

TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - 2H25F NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO KHỞI SẮC

- TÀI LIỆU NÀY ĐƯỢC CHUẨN BỊ BỞI KIS VIETNAM SECURITIES CORP NHẪM GIÚP CÁC NHÂN VIÊN NỘI BỘ CỦA CHÚNG TÔI ĐẦU TƯ VÀO CHỨNG KHOÁN. TÀI LIỆU NÀY ĐƯỢC BẢO VỆ BẢN QUYỀN VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP, PHÂN PHỐI, CHUYỂN TIẾP HOẶC THAY ĐỔI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO MÀ KHÔNG CÓ SỰ ĐỒNG Ý CỦA KIS VIETNAM SECURITIES CORP.
- TÀI LIỆU NÀY ĐƯỢC VIẾT NHẪM MỤC ĐÍCH CHỈ CUNG CẤP THÔNG TIN. BẢN TÀI LIỆU NÀY KHÔNG NÊN VÀ KHÔNG ĐƯỢC DIỄN GIẢI NHƯ MỘT ĐỀ NGHỊ MUA HOẶC BÁN HOẶC KHUYẾN KHÍCH MUA HOẶC BÁN BẤT CỨ KHOẢN ĐẦU TƯ NÀO. CHÚNG TÔI KHÔNG ĐẢM BẢO VỀ TÍNH CHÍNH XÁC HOẶC ĐẦY ĐỦ CỦA TÀI LIỆU NÀY VÀ NÓ KHÔNG NÊN ĐƯỢC TÍN CẬY NHƯ VẬY. CÔNG TY KHÔNG CHỊU BẤT KỲ TRÁCH NHIỆM NÀO ĐỐI VỚI BẤT KỲ TỔN THẤT TRỰC TIẾP HOẶC GIÁN TIẾP NÀO PHÁT SINH TỪ VIỆC SỬ DỤNG TÀI LIỆU NÀY HOẶC NỘI DUNG CỦA TÀI LIỆU NÀY. QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ CUỐI CÙNG PHẢI DỰA TRÊN CÁC ĐÁNH GIÁ CÁ NHÂN CỦA KHÁCH HÀNG, VÀ TÀI LIỆU PHÂN TÍCH NÀY KHÔNG THỂ ĐƯỢC SỬ DỤNG NHƯ LÀ CHỨNG CỨ CHO CÁC TRANH CHẤP PHÁP LÝ LIÊN QUAN ĐẾN CÁC QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ.
- CỔ PHIẾU TRONG BÁO CÁO NÀY ĐƯỢC LỰA CHỌN DỰA TRÊN SỰ ĐỒNG THUẬN VÀ CÁC MÔ HÌNH ĐỊNH LƯỢNG CỦA KIS VIETNAM SECURITIES CORP, DO ĐÓ CÓ THỂ KHÔNG TRÙNG KHỚP VỚI CÁC KHUYẾN NGHỊ CỦA KIS VIETNAM SECURITIES CORP.
- NỘI DUNG CỦA TÀI LIỆU NÀY PHẢN ÁNH CHÍNH XÁC QUAN ĐIỂM CỦA NHÀ PHÂN TÍCH. DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO, KHÔNG CÓ ÁP LỰC HOẶC CÁN THIỆP TỪ BÊN NGOÀI TRONG QUÁ TRÌNH PHÂN TÍCH HOẶC CHUẨN BỊ TÀI LIỆU NÀY.

Triển vọng ngành điện – 2H25F

Năng lượng tái tạo khởi sắc

Sector Rating

Tiêu cực

Trung lập

Tích cực

Tổng quan ngành

- Trong 1H25, tăng trưởng tiêu thụ điện duy trì ở mức thấp, chỉ tăng 3.5% n/n phản ánh sự chững lại của hoạt động sản xuất toàn nền kinh tế – thể hiện qua chỉ số PMI duy trì dưới ngưỡng 50. Cùng với, nền nhiệt độ dịu hơn so với cùng kỳ cũng góp phần kìm hãm nhu cầu sử dụng điện. Trong đó, thủy điện và NLTT là điểm sáng của ngành, với sản lượng tăng lần lượt 28% n/n và 6% n/n. Ngược lại, điện than và điện khí ghi nhận mức giảm lần lượt 2% n/n và 23% n/n.

Triển vọng 2H25F

- Dựa trên tốc độ tăng trưởng trong 1Q25 và năm 2024, chúng tôi ước tính mức tiêu thụ điện cả nước trong 2H25F theo hai kịch bản: Kịch bản 1 (+3.9% n/n) & Kịch bản 2 (+8% n/n). Về giá điện thị trường toàn phần (FMP) bình quân ước đạt 1,303 đồng/kWh (giảm 17% n/n), chịu áp lực từ việc giá CAN giảm mạnh 85% so với cùng kỳ.
- Thủy điện: Sản lượng thủy điện dự kiến đạt 60.3 tỷ kWh trong 2H25F (giảm 4% n/n, tăng 69% q/q) theo cả hai kịch bản, với hệ số sử dụng công suất (CF) đạt khoảng 57% (giảm 4.4 đpt n/n). Nguyên nhân chủ yếu đến từ: (i) sự chuyển dịch từ El-Niño sang pha trung tính, (ii) theo dữ liệu lịch sử, trong giai đoạn chuyển từ El-Niño sang pha trung tính, CF của các nhà máy thủy điện có thể tăng khoảng 2 - 3%, và (iii) bổ sung thêm 288MW công suất từ một số dự án thủy điện mới. Dựa trên những cơ sở trên, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của nhóm thủy điện trong 2H25F có thể ghi nhận mức suy giảm nhẹ. Ngược lại, biên gộp có thể cải thiện nếu sản lượng thủy điện tăng thêm 5%, qua đó bù đắp cho sự sụt giảm của giá điện toàn phần trên thị trường điện (FMP).
- Nhiệt điện than: Sản lượng ước đạt 68 - 70 tỷ kWh (+6 - 9% n/n). Hệ số CF dự kiến ở mức 52 - 54% (tăng 2 - 4 đpt n/n) trong 2H25F nhờ: (i) Tiêu thụ điện cả nước được dự báo tăng theo cả hai kịch bản; (ii) Công suất bổ sung 660MW từ dự án BOT Vũng Áng II, dự kiến COD vào tháng 10/2025. Ngoài ra, giá than trong 2H25F khả năng tăng nhẹ do TKV dự kiến nâng tỷ trọng than trộn lên 52% (+2 đpt n/n), và 48% còn lại là than nhập khẩu. Theo đó, chúng tôi ước tính biên LNG của nhóm nhiệt điện than có thể suy giảm nhẹ trong 2H25F. Tuy nhiên, điều này có thể cải thiện nếu sản lượng tăng lên 14% n/n.
- Nhiệt điện khí: Sản lượng ước đạt 12.3 - 15 tỷ kWh (+15 - 41% n/n), hệ số CF tăng lên 36 - 43% (tăng 3 - 10 đpt n/n). Động lực tăng trưởng đến từ: (i) Nhơn Trạch 3 (8/2025) và Nhơn Trạch 4 (11/2025) vận hành thương mại; (ii) Hợp đồng của BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 hết hạn; (iii) áp lực từ EVN ưu tiên huy động công suất từ các nguồn năng lượng tái tạo (70 MW). Bên cạnh đó, giá khí đầu vào dự kiến vẫn neo mức cao (+5% n/n) do nguồn cung trong nước ngày càng suy giảm. Từ đó, chúng tôi ước tính biên LNG của nhóm nhiệt điện khí có thể giảm trong 2H25F. Ngoài ra, chúng tôi dự báo Nhơn Trạch 3 và 4 có thể ghi nhận LNST khoảng -200 tỷ đồng khi đi vào hoạt động trong 2H25F.
- Năng lượng tái tạo: Sản lượng ước đạt 22.2 – 22.4 tỷ kWh, tăng 23% n/n; hệ số CF đạt 21%, tăng 4 đpt n/n. Trong đó, sản lượng năng lượng gió tăng 19 - 22% n/n, còn điện mặt trời ước tăng 24% n/n, nhờ công suất bổ sung khoảng 70 MW từ 85 dự án chuyển tiếp.

Khuyến nghị

- Dựa trên phân tích của chúng tôi, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với ngành Điện. Về khuyến nghị cổ phiếu cụ thể, chúng tôi lần lượt đánh giá như sau: REE (MUA); QTP (MUA); POW (NẮM GIỮ); GEG (NẮM GIỮ); NT2 (NẮM GIỮ); PPC (NẮM GIỮ);

DANH SÁCH MÃ CỔ PHIẾU NGÀNH ĐIỆN

Bảng 01. Danh sách theo dõi của KIS Research

Mã	Khuyến nghị	GMT	TSSL	DT – 2025F	LNST – 2025F	DT - n/n	LNST – n/n	2025F ROE	Trailing PE	Trailing PB	Tỷ suất cổ tức
QTP	MUA	22,300	67%	11,880	598	(0.5)	(4)	14.2	10.1	1.2	10.2
REE	MUA	77,500	16%	9,163	2,971	9	24	15.0	12.3	1.8	3.0
GEG	NẮM GIỮ	18,100	11%	1,960	895	(16)	486	18.4	5.6	1.0	0.0
POW	NẮM GIỮ	15,100	18%	39,658	1,079	31	(20)	3.3	19.8	0.9	0.0
NT2	NẮM GIỮ	21,700	13%	7,532	431	27	414	10.3	78.6	1.4	3.5
PPC	NẮM GIỮ	15,000	19%	5,920	371	(23)	(13)	8.9	8.37	0.79	4.6

