



POWER

Triển vọng 2025 : Thời điểm thuận lợi

“Trong 2025, tiêu thụ điện cả nước dự kiến duy trì mức tăng trưởng 11% n/n, với thủy điện & nhiệt điện khí là điểm sáng của ngành. Động lực chủ yếu nhờ kỳ vọng từ chu kỳ La-Niña kéo dài, tác động tích cực đến thủy văn. Thêm vào đó, việc EVN tăng hệ số alpha trong sản lượng hợp đồng của các nhà máy nhiệt điện lên 80%, cùng với dự báo giá khí tăng chậm hơn giá bán SMP, tất cả những điều này sẽ hỗ trợ tích cực hoạt động kinh doanh của các nhà máy điện khí ... ”



NỘI DUNG

I.	Tóm tắt sơ lược	2
II.	2024 - Nhu cầu tiêu thụ điện duy trì tăng trưởng tích cực	4
	1. Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng khả quan	5
	2. Than hưởng lợi đáng kể, thủy điện tăng trưởng ổn định	6
III.	2025 – Tiêu thụ điện dự báo tiếp tục tăng	11
	1. Dự báo cung và cầu 2025F	11
	2. Điểm sáng 2025 – Thủy điện và điện khí	13
IV.	Rủi ro cần xem xét	18
V.	Phân tích công ty	19
	Nhiệt điện than Quảng Ninh (QTP)	20
	CTCP Cơ điện lạnh (REE)	22
	Petro Việt Nam (POW)	24
	Nhơn Trạch 2 (NT2)	27

Báo cáo này nói về điều gì?

- Sản lượng điện dự báo tăng 11% vào năm 2025F,
- Năng lượng tái tạo dự kiến sẽ tăng 8% n/n về sản lượng,
- Điểm sáng 2025 – Thủy điện và nhiệt điện khí

I. Tóm tắt sơ lược

2024 - Nhu cầu tiêu thụ điện duy trì tăng trưởng tích cực

Theo dữ liệu từ EVN, tổng tiêu thụ điện cả nước trong 2024 tăng trưởng +10% n/n, đạt 309 tỷ kWh. Cụ thể: Sản lượng nhiệt điện than tăng mạnh 18% n/n, được thúc đẩy bởi ảnh hưởng của chu kỳ El-Niño trong nửa đầu năm 2024. Trong khi đó, thủy điện ghi nhận mức tăng 10% n/n nhờ sự trở lại của pha Trung tính vào nửa cuối năm 2024. Ngoài ra, năng lượng tái tạo đạt 40 tỷ kWh, tăng 7% n/n, nhờ tăng trưởng của cả điện gió (+10% n/n) và điện mặt trời (+6% n/n). Ngược lại, sản lượng điện khí ghi nhận giảm 23% n/n.

Điểm sáng 2025 – Thủy điện và điện khí

EVN ước tính sản lượng điện năm 2025 dự báo sẽ đạt 344.7 tỷ kWh (+11% n/n), dựa trên mức tăng trưởng GDP dự kiến khoảng 7.5% vào năm 2025F.

Tiêu thụ điện cả nước tiếp tục xu hướng tăng

- Theo kế hoạch năm 2025 của EVN, sản lượng thủy điện dự báo đạt 87 tỷ kWh (-2% n/n). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với xác suất 50% chu kỳ La-Niña sẽ xảy ra và dự kiến kéo dài đến nửa cuối năm 2025, dẫn đến, sản lượng nhóm thủy điện có thể đạt 96 tỷ kWh (+8% n/n). Hệ số công suất (CF) dự kiến tăng mạnh lên 45% vào năm 2025F (+2 đpt n/n), được hỗ trợ bởi: (1) Khả năng La-Niña kéo dài đến 2H25F; (2) Dữ liệu lịch sử cho thấy trong giai đoạn chuyển từ El-Niño sang La-Niña, hệ số công suất của các nhà máy thủy điện thường cải thiện khoảng 1-2%.
- Sản lượng điện than được dự báo tăng 15% n/n (kế hoạch sản lượng của EVN: +14% n/n), được thúc đẩy bởi mức tăng 11% trong nhu cầu tiêu thụ điện cả nước năm 2025F và việc bổ sung 660MW từ tổ máy số 01 của nhiệt điện Vũng Áng II. Điều này dẫn đến hệ số CF của điện than dự kiến tăng lên 64%, +7 đpt n/n.
- Sản lượng từ các nguồn năng lượng tái tạo (NLTT) ước tính tăng 8% n/n, với hệ số CF dự báo đạt 20% (+1 đpt n/n), được hỗ trợ bởi: (a) Tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước (b) công suất bổ sung từ các dự án điện gió chuyển tiếp và các hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) trong năm 2025F.
- Ngoài ra, kế hoạch sản lượng của EVN dự kiến các nhà máy điện khí tăng lên 24% n/n. Tuy nhiên, theo quan điểm

của chúng tôi, sản lượng điện khí được ước tính giảm 9% n/n trong năm 2025F, với CF giảm xuống còn 29% (-5 đpt n/n). Nguyên nhân chủ yếu đến từ: (c) sự mở rộng công suất năng lượng tái tạo trong hệ thống, giảm sự phụ thuộc vào các nguồn năng lượng chi phí cao như điện khí; (d) sản lượng điện khí dự kiến giảm một phần do các nhà máy BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 hết hợp đồng.

Ngược lại, giá khí tự nhiên có thể tiếp tục duy trì ở mức cao, trái ngược với giá FO được kỳ vọng giảm khoảng 8% trong năm 2025F, theo dữ liệu từ Bloomberg. Hơn nữa, nguồn cung khí nội địa đang giảm dần, dẫn đến nhu cầu huy động các nguồn khí có chi phí cao hơn như Sao Vàng - Đại Nguyệt. Cả hai yếu tố này có thể tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà máy điện khí trong năm 2025F.

Sự biến động có thể là do tình hình thủy văn thay đổi và các chính sách mới

Động lực để cải thiện hoạt động của các nhà máy thủy điện chủ yếu dựa trên khả năng El-Niño suy giảm. Tuy nhiên, dự báo thời tiết luôn là một bài toán khó, ngay cả trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2025-26F, việc thúc đẩy hoạt động của các dự án điện gió và các hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) phụ thuộc rất lớn vào quan điểm của Chính phủ và Bộ Công Thương (MOIT) trong việc hoàn thiện các chính sách hỗ trợ phát triển các nguồn điện.

Thúc đẩy hoạt động của các dự án và DPPA phụ thuộc rất lớn vào quan điểm của chính phủ và BCT

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị & GMT			Lợi nhuận & Định giá										
			DT	LNHD	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBITDA	
Công ty			(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	Khuyến nghị	MUA	2022A	10,417	1,081	764	1,405	13,694	12.4	9.0	11.1	1.3	6.3
	GMT	18,900	2023A	12,058	817	612	1,125	11,761	10.7	7.9	10.9	1.3	9.7
	Thị giá	13,800	2024E	11,828	921	720	1,323	11,620	13.7	10.2	9.0	1.2	8.1
	Vốn hoá	7,065	2025F	12,132	973	785	1,439	11,360	15.1	11.7	8.3	1.3	7.7
	(tỷ đồng)		2026F	11,244	1,036	888	1,632	11,093	17.6	13.7	7.3	1.3	7.1
CTCP Cơ điện lạnh REE (REE)	Khuyến nghị	N/A	2022A	9,372	3,663	3,515	7,527	43,507	18.7	10.7	11.1	1.3	10.3
	GMT	N/A	2023A	8,570	2,954	2,787	5,322	42,269	13.3	8.1	8.3	1.3	11.3
	Thị giá	65,500	2024E	8,604	2,315	2,369	5,011	39,488	13.2	6.9	13.4	1.7	17.4
	Vốn hoá	32,759	2025F	9,685	2,394	2,158	4,988	42,205	12.3	6.9	13.5	1.6	16.4
	(tỷ đồng)		2026F	9,047	3,046	2,927	6,191	45,529	14.2	8.5	10.8	1.5	13.2
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	28,224	2,859	2,553	824	13,031	7.0	4.6	11.1	1.3	9.4
	GMT	15,100	2023A	27,945	1,404	1,329	430	13,430	3.5	2.1	19.8	0.8	22.0
	Thị giá	15,100	2024E	29,965	1,572	1,357	542	13,972	4.2	1.6	21.3	0.9	22.8
	Vốn hoá	26,346	2025F	35,555	1,566	1,206	336	14,308	2.5	0.8	34.4	0.9	41.6
	(tỷ đồng)		2026F	47,046	(657)	(908)	(363)	13,945	(2.7)	(0.8)	(31.9)	0.9	(54.4)
CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	8,788	1,082	883	2,961	16,027	20.0	12.6	11	1.3	8
	GMT	19,900	2023A	6,386	510	473	1,586	15,062	10.6	6.0	15	1.6	14
	Thị giá	21,950	2024E	6,073	22	87	291	13,853	2.1	1.0	65	1.4	2,112
	Vốn hoá	7,053	2025F	5,942	52	71	446	12,799	3.5	1.7	43	1.5	142
	(tỷ đồng)		2026F	5,349	(74)	30	100	11,398	0.9	0.4	191	1.7	(49)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Bảng 2. Kết quả kinh doanh 2025F

(Tỷ đồng, %, %p)

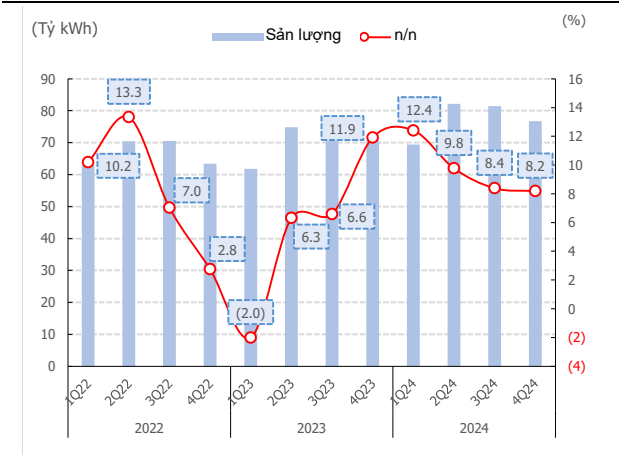
	Doanh thu		LNST	
	2025F	yoy	2025F	yoy
QTP	12,132	3	785	10
REE	9,685	12	2,158	19
POW	35,555	18	1,206	(31)
NT2	5,942	(2)	71	19
KIS coverage list	63,314	13	4,220	(3)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

II. 2024 - Nhu cầu tiêu thụ điện duy trì tăng trưởng tích cực

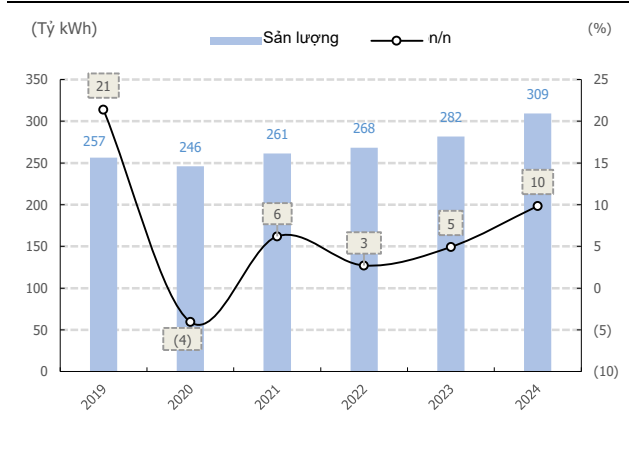
1. Nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng khả quan

