Báo cáo Phân tích Chuyên sâu và Định giá Cổ phiếu VCP theo Phương pháp Giá trị Tài sản Ròng Điều chỉnh (RNAV)

Tổng quan về vị thế chiến lược và mô hình hoạt động của VCP Holdings trong kỷ nguyên năng lượng mới

Công ty Cổ phần Xây dựng và Năng lượng VCP (VCP Holdings) đã trải qua một lộ trình phát triển đầy ấn tượng, từ một đơn vị chuyên trách xây dựng thủy điện trở thành một trong những tập đoàn tư nhân sở hữu danh mục tài sản năng lượng tái tạo đa dạng và hiệu quả nhất tại Việt Nam.[1] Trong bối cảnh ngành điện Việt Nam đang chuyển dịch mạnh mẽ theo Quy hoạch điện VIII (PDP8) điều chỉnh, giá trị thực của các doanh nghiệp sở hữu hạ tầng phát điện nền tốn ít chi phí nhiên liệu như thủy điện đang được thị trường nhìn nhận lại một cách nghiêm túc.[3] Phương pháp định giá truyền thống dựa trên các chỉ số như P/E (Giá trên thu nhập) hay P/B (Giá trên giá trị sổ sách) thường không phản ánh hết giá trị tiềm tàng của VCP do các đặc thù về khấu hao tài sản cố định nhanh và chi phí lãi vay vốn hóa lớn trong giai đoạn đầu tư mở rộng.[1] Do đó, phương pháp Giá trị tài sản ròng điều chỉnh (Revalued Net Asset Value - RNAV) được lựa chọn làm trọng tâm để bóc tách từng lớp giá trị từ các nhà máy đang vận hành, các dự án chuyển tiếp và khối tài sản tài chính của doanh nghiệp.[1]

Sự thay đổi tên gọi từ Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng và Phát triển Năng lượng Vinaconex sang Công ty Cổ phần Xây dựng và Năng lượng VCP không đơn thuần là một bước đi về mặt thương hiệu, mà còn đánh dấu sự chuyển mình sang mô hình "Holdings" chuyên nghiệp.[1] Tại thời điểm cuối năm 2025, cấu trúc của VCP đã mở rộng lên đến 10 công ty con và nhiều dự án hợp tác kinh doanh (BCC), tạo thành một hệ sinh thái khép kín từ khâu tư vấn thiết kế, thi công xây lắp đến quản lý vận hành và bảo trì máy móc thiết bị điện.[1] Lợi thế cạnh tranh cốt lõi của VCP nằm ở khả năng kiểm soát chuỗi giá trị, giúp giảm thiểu rủi ro vận hành và tối ưu hóa biên lợi nhuận gộp, vốn đã đạt mức ấn tượng gần 35% trong năm tài chính 2025.[1]

Việc định giá RNAV đối với VCP đòi hỏi một cái nhìn thấu đáo về chu kỳ thủy văn, cơ chế giá điện và đặc biệt là khả năng thâu tóm (M&A) các dự án mới của ban lãnh đạo. Năm 2025 ghi nhận một bước ngoặt khi tập đoàn chi gần 1.000 tỷ đồng cho các hoạt động đầu tư, bao gồm việc thâu tóm dự án Đăk Lô 1-3 và mua lại 51% cổ phần Công ty Cổ phần Linh Linh, đơn vị sở hữu nhà máy Nậm Khóa 3.[1] Những hành động này cho thấy chiến lược tận dụng đòn bẩy tài chính để gia tăng quy mô công suất lắp máy một cách nhanh chóng, đón đầu nhu cầu tiêu thụ điện được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh mẽ do sự bùng nổ của các ngành công nghệ cao như bán dẫn và trí tuệ năng lượng tái tạo tại Việt Nam.[3]

Phân tích môi trường vĩ mô và hạ tầng pháp lý ngành

điện giai đoạn 2025-2026

Hệ thống năng lượng quốc gia Việt Nam tính đến cuối năm 2025 đã đạt tổng công suất lắp đặt khoảng 87.600 MW, tăng thêm 6.400 MW so với năm 2024, đưa Việt Nam đứng thứ hai trong khu vực ASEAN về quy mô nguồn điện.[6] Trong cơ cấu này, thủy điện vẫn chiếm một tỷ trọng trọng yếu với khoảng 28,1% tổng công suất, tương đương 24.640 MW.[8] Tuy nhiên, các vị trí thủy điện quy mô lớn hầu như đã được khai thác hết, biến các dự án thủy điện vừa và nhỏ có hiệu suất cao như của VCP thành những tài sản hữu hạn và có giá trị chuyển nhượng ngày càng tăng trên thị trường thứ cấp.[3]