Ngành Điện 2H25F – Năng lượng tái tạo khởi sắc

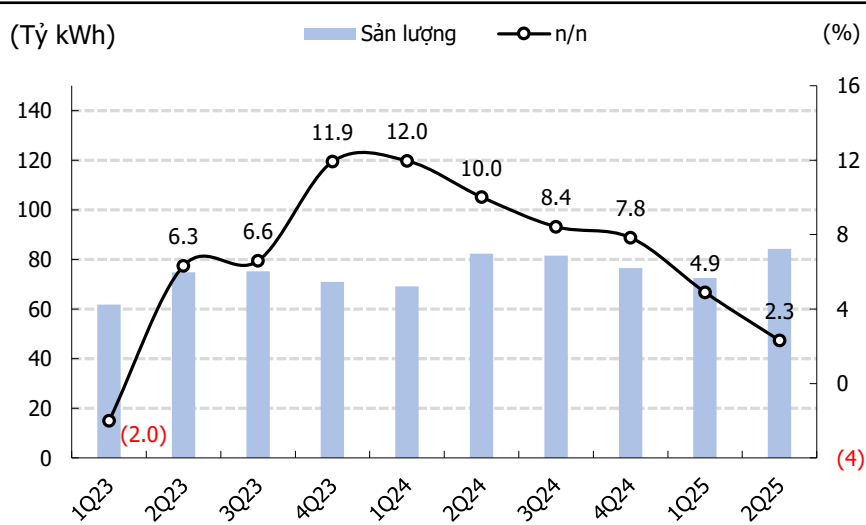
I. Phân tích ngành

1. Nhóm thủy điện
2. Nhóm nhiệt điện than
3. Nhóm nhiệt điện khí
4. Nhóm năng lượng tái tạo

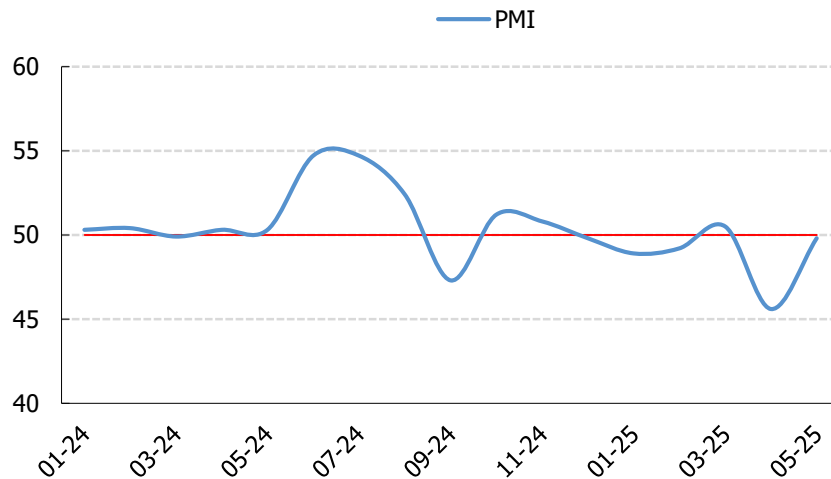
1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Nhu cầu tiêu thụ điện trong 1H25 dự kiến tiếp tục duy trì mức thấp

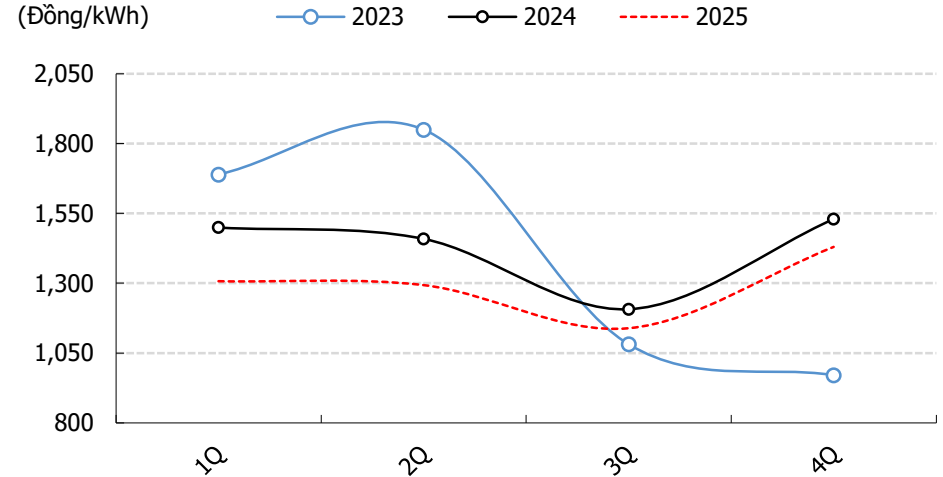
Biểu đồ 01. Sản lượng điện tiêu thụ trong 1H25 vẫn duy mức thấp



Biểu đồ 03. ... chỉ số PMI trong tháng 5 vẫn duy trì dưới ngưỡng 50



Biểu đồ 02. Giá điện thị trường toàn phần (FMP) có thể tiếp tục giảm do giá CAN giảm mạnh 85% n/n

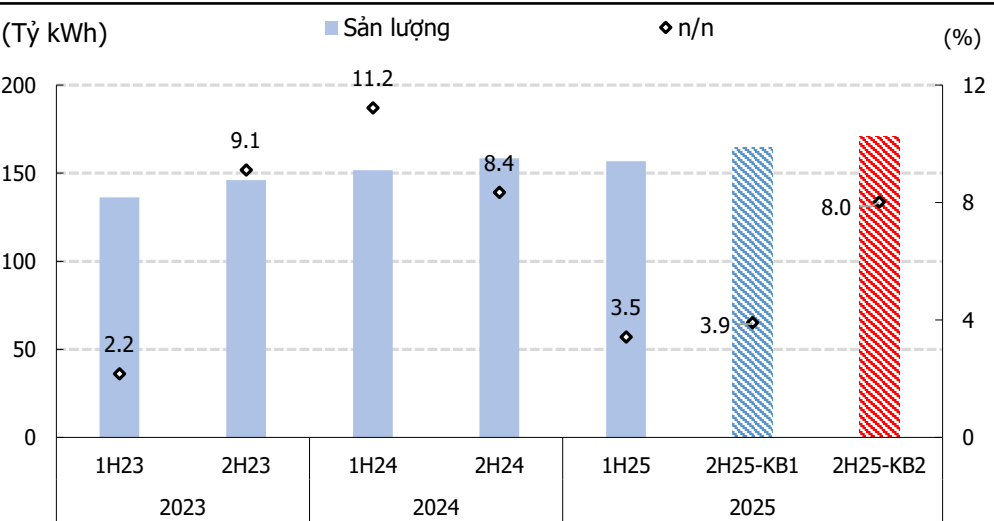


- Trong 1H25, tăng trưởng tiêu thụ điện duy trì ở mức thấp, chỉ tăng 3.5% n/n, phản ánh sự chững lại của hoạt động sản xuất toàn nền kinh tế – thể hiện qua chỉ số PMI duy trì dưới ngưỡng 50.
- Bên cạnh đó, nền nhiệt độ có phần dịu nhẹ hơn so với cùng kỳ năm ngoái do chịu tác động từ pha trung tính cũng góp phần kìm hãm tăng trưởng nhu cầu sử dụng điện.
- Giá điện thị trường toàn phần bình quân ước đạt 1,303 đồng/kWh (giảm 17% n/n), do ảnh hưởng từ giá CAN giảm đến 85% so với cùng kỳ.

1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Triển vọng tươi sáng cho năng lượng tái tạo

Biểu đồ 04. Các kịch bản tăng trưởng tiêu thụ điện trong 2H25F



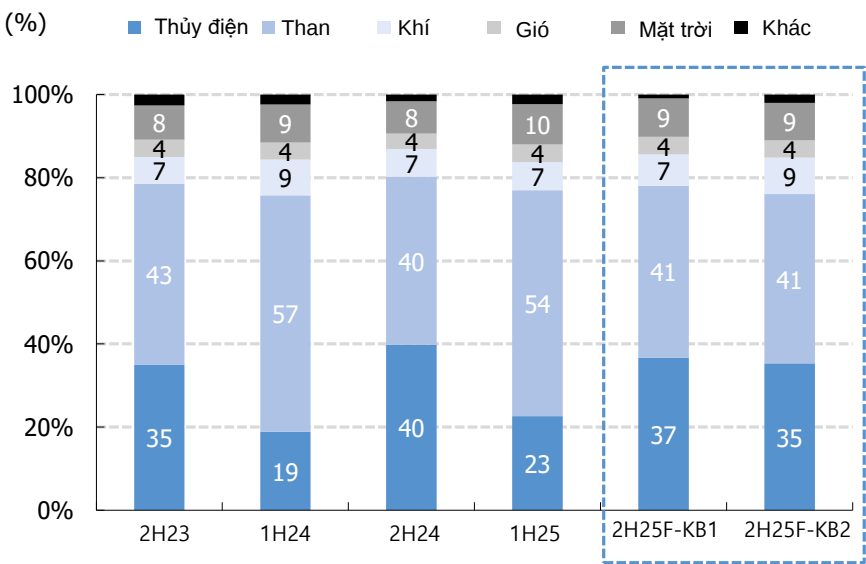
Biểu đồ 06. Nhiệt điện than và NLTT được gia tăng huy động trong cả hai kịch bản tăng trưởng

% CF	1H24	2H24	1H25	2H25F-KB1	2H25F-KB2
Thủy điện	28	62	34	57	57
Điện than	67	50	67	52	54
Điện khí	37	31	33	36	43
+ Khí nội địa	37	33	33	32	32
+ LNG	n.a	n.a	n.a	46	48
Điện dầu	23	1	0	0	3
NLTT	19	17	21	21	21
+ Sinh khối	0	0	0	0	0
+ Gió	20	20	22	23	24
+ Mặt trời	19	17	21	21	21

Biểu đồ 05. Sản lượng thủy điện giảm, trong khi điện than tăng trưởng sản lượng so với 2H24

% Tăng trưởng sản lượng	1H24	2H24	1H25	2H25F-KB1	2H25F-KB2
Thủy điện	(5)	24	24	(4)	(4)
Điện than	29	2	(1)	6	9
Điện khí	(22)	14	(18)	15	41
+ Khí nội địa	n.a	n.a	(11)	(2)	1
+ LNG	n.a	n.a	n.a	586	1,372
Nhiệt điện dầu	0	1	(100)	(100)	987
NLTT	4	2	10	23	23
+ Sinh khối	0	0	0	0	0
+ Gió	14	(2)	9	19	22
+ Mặt trời	1	4	10	24	24

Biểu đồ 07. Cơ cấu sản lượng điện phát theo từng loại nguồn trong hệ thống



1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Triển vọng tươi sáng cho năng lượng tái tạo

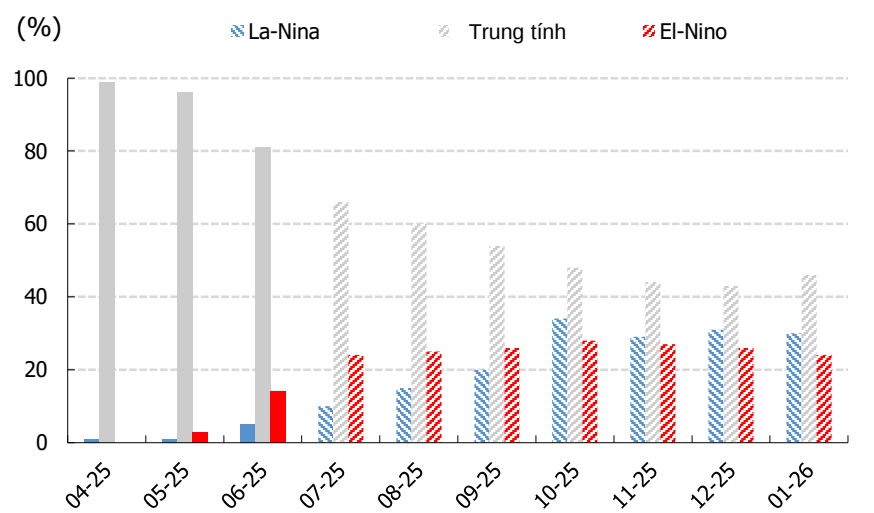
Bảng 02. Danh sách các dự án điện bổ sung vào hệ thống trong 2025F – 2026F

