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

Biến động giá cổ phiếu VPD và VNIndex



Thông tin giao dịch	14/9/2018
Giá hiện tại (VND)	16.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	17.300
Giá thấp nhấp 52 tuần (VND/cp)	13.300
Số lượng CP niêm yết (cp)	102.493.098
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	15.039
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0,05
Vốn hóa (tỷ VND)	1.640
EPS 4 quý gần nhất (VND/cp)	1.828
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%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2018

Sau 6 tháng đầu năm 2018, VPD đã đạt được doanh thu là 258,6 tỷ đồng (+15,3% yoy), đạt 45,4% kế hoạch và LNST là 52 tỷ đồng (+89% yoy), đạt 42,3% kế hoạch của cả năm.

Riêng quý 2/2018, doanh thu đạt 140,8 tỷ đồng (+14,29% yoy), LNST đạt 33,4 tỷ đồng (+63,7% yoy).

So với 6 tháng đầu năm 2017 thì kết quả kinh doanh của VPD tăng trưởng tốt, đặc biệt là lợi nhuận sau thuế tăng mạnh. Lý do chính là:

- ✓ Giá bán điện bình quân tăng 17% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ vào giá bán điện hợp đồng với EVN của nhà máy thủy điện Bắc Bình và Khe Bố tăng.
- ✓ Chi phí lãi vay giảm 13,7% yoy do VPD tăng trả nợ gốc vay.

Khuyến nghị: Chúng tôi đánh giá **TÍCH CỰC** đối với cổ phiếu VPD vì những luận điểm sau:

- ✓ **Giá bán điện hợp đồng của nhà máy thủy điện Bắc Bình và Khe Bố tăng lên nhờ đàm phán thành công với EVN.**

  + Từ 1/5/2017, Nhà máy thủy điện Khe Bố bán điện cho EVN với giá là 965,37 đồng/kWh (+35,43% so với năm 2016).

  + Từ 1/1/2018, Nhà máy thủy điện Bắc Bình được bán với giá điện là 905,39 đồng/kWh (+32% so với năm 2017).
- ✓ **Chi phí lãi vay giảm dần, tác động tích cực đến lợi nhuận sau thuế của VPD.**
- ✓ **Nhà máy thủy điện Khe Bố đang được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp cho đến năm 2023.** Hàng năm, thủy điện Khe Bố đóng góp hơn 70% doanh thu và lợi nhuận cho VPD, việc giảm thuế thu nhập doanh nghiệp của nhà máy giúp cho VPD tiết kiệm được hơn 35% thuế phải nộp.
- ✓ PE trailing là 8,7 lần đang ở mức hấp dẫn so với trung bình các doanh nghiệp niêm yết tương đồng (khoảng 11,9 lần).

Rủi ro đầu tư:

- ✓ **Sản lượng điện sản xuất phụ thuộc vào điều kiện thủy văn.** Hiện tượng La nina đạt đỉnh ở mức vừa phải vào cuối năm 2017 và đã kết thúc, theo dự báo khí hậu trong thời gian tới sẽ không còn mưa nhiều dẫn đến lượng nước về hồ cũng sẽ giảm và ảnh hưởng đến sản lượng điện của VPD trong các năm tiếp theo.
- ✓ Hoạt động của NMTĐ Khe Bố và Bắc Bình phụ thuộc vào quy trình vận hành, tích nước của các hồ thủy điện Bản Vẽ, Nậm Mô và Đại Ninh.
- ✓ **Khả năng thanh toán thấp trong khi áp lực nợ vay còn khá cao.**
- ✓ **Thanh khoản cổ phiếu tương đối thấp.** Khối lượng khớp lệnh bình quân 30 phiên khoảng hơn 15.000 cổ phiếu/phiên.

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.

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.