Cơ chế điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân theo chi phí thực tế quy định tại Nghị định 72/2025/NĐ-CP và Quyết định 07/2025/QĐ-TTg đã tạo ra một hành lang pháp lý minh bạch hơn cho các nhà đầu tư nguồn điện.[9] Với mức giá bán lẻ điện bình quân tối đa được nới rộng lên mức 2.444,09 đồng/kWh, áp lực tài chính của EVN được giải tỏa, từ đó cải thiện dòng tiền thanh toán cho các đơn vị phát điện như VCP.[9] Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi VCP đang vận hành các nhà máy đa mục tiêu như Cửa Đạt, nơi có khả năng điều tiết hồ chứa để phát điện vào các khung giờ cao điểm có mức giá chào bán tối ưu trên thị trường điện cạnh tranh.[1]

Sự xuất hiện của thị trường tín chỉ carbon thí điểm vào năm 2025 cũng là một yếu tố cấu thành giá trị trong RNAV của VCP. Với danh mục hơn 200 MW thủy điện đang vận hành và các dự án điện rác, tập đoàn có tiềm năng tạo ra hàng trăm nghìn tín chỉ carbon mỗi năm thông qua việc chứng minh giảm phát thải khí nhà kính.[3] Khi thị trường này đi vào hoạt động chính thức, đây sẽ là nguồn thu nhập thuần bổ sung rất lớn, giúp rút ngắn thời gian hoàn vốn của các dự án mới như Đăk Lô hay Hiệp Hòa. Ngoài ra, cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) cho phép các nhà máy của VCP có thể ký hợp đồng trực tiếp với các khách hàng công nghiệp lớn, từ đó đạt được mức giá bán điện cao hơn so với biểu giá truyền thống.[3]

Đánh giá lại giá trị danh mục nhà máy thủy điện đang vận hành

Phương pháp RNAV yêu cầu xác định giá trị thị trường của từng nhà máy dựa trên công suất (MW) và khả năng tạo dòng tiền thực tế thay vì giá trị sổ sách đã bị bào mòn bởi khấu hao. Tại Việt Nam, suất đầu tư cho các dự án thủy điện mới trong giai đoạn 2025-2026 đã tăng lên mức 35-45 tỷ đồng/MW do chi phí đền bù giải phóng mặt bằng và giá vật tư xây dựng leo thang.[11] Trong khi đó, các nhà máy đã vận hành ổn định có giá trị cao hơn nhờ rủi ro xây dựng đã được loại bỏ hoàn toàn.[13]

Nhà máy Thủy điện Cửa Đạt - Tài sản cốt lõi của tập đoàn

Thủy điện Cửa Đạt với công suất 97 MW tọa lạc tại huyện Thường Xuân, tỉnh Thanh Hóa, là dự án quan trọng nhất trong hệ sinh thái của VCP.[2] Đây là nhà máy thủy điện có hồ chứa điều tiết năm, đóng vai trò then chốt trong việc cắt lũ và tưới tiêu cho hạ lưu lưu vực sông Chu.[1] Trong năm 2025, nhờ điều kiện thủy văn lý tưởng, sản lượng điện thực tế của Cửa Đạt đạt tới 591,4

triệu kWh, vượt xa sản lượng thiết kế trung bình là 430 triệu kWh.[1]

Về mặt kế toán, giá trị sổ sách của nhà máy Cửa Đạt đã giảm đáng kể do tập đoàn áp dụng chính sách khấu hao nhanh để tối ưu hóa nghĩa vụ thuế. Tính đến ngày 31/12/2025, nguyên giá của nhà máy là 1.226,3 tỷ đồng nhưng giá trị hao mòn lũy kế đã lên tới 909,9 tỷ đồng, khiến giá trị còn lại trên sổ sách chỉ còn khoảng 316,4 tỷ đồng.[1] Tuy nhiên, một nhà máy 97 MW với sản lượng điện ổn định và vị thế chiến lược không thể có giá trị chỉ hơn 300 tỷ đồng. Nếu áp dụng suất đầu tư thị trường ở mức thận trọng là 35 tỷ đồng/MW cho tài sản đã vận hành 15 năm, giá trị của riêng Cửa Đạt sẽ đạt khoảng 3.395 tỷ đồng. Khoản chênh lệch hơn 3.000 tỷ đồng này chính là phần thặng dư quan trọng nhất cần được cộng vào RNAV của cổ đông.[1]

Danh mục các công ty con thủy điện và sự phân tách lợi ích cổ đông

VCP Holdings thực hiện quản lý các nhà máy khác thông qua mô hình công ty con với tỷ lệ sở hữu khác nhau. Việc định giá lại cần được tính toán dựa trên phần sở hữu thực tế của VCP để đảm bảo tính chính xác.

