vào mùa mưa từ 1/7 đến 30/9 là 595 đ/kWh; mùa khô từ 1/10 đến 30/6 năm sau là 808 đ/kWh. Tuy nhiên khi tham gia vận hành liên hồ chứa thì từ ngày 1/1/2018 nhà máy thủy điện Bắc Bình được áp dụng giá bán điện hợp đồng mới là 905,39 đồng/kWh.

+ Phụ thuộc vào các thủy điện nằm trên cùng một bậc thang khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Theo Điều 43 Thông tư 30/2014/BCT quy định khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh thì các nhà máy thủy điện bậc thang có trách nhiệm chào giá theo một bản chào giá chung cả nhóm. Vì vậy, ngoài việc phụ thuộc vào cách chào giá của các thủy điện trên cùng một hệ thống bậc thang thì khả năng phát điện của thủy điện Bắc Bình còn bị phụ thuộc vào thủy điện Đại Ninh ở phía trên.

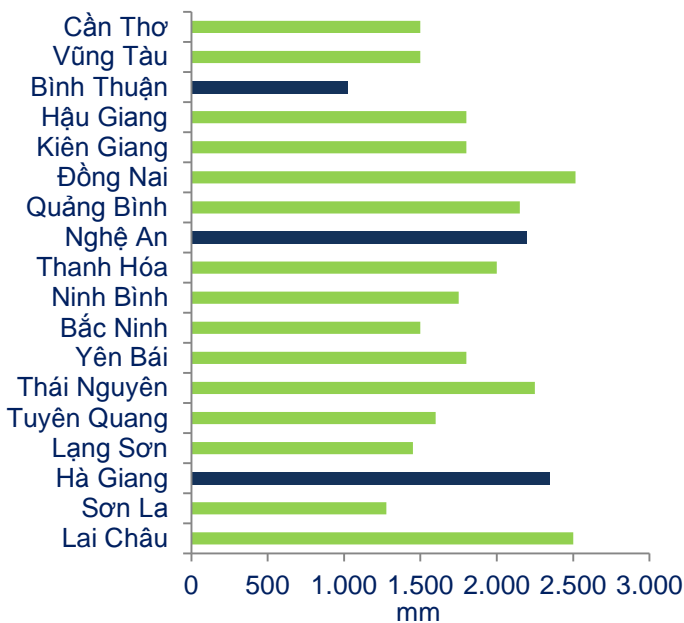
3. Nhà máy thủy điện Nậm Má.

Nhà máy nằm trong khu vực có thời tiết thuận lợi cho thủy điện.

+ Nhà máy nằm ở tỉnh Hà Giang, nơi có chế độ mưa khá tốt, lượng mưa trung bình hàng năm giao động trong khoảng 2.300-2.400 mm (trung bình năm cả nước khoảng 1.700 mm). Vì vậy, thời tiết khá thuận lợi cho các nhà máy thủy điện thuộc khu vực này.

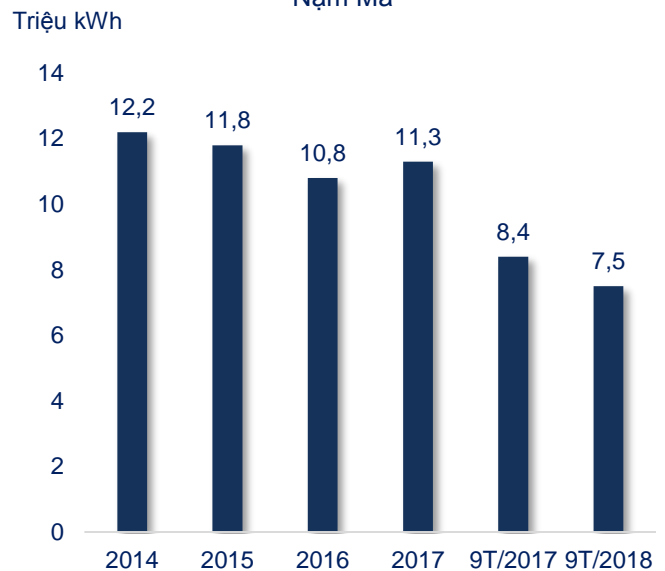
+ Nhờ vào vị trí địa lý thuận lợi về thời tiết, tần suất mưa khá tốt nên sản lượng điện sản xuất qua các năm đều không biến động nhiều, dao động trong khoảng 10,8-12,3 triệu kWh/năm. Trong 9 tháng đầu năm 2018, sản lượng điện giảm 8,9% yoy do trong tháng 3 và tháng 4 nhà máy phải dừng hoạt động để sửa chữa kênh dẫn nước.