Công ty hiện sở hữu và vận hành 3 nhà máy thủy điện:

Nhà máy thủy điện	Năm vận hành	Địa điểm	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Hiệu suất sử dụng nước bình quân 4 năm (kWh/MW)	Hồ điều tiết
Nậm Má	Năm 1992	Hà Giang	5	3,2	3,2	
Khe Bố	Năm 2013	Nghệ An	3.310	100	4,4	Dưới 2 ngày
Bắc Bình	Năm 2009	Bình Thuận	572	33	4,4	Trên 1 tuần

- ✓ Năm 2002, Công ty được nhận chuyển nhượng nhà máy thủy điện Nậm Má từ Tỉnh Hà Giang với giá trị chuyển nhượng khoảng 5 tỷ đồng.
- ✓ Thủy điện Khe Bố có hồ chứa nằm trên Sông Cả được cấp nước từ hai nguồn là lượng nước xả từ hồ Bản Vẽ thuộc nhà máy thủy điện Bản Vẽ (chiếm khoảng 60%) và sông Nậm Mô (chiếm khoảng 40%).
- ✓ Thủy điện Bắc Bình có hồ chứa được cấp nước chủ yếu từ nguồn nước xả của hồ Đại Ninh thuộc nhà máy thủy điện Đại Ninh.

Hợp đồng mua bán điện với EVN

- ✓ **Nhà máy thủy điện Nậm Má được áp dụng hợp đồng mua bán điện theo Biểu giá chi phí tránh được:** Giá bán điện sẽ tính theo Biểu giá chi phí tránh được mà Cục điều tiết điện lực công bố hàng năm và tất cả sản lượng điện của nhà máy sẽ được EVN đảm bảo mua hết.
- ✓ **Nhà máy thủy điện Khe Bố và Bắc Bình bán điện cho EVN theo hợp đồng dạng sai khác**. Sản lượng điện được thanh toán theo giá hợp đồng sẽ do Cục điều tiết điện lực xác định, công bố hàng năm và dao động trong khoảng từ 60-95% AGO(1). Phần còn lại sẽ được thanh toán theo giá bán điện trên thị trường điện giao ngay.

Tình hình chi trả cổ tức

Năm	2013	2014	2015	2016	2017
Cổ tức bằng tiền (đồng/cp)	**500**	**500**	**500**	**500**	**1.000**
Cổ tức bằng cổ phiếu			**1000:25**		**100:4**

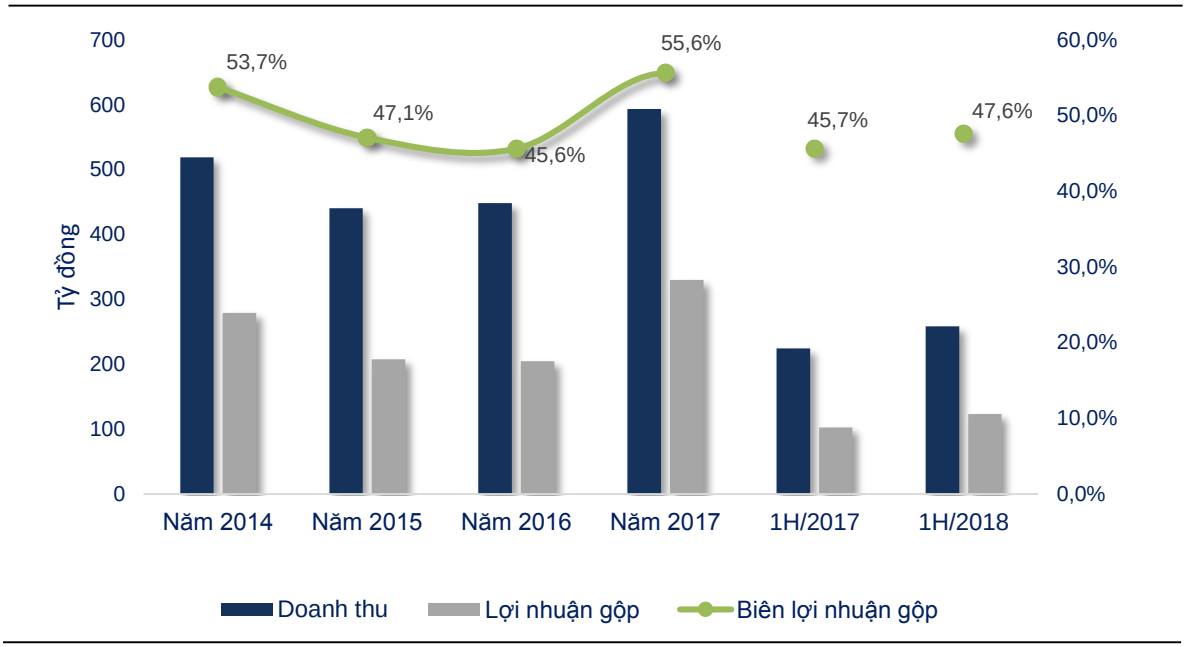
Nguồn: VPD, FPTS Research

VPD luôn dành trên 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.