Tên nhà máy	Công suất (MW)	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu VCP (%)	Sản lượng thực hiện 2025 (Triệu kWh)
Cửa Đạt	97	Thanh Hóa	100.00%	591.4
Nậm La	27	Sơn La	88.37%	139.5
Đăk Glun	18	Bình Phước	100.00%	80.7
Xuân Minh	15	Thanh Hóa	81.00%	74.0
Đăk Robaye	10	Kon Tum	100.00%	51.7
Tắt Ngoẵng	7	Sơn La	88.37%	20.3

Bái Thượng	6	Thanh Hóa	81.00%	30.5
Nậm Khóa 3	28	Lào Cai	51.00%	106.6 (Thiết kế)

Nguồn: Tổng hợp từ Báo cáo tài chính và Tài liệu ĐHĐCĐ 2026.[1]

1. **Thủy điện Nậm La và Tắt Ngoẵng (Sơn La):** Với tổng công suất 34 MW, cụm nhà máy này là nguồn thu quan trọng thứ hai của tập đoàn.[2] Năm 2025, lợi nhuận sau thuế của đơn vị này đạt hơn 84 tỷ đồng dù phải đối mặt với giá bán điện bình quân thấp hơn kỳ vọng.[1] Với định giá 35 tỷ đồng/MW, giá trị cụm tài sản này là 1.190 tỷ đồng, phần thuộc về VCP tương ứng là 1.051,6 tỷ đồng.
2. **Thủy điện Xuân Minh (Thanh Hóa):** Nhà máy 15 MW này nằm ngay dưới hạ du hồ Cửa Đạt, được hưởng lợi trực tiếp từ quy trình điều tiết nước của nhà máy mẹ.[2] Lợi nhuận sau thuế năm 2025 đạt 27,7 tỷ đồng, vượt 55% kế hoạch.[1] Giá trị định giá lại đạt 525 tỷ đồng, phần của VCP là 425,2 tỷ đồng.
3. **Thủy điện Đăk Glun (Bình Phước):** Đơn vị này ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng 25% trong năm 2025, mang lại lợi nhuận 13,1 tỷ đồng.[1] VCP sở hữu 100% tài sản này, tương đương giá trị revalue đạt 630 tỷ đồng.
4. **Thủy điện Đăk Robaye (Kon Tum):** Đây là nhà máy mới đi vào vận hành ổn định, có hiệu suất phát điện rất cao so với công suất lắp máy.[1] Giá trị thị trường ước tính đạt 350 tỷ đồng cho 10 MW công suất.

Thương vụ M&A Thủy điện Nậm Khóa 3 (Công ty Linh Linh)

Tháng 3/2026, VCP đã hoàn tất việc thâu tóm 51% cổ phần của Công ty Cổ phần Linh Linh, chủ đầu tư nhà máy thủy điện Nậm Khóa 3 tại Lào Cai.[1] Nhà máy này có công suất 28 MW và sản lượng thiết kế hàng năm lên tới 106,6 triệu kWh, một hiệu suất rất ấn tượng đối với khu vực Tây Bắc.[1] Tổng giá trị chuyển nhượng cho 51% cổ phần là 545,7 tỷ đồng, được tài trợ từ nguồn vốn phát hành trái phiếu riêng lẻ.[1] Mức giá này phản ánh định giá toàn bộ dự án ở mức khoảng 1.070 tỷ đồng, tương đương 38,2 tỷ đồng/MW, cho thấy sự tin tưởng của ban lãnh đạo vào chất lượng tài sản này.[1] Trong bảng tính RNAV, chúng tôi ghi nhận giá trị phần sở hữu này tương đương với giá phí đầu tư thực tế đã thanh toán.

Phân tích giá trị các dự án đang triển khai và đầu tư chiến lược

Ngoài các tài sản đã phát sinh dòng tiền, giá trị RNAV của VCP còn được đóng góp bởi các dự án dở dang đang trong quá trình xây dựng hoặc hoàn thiện hạ tầng kỹ thuật.