Biểu đồ 13: Lượng mưa trung bình năm



Nguồn: Tổng cục thống kê

Biểu đồ 14: Sản lượng điện của thủy điện Nậm Má



Nguồn: VPD, FPT S Research

Hiệu suất hoạt động thấp so với các thủy điện nhỏ khác do:

+ Nhà máy đã quá cũ, một số hạng mục công trình bị xuống cấp không có khả năng hoạt động với công suất tối đa.

Nhà máy thủy điện Nậm Má đã đi vào hoạt động từ năm 1992 với công suất lắp đặt là 3,2 MW, tuy nhiên trong hơn 25 năm vận hành thì nhà máy chỉ hoạt động được công suất dưới 2,4MW. Hiện tại nhà máy đã xuống cấp, một số kênh dẫn nước có tiết diện và độ nhám không đảm bảo để dẫn đủ nước cho các tổ máy chạy với công suất tối đa.

+ Thủy điện Nậm Má không có hồ chứa điều tiết nước. Nhà máy thủy điện Nậm Má hoạt động nhờ vào lượng nước từ suối Nậm Má chảy qua đập thủy điện. Vì vậy thủy điện Nậm Má không có khả năng tích trữ nước để sản xuất điện vào mùa khô.

Chúng tôi đánh giá rằng, vì những nguyên nhân đó mà số giờ hoạt động của nhà máy thủy điện Nậm Má thấp hơn so với các thủy điện nhỏ khác.

Bảng 5: So sánh số giờ hoạt động bình quân của một số thủy điện nhỏ

NMTĐ	Nậm Sỏi (NED)	Nậm Má (VPD)	Nậm Công (NED)	Dasiat (SHP)	Khe Diên (SBA)	Đrây H'Linh 2 (DRL)
Công suất (MW)	10	3,2	10	13,5	9	16
Số giờ hoạt động bình quân (h/năm)	2.560	3.525	3.650	5.664	5.900	6.023

Nguồn: FPT S Research

Giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được ước tính tăng 2,5%/năm trong thời gian tới.

+ Giá bán điện của thủy điện Nậm Má đang áp dụng Biểu giá chi phí tránh được dành cho thủy điện nhỏ (công suất dưới 30MW) do Bộ Công Thương công bố hàng năm. Sản lượng điện thương phẩm sẽ được EVN đảm bảo mua hết.

+ Vào giờ cao điểm mùa khô thì giá bán điện sẽ cao hơn các khung giờ khác vì được hưởng thêm giá công suất. Tuy nhiên, thủy điện Nậm Má vì không có hồ chứa điều tiết nước nên khả năng sản xuất điện vào giờ cao điểm mùa khô thấp. Đây là một điểm bất lợi đối với thủy điện Nậm Má để có thể tận dụng sản xuất điện vào giờ cao điểm mùa khô.

Bảng 6: Biểu giá chi phí tránh được năm 2018

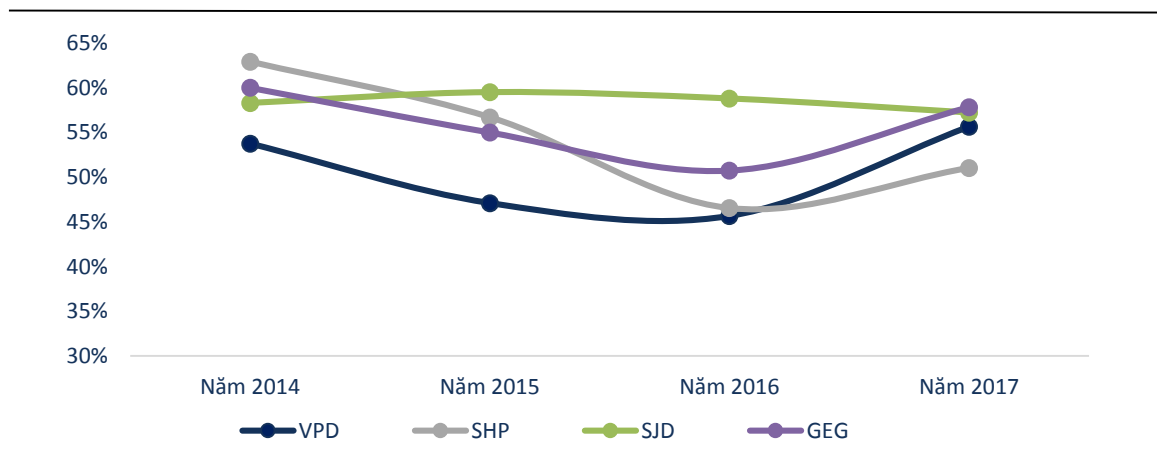
Đơn vị (đồng/kWh)	Mùa khô			Mùa mưa			Phần điện năng dư
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	
Giá điện năng							
Miền Bắc	617	618	624	617	625	632	316
Miền Trung	615	617	622	615	622	630	315
Miền Nam	641	643	648	640	648	656	328
Giá công suất (cho cả 3 miền)	2.306						