AGO: là sản lượng điện do Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia tính toán và xác định, thường dao động trong khoảng 90-110% sản lượng điện bình quân nhiều năm của nhà máy điện.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA VPD

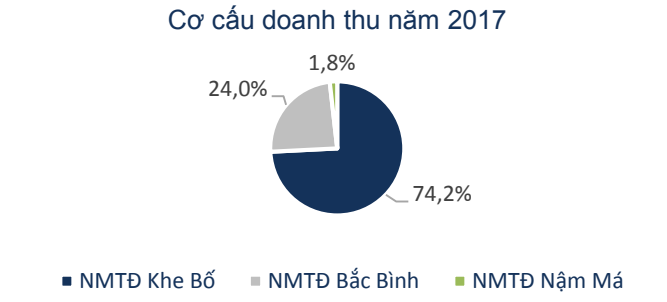
1. Kết quả kinh doanh của VPD qua các năm.

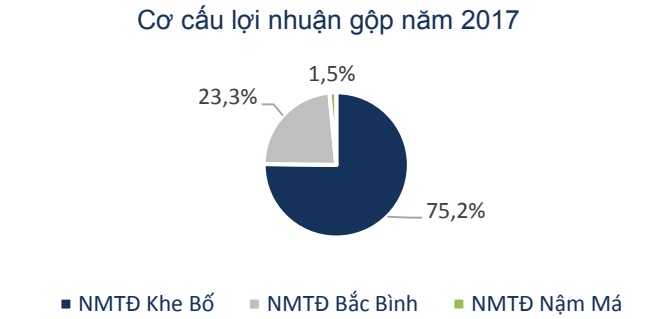


Nguồn: VPD, FPTS Research

Hoạt động kinh doanh của VPD phụ thuộc vào tình hình thủy văn. 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. 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).

2. Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của VPD.

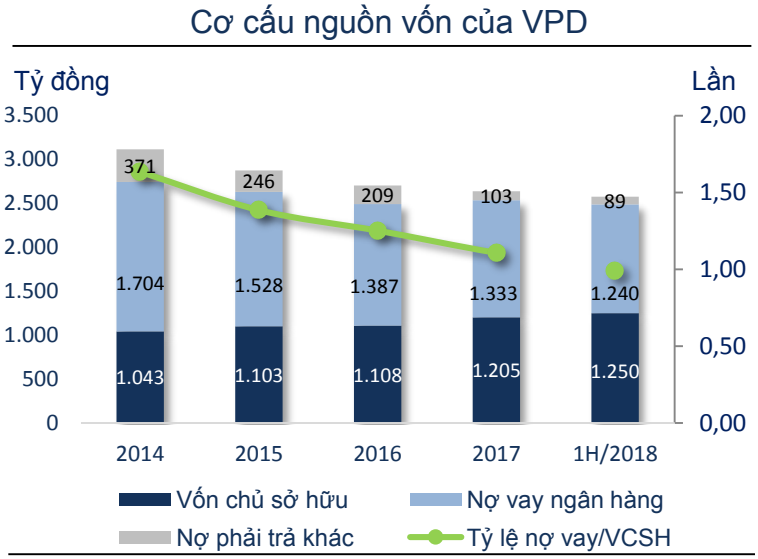




Nguồn: VPD, FPTS Research

Giá bán điện hợp đồng tăng sẽ tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của VPD. Nhà máy thủy điện Khe Bố và Bắc Bình mang lại trên 95% doanh thu và lợi nhuận cho công ty. Vì vậy, việc đàm phán thành công tăng giá bán điện hợp đồng với EVN của 2 nhà máy này sẽ tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của VPD trong những năm tới.