Biểu đồ 1. Xu hướng phục hồi trong 2023 và tiếp tục tăng trưởng trong các quý tiếp theo



Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 2. Sản lượng điện sản xuất trong 2024 tăng trưởng khả quan, +10% n/n

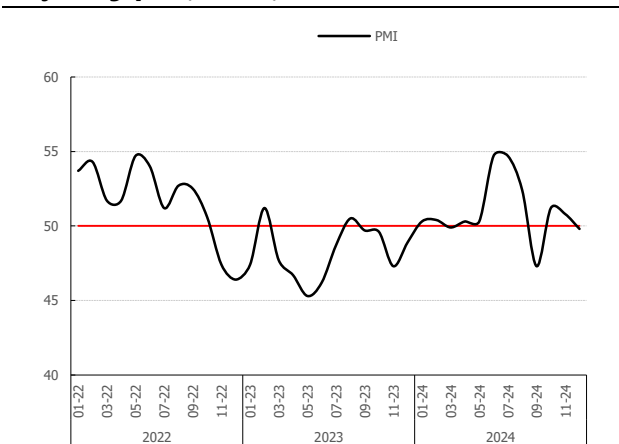


Nguồn: EVN, KIS Research

Tiêu thụ điện cả nước duy trì tăng trưởng 10% n/n, đạt 309 tỷ kWh

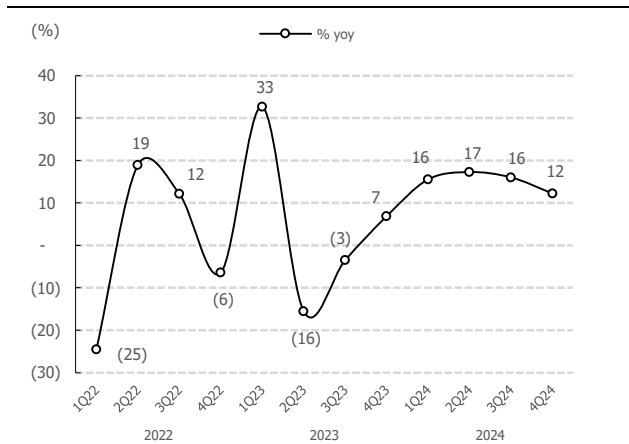
Dữ liệu EVN cho thấy, xu hướng phục hồi sản lượng điện cả nước bắt đầu từ 2Q23 và tiếp tục cải thiện trong các quý tiếp theo 2023-24 (biểu đồ 1). Trong cả năm 2024, tiêu thụ điện cả nước ghi nhận 309 tỷ kWh, tăng 10% n/n (biểu đồ 2), đạt kế hoạch EVN đặt ra. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ (i) sự phục hồi kinh tế, thể hiện qua sự lạc quan hơn của chỉ số PMI và tổng giá trị xuất nhập khẩu trong năm (biểu đồ 3, 4). Ngoài ra, (ii) nhiệt độ trung bình ghi nhận cao hơn trong năm 2024 cũng góp phần làm tăng mức tiêu thụ điện (biểu đồ 5).

Biểu đồ 3. ... cùng với sự phục hồi của nền kinh tế, có thể thấy thông qua sự cải thiện của chỉ số PMI...



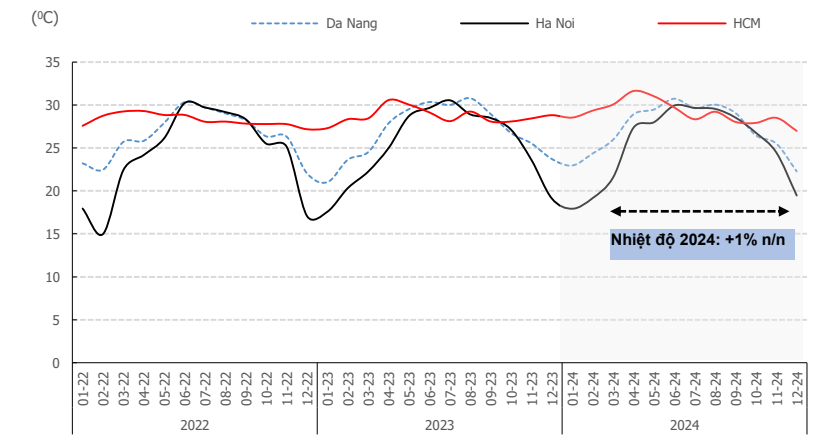
Nguồn: EVN, KIS Research
Note: PMI (Chỉ số nhà quản trị mua hàng)

Biểu đồ 4. ..và sự tăng trưởng của tổng giá trị xuất nhập khẩu trong 2024



Nguồn: Bộ Công Thương, KIS Research

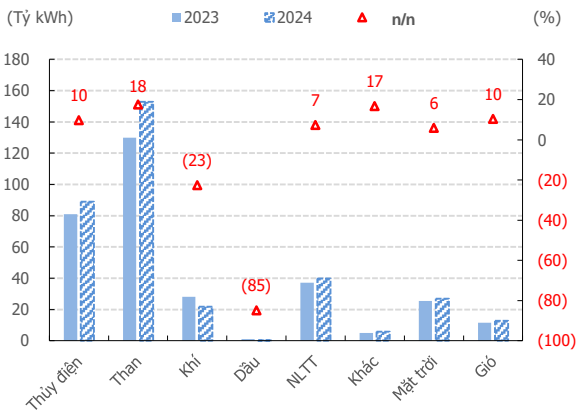
Biểu đồ 5. Quan sát có thể thấy, nhiệt độ bình quân các khu vực đều diễn biến cao hơn so với cùng kỳ năm 2023



Nguồn: Meteostat, KIS Research

2. Than hưởng lợi đáng kể, thủy điện tăng trưởng ổn định

Biểu đồ 6. Thủy điện, điện than và NLTT tăng trưởng khả quan trong 2024



Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 7. Hệ số công suất của nhóm thủy điện và điện than ghi nhận cải thiện đáng kể trong 2024

	CF	TĐ	Than	Khí	Dầu	NLTT	MT	Gió
2023	39	39	57	43	2	19	18	20
2024	43	43	62	34	2	20	21	20
1Q23	31	31	50	45	0	21	19	24
2Q23	29	29	68	59	7	19	21	16
3Q23	52	52	54	34	2	18	18	18
4Q23	44	44	57	34	0	18	15	20
1Q24	21	21	65	38	0	23	19	26
2Q24	36	36	74	42	6	18	21	16
3Q24	75	75	48	24	0	20	20	20
4Q24	46	46	62	27	1	20	17	23

Nguồn: EVN, KIS Research
Ghi chú: Hệ số công suất (CF); NLTT: Năng lượng tái tạo

Thủy điện

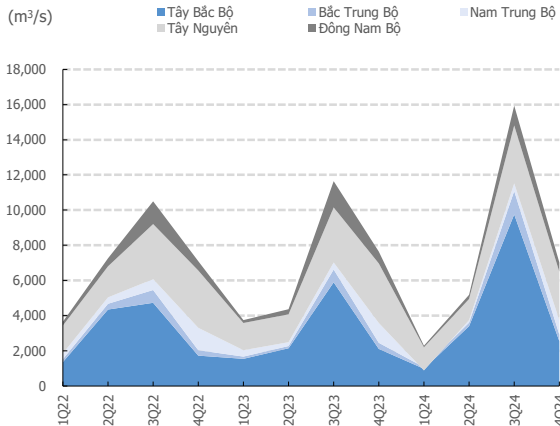
... thủy điện tăng trưởng 8% n/n nhờ lưu lượng nước cải thiện

Cả nhóm: Trong cả năm 2024, thủy điện ghi nhận ở mức 89 tỷ kWh, tăng 10% n/n (biểu đồ 6), chiếm 29% tổng sản lượng hệ thống, và CF tăng lên 43%, +4 đpt n/n, cụ thể như sau:

- Trong 6T24, chu kỳ El-Niño đã tác động mạnh đến các nhóm thủy điện. Do đó, sản lượng ghi nhận ở mức 28.6 tỷ kWh, -3% n/n, CF rơi về mức 28%, giảm 2 đpt n/n (biểu đồ 7).

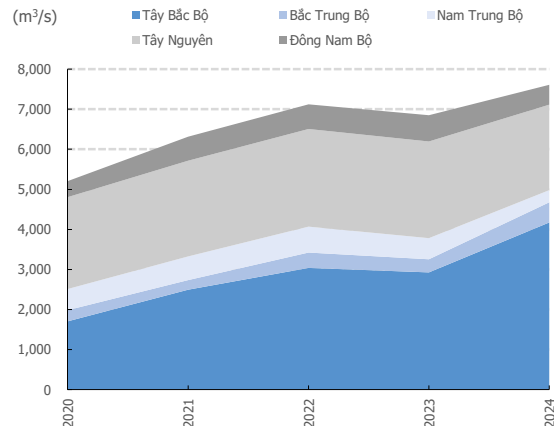
- Ngược lại, trong nửa cuối năm, khi chuyển từ pha trung tính sang La-Niña. Sự cải thiện từ tình hình thủy văn bắt đầu diễn ra từ đầu 3Q24 và kéo dài đến tháng 10 năm 2024. Kết quả, CF của các nhà máy thủy điện trong 6 tháng cuối đã ghi nhận sự bức tốc lên 61% (biểu đồ 7).

Biểu đồ 8. ... chu kỳ Trung tính và La-Niña diễn biến tốt trong nửa cuối 2024 đã hỗ trợ tích cực nhóm thủy điện



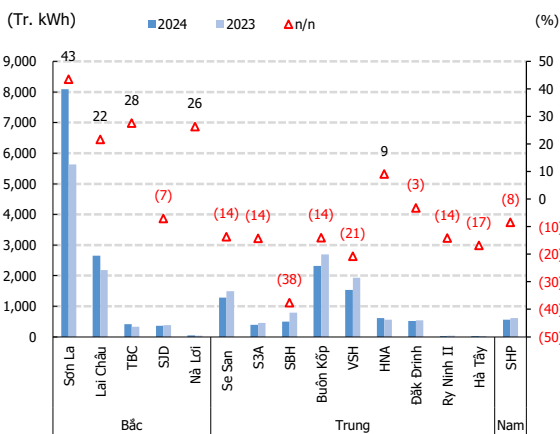
Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 9. Lưu lượng nước về hồ tại Khu vực Tây Bắc và Bắc Trung Bộ duy trì mức tốt trong cả năm 2024



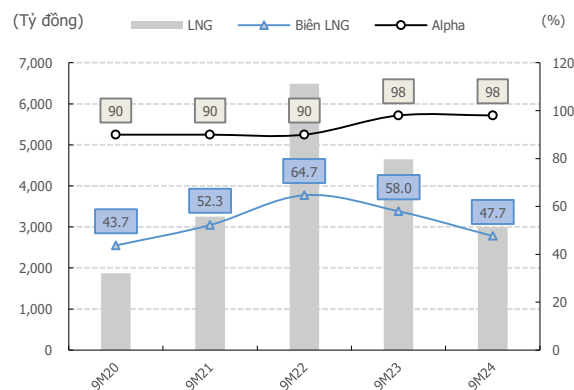
Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 10. ... sản lượng điện sản xuất các nhà máy ghi nhận tích cực tại khu vực Bắc Bộ, ngược lại Trung Bộ và Nam Bộ cho thấy tình hình kém khả quan



Nguồn: EVN, Dữ liệu công ty, FiinPro X, KIS Research
Ghi chú: Ghi nhận dữ liệu trong 11T24 của các doanh nghiệp (Buôn Kốp, VSH, Hủa Na, Đăk Đrinh, SHP)

Biểu đồ 11. ... hệ số alpha thay đổi từ 90% lên 98% đã có phần ảnh hưởng đến biên LNG của các nhà máy thủy điện



Nguồn: FiinProX, KIS Research
Ghi chú: Dữ liệu ghi nhận của các doanh nghiệp (AVC; TMP; VSH; DNH; HNA; ISH; S4A; SBH; CHP; SJD; TBC; SHP)

... Sản lượng điện các nhà máy tại khu vực Tây Bắc và Bắc Trung Bộ đạt hiệu suất tốt trong 2024

Doanh nghiệp niêm yết

Về sản lượng & doanh thu: Tổng quan năm 2024, theo dữ liệu từ EVN, khu vực Nam Trung Bộ và Đông Nam Bộ (biểu đồ 8, 9) khả năng trải qua kết quả kém khả quan, khi lưu lượng nước tại các hồ ghi nhận lần lượt ở mức là 310 m³/s (-41% n/n, biểu đồ 9) và 505 m³/s (-23% n/n, biểu đồ 9) tại các nhà máy thủy điện như Vĩnh Sơn-Sông Hình (VSH_REE), A Vương (AVC), Sông Ba Hạ (SBH), Thác Mơ (TMP)...