Nguồn: Cục điều tiết điện lực Việt Nam

+ Cơ sở tính toán giá bán điện dựa trên chi phí sản xuất 1kWh cao nhất của tổ máy phát điện trong hệ thống điện quốc gia và chi phí này có thể tránh được khi bên mua huy động điện năng từ thủy điện nhỏ để thay thế. Hiện nay tiềm năng về khai thác thủy điện (nguồn điện rẻ) không còn nhiều, nhu cầu điện ngày càng tăng thì Việt Nam phải tăng chi phí để đầu tư vào các nguồn điện khác. Vì vậy, chúng tôi ước tính giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được sẽ tăng trưởng bình quân 2,5%/năm. (Tốc độ tăng trưởng giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được giai đoạn 2014-2017 là 3%, năm 2018 tăng 2,85% so với cùng kỳ).

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH.

Biên lợi nhuận gộp của VPD ở mức khá thấp so với các doanh nghiệp tương đồng được so sánh.

Biểu đồ 16: So sánh biên lợi nhuận gộp


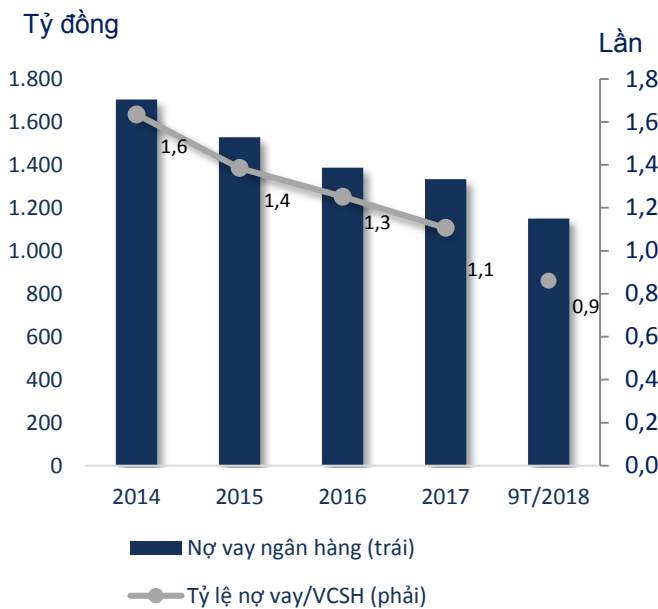
Nguồn: FPTS Research

+ Biên lợi nhuận gộp của VPD từ năm 2014 đến năm 2016 đang ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp được so sánh. Nguyên nhân là do giá bán điện theo hợp đồng cũ của nhà máy thủy điện Khe Bó và Bắc Bình khá thấp, các nhà máy này mới đi vào hoạt động chưa lâu nên chi phí khấu hao còn lớn.

+ Năm 2015 – 2016, hiện tượng El Nino đạt đỉnh làm cho sản lượng điện của các nhà máy thủy điện giảm mạnh. Tuy nhiên đến năm 2017, nhờ giá bán điện hợp đồng của thủy điện Khe Bó tăng lên mức 965,37 đồng/kWh và hiện tượng La Nina diễn ra làm sản lượng điện tăng mạnh trong khi các chi phí cố định gần như không biến đổi nhiều thì biên lợi nhuận gộp của VPD được cải thiện hơn.