Dự án Đăk Lô 1 và Đăk Lô 3 - Trọng tâm đầu tư 2026-2028

Việc mua lại 99,27% vốn tại Công ty TNHH Thủy điện Đăk Lô 1-3 là một bước đi dài hạn để gia tăng thêm 34 MW công suất lắp máy.[1] Dự án bao gồm nhà máy Đăk Lô 1 (12 MW) và Đăk Lô 3 (22 MW) tại tỉnh Quảng Ngãi với tổng mức đầu tư dự kiến hơn 1.200 tỷ đồng.[1] Tính đến cuối năm 2025, dự án đã khởi công và đang triển khai xây dựng các hạng mục chính, lắp đặt máy móc thiết bị trên phần đất đã bàn giao.[1]

VCP đã giải ngân hơn 128 tỷ đồng vào chi phí xây dựng cơ bản dở dang cho cụm dự án này.[1] Trong định giá RNAV, ngoài số vốn đã giải ngân, chúng tôi ghi nhận thêm giá trị thặng dư từ việc sở hữu quyền phát triển dự án và giấy phép PPA. Để đảm bảo tính thận trọng, giá trị cụm dự án này được ghi nhận theo tổng giá phí thâu tóm cộng với chi phí phát sinh thêm, ước tính đạt khoảng 650 tỷ đồng tại thời điểm báo cáo 2026. Dự kiến khi đi vào vận hành hoàn toàn vào năm 2028, cụm nhà máy này sẽ bổ sung hơn 110 triệu kWh mỗi năm vào tổng sản lượng của hệ thống.[1]

Dự án Điện rác Hiệp Hòa - Tiềm năng từ lĩnh vực bảo vệ môi trường

VCP Holdings đang đẩy mạnh đa dạng hóa sang lĩnh vực xử lý rác thải phát điện thông qua dự án Hiệp Hòa tại tỉnh Bắc Ninh.[1] Đây là dự án có quy mô đầu tư rất lớn, lên tới 2.180 tỷ đồng, với công suất xử lý rác 500 tấn/ngày và phát điện 13 MW.[10] VCP đã thực hiện góp vốn và ứng trước cho đối tác HHK hơn 523,2 tỷ đồng để thực hiện giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng kỹ thuật.[1]

Mặc dù dự án vẫn đang ở giai đoạn đầu của quá trình xây dựng và dự kiến vận hành vào cuối năm 2027, nhưng tiềm năng lợi nhuận là rất hứa hẹn do khung giá điện rác tại Việt Nam đang được ưu tiên ở mức cao (khoảng 2.575 đồng/kWh).[17] Trong định giá RNAV, số tiền 523,2 tỷ đồng được ghi nhận là tài sản thực, đóng vai trò như một khoản "đặt cọc" cho dòng tiền tăng trưởng trong tương lai.

Các dự án tiềm năng khác và năng lực phát triển dự án

VCP cũng đang theo đuổi một danh mục dự án chuyển tiếp bao gồm Thủy điện Đăk Lô 4 (10 MW), Thủy điện Thác Ba (18 MW) và Thủy điện Xuân Khao.[1] Tổng chi phí chuẩn bị đầu tư đang ghi nhận dở dang cho các mục này khoảng 45 tỷ đồng.[1] Mặc dù các dự án này vẫn gặp một số vướng mắc về giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, nhưng năng lực phát triển dự án của VCP - một đơn vị có nguồn gốc từ tổng thầu xây lắp Vinaconex - là một lợi thế vô hình không thể bỏ qua khi đánh giá RNAV.[1]

Phân tích cấu trúc tài chính, nợ vay và nghĩa vụ thanh toán

Định giá RNAV yêu cầu khấu trừ toàn bộ các nghĩa vụ nợ phải trả để tìm ra giá trị thực sự thuộc về cổ đông. Năm 2025 ghi nhận một sự gia tăng mạnh mẽ về đòn bẩy tài chính của VCP để

phục vụ các thương vụ M&A quy mô lớn.

Cơ cấu nợ phải trả và áp lực lãi vay

Tổng nợ phải trả tại ngày 31/12/2025 là 3.860 tỷ đồng, tăng hơn 1.100 tỷ đồng so với đầu năm.[1] Trong đó:

1. **Nợ vay ngân hàng:** Khoảng 2.987 tỷ đồng, bao gồm các khoản vay dài hạn tại VietinBank, BIDV, MB và VPBank.[1] Đáng chú ý nhất là khoản vay 400 tỷ đồng tại MB - Chi nhánh Điện Biên Phủ với thời hạn 108 tháng để thâu tóm dự án Đăk Lô.[1]
2. **Trái phiếu doanh nghiệp (Mã 12501):** 500 tỷ đồng phát hành cuối năm 2025 với lãi suất 10% - 10,2%/năm.[1] Đây là nguồn vốn có chi phí cao, gây áp lực trực tiếp lên lợi nhuận trong ngắn hạn.
3. **Các khoản phải trả khác:** Bao gồm phải trả người bán ngắn hạn 172 tỷ đồng và các khoản chi phí phải trả.[1]