Nguồn	Vị trí	(MW)	Chủ đầu tư	COD	2024A	1H25E	2H25F	2025F	2026F
Thủy điện					23,357	23,769	24,057	24,057	24,616
Công suất tăng thêm so với 2024						412	700	700	1,259
1. Bản Mòng – Sông Hiếu	Nghệ An	45	Doanh nghiệp tư nhân	3Q25			11	11	45
2. Trà Khúc 1	Quảng Ngãi	36	Doanh nghiệp tư nhân	2Q25		36	36	36	36
3. Đức Thành	Bình Phước	40	Doanh nghiệp tư nhân	31/12/2025		3	40	40	40
4. Ialy MR	Đồng Nai	360	EVN	31/12/2025		360	360	360	360
5. Hòa Bình MR	Hòa Bình	36	EVN	02/09/2025			240	240	480
6. Thác Bà 2	Yên Bái	18.9	TBC, REE	03/04/2025		12.6	12.6	12.6	18.9
7. La Ngâu	Bình Thuận	46	Doanh nghiệp tư nhân	01/01/2026					46
8. Yên Sơn	Tuyên Quang	90	Doanh nghiệp tư nhân	2025-2030					90
9. Sơn Nhậm	Quảng Ngãi	9	HDG	4Q26					2
10. Đắk Mi 1	Kon Tum	84	Doanh nghiệp tư nhân	2025-2030					84
11. Trị An MR	Đồng Nai	200	EVN	01/12/2026					17
12. Thanh Sơn	Bình Thuận	40	Doanh nghiệp tư nhân	01/01/2026					40
Nhiệt điện than					29,021	29,021	29,681	29,681	30,221
Công suất tăng thêm so với 2024							660	660	1,200
1. BOT Vũng Áng II	Hà Tĩnh	1200	BOT	01/07/2025			660	660	1200
Nhiệt điện khí					7,382	7,382	7,849	7,849	8,982
Công suất tăng thêm so với 2024							467	467	1,600
1. Nhơn Trạch 3	Đồng Nai	800	POW	01/08/2025			333	333	800
2. Nhơn Trạch 4	Đồng Nai	800	POW	01/11/2025			133	133	800
Năng lượng tái tạo					24,039	24,119	24,189	24,189	25,370
Công suất tăng thêm so với 2024						80	150	150	1,331
+ Sinh khối		410							
+ Điện gió		6,333							
+ Điện mặt trời		16,499				80	150	150	1,331
Tổng công suất tăng thêm so với 2024						492	1,976	1,976	5,390
Tổng công suất					83,799	84,291	85,775	85,775	89,189

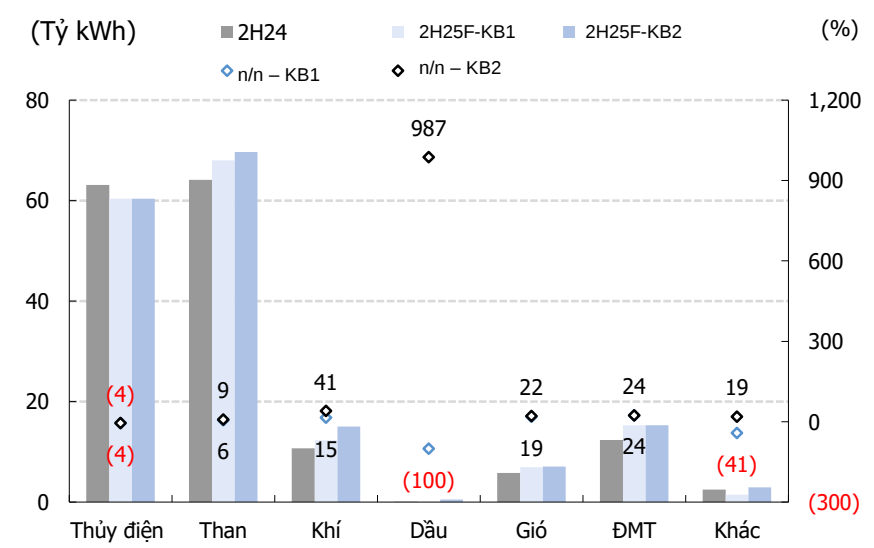
1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Thủy điện hưởng lợi từ pha trung tính

Biểu đồ 08. Theo NOAA, pha trung tính xác suất kéo dài đến cuối năm 2025F

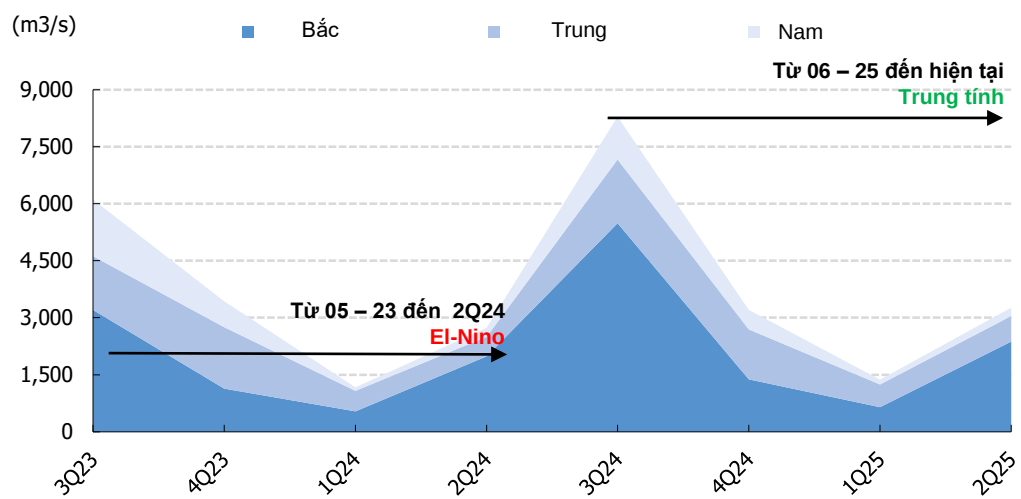


Biểu đồ 10. Sản lượng điện than và NLTT tăng trưởng mức cao, trong khi thủy điện ghi nhận sụt giảm svck



Nguồn: NOAA, EVN, KIS Research

Biểu đồ 09. Theo dữ liệu lịch sử, lưu lượng nước cải thiện đáng kể khi pha trung tính quay trở lại



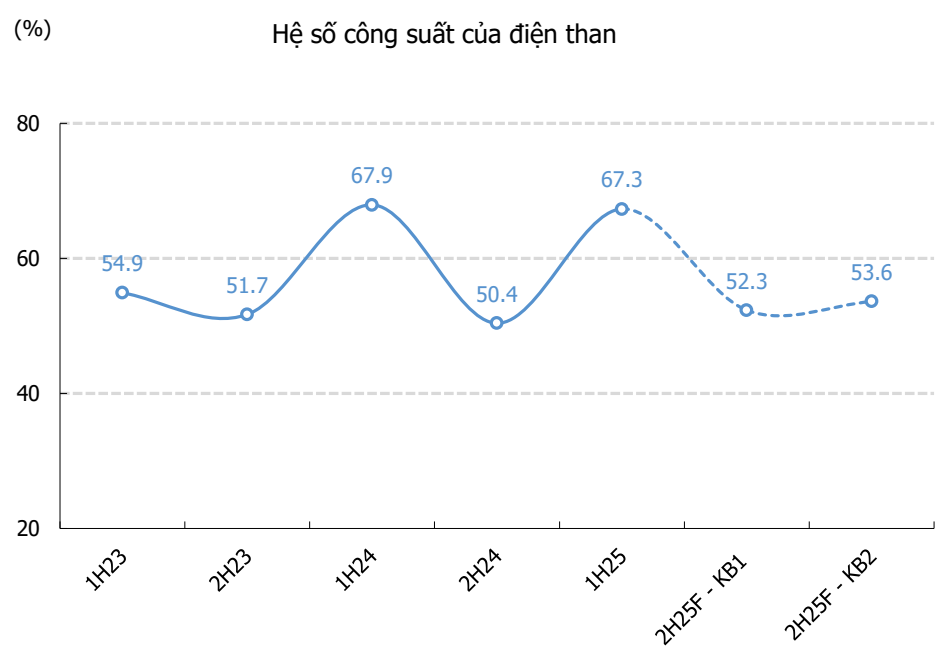
2H25F – Sản lượng thủy điện dự kiến đạt 60.3 tỷ kWh (giảm 4% n/n) dựa trên 2 kịch bản, CF ước tính đạt khoảng 57% (giảm 4.4 đpt n/n).

- Hỗ trợ tích cực từ pha trung tính.
 - Theo dữ liệu lịch sử, trong giai đoạn từ El-Niño sang pha trung tính, hệ số CF của các nhà máy thủy điện có thể cải thiện khoảng 2–3%.
 - **Bổ sung 288MW công suất** từ một số dự án thủy điện mới cũng đóng góp vào nguồn cung.
 - Sản lượng thủy điện ghi nhận mức giảm so với cùng kỳ do 3Q24 bị ảnh hưởng bởi bão Yagi và điều kiện khí hậu trung tính.
 - Giá FMP bình quân trong 2H25F ước tính giảm 6% do chịu tác động tiêu cực từ giá CAN (-85% n/n).
- **Biên LNG của nhóm thủy điện:** Dựa trên các giả định trên, **chúng tôi ước tính biên LNG có thể giảm nhẹ trong 2H25F.**
- Ngược lại, Biên gộp **có thể được cải thiện** khi sản lượng thủy điện tăng trưởng **đến 5% n/n** nhằm bù đắp vào sự sụt giảm của giá FMP.