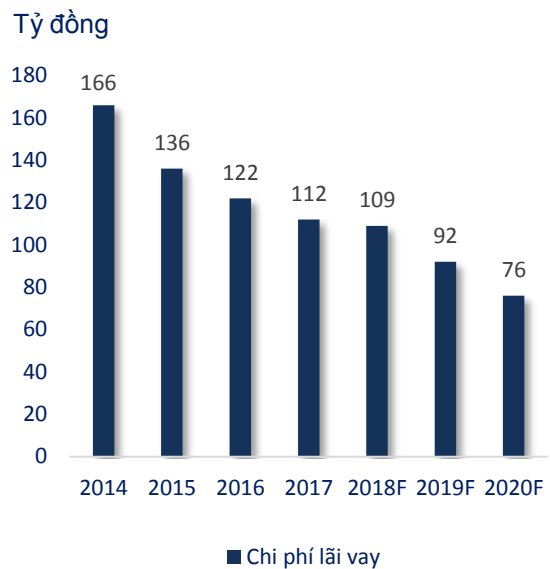
Cơ cấu nợ vay đang dần được cải thiện giúp giảm chi phí lãi vay của VPD.

Biểu đồ 17: Cơ cấu nợ vay của VPD



Nguồn: VPD, FPTIS Research

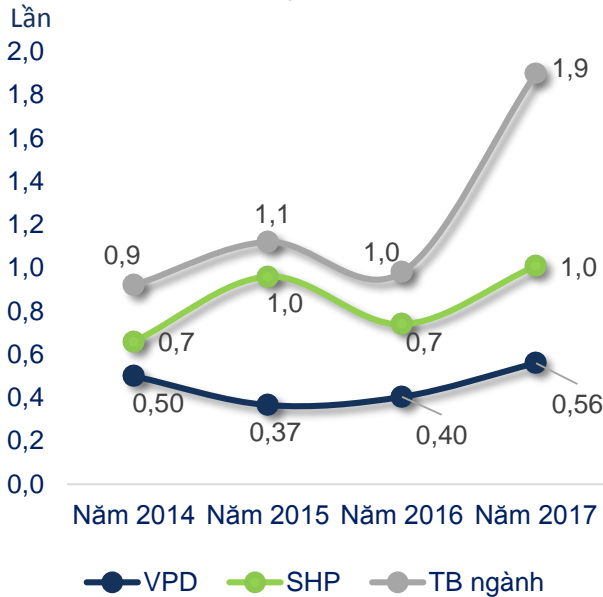
Biểu đồ 18: Chi phí lãi vay



Nguồn: VPD, FPTIS Research

+ Năm 2014, nợ vay ngân hàng của VPD ở mức cao là 1.704 tỷ đồng và gấp 1,6 lần vốn chủ sở hữu. Trong đó vốn vay chủ yếu từ ngân hàng phát triển Việt Nam (VDB). Đây là khoản vay mà VPD huy động để xây dựng nhà máy thủy điện Khe Bó và VPD đang trả nợ cho khoản vay này với mức lãi suất cố định là 6,9%/năm. Ngoài ra, VPD đang phải trả khoản nợ vay dài hạn khoảng 400 tỷ đồng với lãi suất thả nổi. Vì vậy, chúng tôi ước tính với lãi suất tăng 1% thì lợi nhuận của VPD sẽ giảm khoảng 4 tỷ đồng. Cùng với nỗ lực chi trả nợ gốc vay và tăng vốn chủ sở hữu lên thì đến 30/9/2018, cơ cấu nguồn vốn của VPD đã được cải thiện hơn, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu chỉ còn 0,9 lần.

+ Nợ vay giảm dần giúp giảm chi phí lãi vay hàng năm của VPD. Năm 2014, chi phí lãi vay của VPD ở mức cao là 166 tỷ đồng. Tuy nhiên với tốc độ trả nợ gốc tương đối nhanh thì chúng tôi đánh giá rằng chi phí lãi sẽ giảm dần trong các năm tới và ước tính đến năm 2020, chi phí lãi vay sẽ giảm còn khoảng 76 tỷ đồng. Việc nợ vay và chi phí lãi vay giảm dần sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận của VPD.