Ngược lại, khu vực Tây Bắc và Bắc Trung Bộ ước tính ghi nhận kết quả tốt hơn, với lưu lượng nước trung bình về các hồ chứa thủy điện ghi

nhận ở mức 4,199 m³/s (+43% n/n, biểu đồ 9) và 510 m³/s (+56% n/n, biểu đồ 8). Trên cơ sở này, các nhà máy thủy điện tại khu vực này ghi nhận hoạt động sản xuất thuận lợi hơn bao gồm Thủy điện Thác Bà (TBC_REE), Huội Quảng, Bản Vẽ, Lai Châu và Trung Sơn....

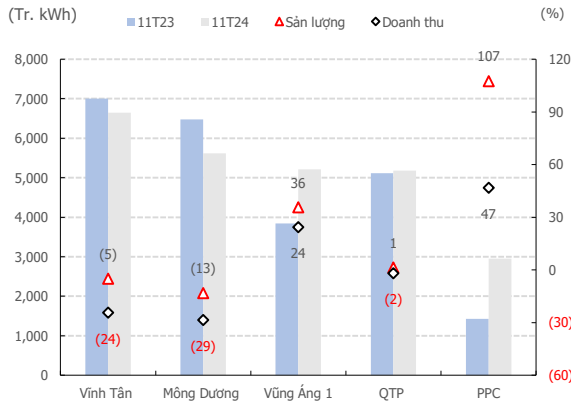
Về lợi nhuận: Chúng tôi cho rằng EVN có thể tăng sản lượng hợp đồng lên 98% (so với 90% năm 2023), đồng nghĩa với việc phần lớn sản lượng được bán theo giá hợp đồng, thấp hơn đáng kể so với giá thị trường toàn phần (FMP). Kết quả, lợi nhuận gộp của các nhà máy thủy điện trong 9 tháng đầu năm 2024 đã giảm mạnh 41% n/n (biểu đồ 11).

Nhiệt điện than

... bù đắp công suất thiếu hụt của nguồn thủy điện

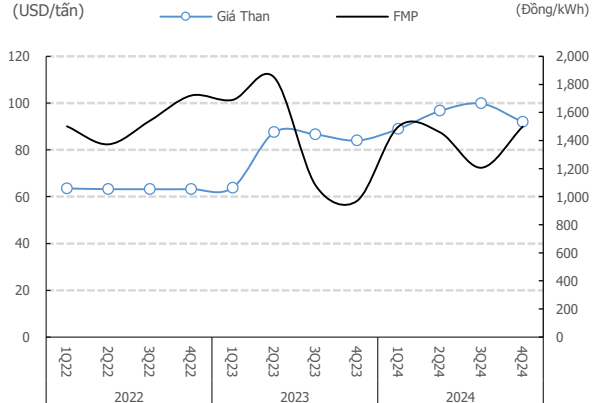
Cả nhóm: Sản lượng nhóm nhà máy nhiệt điện than ghi nhận 152 tỷ kWh, +18% n/n (biểu đồ 6). Động lực chính thúc đẩy tăng trưởng đến từ (i) việc bù đắp sản lượng suy giảm của nguồn thủy điện bị ảnh hưởng bởi El-Niño trong 6 tháng đầu năm 2024. Bên cạnh, (ii) bên cạnh nhu cầu phụ tải điện trong năm 2024 vẫn tăng trưởng nhanh +10% n/n; và (iii) Có thêm 2,520 MW công suất mới từ nhà máy Thái Bình II (1,200MW) và Vân Phong (1,320MW). Những yếu tố tích cực trên đã gia tăng CF trung bình của các nhà máy nhiệt điện than lên đến 62%, tăng 5 đpt n/n cho trung bình cả năm 2024.

Biểu đồ 12. Doanh thu các nhà máy nhiệt điện than trong 11 tháng đầu năm 2024 suy giảm nhẹ



Nguồn: EVN, PGV, POW, KIS Research

Biểu đồ 13. Giá than trong 11 tháng đầu năm 2024 vẫn neo mức cao, trung bình ở mức 91 USD/ tấn, +17% n/n



Nguồn: EVN, PGV, POW, KIS Research

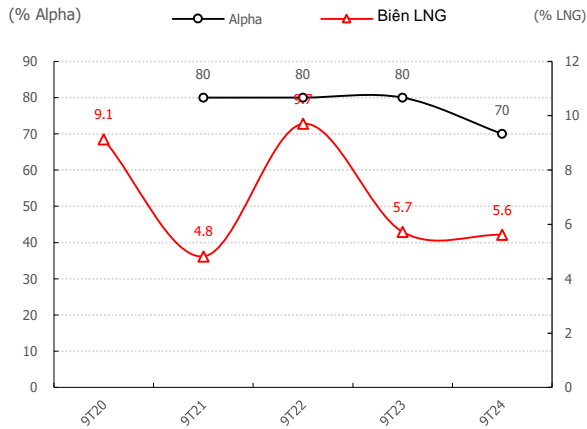
Doanh nghiệp niêm yết

Áp lực từ giá than tăng 17% trong 2024, trong khi giá bán điện FMP chỉ tăng nhẹ 1% n/n

Về sản lượng & doanh thu: Theo số liệu từ các doanh nghiệp niêm yết, trong 11T2024, sản lượng nhiệt điện than ghi nhận xu hướng suy giảm đối với một số nhà máy như Vĩnh Tân (-5% n/n), Mông Dương (-13% n/n). Tuy nhiên Vũng Áng và Phả Lại (PPC) ghi nhận sản lượng tăng lần lượt là 36% n/n và 107% n/n, khi trong cùng kỳ 2023 các nhà máy đang trong giai đoạn bảo trì và sự cố (biểu đồ 12).

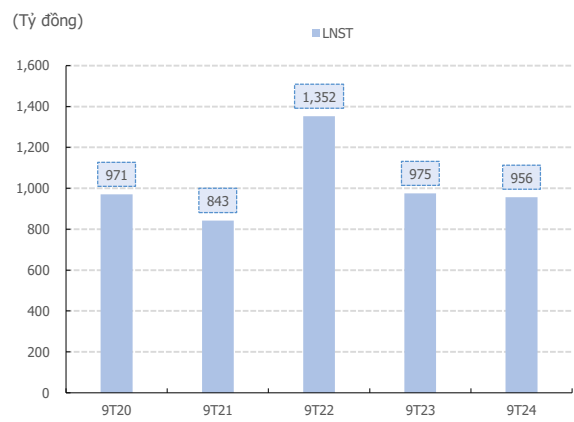
Kết quả, doanh thu của nhóm nhiệt điện than trong 11T2024 cũng giảm tương ứng (biểu đồ 12), như Vĩnh Tân (-24% n/n), Mông Dương (-29% n/n), QTP (-2% n/n), PPC (+47% n/n).

Biểu đồ 14. Biên LNG của nhóm nhà máy nhiệt điện than có thể giảm nhẹ còn 6.8% (-0.2 đpt n/n)



Nguồn: EVN, PGV, POW, KIS Research

Biểu đồ 15. ... tác động đến LNST của nhóm nhà máy nhiệt điện than trong 2024



Nguồn: EVN, PGV, POW, KIS Research
Ghi chú: Dữ liệu ghi nhận của các doanh nghiệp (QTP, HND, PPC)

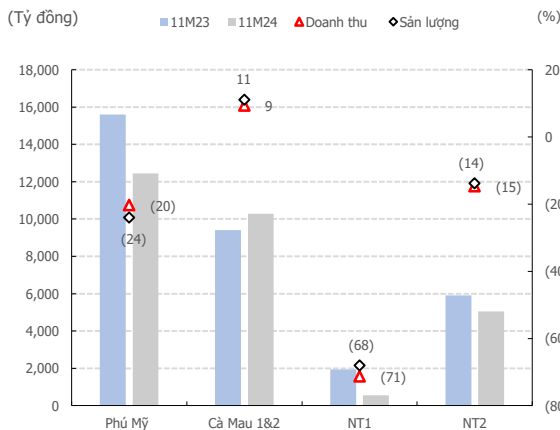
... giảm hệ số alpha trong hợp đồng ảnh hưởng đến lợi nhuận của nhóm nhà máy nhiệt điện than

Về lợi nhuận: Mặc dù hệ số CF có sự cải thiện đáng kể, tuy nhiên, (i) do sự kém hiệu quả giữa giá bán chỉ điều chỉnh nhẹ (+1% n/n) trong khi chi phí biên giá nhiên liệu tăng nhanh (+17% n/n, biểu đồ 17). Cùng với (ii) hệ số alpha trong sản lượng hợp đồng được điều chỉnh giảm xuống chỉ còn 70% (so với 80% năm 2023, biểu đồ 14), đã tác động tiêu cực đến biên và lợi nhuận gộp của nhóm nhà máy nhiệt điện than. Kết quả trong 9T2024, biên lợi nhuận gộp ghi nhận mức giảm nhẹ từ 6.8% xuống còn 6.6% (biểu đồ 14).

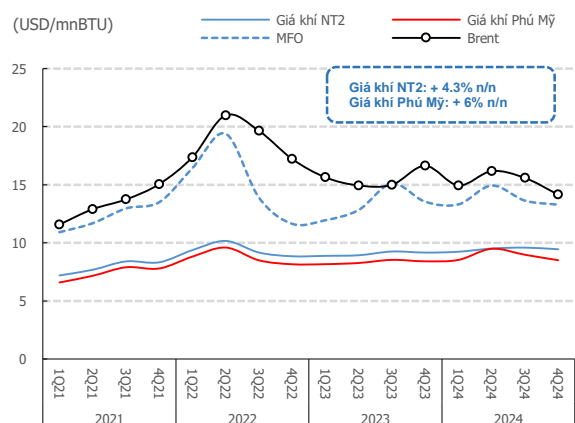
Nhiệt điện khí

Cả nhóm: Trong năm 2024, sản lượng điện sản xuất đạt 21 tỷ kWh, giảm 23% n/n (biểu đồ 6), hệ số công suất giảm xuống còn 34%, -9 đpt n/n, chiếm 7% tổng hệ thống. Sự giảm mạnh so với cùng kỳ đến từ việc (i) bổ sung công suất mới nguồn NLTT trong hệ thống; (ii) hợp đồng BOT của Phú Mỹ 3 hết hạn vào T8-24; và (iii) thực hiện đại tu lớn tại Phú Mỹ 2.1-mở rộng và Phú Mỹ 2.2.

