

**Công ty cổ phần Đầu tư Xây dựng và Phát triển năng lượng Vinaconex (UpCom: VCP)**
**ĐINH THỊ PHƯƠNG THẢO**

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: [Thaodtp@fpts.com.vn](mailto:Thaodtp@fpts.com.vn)

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

**CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2019**

Năm 2018 doanh thu của VCP đạt 512,5 tỷ đồng (+60%yoy), lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 237,4 tỷ đồng (+80,2%yoy). Nguyên nhân là do:

Năm 2018, điều kiện thời tiết thuận lợi giúp sản lượng điện sản xuất của VCP đạt 555,1 triệu kWh, tăng 23% so với sản lượng thiết kế. Giá bán điện bình quân năm 2018 đạt 968đ/kWh, tăng 22,7% so với năm 2017, đây là giá bán điện cao nhất kể từ khi phát điện.

**Kế hoạch kinh doanh năm 2019:**

- ✓ Doanh thu năm 2019 là 610,2 tỷ đồng, giảm 7,3% so với thực hiện năm 2018 (658,6 tỷ đồng).
- ✓ Lợi nhuận sau thuế là 247,8 tỷ đồng tăng 4,4% so với thực hiện năm 2018.

**Trả cổ tức năm 2018 bằng tiền cho cổ đông hiện hữu 3.500 đồng/cp.**

**KHUYẾN NGHỊ:** Hiện tại VCP đang giao dịch tại mức giá là 37.000 đồng/cp tương đương với P/E trailing là 8,9x thấp hơn trung bình ngành (khoảng 9,1x). Với triển vọng năm 2019 về doanh thu và lợi nhuận thì mức giá hiện tại của VCP không thực sự hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với VCP và thực hiện mua cổ phiếu này khi cổ phiếu về mức giá 30.400 đồng/cp tương ứng với mức P/E khoảng 7,3x.

**Luận điểm đầu tư**

- ✓ **Dự án thủy điện Xuân Minh tiếp tục đi vào hoạt động từ năm 2019 sẽ tăng sản lượng điện sản xuất và doanh thu cho VCP.**

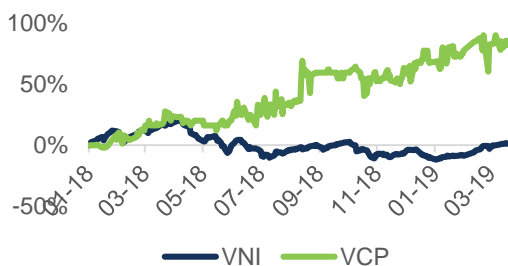
Dự kiến từ sau năm 2019, nhà máy thủy điện Xuân Minh đi vào hoạt động sẽ đạt sản lượng bình quân hàng năm khoảng 66 triệu KWh và 75 tỷ đồng doanh thu.

- ✓ **Cổ tức đều đặn bằng tiền qua các năm.** VCP trích khoảng 70- 80% lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông.

**Yếu tố cần theo dõi**

- ✓ **Tình hình thời tiết không thuận lợi do dự báo năm 2019 có sự xuất hiện của hiện tượng El Nino gây hạn hán, ít mưa.**
- ✓ **Biến động về lãi suất.** Chúng tôi ước tính với tình hình nợ vay hiện tại thì lãi suất tăng 1% sẽ làm thâm hụt lợi nhuận khoảng 7,1 tỷ đồng.

**Biến động giá cổ phiếu VCP và VNIndex**



Thông tin giao dịch	25/03/2019
Giá hiện tại (VND)	37.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	37.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	22.200
Số lượng CP niêm yết (cp)	56.999.993
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	12.360
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0
Vốn hóa (tỷ VND)	2.052
EPS năm 2018 (VND/cp)	4.165
P/E trailing (lần)	8,9

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên công ty	CTCP Đầu tư Xây dựng và Phát triển năng lượng Vinaconex
Địa chỉ	Tầng 19 Tòa nhà Vinaconex-Số 34 Láng Hạ- P.Láng Hạ-Q.Đống Đa, Tp.Hà Nội
Doanh thu chính	Điện thương phẩm
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí lãi vay
Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
Tổng CTCP xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam	28,02%
CTCP Đầu tư VSD	10,91%
TCT Sông Đà	7,08%
Khác	53,99%