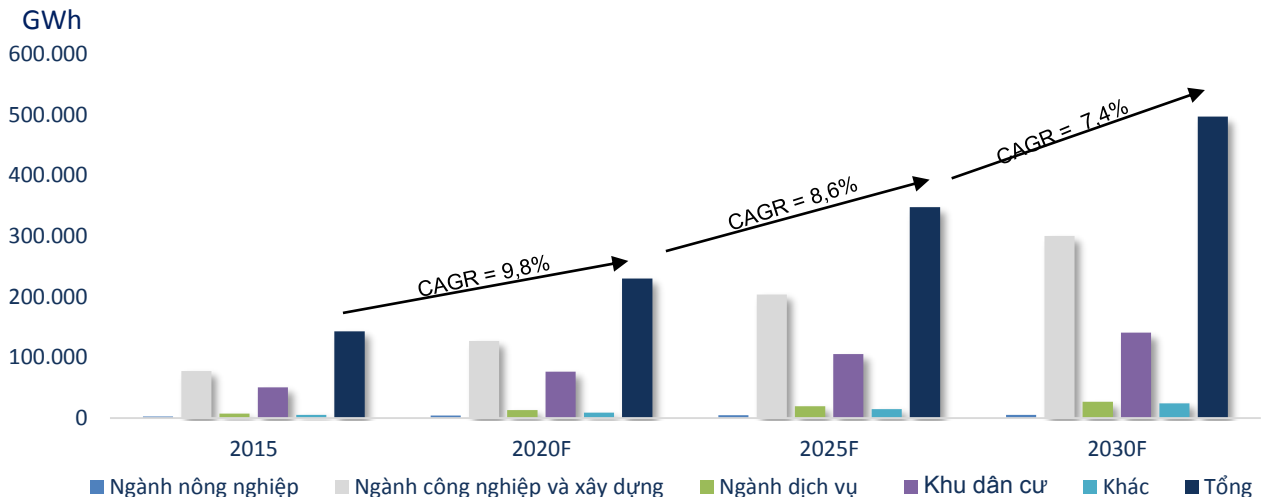
Khả năng thanh toán ở mức thấp nhưng đang dần được cải thiện.
Biểu đồ 19: So sánh khả năng thanh toán hiện hành

Nguồn: FPT S Research
Biểu đồ 20: Khả năng thanh toán nợ ngắn hạn từ dòng tiền HĐKD

Nguồn: VPD, FPT S Research

Vay nợ từ dự án xây dựng Khe Bó đang còn lớn (9 tháng đầu năm 2018 còn khoảng hơn 700 tỷ đồng) làm cho nợ vay đến hạn thanh toán hàng năm của VPD tương đối cao. Từ năm 2015 đến nay, khả năng thanh toán của VPD đang tăng dần, nhưng so với trung bình ngành thì đang ở mức thấp. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá VPD hoàn toàn đảm bảo được khả năng thanh toán bằng dòng tiền hoạt động kinh doanh.

V. TRIỂN VỌNG VỀ DÀI HẠN CỦA VPD

Nhu cầu sử dụng điện tiếp tục tăng mạnh. Theo dự báo trong giai đoạn đến năm 2030, nhu cầu sử dụng điện sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức cao. Tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2015-2020 là 9,8%, giai đoạn 2020-2025 là 8,6% và giai đoạn 2025-2030 là 7,4%. Trong đó, nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh từ nhóm ngành công nghiệp và xây dựng. Ngành điện sẽ cần phải đảm bảo sản xuất 265-278 tỷ kWh vào năm 2020 và khoảng 572-632 tỷ kWh vào năm 2030.

Biểu đồ 21: Nhu cầu sử dụng điện của Việt Nam

Nguồn: Báo cáo ngành năng lượng Việt Nam 2017

Khí hậu đang chuyển sang hiện tượng ENSO (pha trung tính) và không còn thuận lợi như cuối năm 2017 và đầu năm 2018.

Theo chỉ số Nino đại dương (The Oceanic Niño Index⁽¹⁾) dự báo đến cuối năm 2018 khí hậu sẽ chuyển sang pha trung tính ENSO (ONI sẽ dao động từ -0,5 đến 0,5), sau đó sẽ chuyển dần sang El Nino vào các tháng đầu năm 2019. Tính theo chu kỳ xuất hiện El Nino thì trung bình khoảng 3-4 năm một lần. Theo dự báo thì El Nino có thể xuất hiện trở lại vào năm 2022. Vì vậy chúng tôi đánh giá các năm tiếp theo với tình hình thời tiết như vậy sẽ làm sản lượng điện sản xuất của các doanh nghiệp thủy điện bị giảm so với giai đoạn 2017-2018.