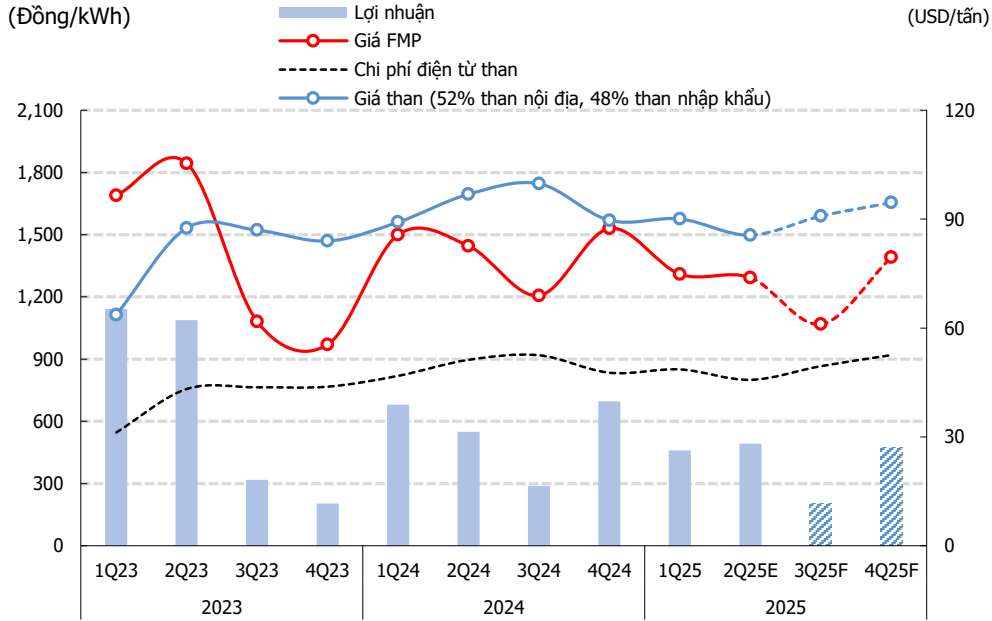
1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Nhu cầu điện than vẫn duy trì xu hướng tăng trưởng

Biểu đồ 11. CF các nhà máy điện than được dự báo duy trì ở mức 52 - 54% (+2 - 4 đpt n/n) trong 6T25F



Biểu đồ 12. Giá than trong 2H25F có thể vẫn neo mức cao, do TKV nâng tỷ lệ than trộn lên 52%



Sản lượng điện than ước tính đạt 68 - 70 tỷ kWh (+6 - 9% n/n). CF được dự báo duy trì ở mức 52 - 54% (+2 - 4 đpt n/n) trong 2H25F.

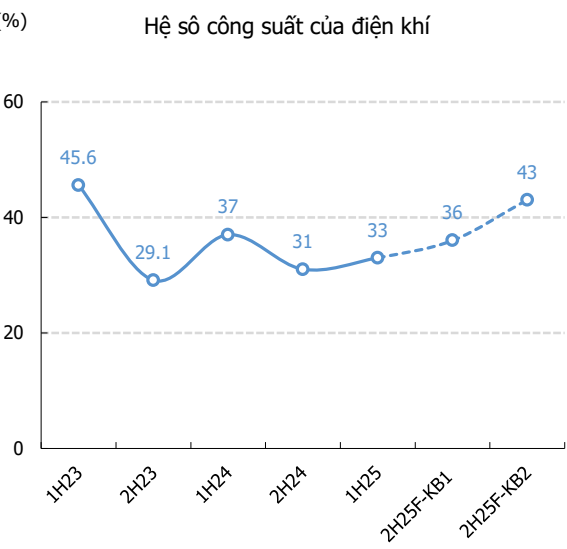
- Tổng tiêu thụ điện cả nước được dự báo tăng trưởng theo kịch bản 1 (+3,9% n/n) và kịch bản 2 (+8% n/n).
 - Dự kiến bổ sung thêm 660MW từ dự án BOT Vũng Áng II, sẽ thực hiện COD vào tháng 10/2025.
 - Giá than trong 2H25F kỳ vọng tăng nhẹ, do TKV điều chỉnh nâng tỷ trọng than trộn lên 52% (+2đ đpt n/n), trong khi 48% còn lại đến từ nguồn nhập khẩu.
- **Biên LNG nhiệt điện than:** Dựa trên các giả định trên, **chúng tôi ước tính biên LNG có thể giảm nhẹ trong 2H25F.**
- Ngược lại, biên LNG **có thể cải thiện** nếu sản lượng than có thể tăng lên 14% n/n trong 2H25F.

Nguồn: EVN, PVN, PGV, dữ liệu doanh nghiệp
Chi phí điện quy đổi từ than, được tính toán dựa trên giá than của TKV (chưa bao gồm khấu hao và O&M), với giả định suất hao nhiệt (22GJ/tấn) và hiệu suất nhà máy (45%)

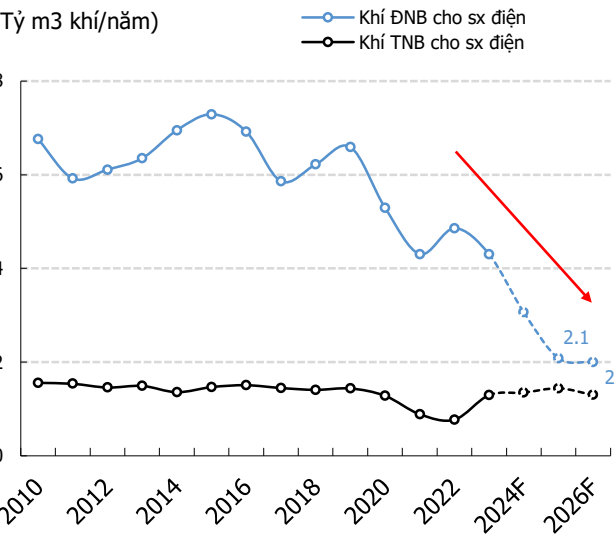
1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Sản lượng điện khí suy giảm do áp lực từ nguồn năng lượng tái tạo

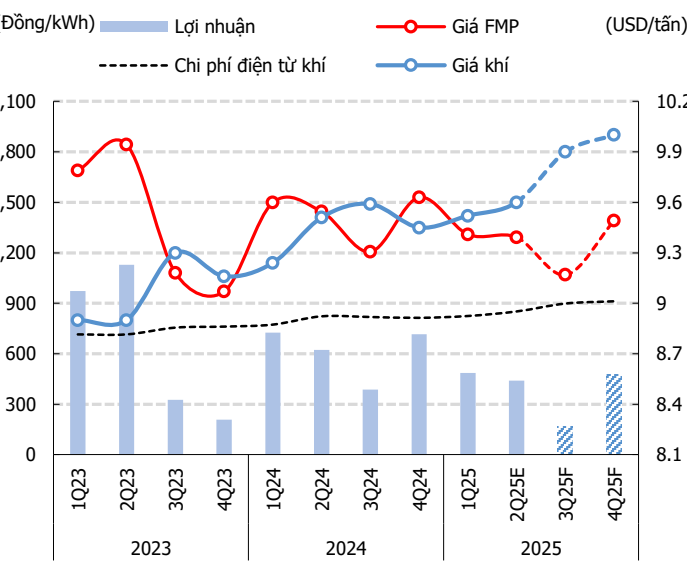
Biểu đồ 13. CF trong 2H25F được cải thiện nhờ NT3 và NT4 đi vào vận hành



Biểu đồ 14. Nguồn cung khí trong nước ngày càng suy giảm



Biểu đồ 15. Giá khí trong 2H25F ước tính tăng 5% n/n, chịu áp lực từ nguồn cung khí khai thác có chi phí cao



2H25F – Sản lượng điện khí ước tính đạt 12.3 - 15 tỷ kWh (+15 - 41% n/n), CF tăng lên 36 - 43%, tăng 3 - 10 đpt n/n, trong đó:

- Khí nội địa: Sản lượng ước tính đạt 10.1 – 10.4 tỷ kWh, tăng trưởng đi ngang so với cùng kỳ trong cả hai kịch bản cho năm 2025.
- Sản lượng LNG: Ước tính đạt 2.1 – 4.5 tỷ kWh, nguyên nhân chủ yếu đến từ: (1) Nhơn Trạch 3 (8/2025) và Nhơn Trạch 4 (11/2025) đi vào vận hành.
→ Chúng tôi ước tính CF của NT3 & NT4 đạt ~46 - 48%.

2H25F - Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ:

- (2) Hợp đồng BOT của hai nhà máy Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 đã hết hạn.
- (3) EVN ưu tiên huy động công suất từ các nguồn năng lượng tái tạo (70 MW).
- (4) Giá khí duy trì ở mức cao do nguồn cung trong nước ngày càng suy giảm, dẫn đến phải huy động các mỏ có chi phí cao, ước tính tăng 5% n/n trong 2H25F.
→ Biên LNG (Khí nội địa): Dựa trên các giả định, chúng tôi ước tính biên LNG **của nhóm điện khí có thể ghi nhận sự giảm** trong 2H25F.
→ Biên LNG của NT3 & NT4: Chúng tôi ước tính **NT3 & NT4 có thể ghi nhận LNST khoảng -200 tỷ đồng** khi bắt đầu vận hành trong 2H25F.

Nguồn: EVN, PVN, PGV, dữ liệu doanh nghiệp

Ghi chú: 1mnBTU = 293.1 kWh

Chi phí điện quy dẫn từ giá khí (không bao gồm khấu hao và O&M), tính toán dựa trên giá khí NT2 chưa xem xét đến hiệu suất của từng nhà máy điện khí.

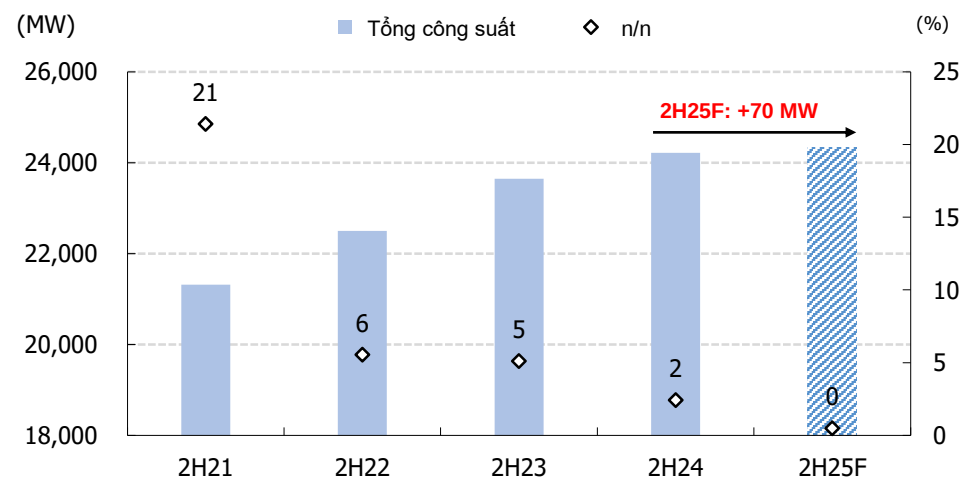
1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Năng lượng tái tạo thúc đẩy tăng trưởng một cách đáng kể