Biểu đồ 16. Doanh thu của nhóm nhà máy điện khí ghi nhận kết quả kém khả quan



Biểu đồ 17. Giá khí tự nhiên ở khu vực Đông Nam Bộ vẫn chưa có sự cải thiện



Nguồn: EVN, PGV, POW, KIS Research

Nguồn: EVN, PGV, POW, KIS Research

Sản lượng nhóm điện khí trải qua suy giảm, -23% n/n

... tác động tiêu cực đến biên LNG của nhóm nhà máy nhiệt điện khí trong 2024

Số liệu doanh nghiệp

Về sản lượng & doanh thu: Theo số liệu từ các doanh nghiệp, trong 11T2024 sản lượng của các nhà máy nhiệt điện khí cũng cho thấy xu hướng giảm (biểu đồ 16), như Nhơn Trạch 1 (-68% n/n), Nhơn Trạch 2 (-14% n/n), Phú Mỹ (-24% n/n), do áp lực từ giá khí neo ở mức cao (biểu đồ 17) và các yếu tố đã được phân tích ở trên. Trong bối cảnh này, nhiệt điện khí Cà mau 1&2 là nhà máy duy nhất ghi nhận sản lượng tăng 11% n/n, đạt 5,372 triệu kWh do các ràng buộc về bao tiêu khí trong hợp đồng với Petronas.

Do đó, doanh thu của các nhà máy nhiệt điện khí trong 11T2024 cũng giảm tương ứng (biểu đồ 16), như Phú Mỹ (-20% n/n), NT2 (-15% n/n), NT1 (-71% n/n), Cà Mau 1&2 tăng nhẹ 9% n/n.

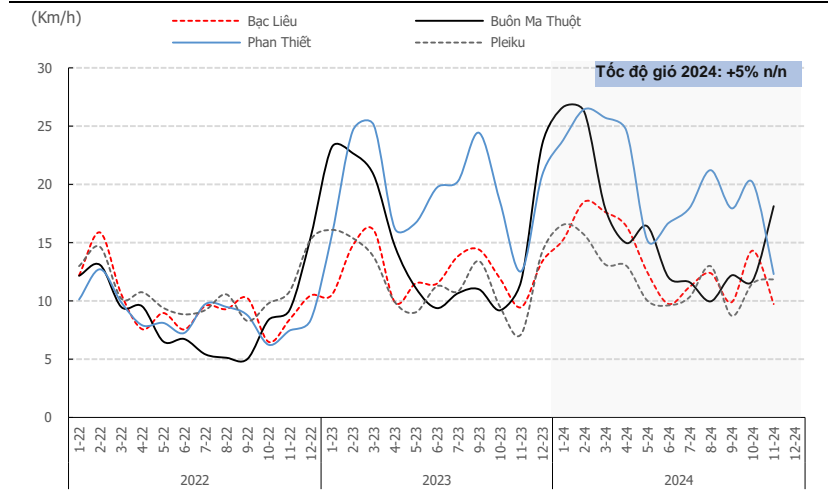
Về lợi nhuận: (i) Giá thị trường toàn phần bình quân chỉ tăng 1% trong năm 2024, trong khi giá khí trung bình ước tính tăng 4-6% n/n (biểu đồ 17). Cùng với (ii) sự sụt giảm sản lượng áp lực đáng kể lên đòn bẩy hoạt động và tài chính. Những yếu tố này đã tác động tiêu cực đến biên và lợi nhuận gộp của các nhà máy nhiệt điện khí trong năm 2024.

Một lý giải thêm về xu hướng tăng giá khí các nhà máy điện, trái ngược với mức giảm -4% n/n của giá dầu trong năm 2024, điều này đến sự sụt giảm nguồn cung khí nội địa khí khu vực Đông Nam Bộ, mức giảm 28% n/n trong năm 2024 (biểu đồ 23). Từ đó dẫn đến, PVGas phải huy động các nguồn khí có chi phí cao, như Sao Vàng - Đại Nguyệt khiến giá khí chào bán đến các nhà máy điện tăng.

Năng lượng tái tạo

Trong 2024, sản lượng điện sản xuất ghi nhận đạt 39.8 tỷ kWh, tăng 5% n/n (biểu đồ 6). Trong đó:

Biểu đồ 18. Tốc độ gió trên các khu vực đều có sự biến động mạnh hơn so với năm 2023



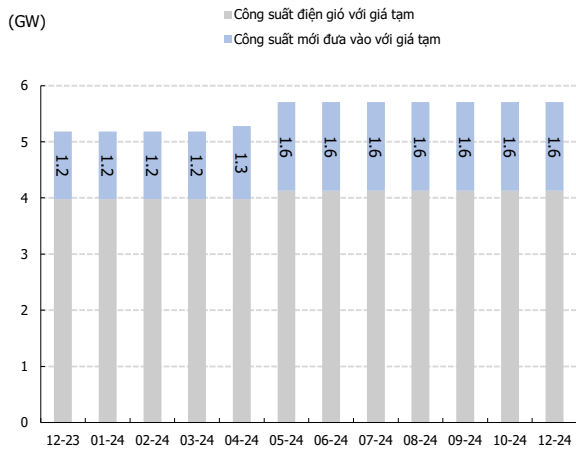
Nguồn: Meteostat, EVN

Sản lượng điện gió tăng 12% n/n trong 2024

- **Điện gió:** Mức tăng trưởng này được thúc đẩy bởi sản lượng điện gió gia tăng, ghi nhận đạt mức 12.7 tỷ kWh, +12% n/n (biểu đồ 6). Hệ số CF trong năm 2024 ước tính đạt 20%, tăng nhẹ 0.1 đpt so với năm 2023 (biểu đồ 7).

Trong 11T24, EVN đã bổ sung 10 dự án chuyển tiếp năng lượng tái tạo, ước tính bổ sung khoảng 650 MW vào hệ thống (biểu đồ 20). Tất cả các dự án này đều thuộc về khối các doanh nghiệp chưa niêm yết.

Biểu đồ 19. Công suất điện gió được bổ sung trong 2024



Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 20. Danh sách các dự án điện năng lượng tái tạo được bổ sung trong 2024

STT	Dự án	MW
Tổng công suất Điện gió		478
1	+ Lạc Hòa 2	130
2	+ Bình Đại số 2	49
3	+ Bình Đại số 3	49
4	+ Tân Phú Đông	100
5	+ Bình Đại	26
6	+ Hướng Hiệp 1	26
7	+ Phù Mỹ 3	24
8	+ Hòa Đông	30
9	+ Tân Ân 1	45
Tổng công suất ĐMT		172
10	+ Dự án ĐMT ở Phước Minh, Ninh Thuận	172
Tổng công suất		650

Nguồn: EVN, KIS Research

- **Điện mặt trời:** Sản lượng điện sản xuất đạt 27 tỷ kWh, tăng 5% so với cùng kỳ năm trước. Nhờ vào hiệu suất bức xạ tốt trong năm 2024, dẫn đến hệ số công suất của điện mặt trời tăng lên 21%, tăng 3% n/n (Biểu đồ 7).

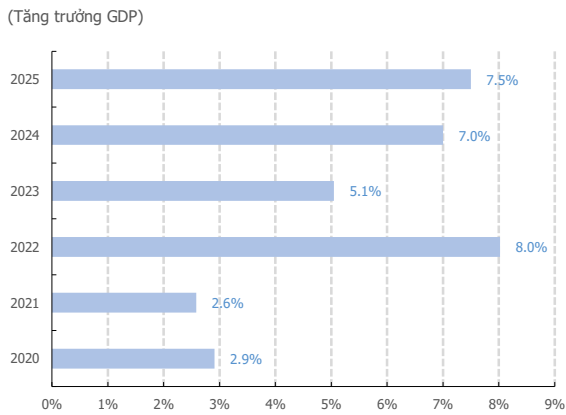
III. 2025 – Tiêu thụ điện dự báo tiếp tục tăng

1. Dự báo cung - cầu 2025F

2025F – Dự báo nhu cầu điện vẫn tăng trưởng khả quan

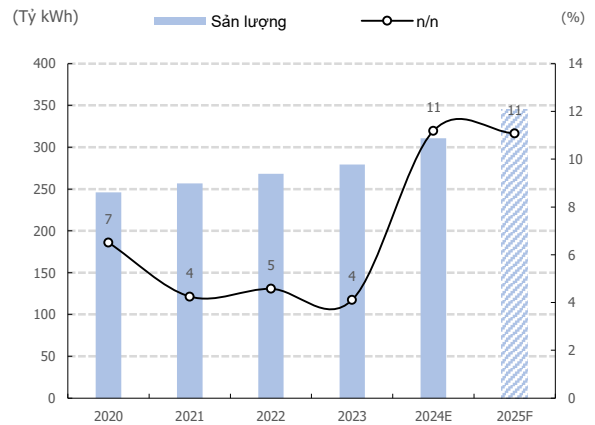
Theo EVN, sản lượng điện sản xuất ước tính đạt 335.4 tỷ kWh, +11% n/n, dựa trên kỳ vọng tăng trưởng GDP khoảng 7,5% trong năm 2025F (biểu đồ 21, 22).

Biểu đồ 21. GDP kỳ vọng tăng trưởng 7.5% trong 2025



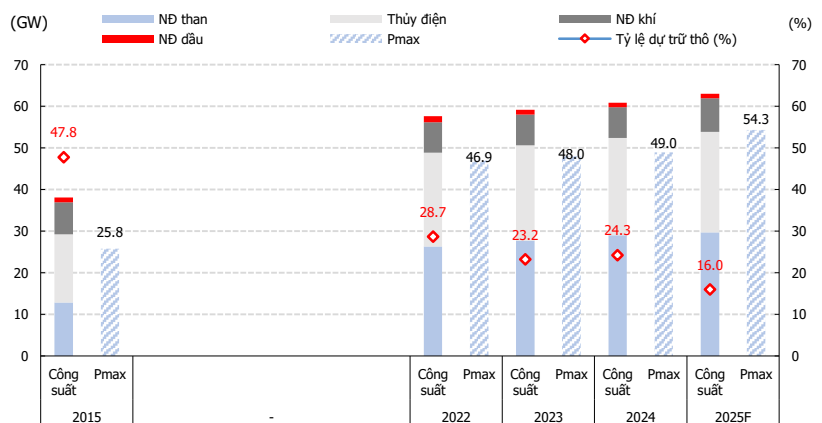
Nguồn: GSO, KIS Research

Biểu đồ 22. Sản lượng điện dự báo tiếp tục tăng trưởng 11% n/n trong 2025



Nguồn: EVN's kế hoạch, KIS Research

Biểu đồ 23. Tỷ lệ dự trữ thô dự báo ở mức thấp trong 2025



Nguồn: EVN, KIS Research

Tỷ lệ dự trữ thô ước tính giảm 17% n/n trong 2025

Nguồn cung mới tăng chậm sao với nhu cầu

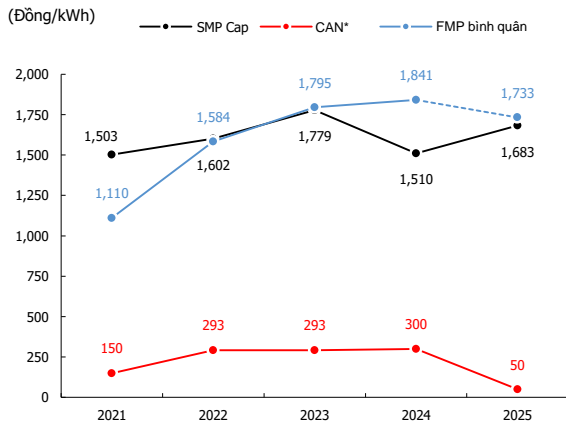
Theo dữ liệu từ EVN, trong năm 2025, kế hoạch bổ sung khoảng 4.1 GW (+3% n/n) công suất mới, nâng tổng công suất hệ thống lên 89 GW. Trong khi đó, Pmax dự kiến đạt 54.3 GW, +11% so với năm 2024. Do đó, tỷ lệ trữ thô ước tính sẽ giảm xuống còn 17% n/n trong năm 2025. Số liệu này cho thấy hệ thống điện vẫn có nguy cơ thiếu điện trong năm 2025, mặc dù xác suất rủi ro xảy ra ở mức thấp.