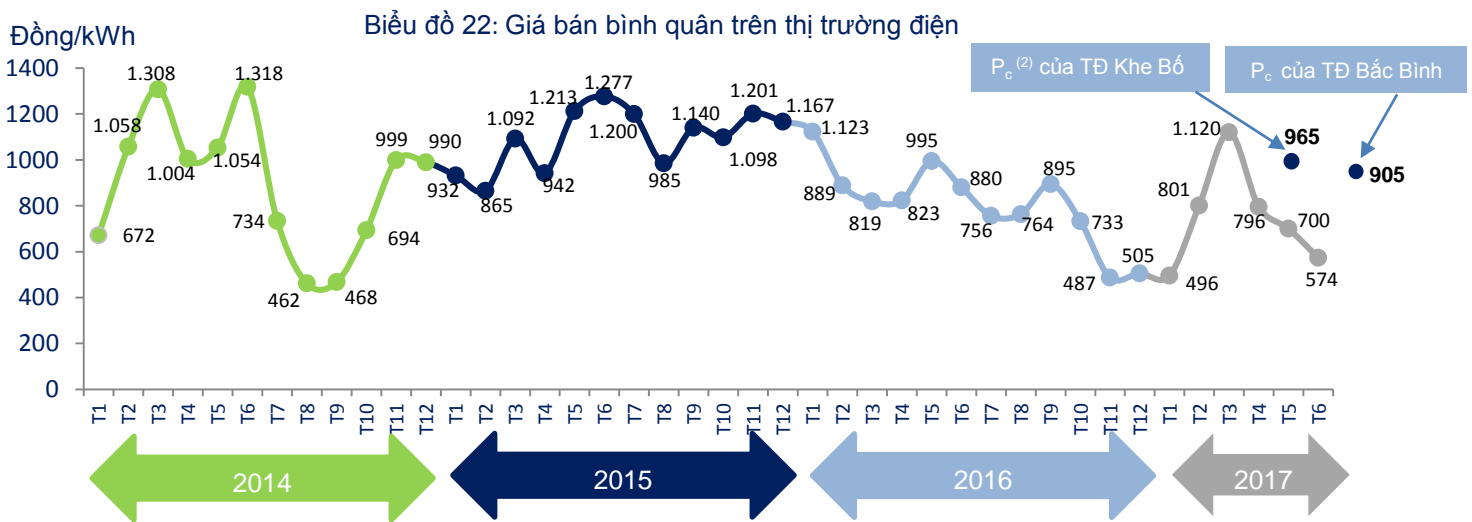
Giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh kỳ vọng tăng. Giá các nguyên liệu chính của nhà máy nhiệt điện là than, khí và dầu được dự báo là tăng trong thời gian tới khiến chi phí sản xuất của các nhà máy điện này tăng lên. Đây là cơ hội để cho các nhà máy thủy điện tăng trưởng về kết quả kinh doanh.

Giá bán điện hợp đồng của 2 nhà máy thủy điện Bắc Bình và thủy điện Khe Bó tăng.

+ Đối với thủy điện Khe Bó thì giá bán điện hợp đồng sẽ tăng lên mức 965,37 đồng/kWh từ 1/5/2017 cho hết vòng đời dự án.

+ Đối với thủy điện Bắc Bình thì giá bán điện hợp đồng sẽ được tăng lên mức 905,39 đồng/kWh bắt đầu từ năm 2018 cho hết vòng đời dự án.

Hiện tại thì hai nhà máy này đang đóng góp doanh thu và lợi nhuận chính cho VPD, với mức giá bán điện hợp đồng mới này là tương đối cao so với trung bình giá bán điện thị trường điện cạnh tranh và giúp cho doanh thu của VPD tốt hơn khi giá bán điện trên thị trường vào mùa mưa thấp.