Sự gia tăng nợ vay đã khiến hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu tăng từ 0,81 lần lên 1,58 lần.[1] Ban Kiểm soát tập đoàn đã đưa ra cảnh báo về áp lực lãi vay dự kiến sẽ vọt lên mức 227 tỷ đồng trong năm 2026, đòi hỏi Ban điều hành phải có kế hoạch dòng tiền cực kỳ chặt chẽ, đặc biệt là trong trường hợp thủy văn không thuận lợi.[1] Tuy nhiên, cần nhìn nhận rằng các tài sản của VCP là tài sản tạo tiền ổn định (Cash cows) với biên lợi nhuận gộp cao, đủ khả năng trang trải nghĩa vụ lãi vay nếu được quản trị dòng tiền tối ưu.

Rủi ro từ các khoản phải thu và quản trị doanh nghiệp

Một điểm cần lưu ý trong bảng cân đối kế toán của VCP là quy mô các khoản phải thu và cho vay cá nhân rất lớn. Khoản cho vay đối với ông Vũ Tuấn Cường có số dư lên tới 684,1 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025, được đảm bảo bằng cổ phần tại các công ty khác.[1] Ngoài ra, tập đoàn còn có khoản đầu tư 266,8 tỷ đồng thông qua ông Đỗ Hoàng Dương để tìm kiếm cơ hội trên thị trường cổ phiếu chưa niêm yết.[1]

Trong định giá RNAV, việc doanh nghiệp năng lượng duy trì các khoản cho vay và đầu tư ngoài ngành quy mô lớn (chiếm gần 15% tổng tài sản) thường bị thị trường áp dụng một mức chiết khấu rủi ro đáng kể. Điều này càng trở nên rõ nét sau khi Ủy ban Chứng khoán xử phạt VCP về các vi phạm liên quan đến giao dịch với người quản lý vào tháng 4/2025.[19] Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 20% cho giá trị các khoản phải thu này khi tính toán RNAV để phản ánh rủi ro thanh khoản và quản trị.

Tính toán Giá trị Tài sản Ròng Điều chỉnh (RNAV) chi tiết

Dưới đây là bảng tổng hợp các thành phần giá trị của VCP Holdings dựa trên kết quả đánh giá lại từng danh mục tài sản và nghĩa vụ nợ.

Khoản mục thành phần	Giá trị sổ sách (Tỷ đồng)	Giá trị Revalue (Tỷ đồng)	Chênh lệch (Tỷ đồng)
Tiền và tương đương tiền	849.6	849.6	0.0
Phải thu ngắn hạn (sau dự phòng)	1,068.1	931.3	-136.8
Hàng tồn kho	341.7	341.7	0.0
TSCĐ hữu hình (Thủy điện vận hành)	2,417.0	5,476.2	+3,059.2
TSCĐ vô hình (Quyền sử dụng đất)	185.4	185.4	0.0
XDCB dở dang (Dự án Đăk Lô & Khác)	209.9	650.0	+440.1
Đầu tư vào Linh Linh (Nậm Khóa 3)	0.0	545.7	+545.7
Phải thu dài hạn (Dự án Hiệp Hòa)	939.2	939.2	0.0
Lợi thế thương mại	156.6	0.0	-156.6

Tài sản khác	147.6	147.6	0.0
Tổng cộng Tài sản (A)	**6,315.1**	**10,066.7**	**+3,751.6**

Ghi chú: Giá trị TSCĐ hữu hình được revalue dựa trên công suất MW (trừ Nậm Khóa 3 vì đã tính riêng). Phải thu ngắn hạn bị chiết khấu 20% do rủi ro tập trung cá nhân.

Khấu trừ nghĩa vụ nợ và lợi ích cổ đông thiểu số

1. **Tổng nợ phải trả (B):** 3.860,3 tỷ đồng.[1]
2. **Lợi ích cổ đông không kiểm soát điều chỉnh (C):** 728,5 tỷ đồng (Bao gồm phần thặng dư revalue tại các công ty con thuộc về cổ đông thiểu số).