Bảng 03. Tiến độ của 85 dự án điện chuyển tiếp (4,598 MW), trong đó 64 dự án (3,429 MW) đã ký hợp đồng mua bán điện (PPA)

Ngày	Dự án đã nộp hồ sơ ⁽¹⁾	Công suất ⁽¹⁾	Đề xuất dự án (giả tạm) ⁽²⁾	Công suất ⁽²⁾	Dự án (PPA) ⁽³⁾	Công suất (PPA) ⁽³⁾	Dự án đã vận hành thương mại (COD) ⁽⁴⁾	Công suất (COD) ⁽⁴⁾	Tiềm năng công suất (PPA) ⁽⁵⁾
12-23	81	4,598	69	3,927	63/69	3,399	21	1,201	2,198
01-24	81	4,598	69	3,927	63/69	3,399	21	1,201	2,198
02-24	81	4,598	69	3,927	63/69	3,399	21	1,201	2,198
03-24	81	4,598	69	3,927	63/69	3,399	21	1,201	2,198
04-24	81	4,598	69	3,927	63/69	3,399	21	1,201	2,198
05-24	81	4,598	72	4,128	63/72	3,429	29	1,578	1,852
06-24	81	4,598	72	4,128	63/72	3,429	29	1,578	1,852
07-24	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	29	1,578	1,852
08-24	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	29	1,578	1,852
09-24	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	29	1,578	1,852
10-24	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	29	1,578	1,852
11-24	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	29	1,578	1,852
12-24	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	29	1,578	1,852
01-25	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	29	1,578	1,852
05-25	81	4,598	72	4,128	64/72	3,429	30	1,632	1,798

Biểu đồ 16. Dựa trên dữ liệu từ EVN, ước tính 70MW sẽ được bổ sung vào hệ thống trong 2H25F



Nguồn: EVN, dữ liệu doanh nghiệp

2H25F – Sản lượng điện năng lượng tái tạo dự kiến đạt 22.2 – 22.4 tỷ kWh, tăng 23% n/n, CF đạt 21% (+4 đpt n/n).

- Điện gió: Sản lượng ước tính tăng 19 - 22% n/n.
- Điện mặt trời: Sản lượng ước tính tăng 24% n/n.
- Dự kiến bổ sung thêm 70 MW từ 85 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp.
- (5) (05-25) 1,798 MW - Công suất triển vọng đã thực hiện kí kết hợp đồng PPA và đang trong quá trình hoàn tất hồ sơ, thử nghiệm để tiến hành COD.

1. 2H25 Ngành Điện – Năng lượng tái tạo khởi sắc

Diễn biến Quy hoạch điện VIII điều chỉnh

Bảng 04. Tiến độ công suất thực tế bổ sung vào hệ thống điện giai đoạn 2025F - 2030F

Công suất (MW)	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	KH - EVN - 30F
Thủy điện	22,936	23,357	24,044	24,597	24,912	24,912	25,096	28,506	35,694
Điện than	27,741	29,021	29,681	30,341	31,744	31,744	31,744	31,744	31,055
Điện khí	7,382	7,382	7,915	8,982	8,982	10,182	12,612	15,642	37,454
+ Khí nội địa	7,382	7,382	7,382	7,382	7,382	7,382	9,812	10,142	14,930
+ LNG			533	1,600	1,600	2,800	2,800	5,500	22,524
Điện dầu	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	
NLTT	23,389	24,039	24,189	25,370	26,786	28,360	30,028	31,797	80,048
+ Sinh khối	557	557	557	557	557	557	557	557	1,523
+ Gió	6,333	6,811	6,911	7,256	7,619	8,076	8,561	9,074	32,066
+ Mặt trời	16,499	16,671	16,721	17,557	18,610	19,727	20,911	22,165	46,459
Nguồn khác	1,166	1,664	2,163	3,112	4,576	5,891	7,607	9,818	26,324
Tổng	82,614	85,463	87,992	92,102	96,081	99,951	105,659	117,507	210,575

Nguồn: EVN, dữ liệu doanh nghiệp

Bảng 05. Danh sách các dự án được phê duyệt trong Quy hoạch phát triển điện VIII (điều chỉnh) giai đoạn 2025F – 2035F						
STT	Nguồn	Vị trí	(MW)	Chủ đầu tư/ DN liên quan	Tiến độ	COD
Thủy điện			1,239			
1	Sơn Nham	Quảng Ngãi	9	HDG	Đang thi công	4Q26
2	Trà Khúc 2	Quảng Ngãi	30	REE	Đang thi công	2026F
3	Thủy điện tích năng Phước Hòa	Ninh Thuận	1200	n.a	TTA đã tham gia quá trình lập báo cáo nghiên cứu khả thi	2029-2030
Nhiệt điện khí			10,900			
1	LNG Nhơn Trạch 3	Đồng Nai	800	POW	Đang trong quá trình chạy thử nghiệm	2025
2	LNG Nhơn Trạch 4	Đồng Nai	800	POW	Đang thi công	2025
3	LNG Quảng Ninh	Quảng Ninh	1,500	POW COLAVI Tokyo Gas Co., Ltd Tập đoàn Marubeni	Đang trong quá trình giải phóng mặt bằng	4Q29
4	LNG Nghi Sơn	Thanh hóa	1,500	n.a	Ngày 19/06/2025: Nộp hồ sơ dự thầu lựa chọn nhà đầu tư Liên danh POW và T&T đã tham gia đấu thầu	2029-2030
5	LNG Hải Phòng I	Hải phòng	1,600	VIC	Đã được phê duyệt trong Quy hoạch điện VIII (điều chỉnh)	2030
6	LNG Hải Phòng II	Hải Phòng	3,200	VIC	Đã được phê duyệt trong Quy hoạch điện VIII (điều chỉnh)	2030-2032
7	LNG Vũng Áng III	Hà Tĩnh	1,500	POW	Hiện đang trong giai đoạn nghiên cứu	203-2032
Điện gió			1,284			
1	Tân Phú Đông 1	Tiền Giang	100	GEG	Đã hoàn thành	2023
2	Phước Hữu	Ninh Thuận	50	HDG	Đã được phê duyệt chủ trương đầu tư	2025-2027
3	BCG Điện Biên 1	Điện Biên	175	BCG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2030
4	BCG Điện Biên 2	Điện Biên	175	BCG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2030
5	Bình Gia	Lạng Sơn	80	HDG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2030
6	Đình Lập	Lạng Sơn	100	N/A	Hiện đang trong giai đoạn nghiên cứu HDG đã đề xuất thực hiện nghiên cứu dự án	2025-2030
7	Đình Lập 5	Lạng Sơn	100	Trung Nam Group	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2030
8	Lộc Bình	Lạng Sơn	50	n.a	Hiện đang trong giai đoạn nghiên cứu HDG đã đề xuất thực hiện nghiên cứu dự án	2025-2030
9	Nhà máy điện gió xung quanh Nhà máy Lọc hóa Dầu Bình Sơn	Quảng Ngãi	48	BSR	BSR đã đề xuất thực hiện khảo sát	2025-2030
10	LIG Hướng Hóa I	Quảng Trị	48	LIG	Đang trong quá trình giải phóng mặt bằng	2025-2030
11	LIG Hướng Hóa II	Quảng Trị	48	LIG	Đang trong quá trình giải phóng mặt bằng	2025-2030
13	V1-5 & V1-6 GĐ 2	Trà Vinh	48	n.a	Đang chờ đợi kết quả đấu thầu REE & Trung Nam Group đều tham gia đấu thầu	2025-2030
14	Điện gió số 3 (V3-8)	Trà Vinh	80	N/A	Hiện đang trong giai đoạn nghiên cứu ASM đã đề nghị xin phép thực hiện khảo sát đầu tư	2025-2030
15	BCG Sóc Trăng 1	Sóc Trăng	50	BCG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2030
16	Khai Long giai đoạn 2	Cà mau	100	BCG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2030
17	La Blứ 1 - GĐ 2	Gia Lai	42	DLG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2030
18	La Blứ 2 - Chư Puh	Gia Lai	40	DLG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2030
19	Sao Mai 1	Hậu Giang	100	ASM	Đang trong quá trình nghiên cứu	2030
Điện mặt trời			643			
1	TTC Đức Huệ 2	Long An	41.4	TTC - GEG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2026
2	ĐMT trên hồ thủy điện Buôn Kuốp	Đắk Lắk	50	PGV	Đang trong quá trình nghiên cứu	2028
3	ĐMT trên hồ Krông Búk Hạ 1, 2	Đắk Lắk	200	BCG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2025-2030
4	Gelex 2	Bình Phước	165	GEX	Đang trong quá trình nghiên cứu	2031-2035
5	ĐMT mặt đất kết hợp bán ngập BCG Vụ Bồn	Đắk Lắk	187	BCG	Đang trong quá trình nghiên cứu	2031-2035

Ngành Điện 2H25F – Năng lượng tái tạo khởi sắc

II. Phân tích doanh nghiệp

- 
1. QTP - Tăng trưởng từ kỳ vọng hoàn trả lãi vay
 2. REE - Kỳ vọng tăng trưởng từ mảng Điện và BĐS
 3. POW - Chờ đợi triển vọng tươi sáng từ NT3 NT4
 4. GEG – Tăng trưởng từ dự án Tân Phú Đông 1

1. QTP – MUA TP: VND22,300 (+46% @ 05/06/2025)

Tăng trưởng từ kỳ vọng hoàn trả lãi vay

Luận điểm đầu tư

- Chi phí khấu hao dự kiến giảm 30% n/n
- Tổng nợ vay năm 2025 là 128 tỷ đồng, ước tính giảm ~30 tỷ đồng/quý.

Tỷ suất cổ tức trong ngắn và trung hạn góp phần giảm thiểu rủi ro cho khoản đầu tư.

Rủi ro cần xem xét

- Rủi ro biến động giá than.
- Suất hao nhiệt tăng cao do gia tăng sử dụng than trộn.
- Nguồn cung than nội địa từ TKV ngày càng giảm dần.