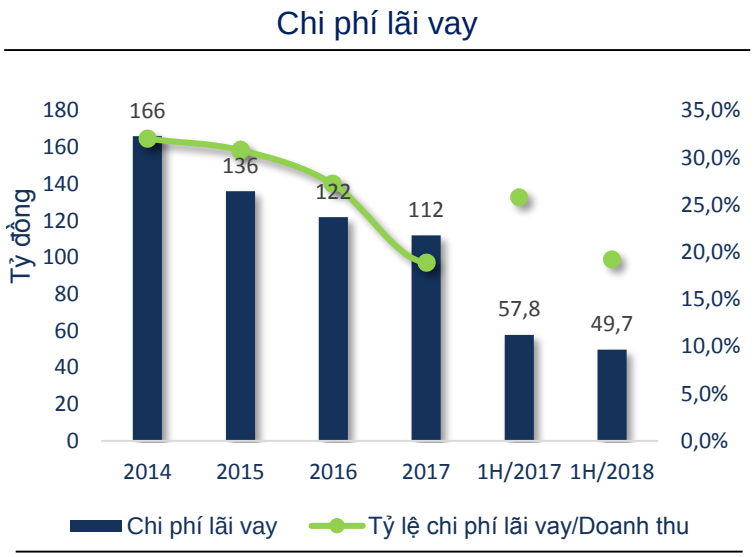
3. Cơ cấu nguồn vốn của VPD.



Nguồn: VPD, FPTS Research

Cơ cấu nguồn vốn của VPD đang dần được cải thiện. 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. Tuy nhiên cùng với nỗ lực chi trả nợ gốc vay và tăng vốn chủ sở hữu lên thì đến 30/6/2018, 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.

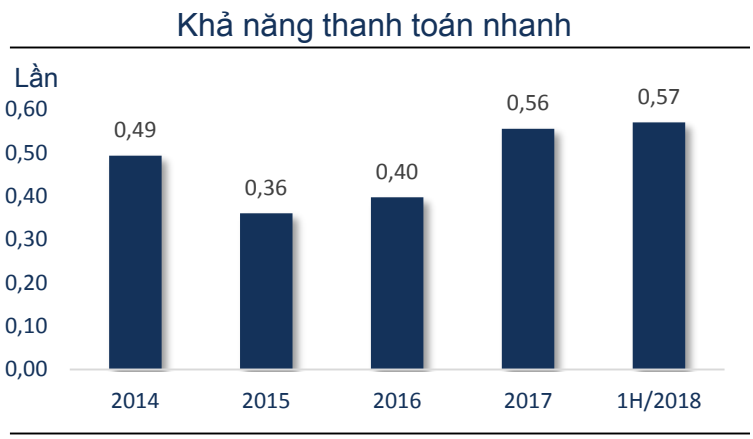
4. Chi phí lãi vay và tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu của VPD.



Nguồn: VPD, FPTS Research

Chi phí lãi vay giảm dần sẽ tác động tích cực đến lợi nhuận sau thuế của VPD. Nợ vay khá lớn khiến chi phí lãi vay hàng năm của VPD luôn ở mức cao. Năm 2014, tỷ lệ chi phí lãi vay trên doanh thu ở mức 32%, nhưng đến 1H/2018 thì tỷ lệ này chỉ còn 19% và chi phí lãi vay cũng giảm 13,7% so với cùng kỳ.

5. Khả năng thanh toán của VPD



Nguồn: VPD, FPTS Research

Khả năng thanh toán đang dần được cải thiện nhưng vẫn ở mức thấp. Từ năm 2015 đến nay, khả năng thanh toán của VPD đang tăng dần, tuy nhiên với áp lực thanh toán các khoản nợ vay đến hạn và khả năng thanh toán của VPD tương đối thấp thì đây là một rủi ro khá lớn đối với công ty.

6. Cập nhật kết quả kinh doanh 1H/2018.

Kết quả kinh doanh 1H/2018 của VPD tăng trưởng tốt với doanh thu tăng 15,3% yoy và lợi nhuận sau thuế tăng 89% yoy.