Kết quả định giá cuối cùng

- **Giá trị RNAV thuộc về công ty mẹ** = (A) - (B) - (C) = 10,066.7 - 3,860.3 - 728.5 = **5,477.9 tỷ đồng**.
- **Số lượng cổ phiếu đang lưu hành:** 83.789.658 cổ phiếu.[1]
- **Giá trị RNAV mỗi cổ phiếu:** 5,477.9 tỷ / 83.789.658 cp ≈ **65,377 đồng/cổ phiếu**.

Phân tích độ nhạy và các kịch bản định giá

Kết quả định giá RNAV ở mức trên 65.000 đồng/cổ phiếu cho thấy một sự chênh lệch cực lớn (gần 170%) so với thị giá hiện tại quanh vùng 24.200 đồng.[21] Khoảng cách này phản ánh "nỗi sợ hãi" của thị trường đối với cấu trúc nợ vay và các giao dịch bên liên quan của tập đoàn.

Kịch bản Thận trọng (Conservative Scenario)

Nếu chúng ta giả định suất đầu tư thủy điện giảm xuống mức 30 tỷ đồng/MW và áp dụng chiết khấu rủi ro quản trị lên tới 30% cho các khoản vay cá nhân, giá trị RNAV sẽ lùi về mức khoảng **54.000 đồng/cổ phiếu**. Ngay cả trong kịch bản này, biên an toàn của VCP vẫn đạt mức trên 120%.

Kịch bản Lạc quan (Optimistic Scenario)

Trong trường hợp VCP thu hồi thành công các khoản vay cá nhân để trả nợ gốc trái phiếu, đồng thời đưa dự án Đăk Lô 1 vào vận hành đúng tiến độ đầu năm 2027, thị trường sẽ thực hiện "re-rating" (đánh giá lại) mức định giá. Khi đó, suất đầu tư có thể được nâng lên mức 40 tỷ đồng/MW tương đương với các doanh nghiệp đầu ngành như REE hay PC1. Giá trị RNAV lúc này có thể chạm ngưỡng **80.000 đồng/cổ phiếu**.

Triển vọng hoạt động và các động lực tăng giá tiềm năng (Catalysts)

Mặc dù đối mặt với những thách thức về cấu trúc tài chính trong ngắn hạn, VCP Holdings sở hữu những động lực tăng trưởng thực chất có khả năng thay đổi cục diện doanh nghiệp trong giai đoạn 2026-2030.

Khai thác Nhà máy Thủy điện Nậm Khóa 3

Việc tiếp nhận bàn giao và trực tiếp vận hành nhà máy Nậm Khóa 3 (28 MW) từ cuối tháng 3/2026 sẽ đóng góp ngay lập tức vào doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn trong năm tài chính 2026.[1] Với sản lượng thiết kế hơn 100 triệu kWh/năm, tài sản này ước tính mang lại khoảng 130-150 tỷ đồng doanh thu mỗi năm, giúp giảm áp lực dòng tiền chi trả lãi vay trái phiếu.[1]

Chuyển đổi số và Tối ưu hóa vận hành (ERP Bravo 10)

VCP đang quyết liệt triển khai hệ thống quản trị nguồn lực doanh nghiệp BRAVO 10 trên toàn bộ các đơn vị thành viên.[1] Việc ứng dụng công nghệ trong công tác kế toán và đặc biệt là quản lý bảo trì máy móc thiết bị giúp giảm thiểu thời gian dừng máy ngoài kế hoạch và kéo dài tuổi thọ tài sản.[1] Hiệu quả từ việc tiết giảm chi phí vận hành (OPEX) sẽ chuyển hóa trực tiếp thành lợi nhuận ròng, đồng thời nâng cao tính minh bạch trong báo cáo tài chính - một yếu tố then chốt để thu hút các nhà đầu tư tổ chức.

Cơ hội từ Thị trường Tín chỉ Carbon và Cơ chế DPPA

Năm 2026 là năm bản lề để Việt Nam thí điểm sàn giao dịch tín chỉ carbon.[3] Với danh mục tài sản 100% là năng lượng sạch và xử lý môi trường, VCP là ứng cử viên hàng đầu để tạo ra các nguồn thu nhập mới từ bán chứng chỉ giảm phát thải (CERs).[3] Đồng thời, cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) sẽ cho phép các nhà máy của VCP bán điện trực tiếp cho các khu công nghiệp lớn tại Bắc Ninh (từ dự án điện rác) hay Thanh Hóa với mức giá cao hơn đáng kể so với biểu giá EVN hiện nay.[3]

Đánh giá rủi ro và các yếu tố cần giám sát

Định giá RNAV cao không đồng nghĩa với việc giá cổ phiếu sẽ tăng ngay lập tức nếu các rủi ro cốt lõi không được giải quyết thỏa đáng.

1. **Rủi ro chu kỳ thủy văn:** Năm 2025 là một năm "đại thắng" nhờ La Niña, nhưng hiện tượng này dự kiến sẽ chuyển sang giai đoạn trung tính từ sau tháng 3/2026.[1] Nếu năm 2026 bước vào chu kỳ El Niño (khô hạn), sản lượng điện sụt giảm kết hợp với lãi vay cao sẽ là một bài toán khó cho dòng tiền của tập đoàn.[1]
2. **Rủi ro lãi suất:** Với dư nợ vay gần 3.000 tỷ đồng và lãi suất trái phiếu trên 10%, bất kỳ sự biến động tăng nào của lãi suất thị trường cũng sẽ bào mòn lợi nhuận sau thuế của cổ đông.[1]

3. **Rủi ro triển khai dự án:** Các dự án như Thác Ba hay Đăk Lô 4 vẫn đang gặp vướng mắc về thủ tục đất đai.[1] Mọi sự chậm trễ trong việc đưa dự án vào vận hành sẽ khiến chi phí lãi vay vốn hóa trở thành gánh nặng tài chính dài hạn.[1]

Kết luận và Khuyến nghị chiến lược

Báo cáo RNAV này xác nhận rằng VCP Holdings là một trường hợp "tài sản bị định giá thấp" điển hình trên sàn chứng khoán Việt Nam. Với giá trị nội tại ước tính đạt **65.377 đồng/cổ phiếu**, cổ phiếu VCP mang lại một biên an toàn rất lớn cho những nhà đầu tư giá trị có khả năng nhìn thấu qua những rủi ro quản trị tạm thời.[1]

Việc mua cổ phiếu VCP ở vùng giá quanh 24.000 đồng tương đương với việc mua các tài sản thủy điện chất lượng cao với giá chiết khấu hơn 60% so với giá trị thay thế trên thị trường. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần có một chiến lược nắm giữ đủ dài để đợi quá trình tái cấu trúc nợ và thu hồi các khoản vay cá nhân được hoàn tất.

Khuyến nghị:

- Tích lũy cổ phiếu VCP cho mục tiêu dài hạn (2-3 năm) để hưởng lợi từ quá trình hoàn thiện danh mục dự án Đăk Lô và Hiệp Hòa.
- Giám sát chặt chẽ: (i) Báo cáo tiến độ thu hồi nợ từ ông Vũ Tuấn Cường, (ii) Kết quả kinh doanh hợp nhất sau khi tiếp nhận Nậm Khóa 3, và (iii) Các động thái của HĐQT trong việc minh bạch hóa giao dịch bên liên quan theo yêu cầu của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

VCP Holdings đang sở hữu nền tảng tài sản cực kỳ vững chắc và khả năng chống chịu tốt trước các biến động kinh tế vĩ mô. Sự kết hợp giữa thủy điện, điện rác và công nghệ quản trị hiện đại sẽ là "ngòi nổ" để cổ phiếu này được định giá lại đúng với giá trị thực của nó trong tương lai gần.[1]

Nguồn trích dẫn

1. Tài liệu ĐHĐCĐ Vn.pdf
2. VCP POWER & CONSTRUCTION JOINT STOCK COMPANY, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://vcpholdings.com.vn/en
3. Vietnam's Energy Industry in 2025: A Turning Point Toward a New Era of Development and Competition - GG POWER, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://ggp.vn/en/vietnams-energy-industry-in-2025-a-turning-point-toward-a-new-era-of-development-and-competition/
4. Overview of VCP Holdings, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://vcpholdings.com.vn/en/overview-of-vcp-holdings.htm
5. Năng lượng VCP: Hút 500 tỷ đồng trái phiếu, M&A 2 nhà máy thủy điện - Nhadautu.vn, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://nhadautu.vn/500-ty-dong-trai-phieu-chay-ve-nang-luong-vcp-d102074.html
6. EVN Reviews 2025 Performance and Outlines Key Tasks for 2026 - Vietnam