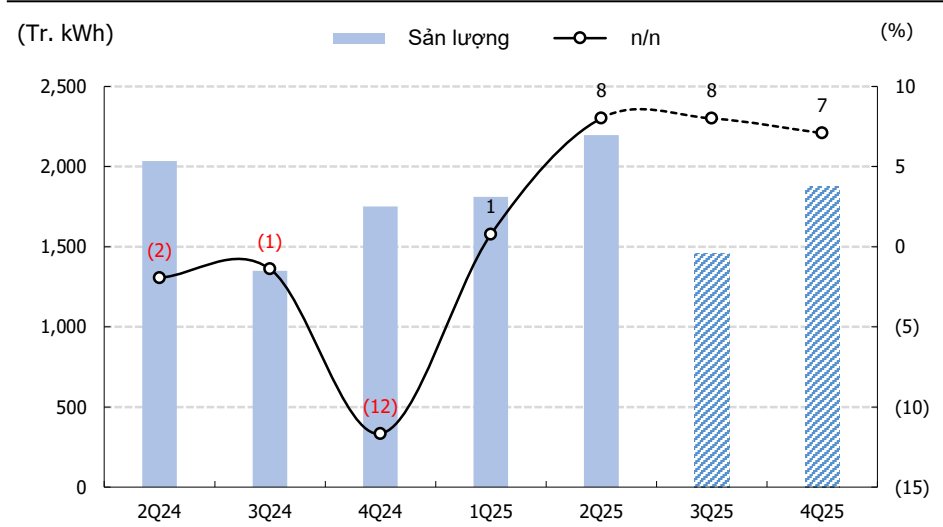
Bảng 06. Dự phóng của KIS về QTP giai đoạn 2025-2027F

	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,912	3,521	2,347	3,100	11,908	11,880	11,710	11,878
Tăng trưởng	(3)	(3)	(2)	7	(1)	(0)	(1)	1
Lợi nhuận gộp	240	263	84	261	824	847	1,106	1,212
% n/n	(16)	24	(26)	22	1	3	31	10
% Biên LNG	8.2	7.5	3.6	8.4	6.9	7.1	9.4	10.2
Lợi nhuận hoạt động	216	239	59	231	691	745	1,005	1,109
% n/n	(15)	33	(31)	34	6	8	35	10
% Biên LNHD	7.4	6.8	2.5	7.4	5.8	6.3	8.6	9.3
LNST	174	192	47	185	625	598	966	1,084
% n/n	(24)	17	(39)	18	1	(4)	61	12
% Biên LNR	6.0	5.4	2.0	6.0	5.3	5.0	8.2	9.1
% ROE					12.5	14.2	19.8	22.6
Tỷ số								
PE					8.9	9.2	6.7	6.0
PB					1.3	1.3	1.3	1.4
DY					10.2	11.8	13.2	15.3

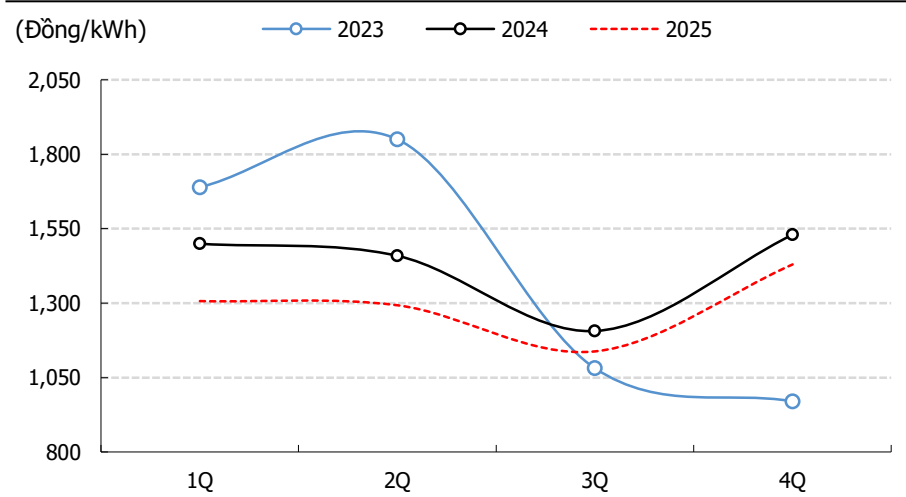
1. QTP – MUA TP: VND22,300 (+46% @ 05/06/2025)

Tăng trưởng từ kỳ vọng hoàn trả lãi vay

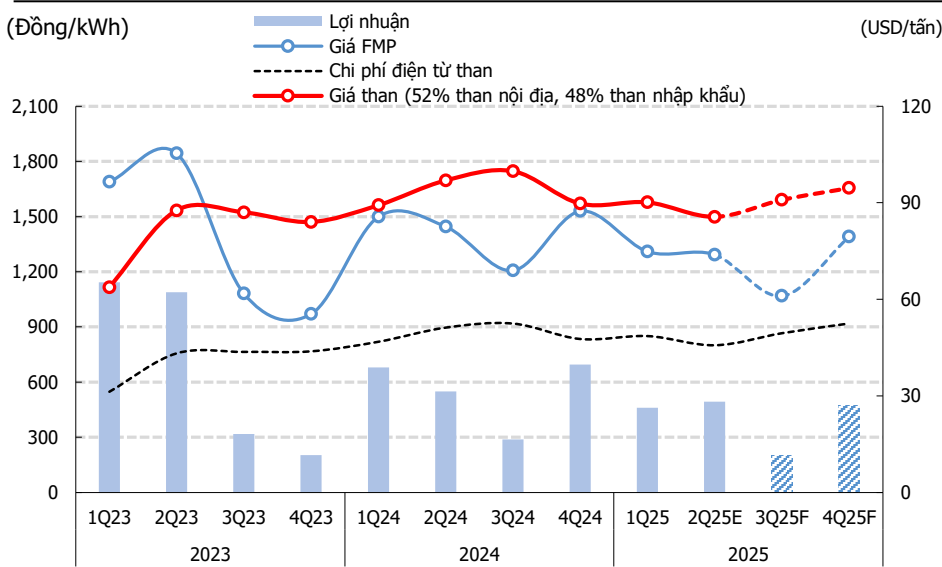
Biểu đồ 17. Sản lượng ước tính tăng trưởng 8% n/n nhờ kỳ vọng từ tiêu thụ điện cả nước tiếp tục duy trì ổn định



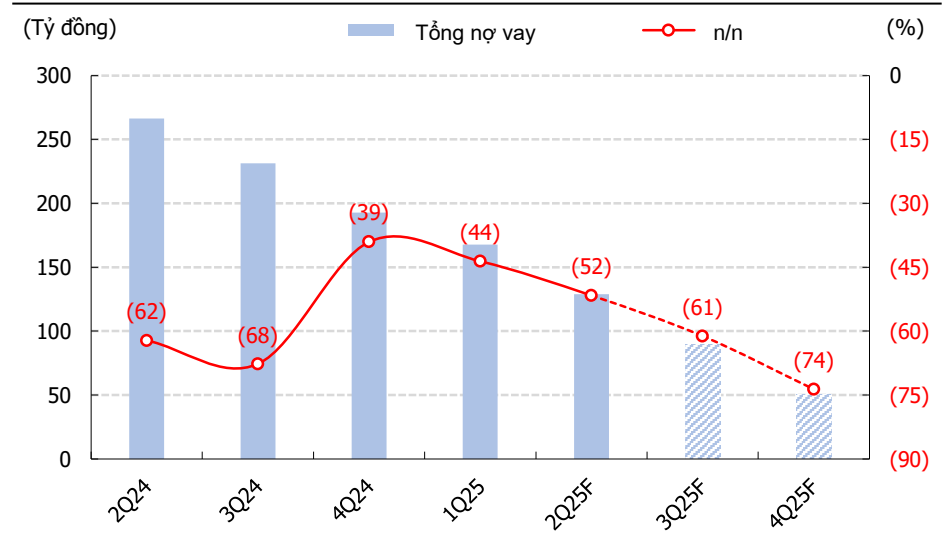
Biểu đồ 19: Giá điện thị trường toàn phần (FMP) có thể tiếp tục giảm do Giá CAN giảm mạnh 85% n/n



Biểu đồ 18. Giá than trong 2H25F có thể vẫn neo mức cao, do TKV nâng tỷ lệ than trộn lên 52%



Biểu đồ 20. Tổng nợ ước tính giảm dần, với mức giảm khoảng 30 tỷ đồng/quý



Nguồn: Fiinpro-X, dữ liệu doanh nghiệp

2. REE – MUA TP: VND77,500 (+16% @ 23/06/2025)

Kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ mảng Điện và Bất động sản

Luận điểm đầu tư

- **Điện:** Thủy điện dẫn dắt tăng trưởng doanh thu, nhờ sản lượng cải thiện từ (1) Thác Bà 2 đi vào vận hành và (2) tác động tích cực từ pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến 2H25F và (3) mức nền thấp trong 2024
- **Nước:** (3) Công suất nhà máy Sông Đà tăng gấp đôi và (4) giá bán buôn mới được phê duyệt là 7,767 đồng/m³ (+53% n/n).
- **Bất động sản:** (5) Kỳ vọng cải thiện tỷ lệ lấp đầy tại Etown 6 và (6) kỳ vọng ghi nhận 156 tỷ đồng từ chuyển nhượng khu đất phát triển cao tầng (GĐ 2).
- **M&E:** Lợi nhuận dự kiến tăng mạnh, được hỗ trợ bởi giá trị hợp đồng mới ghi nhận đầu năm 2025 đạt 5,556 tỷ đồng, tăng 19% n/n.

Những rủi ro cần lưu ý

- Thách thức từ hay đổi trong điều kiện thủy văn.
- Rủi ro từ dự án điện gió Phú Lạc vi phạm điều kiện CCA (chứng nhận nghiệm thu) nhưng đã tiến hành thực hiện COD.