Bảng 4. Công suất bổ sung vào hệ thống trong 2025

Nguồn	Vị trí	(MW)	Chủ đầu tư	COD	2023	2024	2025F
Thủy điện					23,436	23,618	24,445
Tăng so với năm 2024							860
+ Nậm Cùm 3	Lai Châu	35	Doanh nghiệp tư nhân	08/2023			35
+ Nậm Cùm 4	Lai Châu	54	Doanh nghiệp tư nhân	01/11/2024			54
+ Bản Mông	Nghệ An	45	Doanh nghiệp tư nhân	3Q25			45
+ Hồi Xuân	Thanh Hóa	102	Doanh nghiệp tư nhân	1Q24			102
+ Trà Khúc 1	Quảng Ngãi	36	Doanh nghiệp tư nhân	2Q25			36
+ Đăk Mi 1	Kon Tum	84	Doanh nghiệp tư nhân	06/2025			28
+ Đức Thành	Bình Phước	40	Doanh nghiệp tư nhân	12/2024			40
+ Yaly *	Gia Lai	360	EVN	12/2024			360
+ Hòa Bình *	Hòa Bình	480	EVN	08/2025			160
Nhiệt điện than					28,952	30,232	30,892
Tăng so với năm 2024							660
+ Vũng Áng II	Hà Tĩnh	1200	BOT	01/2025			660
Nhiệt điện khí					7,197	7,277	8,777
Tăng so với năm 2024							1,500
+ LNG NT3&4	Đồng Nai	750	POW	06 - 09/2025			1,500
Năng lượng tái tạo					23,242	23,839	25,016
Tăng so với năm 2024							1,177
+ Sinh khối					410	410	410
+ Điện gió					6,333	6,733	7,910
+ Điện mặt trời					16,499	16,696	16,696
Tổng công suất bổ từ năm 2024							4,197
Tổng công suất					82,827	84,966	89,130

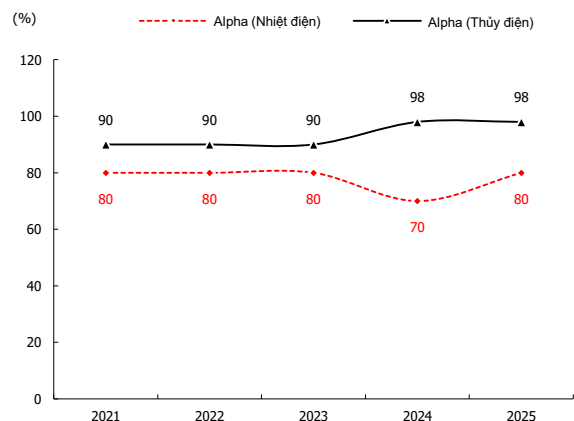
Nguồn: PDP 8, KIS Research
Ghi chú: (*) Mở rộng

Biểu đồ 24. Giá CAN giảm mạnh trong 2025 (-85% n/n), ảnh hưởng đến giá FMP



Nguồn: EVN, KIS Research
Ghi chú: (*) Giá bình quân ước tính

Biểu đồ 25. Hệ số Alpha tác động đến sản lượng các nguồn trong 2025



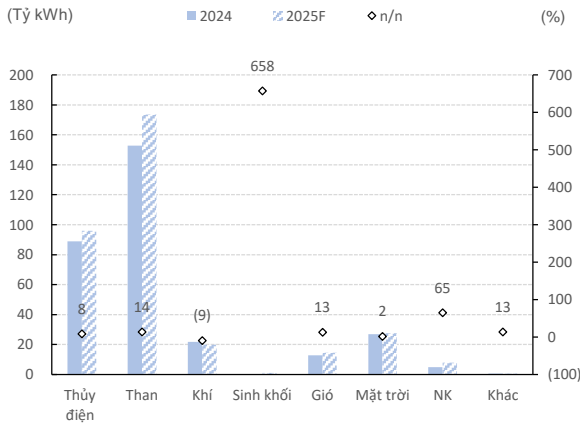
Nguồn: EVN, KIS Research

Giá FMP dự báo giảm

Theo quyết định của EVN, giá trần SMP trong năm 2025 là 1,683 đồng/kWh, tăng 11% n/n, trong khi giá công suất (CAN) được dự kiến giảm xuống ~50 đồng/kWh, giảm 85% n/n (biểu đồ 24). Do đó, nhiều khả năng giá FMP trung bình sẽ giảm trong năm 2025F. Về cơ bản, đây là một điểm bất lợi cho các nhà phát điện tham gia thị trường phát điện cạnh tranh.

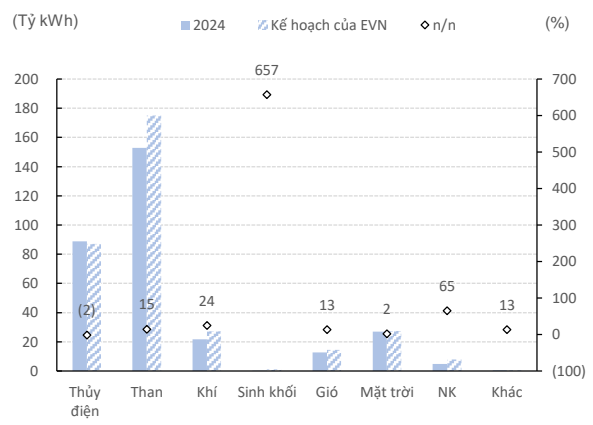
2. Điểm sáng năm 2025 – Nguồn thủy điện và điện khí

Biểu đồ 26. Kỳ vọng nhóm thủy điện phục hồi nhờ chu kỳ La-Niña – Dự báo KISVN



Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 27. Tăng trưởng sản lượng theo nguồn - Kế hoạch của EVN 2025



Nguồn: EVN's plan, KIS Research

Biểu đồ 28. Tỷ trọng sản lượng các nguồn trong 2025

Tỷ trọng sản lượng (%)	2021	2022	2023	2024	2025F
+ Thủy điện	31	36	29	29	28
+ Điện than	46	39	46	50	50
+ Điện khí	10	11	10	7	6
+ Dầu	0	0	0	0	1
+ NLTT	12	13	14	13	12
+ Sinh khối	0	0	0	0	0
+ Gió	1	3	4	4	4
+ Mặt trời	11	10	9	9	8

Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 29. Hệ số công suất của điện than và điện gió duy trì tăng trưởng tích cực

Hệ số công suất (%)	2021	2022	2023	2024	2025F
+ Thủy điện	42	49	39	43	45
+ Điện than	58	48	57	62	64
+ Điện khí	42	47	43	34	29
+ Dầu	0	0	2	2	2
+ NLTT	19	19	19	20	19
+ Sinh khối	9	11	26	4	31
+ Gió	17	22	20	21	21
+ Mặt trời	19	18	18	20	19

Nguồn: EVN, KIS Research

Theo kế hoạch của EVN (biểu đồ 27), trong năm 2025F, sản lượng từ nguồn thủy điện có thể giảm 2% n/n, nhiệt điện than (+15% n/n), nhiệt điện khí (+24% n/n), và năng lượng tái tạo: +8% n/n. Những điều này dựa trên (i) dự báo mức tiêu thụ điện quốc gia tăng 11% n/n trong năm 2025F, (ii) sản lượng thủy điện giảm 2% n/n do dự báo lượng nước về các hồ chứa thấp, và (iii) một số chính sách khuyến khích phát triển NLTT.

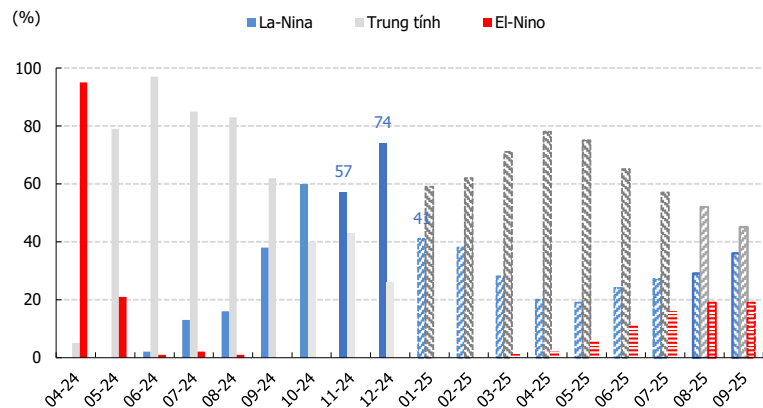
Tuy nhiên, theo dự báo của chúng tôi, sản lượng thủy điện năm 2025 có thể tăng +8% n/n, trong khi sản lượng nhiệt điện khí dự kiến tiếp tục xu hướng giảm -9% n/n (biểu đồ 26) dựa trên các cơ sở phân tích sau:

Thủy điện

**Hệ số công suất tăng lên 45%,
+2 đpt n/n**

Về sản lượng: Trong năm 2025F, chúng tôi ước tính sản lượng của các nhà máy thủy điện đạt 96 tỷ kWh, tăng +8% n/n (biểu đồ 26), chiếm 28% sản lượng trên toàn hệ thống. Bên cạnh, hệ số CF kỳ vọng ở mức 45%, tăng 2% so với mức 43% được ghi nhận trong năm 2024F (biểu đồ 29), dựa trên:

Biểu đồ 30. Chu kỳ La-Niña kỳ vọng kéo dài đến T6-25 và chuyển sang pha Trung tính, xác suất 55%



Nguồn: NOAA, KIS Research

- Theo dữ liệu từ NOAA, pha La-Niña xác suất kéo dài đến nửa cuối năm 2025F (biểu đồ 30) và sau đó chuyển dần sang pha trung tính. Do đó, chúng tôi tin rằng pha La-Niña sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các nhà máy thủy điện trong 2025F.
- Theo dữ liệu lịch sử, trong năm đầu tiên của giai đoạn chuyển đổi từ El-Niño sang La-Niña, hệ số CF của các nhà máy thủy điện thường chỉ cải thiện với mức ~1-2%. Đây cũng là một trong những cơ sở cho kỳ vọng của chúng tôi đưa ra kỳ vọng con số CF bình quân trong năm 2025F (biểu đồ 29, 30).