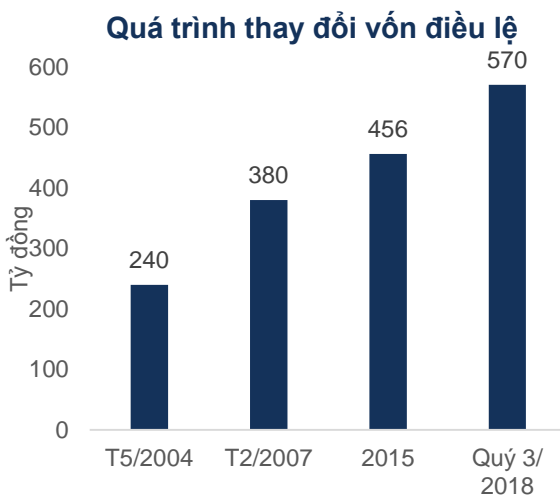
## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.



# VINACONEX P&C

- ✓ **Tên công ty: CTCP Đầu tư Xây dựng và Phát triển Năng lượng Vinaconex**
- ✓ **Địa chỉ: Tầng 9 Tòa nhà Vinaconex- Số 34 Láng Hạ, P.Láng Hạ, Q.Đống Đa, Tp. Hà Nội**
- ✓ **Tiền thân của Công ty là CTCP Thủy điện Cửa Đạt. Ngày 12/07/2010, Công ty chính thức đổi tên thành CTCP đầu tư xây dựng và phát triển năng lượng Vinaconex số VDL là 240 tỷ đồng**
- ✓ **Ngày 16/12/2016, giao dịch đầu tiên trên sàn UPCoM với giá tham chiếu 17.000đ/cp.**
- ✓ **Năm 2018: Vốn điều lệ của Công ty là 570 tỷ đồng.**

### Quy trình tăng vốn điều lệ



Nguồn: VCP, FPTs Research

Năm 2018, công ty đã phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và CBNV (ESOP) thu về 120 tỷ đồng để tăng thêm vốn phục vụ đầu tư xây dựng Dự án Thủy điện Xuân Khao, đồng thời tất toán khoản vay đã dùng để bổ sung vốn góp còn thiếu vào Dự án Thủy điện Xuân Minh và bổ sung vốn lưu động.

### 1. Các nhà máy của VCP:

**Công ty hiện sở hữu 03 nhà máy thủy điện và vận hành 1 nhà máy thủy điện:**

Nhà máy thủy điện	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Tỷ lệ sở hữu	Hồ điều tiết	Năm bắt đầu vận hành	Vị trí	Hình thức bán điện với EVN
Cửa Đạt	1.600	97	100%	Hồ điều tiết năm	2010	Huyện Thường Xuân, Thanh Hóa	<a href="#">Hợp đồng dạng sai khác</a>
Bái Thượng	171,1	6	51%	Không có	2017	Huyện Thường Xuân, Thanh Hóa	<a href="#">Biểu giá chi phí tránh được</a>
Xuân Minh	517,6	15	51%	Không có	Tháng 9/2018	Huyện Thường Xuân, Thanh Hóa	<a href="#">Biểu giá chi phí tránh được</a>

Nguồn: VCP, FPTs Research

**Nhà máy thủy điện Cửa Đạt** thuộc dự án Hồ chứa nước Cửa Đạt trên dòng sông Chu, huyện Thường Xuân, Thanh Hóa được xếp vào công trình trọng điểm quốc gia với mục đích tạo nguồn nước tưới ổn định cho gần 87.000 ha đất canh tác đồng thời giảm lũ, bổ sung nước cho hạ lưu sông Mã.

**Nhà máy thủy điện Bái Thượng** được xây dựng bên phía bờ trái Sông Chu, ngay dưới chân đập tràn Bái Thượng nhằm tận dụng toàn bộ lượng nước xả thừa qua đập Bái Thượng để phát điện với sản lượng điện trung bình năm khoảng 25 triệu KWh.

**Nhà máy thủy điện Xuân Minh** được xây dựng trên sông Chu, cách nhà máy thủy điện Cửa Đạt về phía hạ lưu khoảng 9km, cách đập Bái Thượng về phía thượng lưu khoảng 7km. Thủy điện Xuân Minh tận dụng năng lượng qua hai hồ chứa nước lớn là Hủa Na và Cửa Đạt nên cho sản lượng điện cao, trung bình năm khoảng 66 triệu KWh.