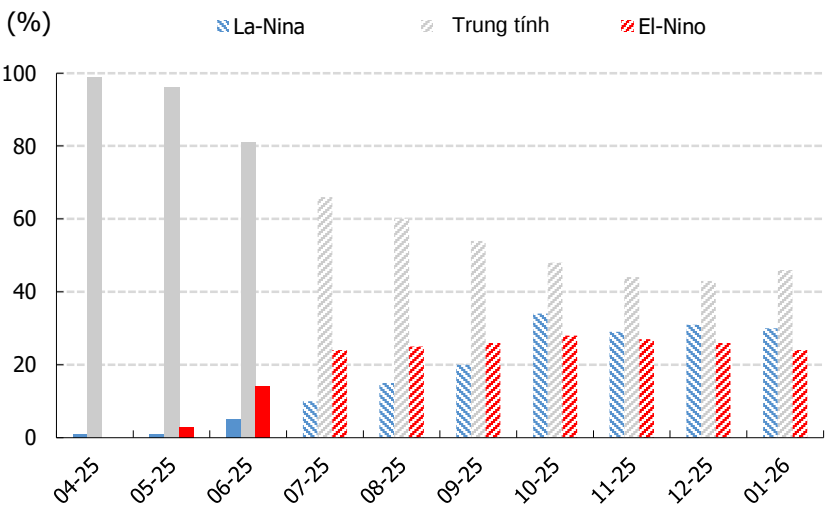
Bảng 07. Dự phóng của KIS về REE giai đoạn 2025-2027F

	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,068	2,206	2,515	2,432	8,384	9,223	8,795	9,248
% Điện	1,288	1,181	1,297	1,030	4,156	4,796	4,742	4,742
% Nước	45	60	80	80	114	265	150	157
% Văn phòng cho thuê	272	269	262	259	1,068	1,063	1,024	1,139
% Cơ điện lạnh	449	652	859	1,044	2,880	3,004	2,699	3,031
% Bất động sản nhà ở	15	15	18	18	110	66	180	180
Tăng trưởng	13	1	24	4	(2)	10	(5)	5
% Điện	26	30	7	(21)	(13)	15	(1)	0
% Nước	1,092	730	142	14	70	132	(44)	5
% Văn phòng cho thuê	3	3	(3)	(5)	2	(0)	(4)	11
% Cơ điện lạnh	(19)	(30)	22	63	8	4	(10)	12
% Bất động sản nhà ở	14,900	(85)	50		(711)	(40)	173	0
LNG	950	900	1,027	805	3,124	3,674	3,893	4,009
% n/n	28	32	49	(21)	(16)	18	6	3
% Biên LNG	46.0	40.8	40.8	33.1	37.3	39.8	44.3	43.3
Biên LNHD	910	787	891	757	2,428	2,824	3,105	3,180
% n/n	52	66	40	(24)	(18)	16	10	2
% Biên LNHD	44.0	35.7	35.4	31.1	29.0	30.6	35.3	34.4
LNST	817	698	790	672	2,395	2,977	3,276	3,416
% n/n	49	73	41	(24)	11	24	10	4
% Biên LNR	39.5	31.6	31.4	27.6	28.6	32.3	37.2	36.9
% ROE					11.0	14.8	15.5	14.9
Tỷ số								
PE					11.5	10.2	9.8	9.6
PB					1.6	1.5	1.4	1.3
DY					4.4	5.0	5.2	5.3

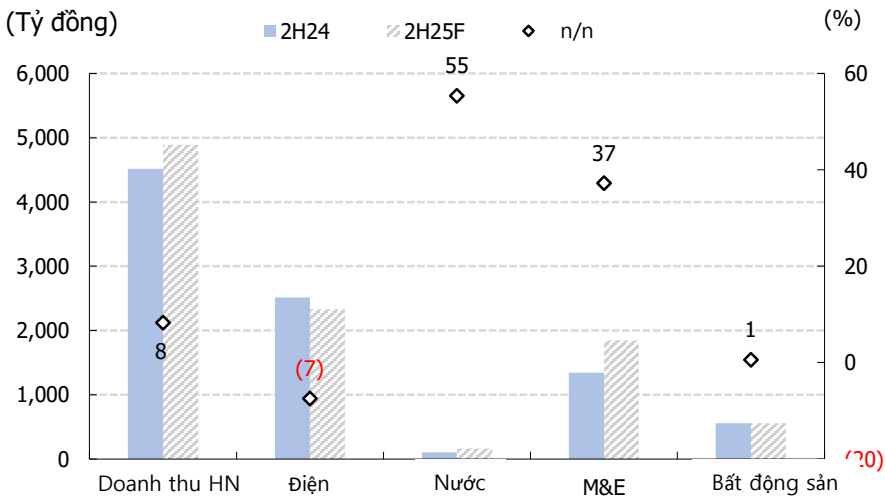
2. REE – MUA TP: VND77,500 (+16% @ 23/06/2025)

Kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ mảng Điện và Bất động sản

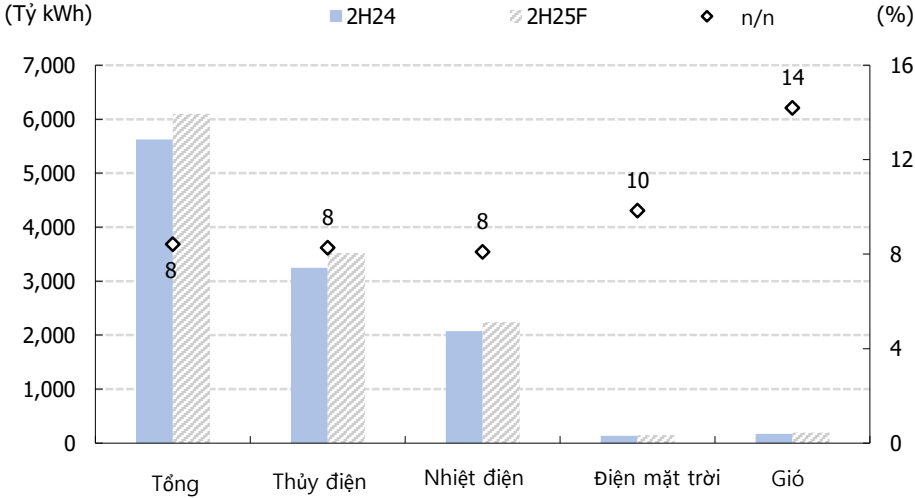
Biểu đồ 21: Theo NOAA, giai đoạn trung tính dự kiến kéo dài đến cuối năm 2025F



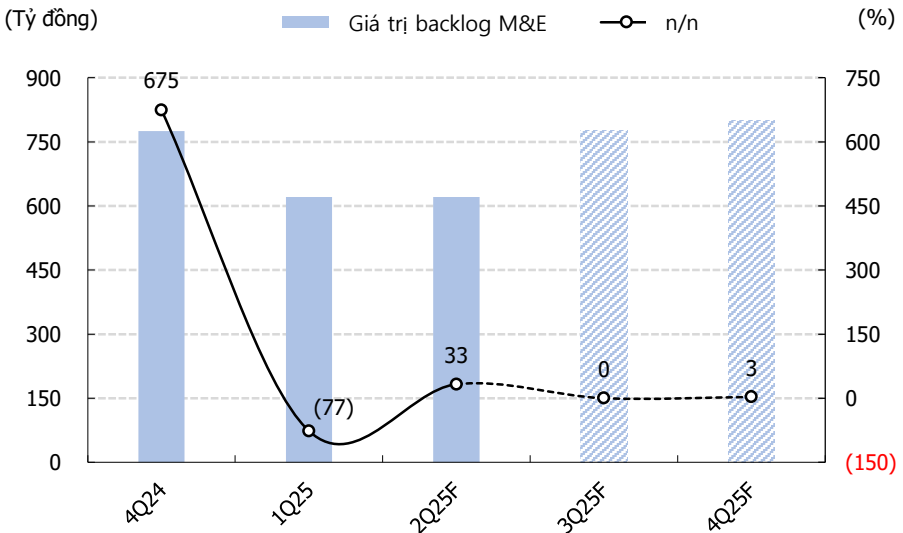
Biểu đồ 23: 2H25F - Các mảng Cơ khí & Thiết bị (M&E) và nước dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong 2H25F



Biểu đồ 22: Thủy điện và nhóm NLTT dẫn dắt tăng trưởng sản lượng trong 2H25F



Biểu đồ 24: Dự kiến ghi nhận lợi nhuận từ mảng Cơ khí & Thiết bị (M&E)



Nguồn: Fiinpro-X, dữ liệu doanh nghiệp

3. POW – NĂM GIỮ

Chờ đợi triển vọng tươi sáng từ NT3 NT4

- Luận điểm đầu tư
- Doanh thu thủy điện ghi nhận tăng trưởng đáng kể nhờ sản lượng cải thiện, được thúc đẩy bởi (1) M&A thành công thủy điện Nậm Nơn, và (2) tác động tích cực bởi pha trung tính.
 - Doanh thu nhiệt điện than duy trì ổn định, tăng 9% so với cùng kỳ năm trước.
 - Sản lượng nhiệt điện khí tăng mạnh (+46% yoy), nhờ NT3 & 4 đi vào vận hành.
 - Áp lực từ giá nhiên liệu có thể vẫn neo cao và hiệu suất vận hành chưa được cải thiện tại các nhà máy đã thu hẹp biên LNG của POW.
 - Dài hạn: Kỳ vọng tỷ lệ sản lượng hợp đồng (Qc) cho NT3&4 trong giai đoạn 2027–2028 có thể đạt mức 75%, nhờ nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng trong những năm tới. Dự án có thể bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ giai đoạn này.

- Rủi ro cần xem xét
- Thách thức từ giá nhiên liệu đầu vào neo cao.
 - Thách thức thay đổi thủy văn.
 - Nguồn cung khí tự nhiên tại khu vực Đông Nam Bộ ngày càng suy giảm.
 - Bao tiêu sản lượng hợp đồng (Qc) cho NT3 & NT4 chỉ cam kết được tối thiểu 65%

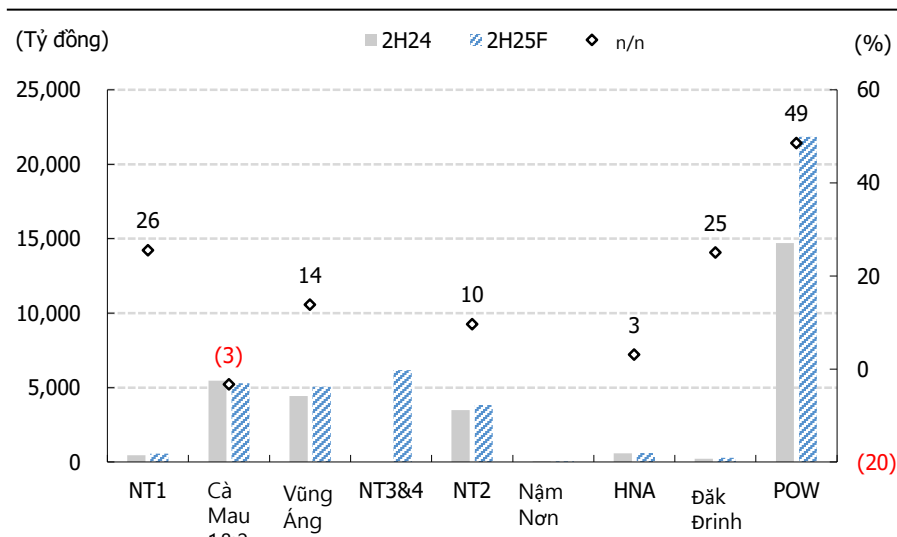
Bảng 08. Dự phóng của KIS về POW giai đoạn 2025-2027F