Nguồn: FPTS Research

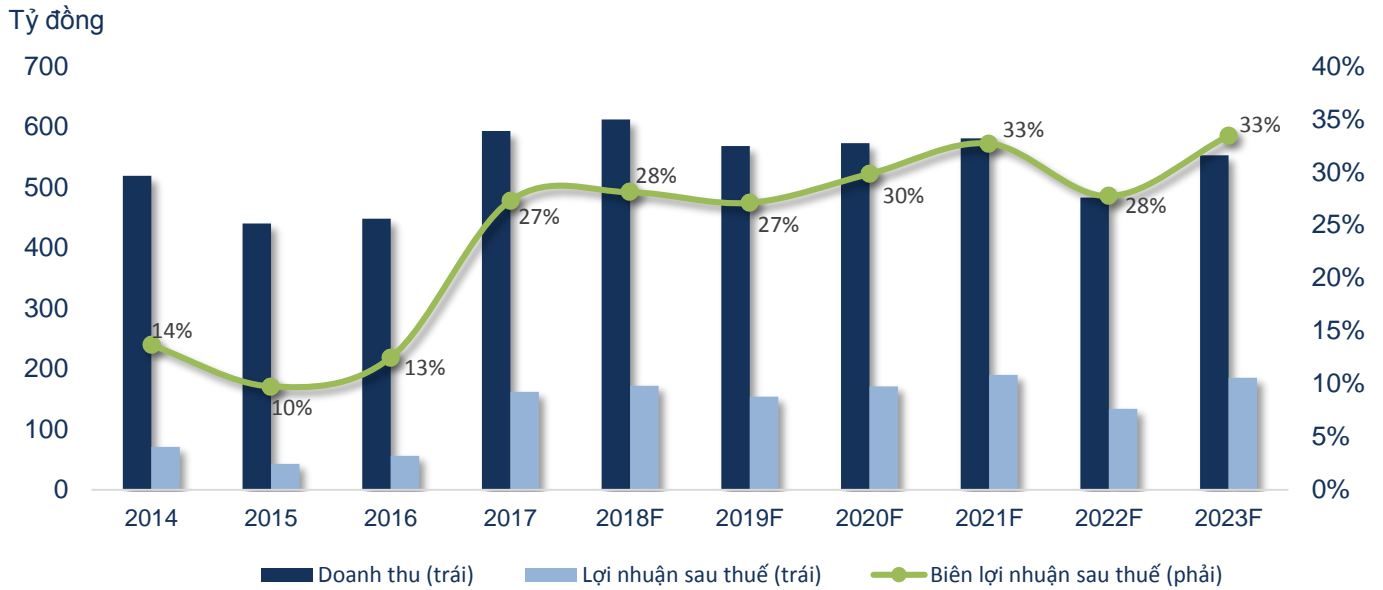
(1) The Oceanic Niño Index (ONI): là tiêu chuẩn mà trung tâm dự báo khí hậu Mỹ sử dụng để xác định El Nino (pha nóng) và La Nina (pha lạnh). Nếu ONI >= 0,5 thì xảy ra hiện tượng El Nino, ONI <= -0,5 thì xảy ra hiện tượng La Nina.

(2) P_c: Giá bán điện hợp đồng.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VPD.

Với giá bán điện hợp đồng của thủy điện Khe Bó và Bắc Bình tăng, ước tính giá bán điện theo biểu giá chi phí tránh được của thủy điện Nậm Má cũng sẽ tăng khoảng 2,5%/năm và dự báo về tình hình thời tiết trong thời gian tới thì chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của VPD như sau:

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của VPD



VI. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá VPD sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh. Giá trị cổ phiếu VPD theo phương pháp này là 17.200 VNĐ/cp, cao hơn 18% so với mức giá đóng cửa ngày 7/11/2018. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	18.200	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	16.200	50%
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		17.200

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	12,31%	Phần bù rủi ro	10,41%
Chi phí sử dụng nợ 2018 (Kd)	8,94%	Hệ số Beta 2018	0,54
CP sử dụng vốn chủ sở hữu 2018	16,35%	Tăng trưởng dài hạn	0%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	6,5%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	1.433
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	1.333
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1.866
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	102,5
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	18.200
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1.668
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	16.200