Về lợi nhuận: Mặc dù giá bán FMP trong năm 2025 khả năng sẽ giảm so với năm 2024. Và điều này sẽ ảnh hưởng đến doanh thu trên thị trường điện cạnh tranh của tất cả các nhà máy nói chung và thủy điện nói riêng. Tuy nhiên đối với các nhà máy thủy điện phần doanh thu này

**... biên LNG và LNG của nhóm
thủy điện có thể tăng trưởng
trong 2025**

chỉ chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ, khoảng 2%. Do đó, chúng tôi cũng tin rằng sự gia tăng sản lượng sẽ bù đắp cho sự giảm sút của giá FMP. Trên cơ sở này, chúng tôi kỳ vọng biên và lợi nhuận gộp của các nhà máy thủy điện sẽ ghi nhận sự tăng trưởng trong năm 2025.

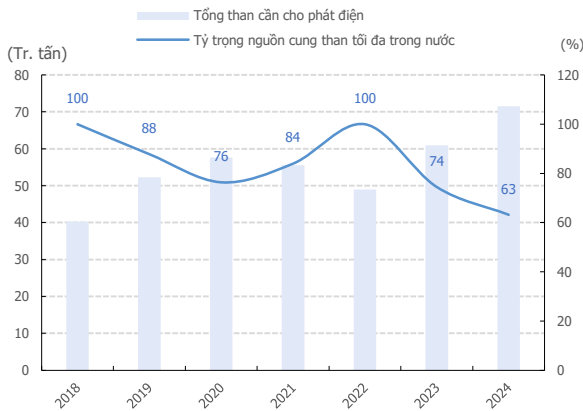
Nhiệt điện than

Sản lượng điện than tăng trưởng 11% được thúc đẩy bởi tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước

Về sản lượng: Theo phân tích của chúng tôi, trong năm 2025, sản lượng điện sản xuất của nhóm này dự kiến đạt 173 tỷ kWh, tăng +15% n/n trong năm 2025F (biểu đồ 26) khi nhu cầu điện quốc gia tăng 11% (biểu đồ 22). Bởi, nếu chỉ dựa vào sự cải thiện từ thủy điện, rất khó để có thể đáp ứng được nhu cầu này.

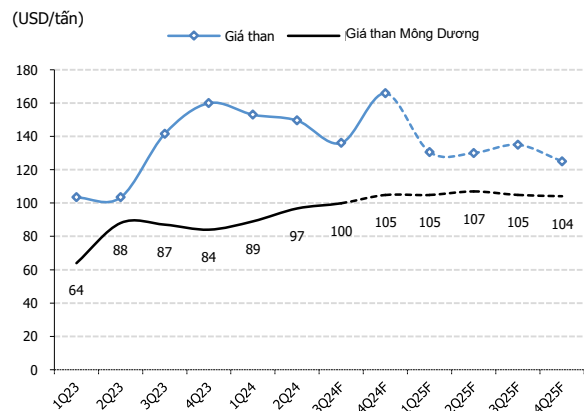
Về giá than được dự báo có thể tăng nhẹ trong năm 2025F, +10-15% n/n (biểu đồ 32) do phụ thuộc nhiều hơn vào tỷ trọng than nhập khẩu trong 2025 (biểu đồ 31). Và dự báo này về giá than đang ảnh hưởng tiêu cực về triển vọng biên lợi nhuận gộp các nhà máy điện than năm 2025F.

Biểu đồ 31. Nguồn cung than nội địa cho điện ngày càng suy giảm



Nguồn: TKV, Than Đông Bắc, KIS Research
 Ghi chú: %Tỷ trọng nguồn cung than tối đa trong nước = Tỷ trọng khả năng nguồn cung tối đa (XK + NK) – tỷ trọng nguồn cung than phụ thuộc (Sử dụng than nhập khẩu)

Biểu đồ 32. Giá than dự báo tăng trong 2025, +10-15% n/n



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Về lợi nhuận: Theo kế hoạch của EVN (i) Sản lượng của các nhà máy nhiệt điện than dự kiến sẽ tăng trong năm 2025F. Đồng thời, (ii) EVN cũng đã tăng hệ số alpha từ 70% lên 80% sản lượng hợp đồng cho các nhà máy nhiệt điện (biểu đồ 25), điều này đồng nghĩa với việc phần lớn sản lượng được bán theo giá hợp đồng, vốn cao hơn đáng kể so với giá FMP. Tuy nhiên, (iii) chúng tôi cho rằng những lợi thế này khó có thể bù đắp hoàn toàn cho sự sụt giảm mạnh của giá CAN (biểu đồ 25). Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện than có thể giảm trong năm 2025F.

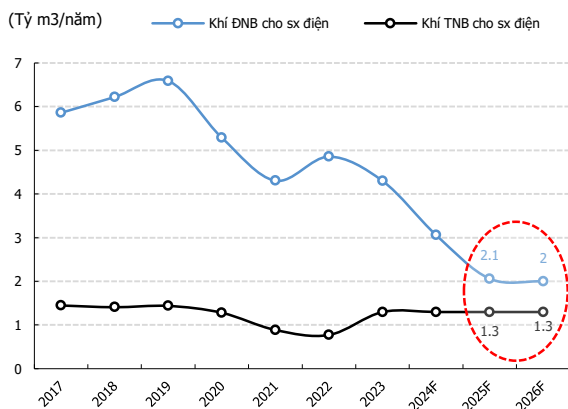
Nhiệt điện khí

... hệ số công suất nhóm nhiệt điện khí trong 2025 rớt mạnh còn 29%, giảm 5 đpt n/n

Về sản lượng: Theo kế hoạch 2025 của EVN, chúng tôi ước tính sản lượng các nhà máy điện khí năm 2025 đạt 21 tỷ kWh, giảm 9% so với năm 2024 (biểu đồ 26). Kết quả là hệ số CF của nhóm nhà máy điện khí năm 2025 chỉ đạt 29%, giảm 5% so với ước tính năm 2024.

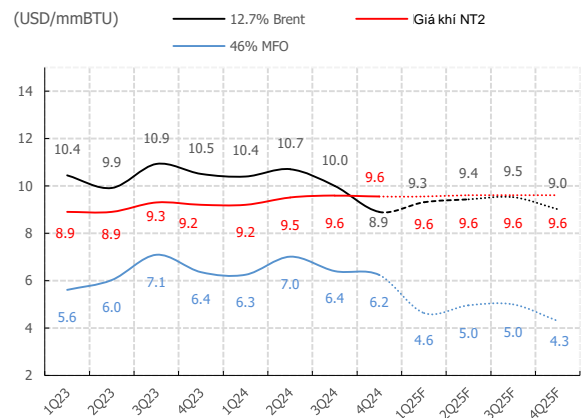
- Tuy nhiên, sự sụt giảm chủ yếu đến từ việc giảm sản lượng của các nhà máy Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 hết hợp đồng BOT.
- Ngược lại, đối với các nhà máy nhiệt điện khí tự nhiên khác (NT2, Cà Mau 1&2, Phú Mỹ 1, Phú Mỹ 4), sản lượng có thể tăng nhờ bù đắp từ hai nhà máy BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 đã hết hạn hợp đồng.
- Ngoài ra, hai nhà máy nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và 4 cũng được lên kế hoạch huy động 2,403 triệu kWh vào năm 2025.

Biểu đồ 33: Sản lượng khí tự nhiên khu vực Đông Nam Bộ khả năng dự báo giảm dần trong các năm tiếp theo



Nguồn: GAS, KIS Research

Biểu đồ 34. Theo dữ liệu từ Bloomberg, giá khí tự nhiên dự báo tăng nhẹ trong 2025F



Nguồn: Bloomberg, NT2, KIS Research

Về giá khí: Chúng tôi ước tính giá khí tự nhiên dự báo vẫn neo mức cao khoảng 9.6 USD/mmBTU, tăng +3 - 4% n/n, khi giá khí trong nước tiếp tục xu hướng tăng do nguồn cung thiếu hụt. (biểu đồ 33, 34).

Về lợi nhuận:

- Chúng tôi ước tính (i) sản lượng của các nhà máy nhiệt điện khí tự nhiên (NT1, NT2, Cà Mau 1&2, Phú Mỹ 1, Phú Mỹ 4) tăng khoảng 8-15% trong năm 2025F. Bên cạnh, (ii) hưởng lợi từ việc tăng hệ số alpha từ 70% lên 80% (biểu đồ 25), nghĩa là phần lớn sản lượng được bán theo giá hợp đồng, cao hơn đáng kể so với giá FMP. Và (iii) tốc độ tăng của giá SMP nhanh hơn giá khí tự nhiên như đã phân tích trên. Những lợi thế này có thể bù đắp hoàn toàn cho sự sụt giảm mạnh của giá CAN. Do đó, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp và lợi nhuận của nhóm nhiệt điện khí sẽ được cải thiện trong năm 2025F.
- Ngược lại, đối với các nhà máy NT3&4, chúng tôi tính toán rằng

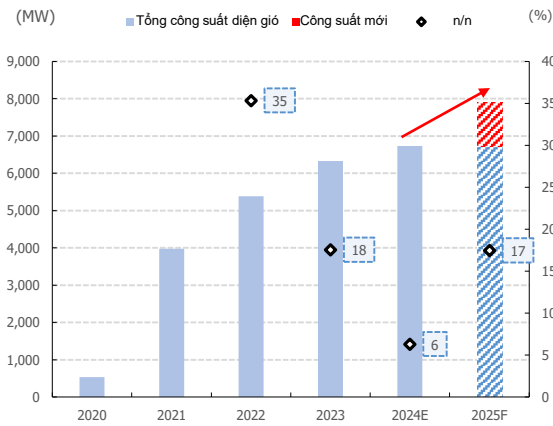
Giá khí khả năng tiếp tục duy trì mức cao do áp lực từ nguồn cung khí nội địa ngày càng giảm

với sản lượng kế hoạch như trên, nhà máy LNG NT3&4 chỉ có thể vận hành ở mức hệ số công suất ~ 45%. Do đó, khả năng sẽ phải chịu rủi ro ghi nhận lỗ trong năm 2025F.

Năng lượng tái tạo

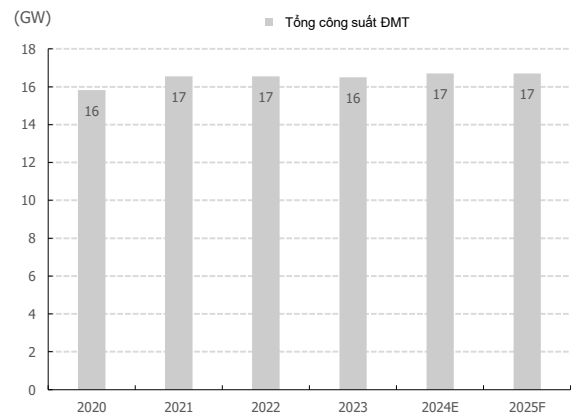
Theo tính toán của chúng tôi, trong năm 2025F, sản lượng điện sản xuất ước tính đạt 45 tỷ kWh, tăng +8% n/n, chiếm 13% tổng sản lượng trong hệ thống (biểu đồ 26, 28). Dựa trên ước tính của chúng tôi, nhờ việc bổ sung thêm 1.1GW công suất điện gió mới, tăng +17% n/n trong năm 2025F (biểu đồ 35).

Biểu đồ 34. Ước tính bổ sung 1,177 MW công suất điện gió vào trong hệ thống



Nguồn: EVN, KIS research

Biểu đồ 35. ... không có công suất mới đi vào hệ thống trong 2025



Nguồn: EVN, KIS research

Sự biến động có thể là do tình hình thủy văn thay đổi và các chính sách mới

IV. Rủi ro cần cân nhắc

Trong ngắn hạn – nửa đầu năm 2025F, động lực để cải thiện hoạt động của các nhà máy thủy điện chủ yếu dựa vào khả năng xảy ra El-Niño giảm. Tuy nhiên, dự báo thời tiết luôn là một quá trình phức tạp và có thể chứa đựng những sai sót ngay cả trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2024-25F, việc thúc đẩy hoạt động của các dự án điện gió và DPPA phụ thuộc rất nhiều vào quan điểm của Chính phủ và Bộ Công Thương trong việc hoàn thiện các chính sách hỗ trợ phát triển nguồn điện.