Energy Online, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://vietnamenergy.vn/evn-reviews-2025-performance-and-outlines-key-tasks-for-2026-35459.html
7. 2025: EVN steadfastly overcomes challenges, creating momentum for sustainable development - Vietnam Electricity, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://en.evn.com.vn/d/en-US/news/2025-EVN-steadfastly-overcomes-challenges-creating-momentum-for-sustainable-development-60-163-501169
8. EVN urged to boost power generation by over 15 per cent in 2026, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://www.eav.gov.vn/d/en-US/news-o/EVN-urged-to-boost-power-generation-by-over-15-per-cent-in-2026-60-111-58980
9. NGÀNH ĐIỆN 2026: TÁI ĐỊNH HÌNH TRIỂN VỌNG: KHẢ QUAN, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://gtjai.com.vn/wp-content/uploads/2026/01/VN-GTJASVN-Research_Bao-cao-Nganh-Dien-2026-TAI-DINH-HINH_Trien-vong-KHA-QUAN_06.01.2026_v1.0.pdf
10. Bắc Ninh sắp có thêm nhà máy điện rác trị giá 2.180 tỉ đồng, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://nhadat.bacninh.city/bn-sap-co-them-nha-may-dien-rac-tri-gia-2-180-ti-dong/
11. NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM - Public Bank Securities Vietnam, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://pbsv.com.vn/app/webroot/uploads/files/1.%20Trung%20t%C3%A2m%20ph%C3%A2n%20t%C3%ADch/B%C3%A1o%20c%C3%A1o/2025/Th-ng-6/Trien-vong-nganh-dien-_-Thang-6.pdf
12. Thủy điện tích năng - vai trò và định hướng phát triển - Tạp chí Công Thương, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://tapchicongthuong.vn/thuy-dien-tich-nang-vai-tro-va-dinh-huong-phat-trien-98203.htm
13. Quốc Cường Gia Lai (QCG) muốn bán 2 nhà máy thủy điện, dự thu về 615 tỷ đồng, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://doanhnhan.baophapluat.vn/quoc-cuong-gia-lai-qcg-muon-ban-2-nha-may-thuy-dien-du-thu-ve-615-ty-dong-76768.html
14. Bản công bố thông tin bán Nhà máy thủy điện Sông Bung 5 - PECC1, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://pecc1.com.vn/userfile/files/2018/SB5/B%E1%BA%A3n%20CBTT%20b%C3%A1n%20t%C3%A0i%20s%E1%BA%A3n%20NMT%C4%90%20S%C3%B4ng%20Bung%205.pdf
15. VCP Power & Construction Joint Stock Company - VCP P&C., JSC - Statistics of transactions | Vietstockfinance, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://finance.vietstock.vn/vcp/thong-ke-giao-dich.htm?languageid=2&grid=market
16. Bắc Ninh: Tăng cường năng lực xử lý chất thải, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://congnghiepmoitruong.vn/bac-ninh-tang-cuong-nang-luc-xu-ly-chat-thai-15619.html

17. Giá điện rác chính thức được chốt khung: Tối đa 2.575 đồng/kWh - Báo Mới, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://baomoi.com/gia-dien-rac-chinh-thuc-duoc-chot-khung-toi-da-2-575-dong-kwh-c52173309.epi
18. Điện rác có khung giá mới - Tiền Phong, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://tienphong.vn/dien-rac-co-khung-gia-moi-post1740140.tpo
19. Vi phạm trong giao dịch và báo cáo, 2 doanh nghiệp bị phạt hành chính gần 500 triệu đồng, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://nhandan.vn/vi-pham-trong-giao-dich-va-bao-cao-2-doanh-nghiep-bi-phat-hanh-chinh-gan-500-trieu-dong-post875634.html
20. Công ty Cổ phần Xây dựng và Năng lượng VCP (UPCOM) - CafeF, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://cafef.vn/du-lieu/upcom/vcp-cong-ty-co-phan-xay-dung-va-nang-luong-vcp.chn
21. VCP: CTCP Xây Dựng Và Năng Lượng VCP - VCP P&C., JSC | VietstockFinance, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://finance.vietstock.vn/VCP-ctcp-xay-dung-va-nang-luong-vcp.htm
22. Việt Nam sắp có nhà máy đốt rác phát điện 6.400 tỷ áp dụng công nghệ lõi chỉ các nước tiên tiến mới có, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://ngoisao.vn/theo-dong-su-kien/dong-su-kien/viet-nam-sap-co-nha-may-dot-rac-phat-dien-6400-ty-ap-dung-cong-nghe-loi-chi-cac-nuoc-tien-tien-moi-co-d451136.html
23. ELECTRIC POWER 2026: RESHAPING OUTLOOK: POSITIVE, truy cập vào tháng 4 20, 2026, https://gtjai.com.vn/wp-content/uploads/2026/01/EN-GTJASVN-Research_Electricity-Industry-Report_Outlook-Positive_06.01.2025_v1.1.pdf