Giá mục tiêu	VNĐ/cp	17.200
---------------------	---------------	---------------

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2017	2018F	2019F	2020F	GĐKT	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	593	612	568	573	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	263	270	265	267	+ Tiền và tương đương tiền	145	219	187	190
Lợi nhuận gộp	330	342	302	306	+ Các khoản phải thu	82	87	82	83
- Chi phí quản lý DN	29	36	34	34	+ Hàng tồn kho	1,9	2,5	2,4	2,5
- Chi phí lãi vay	112	109	92	76	+ Tài sản ngắn hạn khác	0,4	0,2	0,3	0,3
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	189	201	179	199	Tổng tài sản ngắn hạn	229	310	273	275
Lợi nhuận khác	-0,9	-0,5	-0,5	-0,5	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	3.362	3.407	3.430	3.432
Lợi nhuận trước thuế	188	200	179	199	+ Khấu hao lũy kế	-992	-1.176	-1.362	-1.548
Thuế TNDN	26	28	25	27	+ Giá trị còn lại tài sản	2.370	2.231	2.068	1.884
Lợi nhuận sau thuế	162	172	154	171	+ Tài sản dài hạn khác	0,9	0,9	0,9	0,9
EPS (đồng)	1.588	1.688	1.506	1.671	+ Xây dựng cơ bản dở dang	35	10	0	0
					Tổng tài sản dài hạn	2.412	2.247	2.074	1.890
					Tổng tài sản	2.641	2.558	2.347	2.166

Chỉ số khả năng sinh lời	2017	2018F	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	56%	55,8%	53%	54%
Tỷ suất LNST	27%	28%	27%	30%
ROE DuPont	14,0%	13,9%	12,1%	13,4%
ROA DuPont	4,0%	4,5%	4,3%	5,1%
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	51%	50,6%	47,8%	48%
LNST/LNNT	86%	86%	86%	86%
LNNT/EBIT	63%	65%	66%	72%
Vòng quay tổng tài sản	0,22	0,24	0,23	0,25
Đòn bẩy tài chính	2,2	2,0	1,8	1,7
Tăng trưởng doanh thu	+32%	+3,2%	-7%	+1%
Tăng trưởng LNST	+189%	+6%	-10%	+11%

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018F	2019F	2020F
CS thanh toán hiện hành	0,56	0,71	0,67	0,70
CS thanh toán nhanh	0,55	0,70	0,66	0,69
CS thanh toán tiền mặt	0,35	0,50	0,46	0,49
Nợ/Tài sản	0,54	0,50	0,46	0,41
Nợ/VCSH	1,1	1,0	0,8	0,7
Nợ ngắn hạn/VCSH	0,34	0,33	0,32	0,30
Nợ dài hạn/VCSH	0,85	0,66	0,52	0,39
Khả năng thanh toán lãi vay	2,44	2,58	2,67	3,23

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018F	2019F	2020F
Số ngày phải thu	53	51	54	52
Số ngày phải trả	132	118	167	165
Số ngày tồn kho	2,9	3,0	3,5	3,4

Phụ lục 1
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 60-95% 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 $P_m \cdot Q_m$ thì còn phải thanh toán thêm một khoản bằng $Q_c \cdot (P_c - P_m)$.

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

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

Trong đó:

Q_c : 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 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 A_0 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 : 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 = 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.

[Bảng giá CAN năm 2017](#)

Phụ lục 2

Từ đầu năm 2016, NMTĐ Bắc Bình phải theo Quy trình vận hành liên hồ chứa trên sông Đồng Nai. Khi tham gia quy trình vận hành liên hồ chứa thì sản lượng điện bình quân nhiều năm của Bắc Bình phải điều chỉnh giảm. Theo đề nghị của Công ty, Bộ Công Thương đã có văn bản số 11773/BCT-TCNL ngày 07/12/2016 thống nhất giá trị sản lượng trung bình năm (A_0) của NMTĐ Bắc Bình khi vận hành theo Quy trình vận hành liên hồ chứa là 99,2 triệu kWh. Đồng thời, giá điện của nhà máy thủy điện Bắc Bình khi vận hành theo quy trình vận hành liên hồ chứa được điều chỉnh tăng lên. Trên cơ sở đó, Công ty đã có văn bản số 173/VNPD-KTKH+TCKT+KT ngày 24/2/2017 gửi EVN đề nghị đàm phán lại giá điện NMTĐ Bắc Bình khi vận hành theo quy trình liên hồ chứa. Hiện nay mức giá điện điều chỉnh là 905,39 đồng/kWh (+32% yoy). Giá bán điện của NMTĐ Bắc Bình sẽ có hiệu lực từ 1/1/2018 đến hết đời sống kinh tế của dự án.

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 nắm giữ 9 cổ phiếu VPD và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu VPD 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: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

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: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

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) 3553666
Fax: (84.511) 3553888