V. Phân tích công ty

Nhiệt điện than Quảng Ninh	QTP
CTCP Cơ điện lạnh REE	REE
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam	POW
Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	NT2

Nhiệt điện than Quảng Ninh (QTP)

MUA (Duy tri); GMT: 18,900 đồng

VNIIndex (16/01, điểm)	1,242
Giá cp (16/01, đồng)	13,700
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,165
SLCP lưu hành (triệu)	450
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	15,787/12,576
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	3
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	47.4/9
Cổ đông lớn (%)	
EVNGenco1	42.0
PPC	
16.3	

Yr to	DT	LNHĐ	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(tỷ đồng)
2022A	10,417	1,081	764	1,405	13,694	12.4	9.0	11.1	1.3	6.3	17.3
2023A	12,058	817	612	1,125	11,761	10.7	7.9	10.9	1.3	9.7	7.0
2024E	11,828	921	720	1,323	11,620	13.7	10.2	9.0	1.2	8.1	10.2
2025F	12,132	973	785	1,439	11,360	15.1	11.7	8.3	1.3	7.7	11.8
2026F	11,244	1,036	888	1,632	11,093	17.6	13.7	7.3	1.3	7.1	13.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

Tăng trưởng từ kỳ vọng hoàn trả nợ vay và khấu hao

2024E - Chúng tôi ước tính doanh thu đạt 11,827 tỷ đồng, giảm 2% n/n, do sản lượng giảm 0,3% so với cùng kỳ. Trái lại, LNST ước tăng 17% n/n, đạt 716 tỷ đồng, nhờ vào: (i) tổng nợ vay giảm mạnh xuống còn 201 tỷ đồng (-36% n/n); và (ii) kỳ vọng giảm ~30% chi phí khấu hao nhà máy mỗi năm. Do đó, chúng tôi tin tưởng rằng hai yếu tố tích cực trên đã hỗ trợ biên lợi nhuận gộp tăng lên 7.8% (+1 đpt n/n), bất chấp giá than trong năm 2024 ước tính tăng 11% n/n.

Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh của QTP

(tỷ đồng, %)

	1Q25F		2Q25F		1H25F		2025F		Đồng thuận thị trường	
	yoy	qoq	yoy	qoq	yoy	qoq	yoy	1H25F	2025F	
Doanh thu	2,899	3,535	6,435	(3)	24	12,132	3	-	12,077	
GP	291	283	574	16	35	973	6	-	-	
EBT	270	261	532	23.7	45	873	10	-	-	
LNST	243	235	478	23.7	45	785	9.7	-	917	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

2025F – Kết quả tích cực nhờ giảm nợ vay và khấu hao. Chúng tôi dự báo doanh thu sẽ đạt 11,665 tỷ đồng (+3% n/n) nhờ sản lượng dự báo đạt 7,808 triệu kWh (+10% n/n). Động lực dẫn dắt chủ yếu đến từ (1) kỳ vọng tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước đạt 11% n/n trong 2025. Bên cạnh, (2) hỗ trợ từ tăng hệ số alpha từ 70% lên 80% trong sản lượng hợp đồng cho các nhà máy nhiệt điện cho thấy phần lớn sản lượng sẽ được bán theo giá hợp đồng, cao hơn đáng kể so với giá bán điện. Bất chấp (3) giá FMP được ước tính giảm 6% n/n trong năm 2025F.

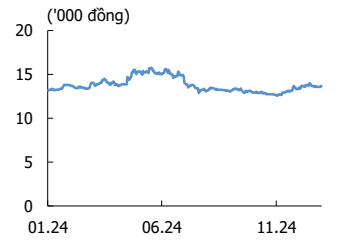
Bên cạnh đó, LNST ước đạt 785 tỷ đồng (+9.7% n/n), động lực tăng trưởng chính đến từ:

- Chi phí khấu hao của QTP dự kiến giảm mạnh xuống còn ~413 tỷ đồng, giảm 30% so với năm 2024.
- Kỳ vọng nợ vay giảm dần, xuống còn ~81 tỷ đồng (-60% n/n)
- Trái ngược với những điều tích cực trên, trong năm 2025, chúng tôi ước tính giá than có thể tăng ~10-15% n/n do TKV gia tăng tỷ trọng sử dụng than nhập khẩu.
- Theo EVN, giá CAN năm 2025 ước tính đạt ~50 đồng/kWh, điều này có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của QTP trên thị trường SMP.

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.0	(7.5)	3.2
Tương đối với VNI	3.6	(5.3)	(5.6)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

- Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các yếu tố tích cực trên có thể bù đắp phần sụt giảm lợi nhuận từ việc giá CAN giảm mạnh và giá than 2025F ước tính tăng ~10 – 15%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng QTP sẽ ghi nhận tăng trưởng khả quan trong 2025F.

Định giá: Chúng tôi vẫn khuyến nghị **MUA** đối với **QTP (GMT: 18,900 đồng; +36%)** trong trung và dài hạn dựa trên triển vọng tích cực đối với LNST trong năm 2025F và các năm tiếp theo.

Rủi ro: (a) Nguồn cung than trong nước từ TKV dự kiến giảm dần và ngày càng phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. (b) Thách thức này khiến doanh nghiệp phải đối mặt với chi phí nguyên liệu đầu vào cao. Bên cạnh đó, (c) ảnh hưởng từ sự trở lại của La-Niña.

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

VNIIndex (16/01, điểm)	1.242	Yr to	DT	LNHĐ	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
Giá cp (16/01, đồng)	65,600	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(tỷ đồng)
Vốn hóa (tỷ đồng)	30,898	2022A	9,372	3,663	3,515	7,527	43,507	18.7	10.7	11.1	1.3	10.3	3.9
SLCP lưu hành (triệu)	471	2023A	8,570	2,954	2,787	5,322	42,269	13.3	8.1	8.3	1.3	11.3	4.3
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	73,900/47,066	2024E	8,604	2,315	2,369	5,011	39,488	13.2	6.9	13.4	1.7	17.4	3.4
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	46	2025F	9,685	2,394	2,158	4,988	42,205	12.3	6.9	13.5	1.6	16.4	3.4
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	38.2/49.0	2026F	9,047	3,046	2,927	6,191	45,529	14.2	8.5	10.8	1.5	13.2	4.1
Cổ đông lớn (%)													
Platinum Victory Pte.Ltd	41.82												
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.83												

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

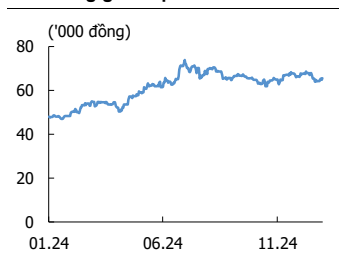
Ghi chú: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

Triển vọng khả quan từ mảng Điện và Bất động sản

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(0.9)	(11.2)	37.8
Tương đối với VNI	0.7	(9.1)	29.0

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

2024E – Không thuận lợi do sự sụt giảm mạnh mảng Điện. REE ghi nhận doanh thu đạt 8,364 tỷ đồng, giảm 2% n/n, chủ yếu do sự sụt giảm mạnh trong mảng điện khi các nhà máy thủy điện của REE bị ảnh hưởng nặng nề bởi chu kỳ El-Niño. Điều này ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của nhóm các nhà máy thủy điện giảm xuống còn 39.6% (-15 đpt n/n). Kết quả, LNST dự kiến rút xuống còn 1,817 tỷ đồng (-35% n/n) khi biên lợi nhuận gộp thu hẹp còn 36.8% (-6.5 đpt n/n).

Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh của REE

(tỷ đồng, %)

	1Q25F		2Q25F		1H25F		2025F		Đồng thuận thị trường	
	yoy	qoq	yoy	qoq	yoy	qoq	yoy	1H25F	2025F	
Doanh thu	2,495	2,384	4,879	21	12	9,685	12	-	-	9,994
Điện & Nước	1,159	1,040	2,199	13	(1)	4,334	3	-	-	-
Cơ điện lạnh	1,001	998	1,999	34	16	3,987	24	-	-	-
Bất động sản	335	346	681	9	11	1,364	10	-	-	-
LNST	677	482	1,159	21	34	2,158	19	-	-	2,520

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

2025F – Tăng trưởng dẫn dắt bởi mảng Điện và Bất động sản: Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của REE có thể phục hồi mạnh mẽ, với doanh thu ước đạt 9,685 tỷ đồng (+12% n/n) và LNST dự kiến đạt 2,184 tỷ đồng (+19% n/n) nhờ vào:

- **Tiện ích:** Hiệu suất của phân khúc tiện ích chủ yếu đến từ phân khúc năng lượng, hỗ trợ bởi điều kiện thủy văn ổn định khi pha La-Niña dự báo ảnh hưởng mạnh đến tháng 6 năm 2025F. Tuy nhiên, dữ liệu từ NOAA cho thấy pha La-Niña chưa có dấu hiệu mạnh lên rõ rệt. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng phân khúc điện của REE dự kiến sẽ duy trì hoạt động ổn định trong năm 2025F. Từ đó, tổng doanh thu mảng tiện ích tăng trưởng 13% n/n, ước đạt 2,199 tỷ đồng trong năm 2025F.
- **M&E:** Chúng tôi dự báo tăng trưởng tích cực với doanh thu đạt 1,999 tỷ đồng, tăng 34% n/n trong năm 2025F. Dựa trên cơ sở khả quan về giá trị hợp đồng mới đạt 4,283 tỷ đồng(+314% n/n) từ dự án sân bay quốc tế Long Thành và một phần đóng góp lợi nhuận từ phân khúc REE Tech (+17% n/n).
- **Bất động sản:** Kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy dự án văn phòng cho thuê - Etown 6 duy trì ở mức ~ 70% trong năm 2025F. Bên cạnh đó, dự án nhà ở

thương mại Bồ Xuyên - Thái Bình giai đoạn 1 dự báo sẽ trải qua tăng trưởng mạnh mẽ khi thị trường bất động sản dự kiến phục hồi vào năm 2025. Những cơ sở khả quan này, dự báo sẽ hỗ trợ tích cực cho tổng doanh thu của phân khúc này, đạt 681 tỷ đồng (+9% n/n).

Định giá: REE đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 1 năm là 13.1, cao hơn 1.7 độ lệch chuẩn hoặc 37% so với mức trung bình 5 năm là 9.5. Trong dài hạn, REE dự báo đạt được tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự phục hồi của mảng điện, động lực thúc đẩy chủ yếu đến từ sự trở lại của chu kỳ La-Niña và dự án Etown 6 kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy duy trì mức cao trong năm 2025. Theo Bloomberg, giá mục tiêu đồng thuận là 77,000 đồng, cao hơn 15.4% so với giá hiện tại.

Rủi ro: (1) Mối lo ngại chính là sự thay đổi trong điều kiện thủy văn có thể ảnh hưởng đáng kể đến nhóm nhà máy thủy điện của REE. Bên cạnh đó, (2) thách thức từ các dự án điện gió ngoài khơi vẫn đang trong diện nằm chờ khi đang chờ phê duyệt chính sách.