## 2. Sản lượng từng nhà máy:

Triệu kWh	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cửa Đạt	430,8	436,3	365,2	269,0	424,2	555,1
Bái Thượng					17,7	27,6
Xuân Minh						12,8
<b>Tổng sản lượng điện</b>					<b>441,9</b>	<b>595,4</b>

*Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp*

Sản lượng của nhà máy phụ thuộc vào lượng mưa hằng năm và hiện tượng thiên tai bất thường. Trên thực tế, năm 2015 và 2016 xảy ra hiện tượng El Niño khiến cho hồ Cửa Đạt không có nước và NMTĐ Cửa Đạt không được tham gia thi trường điện cạnh tranh trong 8 tháng năm 2016. Cuối năm 2017 mưa lũ khiến cho NMTĐ Cửa Đạt và Bái Thượng bị ngập, hư hỏng nhà máy làm ảnh hưởng đến khả năng sản xuất điện. Đến năm 2018, nhờ khả năng tích nước của hồ Cửa Đạt và điều kiện thủy văn thuận lợi, NMTĐ Cửa Đạt sản xuất được sản lượng điện cao nhất kể từ khi vận hành.

## 3. Suất đầu tư của Cửa Đạt ở mức thấp:

Tên nhà máy thủy điện	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất	Suất đầu tư tỷ đồng/MW	Hồ điều tiết	Tổng số giờ chạy bình quân (giờ/năm) 2018
Pleikrong	3.494	100	34,9	Hồ điều tiết năm	3.520
Thác Bà	-	120	-	Hồ điều tiết năm	3.708
Sê San 3A	1.864	108	17,3	Hồ điều tiết tuần	4.562
A Lưới	3.234	170	19,0	Hồ điều tiết tuần	2.592
<b>Cửa Đạt</b>	<b>1.600</b>	<b>97</b>	<b>16,5</b>	Hồ điều tiết năm	<b>5.723</b>

*Nguồn: VCP, FPTS tổng hợp*

**Tổng vốn đầu tư ban đầu của dự án nhà máy thủy điện Cửa Đạt là 1.600 tỷ đồng tương đương suất đầu tư 16,5 tỷ/MW thấp** so với các thủy điện khác. Như vậy, suất đầu tư của dự án NMTĐ Cửa Đạt là một trong những cơ sở cho thấy VCP có lợi thế giá thành thấp so với các doanh nghiệp tương đồng về quy mô trên thị trường điện giao ngay.

**Tổng số giờ chạy bình quân năm 2018 của nhà máy thủy điện Cửa Đạt là 5.723 giờ/năm** tương đối cao so với các nhà máy thủy điện thể hiện đặc điểm khác nhau về vị trí địa lý và lưu lượng mưa về hồ. Đồng thời hồ Cửa Đạt là hồ điều tiết theo năm nên NMTĐ Cửa Đạt có thể tận dụng tích trữ nước vào mùa mưa để tăng sản xuất điện vào mùa khô.

## II. KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018 CỦA VCP

Tỷ đồng	2017	2018	%YoY	Nhận xét
<b>Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ:</b>	<b>322,1</b>	<b>512,5</b>	<b>+60%</b>	Doanh thu và sản lượng năm 2018 tăng so với năm 2017 nhờ điều kiện thời tiết và thủy văn thuận lợi. Mức nước tại hồ Cửa Đạt ngày 31/12/2017 đạt độ cao 110,2m (đây là mức nước tại ngày cuối năm cao nhất kể từ khi vận hành nhà máy tới nay) giúp giảm tiêu hao nước/KW điện, Sản lượng điện sản xuất năm 2018 cao nhất kể từ khi nhà máy được vận hành.
Sản lượng điện (triệu KWh)	441,86	555,1	+25,6%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>107,1</b>	<b>143</b>	<b>+33.5%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>215</b>	<b>369,5</b>	<b>+71,9%</b>	
Chi phí tài chính	44,6	48,2	+9,5%	
Chi phí lãi vay	44	46,1	+4,8%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	31,8	71,6	+125,2%	Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh do công ty phải trích lập dự phòng khoản nợ phải thu của Ngân hàng Phát triển Việt Nam về tiền hỗ trợ lãi suất đã quá nợ 2 năm 23,8 tỷ đồng.
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh	121,5	131,1	+7,9%	
Lợi nhuận trước thuế	139,7	252,1	+80,5%	
Thuế TNDN	8	14,8	+85%	Công ty đang được hưởng thuế suất TNDN ưu đãi là 5% từ hoạt động sản xuất điện năng và thuế suất từ hoạt động khác là 20%.
<b>Lợi nhuận sau thuế hợp nhất</b>	<b>131,8</b>	<b>237,4</b>	<b>+80,1%</b>	

Nguồn: VCP, FPTs Research

### KẾ HOẠCH PHÂN PHỐI LỢI NHUẬN CỦA VCP

Năm	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	2.300	2.300	1.500	2.200	3.500	3.000
Tỷ lệ trả cổ tức/ Lợi nhuận sau thuế	67,9%	87,6%	94,5%	73,8%	83,3%	70%

Nguồn: VCP, FPTs Research

Tình hình chi trả cổ tức của VCP đều đặn bằng tiền. Công ty luôn dành 70-80% lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông và vượt kế hoạch chi trả cổ tức đề ra. Đây là điểm hấp dẫn của VCP đối với các nhà đầu tư ưu thích cổ tức.

**III. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019 CỦA CÔNG TY MẸ**

Tỷ đồng	Thực hiện 2018	Kế hoạch 2019	%
Doanh thu *	658,6	610,2	<b>-7,3%</b>
Tổng chi phí	404,3	347,8	<b>-14%</b>
Lợi nhuận trước thuế	252,1	262,4	<b>+4,1%</b>
Lợi nhuận sau thuế	237,4	247,8	<b>+4,4%</b>

(\*) Doanh thu có bao gồm thuế tài nguyên và phí môi trường rừng

Nguồn: VCP, FPT'S Research

**Chúng tôi đánh giá VCP có khả năng hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đặt ra do:**

**Về doanh thu:**

✓ **Nhà máy thủy điện Cửa Đạt:**

- **Sản lượng điện:** Năm 2019, dự báo tình hình thủy văn không thuận lợi như năm 2018 do sự xuất hiện của hiện tượng El Nino gây hạn hán, ít mưa cùng tình hình sản xuất của VCP trong quá khứ, Chúng tôi ước tính sản lượng năm 2019 chỉ đạt khoảng 413 triệu kWh (-25% yoy) dựa trên sản lượng trung bình các năm.
- **Giá bán:** Chúng tôi ước tính giá bán điện bình quân năm 2019 không có sự thay đổi nhiều so với năm 2018 khoảng 968 đồng/kWh dựa trên lịch sử huy động điện trên thị trường cạnh tranh của EVN với giá huy động từ các nhà máy thủy điện năm El nino nắng nóng cao hơn năm Lanina mưa nhiều. Đồng thời NMTĐ Cửa Đạt có lợi thế với hồ điều tiết theo năm nên có thể tận dụng phát điện vào các khung giờ được huy động giá cao.
- ✓ **Nhà máy thủy điện Bái Thượng** tiếp tục vận hành ổn định với sản lượng điện trung bình năm 25 triệu KWh và doanh thu khoảng 25 tỷ đồng. Năm 2018 sản lượng điện 27,57 triệu KWh (vượt kế hoạch 110,72%), doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 31,4 tỷ đồng và 5,1 tỷ đồng, đưa về khoản thu nhập cho công ty mẹ là 8% giá trị vốn góp.
- ✓ **Nhà máy thủy điện Xuân Minh** do CTCP Vinaconex P&C làm Tổng thầu Xây lắp bắt đầu vận hành từ năm 2019 dự kiến đem lại sản lượng điện trung bình năm 66 triệu KWh và doanh thu khoảng 75 tỷ đồng. Sản lượng phát điện 3 tháng cuối năm 2018 đạt 12,8 triệu KWh, doanh thu đạt 16,5 tỷ đồng.

**Về lợi nhuận:**

- ✓ **Tổng chi phí ước tính ban lãnh đạo VCP đưa ra năm 2019 khoảng 347,8 tỷ đồng, giảm 14% yoy** chủ yếu do năm 2019 công ty không còn khoản trích lập dự phòng 23,8 tỷ và dư nợ vay của nhà máy thủy điện Cửa Đạt năm 2019 chỉ còn 66,4 tỷ giúp giảm chi phí lãi vay.
- ✓ **VCP đang được hưởng ưu đãi thuế suất TNDN** ưu đãi là 5%/năm từ hoạt động sản xuất điện năng và thuế suất từ hoạt động khác là 20%/năm.