Tỷ VNĐ	1H/2017	1H/2018	%YoY	Nhận xét
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ:	**224,2**	**258,6**	**+15,3%**	Trong 6 tháng đầu năm 2018, doanh thu của VPD tăng trưởng là nhờ đóng góp từ NMTĐ Khe Bố với:
Nhà máy thủy điện Nậm Má	*4,6*	*4,5*	*-2,2%*	
Nhà máy thủy điện Bắc Bình	*62,7*	*59,8*	*-4,6%*	+ Sản lượng điện sản xuất tăng 11% yoy nhờ thời tiết thuận lợi, mưa nhiều tại khu vực Bắc Trung Bộ làm cho lượng nước về hồ Khe Bố tăng.
Nhà máy thủy điện Khe Bố	*156,9*	*194,3*	*+37,4%*	
Sản lượng điện (triệu kWh):	**230,3**	**227,1**	**-1,4%**	+ Giá bán điện hợp đồng của nhà máy với EVN tăng so với 6 tháng đầu năm 2017.
Nhà máy thủy điện Nậm Má	*4,1*	*3,8*	*-7,3%*	
Nhà máy thủy điện Bắc Bình	*72,1*	*52,2*	*-27,6%*	
Nhà máy thủy điện Khe Bố	*154,1*	*171,1*	*+11%*	
Lợi nhuận gộp	**102,5**	**123,1**	**+20,1%**	
Doanh thu tài chính	0,95	2,6	+174%	
Chi phí tài chính	57,8	49,8	-13,8%	
Chi phí lãi vay	*57,6*	*49,7*	*-13,7%*	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	11,9	14,5	+21,8%	
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh	33,8	61,5	+82%	
Lợi nhuận trước thuế	33,7	60,7	+80%	Do hưởng lợi từ giá bán điện bình quân tăng 17%, trong khi chi phí lãi vay giảm 13,7% dẫn đến lợi nhuận trước thuế tăng mạnh.
Lợi nhuận sau thuế	27,5	52	+89%	

Nguồn: VPD, FPTS Research

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

Năm 2018, VPD đặt kế hoạch doanh thu và LNST lần lượt là 569 tỷ đồng và 122,8 tỷ đồng giảm tương ứng là 4,7% và 24% so với thực hiện năm 2017.

Về dự báo kết quả kinh doanh năm 2018 của VPD, chúng tôi đánh giá dựa trên các yếu tố:

- **Giá bán điện bình quân tăng lên mức 1.090 đồng/kWh nhờ vào giá bán điện theo hợp đồng với EVN của thủy điện Khe Bố và thủy điện Bắc Bình tăng so với các năm trước.**
- **Sản lượng điện cả năm ước tính giảm 10% so với năm 2017**. Hiện tượng La nina gây mưa nhiều đã đạt đỉnh và kết thúc, chuyển sang pha trung tính ENSO. Tình hình thủy văn được dự báo là không còn thuận lợi như năm 2017. Lượng mưa các tháng cuối năm so với trung bình nhiều năm ở khu vực Bắc Bộ thấp hơn 15-20%, khu vực Trung Bộ thấp hơn từ 10-20% và khu vực Tây Nguyên và Nam Bộ thấp hơn 10-30%, nên lượng nước về hồ của 3 nhà máy sẽ giảm so với năm 2017.
- Chi phí lãi vay sẽ giảm khoảng 9% yoy do VPD tăng chi trả nợ gốc vay.

Ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2018 của VPD sẽ vượt kế hoạch, đạt lần lượt là 600,2 tỷ đồng (+0,6% yoy) và 172 tỷ đồng (+6% yoy), P/E forward là 9,3 lần đang ở mức hấp dẫn so với trung bình các doanh nghiệp niêm yết tương đồng.

Kết luận: Với những luận điểm đã đưa ra, chúng tôi đánh giá tích cực đối với cổ phiếu VPD trong trung và dài hạn.

Phụ lục:

Biểu giá chi phí tránh được sẽ do Bộ Công thương ban hành hàng năm và bắt buộc đối với các nhà máy thủy điện nhỏ (dưới 30 MW) có đủ điều kiện áp dụng biểu giá theo quy định tại Điều 7 Thông tư số 32/2014/TT-BCT và Điều 1 Thông tư số 06/2016/TT-BCT. Dưới đây là Biểu giá chi phí tránh được năm 2018 áp dụng từ ngày 1/1/2018 đến 31/12/2018.

Biểu giá chi phí tránh được năm 2018

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 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) (đ/kWh)	2.306						

Nguồn: Cục điều tiết điện lực Việt Nam

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích FPTS 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 cố phiếu này có thể được xem tạihttp://ezsearch.fpts.com.vnhoặc 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