	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	8,150	9,687	10,337	11,510	30,180	39,684	49,322	49,619	52,326
Thủy điện	357	281	438	440	1,290	1,516	1,104	1,053	1,053
Nhiệt điện khí	4,523	5,832	7,506	8,363	18,051	26,224	36,545	38,245	41,461
Nhiệt điện than	3,144	3,546	2,365	2,682	10,794	11,738	11,578	10,227	9,717
Tăng trưởng	30.5	3.2	70.5	35.5	8.0	31.5	24.3	0.6	5.5
% Thủy điện	47.1	15.9	8.7	9.6	(5.6)	17.6	(27.2)	(4.6)	0.0
% Nhiệt điện khí	52.4	3.0	70.5	66.6	(2.7)	45.3	39.4	4.7	0.0
% Nhiệt điện than	7.2	3.4	61.9	(9.7)	25.9	8.7	(1.4)	(11.7)	0.0
Lợi nhuận gộp	816.0	1,127.6	208.7	622.6	1,948	2,775	2,348	1,606	1,734
% n/n	0.0	0.0	0.0	0.0	(10.8)	42.5	(15.4)	(31.6)	8.0
% Biên LNG	10.0	11.6	2.0	5.4	6.5	7.0	4.8	3.2	3.3
Lợi nhuận hoạt động	510	813	(207)	202	1,517.9	1,318.9	874.2	407.4	736.2
% n/n	0.0	0.0	0.0	0.0	4.0	(13.1)	(33.7)	(53.4)	0.0
% Biên LNHD	6.3	8.4	(2.0)	1.8	5.0	3.3	1.8	0.8	1.4
Lợi nhuận sau thuế	472	651	(207)	162	1,354.6	1,077.6	699.3	326.0	588.9
% n/n	118.1	44.5	(145.6)	(31.1)	1.9	(20.5)	(35.1)	(53.4)	80.7
% Biên LNR	5.8	6.7	(2.0)	1.4	4.5	2.7	1.4	0.7	1.1
% ROE					4.0	3.3	2.1	1.0	1.7
Tỷ số									
PE					19.8	27.8	42.9	92.0	50.9
PB					0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
DY					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

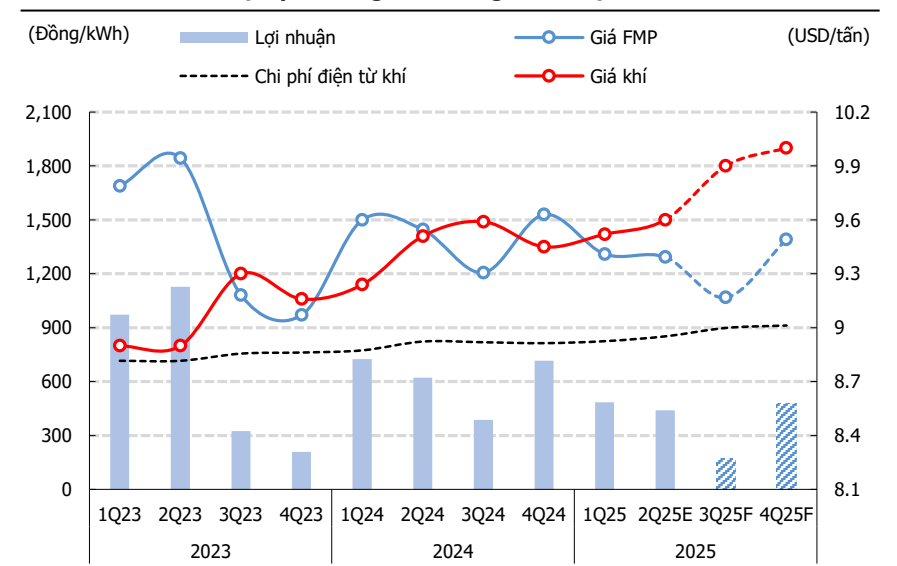
3. POW – NẮM GIỮ

Chờ đợi triển vọng tươi sáng từ NT3 & 4

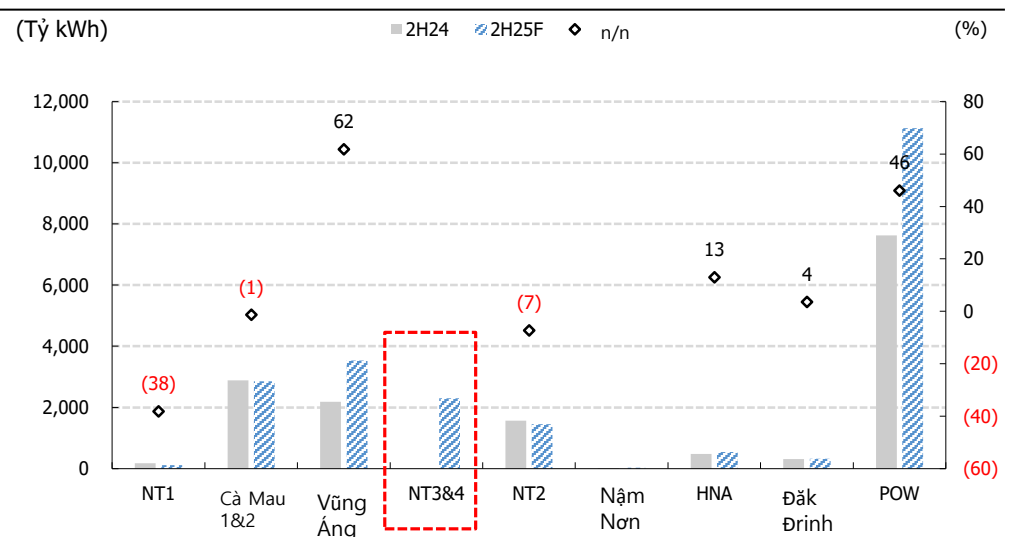
Biểu đồ 25: Doanh thu dự kiến tăng 49%, thúc đẩy bởi sự tăng trưởng mạnh về sản lượng trong 2H25F



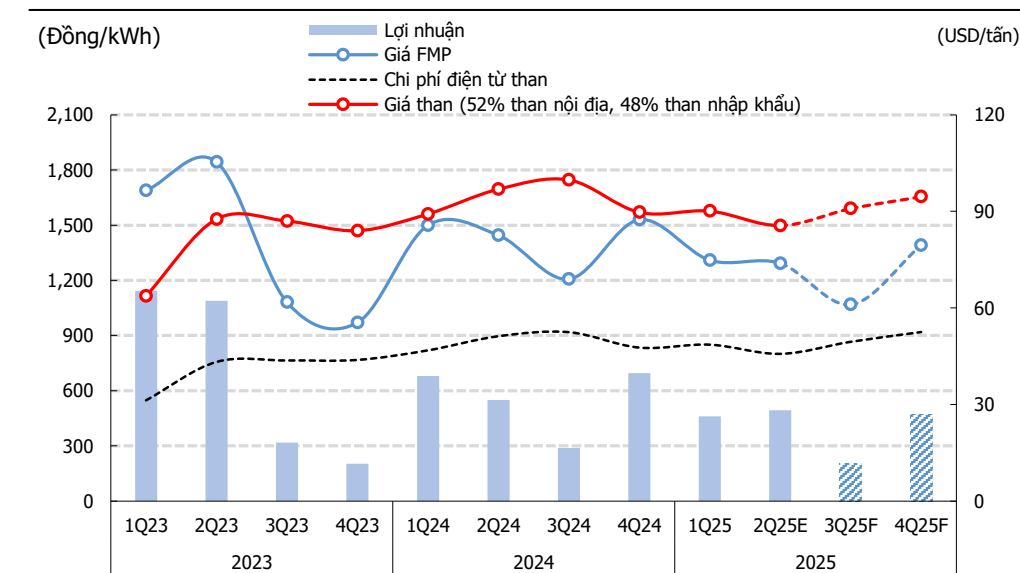
Biểu đồ 27: Giá khí đốt trong 2H25F ước tăng 5% so với cùng kỳ năm trước, do áp lực từ nguồn cung có chi phí cao



Biểu đồ 26: Sản lượng của POW trong 2H25F dự kiến tăng 46% so với cùng kỳ năm trước



Biểu đồ 28: Giá than trong 2H25F dự kiến duy trì ở mức cao, do TKV tăng tỷ lệ than pha trộn lên 52%



4. GEG – NĂM GIỮ

Tăng trưởng từ dự án Tân Phú Đông 1

Luận điểm đầu tư

- LNST 2025 dự kiến tăng trưởng mạnh đạt mức 932 tỷ đồng, tăng 532% n/n do mức nền thấp trong 2024
- Tăng trưởng lợi nhuận vững chắc được thúc đẩy bởi Nhà máy Tân Phú Đông 1 với mức giá bán mới 1,813 đồng/kWh.
- Hoàn tất bán 25% cổ phần tại thủy điện Trường Phú, ước tính ghi nhận ~200 tỷ đồng
- Các dự án mới: Nhà máy điện gió VPL, Đức Huệ 2 đang trong quá trình triển khai.

Những rủi ro cần xem xét

- Thay đổi trong điều kiện thủy văn.
- Rủi ro từ dự án năng lượng tái tạo của GEG vi phạm điều kiện CCA (chứng nhận nghiệm thu) nhưng đã tiến hành thực hiện COD, có thể bị hồi tố doanh thu.

Bảng 09. Dự phóng của KIS về GEG giai đoạn 2025F - 2027F

	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1,113	537	571	592	2,325	1,960	1,972	1,982
Thủy điện	61	71	94	117	327	463	474	483
Điện gió	210	192	192	192	858	853	853	853
Điện mặt trời	822	262	262	243	1,058	564	564	564
Tăng trưởng	50.5	10.1	5.1	6.6	7.5	(15.7)	0.6	0.5
% Thủy điện	7.0	50.7	(1.3)	(8.6)	(11.6)	41.6	2.2	2.0
% Điện gió	(53.1)	6.5	(9.1)	(12.4)	6.1	(0.6)	0.0	0.0
% Điện mặt trời	267.0	5.2	21.9	43.1	15.4	(46.7)	0.0	0.0
Lợi nhuận gộp	826.1	277.8	311.8	333.0	1,073	718	481	447
% n/n	97.6	31.1	31.4	61.8	(4.3)	(33.1)	(33.0)	(7.1)
% Biên LNG	74.2	51.8	54.6	56.3	46.2	36.6	24.4	22.5
Biên LNHD	602	245	48	66	937.7	576.1	338.3	303.3
% n/n	333.1	881.0	(399.7)	124.8	(2.5)	(38.6)	(41.3)	(10.3)
% Biên LNHD	54.1	45.7	8.4	11.1	40.3	29.4	17.2	15.3
LNST	613	221	43	59	152.6	932.4	209.0	172.9
% n/n	385.4	17,908.2	(189.9)	378.4	(21.9)	510.8	(77.6)	(17.3)
% Biên LNR	55.1	41.2	7.5	10.0	6.6	47.6	10.6	8.7
% ROE					2.6	19.2	3.9	3.1
Tỷ số								
PE					33.1	5.4	24.2	29.2
PB					1.1	1.0	0.9	0.9
DY					0.0	0.0	0.0	0.0