**Phụ lục 1:**
**Thị trường điện:**

+ 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). 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:** được áp dụng cho các nhà máy điện có công suất trên 30 MW. Giá hợp đồng được quy đổi từ giá công suất và giá điện năng do hai bên thoả thuận nhưng không vượt quá khung giá cho nhà máy điện chuẩn do Bộ Công Thương ban hành. Sản lượng hợp đồng hàng năm được xác định trước khi bắt đầu năm vận hành theo kết quả tính toán tối ưu hệ thống điện của năm tiếp theo.

**Đối với VCP:**

+ Giá bán điện hợp đồng của VCP được đàm phán và ký kết với EVN.

+ Tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá hợp đồng là 80% và 20% sản lượng điện năng còn lại sẽ được thanh toán theo giá thị trường giao ngay.

**Phụ lục 2: Biểu giá chi phí tránh được**

Đơn vị (đồng/kWh)	Mùa khô				Mùa mưa		
	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Phần điện năng dư
Giá bán điện							
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
<b>Giá công suất (cho cả 3 miền)</b>	<b>2.306</b>						

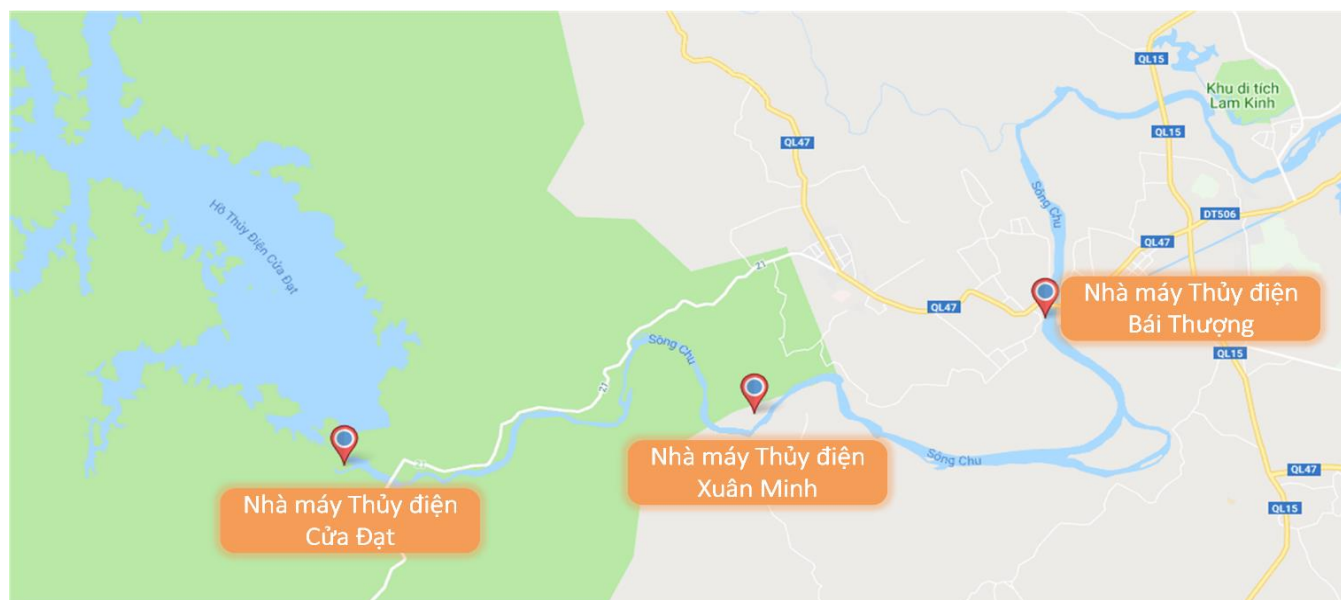
*Nguồn: Cục điều tiết điện lực Việt Nam*

**Phụ lục 3: Bảng so sánh P/E 1 số các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn tại ngày 25/03/2019:**

Mã cổ phiếu	Giá hiện tại (đ)	Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	P/E trailing
SJD	21.250	1.466,2	496,3	191	8,0
SHP	22.500	2.108,5	619,3	188,6	11,8
VSH	17.300	3.568,0	563,6	306,2	11,7
TMP	36.500	2.555,0	886,5	497,7	5,3
<b>Trung bình</b>					<b>9,1</b>
<b>VCP</b>	<b>37.000</b>	<b>2.109,0</b>	<b>512,5</b>	<b>237,4</b>	<b>8,9</b>

*Nguồn: VCP, FPTs Research*

**Phụ lục 4: Vị trí các nhà máy thủy điện:**





**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 và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu VCP nào.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.pts.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