PV POWER (POW)

NĂM GIỮ (Duy trì)

		Yr to	DT	LNHD	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(tỷ đồng)
VNIndex (16/01, điểm)	1,242	2022A	28,224	2,859	2,553	824	13,031	7.0	4.6	11.1	1.3	9.4	-
Giá cp (16/01, đồng)	20,750	2023A	27,945	1,404	1,329	430	13,430	3.5	2.1	19.8	0.8	22.0	-
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,973	2024E	29,965	1,572	1,357	542	13,972	4.2	1.6	21.3	0.9	22.8	-
SLCP lưu hành (triệu)	288	2025F	35,555	1,566	1,206	336	14,308	2.5	0.8	34.4	0.9	41.6	-
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	25,882/18,300	2026F	47,046	(657)	(908)	(363)	13,945	(2.7)	(0.8)	(31.9)	0.9	(54.4)	-
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	7												
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	32.3/13.7												
Cổ đơn lớn (%)													
PVN	79.94												
PYN Elite Fund	2.51												

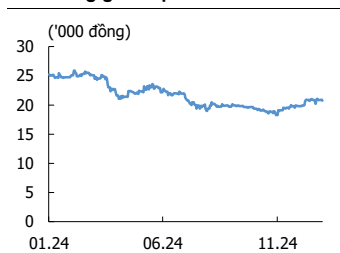
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(4.4)	(20.5)	3.0
Tương đối với VNI	(2.9)	(18.3)	(5.8)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Chờ đợi tín hiệu từ nhà máy NT3 & NT4

2024F – KQKD ổn định. Chúng tôi dự báo doanh thu của POW đạt 29,965 tỷ đồng, tăng 7% n/n. Động lực chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1&2 (sản lượng: 5,994 triệu kWh; +14% n/n) và Vũng Áng (sản lượng: 5,760 triệu kWh; +33% n/n), NT2 (sản lượng: 3,036 triệu kWh; +5% n/n), nhờ vào (i) nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng cả nước đạt 10% n/n trong năm 2024 và (ii) tình hình thủy văn suy yếu. Kết quả là, LNST tăng mạnh lên 1,753 tỷ đồng (+32% n/n).

Bảng 7. Dự phóng kết quả kinh doanh của POW

(tỷ đồng, %)

	1Q25F		2Q25F		1H25F		2025F		Đồng thuận thị trường	
					yoy	qoq			1H25F	2025F
Doanh thu	6,838	8,740	15,579		(0)	8	35,555	18	-	41,877
GP	291	1,070	1,361		23	17	1,571	(30)	-	-
EBT	345	1,118	1,463		100	11	1,566	(23)	-	-
LNST	276	894	1,170		75	7	1,206	(31)	-	1,548

Nguồn: Company data, Bloomberg, KIS Research estimate

2025F – LNST có thể đối mặt với kết quả tiêu cực. Dự báo doanh thu đạt 36,247 tỷ đồng (+18% n/n), động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng điện ghi nhận đạt 21,055 triệu kWh (+31% n/n). Nhờ tăng trưởng sản lượng từ hai nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 (+29% n/n) và NT2 (+5% n/n). Bên cạnh, việc đi vào hoạt động của dự án LNG NT3 & 4.

Ngược lại, LNST dự kiến sẽ giảm mạnh xuống còn 1,068 tỷ đồng (-31% n/n) trong năm 2025F, nguyên nhân chủ yếu đến từ:

- Nhóm thủy điện:** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng từ các nhà máy thủy điện của POW sẽ tăng nhẹ nhờ ảnh hưởng của chu kỳ La-Niña kỳ vọng kéo dài đến nửa cuối năm 2025F.
- Nhóm nhiệt điện than:** Chúng tôi dự báo sản lượng điện than có thể cải thiện, khi nhiệt điện Vũng Áng ghi nhận tăng trưởng sản lượng 33% n/n, được thúc đẩy bởi gia tăng hệ số alpha Qc từ 70% lên 80% trong năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, việc sụt giảm mạnh của giá CAN có thể tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện than như nhà máy Vũng Áng.
- Nhiệt điện khí:** Theo dữ liệu huy động của EVN từ phương án 4A, để

đảm bảo nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng 11% trong năm 2025F, sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện khí của POW dự kiến sẽ tăng trưởng khả quan (+2% n/n). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với mức tăng của SMP nhanh hơn so với giá khí tự nhiên như đã đề cập. Những yếu tố này có thể bù đắp hoàn toàn sự giảm mạnh của giá CAN (-85% n/n). Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của nhóm nhà máy nhiệt điện khí có thể tăng trưởng trong năm 2025F.

- *NT3 & NT4*: Chúng tôi dự báo khi NT3 (T6-25) và NT4 (T11-25) đi vào hoạt động, các nhà máy này có thể ghi nhận kết quả tiêu cực trong năm 2025F do giá LNG vẫn ở mức cao và hệ số công suất (CF) của NT3 & NT4 ước đạt chỉ 45% (Theo kế hoạch của POW trong 2025). Vì vậy, chúng tôi dự báo điều này có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của POW trong năm 2025F mặc dù có những yếu tố tích cực như đã nêu trên.
- *Bồi thường bảo hiểm*: Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng POW có thể nhận khoảng 750 tỷ đồng từ đền bù cho sự cố tại nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng

Định giá: Theo phân tích trên, POW có triển vọng khả quan nhờ vai trò quan trọng trong việc duy trì sự ổn định của hệ thống. Tuy nhiên, dự án LNG NT3 & NT4 tiềm ẩn rủi ro lớn vì POW chưa đảm bảo mức cam kết Qc cho hợp đồng PPA trong dài hạn. Do đó, chúng tôi khuyến nghị duy trì **NĂM GIỮ** với **POW** trong danh sách theo dõi.

Rủi ro: (i) Những thay đổi trong điều kiện thủy văn có thể ảnh hưởng lớn đến sản lượng của POW. Bên cạnh đó, (ii) thách thức từ việc giá than vẫn neo ở mức cao. Hơn nữa, (iii) dự án NT3 & NT4 tiềm ẩn rủi ro lớn vì POW chưa đảm bảo mức cam kết Qc cao cho hợp đồng PPA.

Nhiệt điện khí Nhơn Trạch 2 (NT2)

NĂM GIỮ (Duy trì)

	Yr to	DT	LNHD	LNST	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY	
	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(tỷ đồng)	
VNIndex (16/01, điểm)	1,242												
Giá cp (16/01, đồng)	20,750												
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,973												
SLCP lưu hành (triệu)	288	2022A	8,788	1,082	883	2,961	16,027	20.0	12.6	11	1.3	8	8.7
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	25,882/18,300	2023A	6,386	510	473	1,586	15,062	10.6	6.0	15	1.6	14	2.9
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	7	2024E	6,073	22	87	291	13,853	2.1	1.0	65	1.4	2,112	7.6
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	32.3/13.7	2025F	5,942	52	71	446	12,799	3.5	1.7	43	1.5	142	7.6
Cổ đông lớn (%)		2026F	5,349	(74)	30	100	11,398	0.9	0.4	191	1.7	(49)	7.6
POW	59.37												
Công ty phát triển Công nghệ	8.27												

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

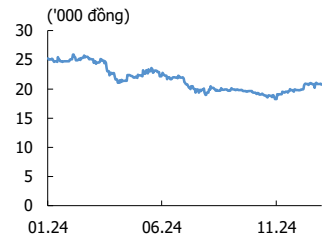
Ghi chú: LNST và EPS bị ảnh hưởng bởi quyền kiểm soát

2025F – Triển vọng tăng trưởng nhờ cải thiện sản lượng

Xu hướng giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.8	(4.8)	(17.8)
Tương đối với VNI	6.4	(2.7)	(26.6)

Stock price



Nguồn: Bloomberg

2024E – Không thuận lợi. Năm 2024, NT2 ghi nhận doanh thu đạt 6,073 tỷ VNĐ (-5% n/n), mặc dù sản lượng tăng lên 3,036 triệu kWh (+5% n/n). Nguyên nhân chủ yếu đến từ: Do tác động của hệ số alpha trong sản lượng hợp đồng giảm xuống 70% (so với 80% trong năm 2023). Điều này dẫn đến khối lượng hợp đồng thấp hơn, nghĩa là phần lớn sản lượng được bán theo giá hợp đồng, vốn cao hơn nhiều so với giá thị trường đầy đủ (FMP).

Kết quả, LNST đã giảm mạnh xuống còn 59 tỷ đồng (-737% n/n), do (1) mức nền cao năm 2023 (LNST: 494 tỷ đồng); (2) Áp lực từ giá khí đốt cao (2024: 9.47 USD/mnBTU; +3% n/n), trong khi giá FMP năm 2024 ước tính chỉ tăng 1% n/n.

Bảng 8. Dự phóng kết quả kinh doanh của NT2

(tỷ đồng, %)

	1Q25F		2Q25F		1H25F		2025F		Đồng thuận thị trường	
	yoy	qoq	yoy	qoq	yoy	qoq	yoy	qoq	1H25F	2025F
Doanh thu	1,039	2,265	3,304	35	(9)	5,942	(2)	-	-	7,261
GP	(27)	271	244	715	107	73	226	-	-	-
EBT	(20)	263	243	715	139	73	(45)	-	-	-
LNST	(20)	261	241	153	71	19	-	-	-	351

Nguồn: Company data, Bloomberg, KIS Research estimate

2025F – Kết quả kinh doanh lạc quan nhờ cải thiện sản lượng. Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh duy trì ổn định, với doanh thu ước tính đạt 5,942 tỷ đồng (-2% n/n), được hỗ trợ bởi (i) sản lượng đạt 3,118 triệu kWh (+3% n/n) và (ii) giá FMP dự kiến giảm 6% trong năm 2025.

Tuy nhiên, chúng tôi ước tính LNST có thể ghi nhận là 71 tỷ đồng (+19% n/n). Chủ yếu do (a) hiệu suất nhiệt duy trì mức thấp trong năm 2025F (-6% n/n). Bên cạnh, (b) hưởng lợi từ tăng hệ số alpha từ 70% lên 80%, có nghĩa là phần lớn sản lượng sẽ được bán theo giá hợp đồng, cao hơn nhiều so với FMP. Và (c) sự gia tăng của SMP kỳ vọng sẽ nhanh hơn giá khí của NT2 (+3% n/n). Những yếu tố tích cực này có thể hoàn toàn bù đắp cho sự sụt giảm mạnh của giá CAN (-85% n/n).

Định giá: Chúng tôi tin tưởng mạnh mẽ vào triển vọng tích cực của NT2 trong dài hạn, vì nó đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì sự ổn định của hệ thống. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng giá thị trường của NT2 hiện đã phản ánh phần lớn giá trị nội tại của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi duy trì

khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với NT2 trong 1H25F.

Rủi ro: (i) Thách thức từ giá khí tự nhiên duy trì ở mức cao ở khu vực Đông Nam Bộ. Ngoài ra, (ii) áp lực từ nguồn cung khí tự nhiên đang dần cạn kiệt ở khu vực Đông Nam Bộ. Hơn nữa, (iii) việc tăng công suất điện gió trong hệ thống cũng là yếu tố bất lợi ảnh hưởng đến hệ số công suất của NT2.

■ Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ Thông tin công khai quan trọng

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/12/2020.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 23/12/2020.

Người thực hiện: Research Dept

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (director consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas of KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by KIS Research America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to KIS Research, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with KIS Research America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by KIS Research Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of KIS Research Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. KIS Research Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom KIS Research Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact KIS Research Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

Copyright © 2020 KIS Vietnam Securities Corp.. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp..