



NGÀNH ĐIỆN

Triển vọng 2026: Nhiệt điện bước vào chu kỳ

“Trong năm 2026, nhu cầu điện cả nước dự kiến tăng 8.5% n/n theo kịch bản của EVN, trong đó nhiệt điện được kỳ vọng là điểm sáng của ngành. Động lực chính đến từ việc bù đắp phần thiếu hụt công suất của thủy điện, khi pha trung tính được dự báo duy trì đến khoảng tháng 9/2026 trước khi dần chuyển sang El Niño. Bên cạnh đó, giá FMP bình quân được dự báo cải thiện 40-50% n/n, nhờ giá CAN tăng mạnh lên khoảng 131 đồng/kWh (tăng 2.8 lần n/n), cùng với việc giá trần SMP tăng khoảng 3% n/n. Kết hợp các yếu tố trên được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tích cực cho kết quả kinh doanh của các nhà máy nhiệt điện khí và nhiệt điện than.”



Mục lục

I.	Tóm tắt tổng quát	2
II.	2026 – Tiêu thụ điện dự phóng tiếp tục tăng trưởng	5
	1. Triển vọng cung và cầu trong năm 2026	6
	2. Nguồn cung từ một số dự án mới trong năm 2026	6
III.	2026F – Nhiệt điện khởi sắc	10
	1. Triển vọng kém tích cực cho nhóm thủy điện	10
IV.	Rủi ro cần được xem xét	15
	Phân tích doanh nghiệp	16
	Công ty cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE)	14
	Công ty Cổ phần Điện Gia Lai (GEG)	16
	Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HDG)	18
	Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)	20
	Công ty Cổ phần Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	21
	Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	23
	Công ty Cổ phần Tập đoàn PC1 (PC1)	25
	Phụ lục	27

Báo cáo về nội dung gì?

- Sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu dự báo sẽ tăng trưởng 8.5% n/n.
- Thủy điện suy yếu, nhiệt điện khởi sắc.
- QTP, PC1 và NT2 là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi.

I. Tóm tắt tổng quát**2026F – Tiêu thụ điện dự báo tăng trưởng**

Theo đánh giá của EVN, tiêu thụ điện cả nước năm 2026 dự kiến sẽ tăng 8.5% n/n, đạt 351.6 tỷ kWh theo kịch bản cơ sở của EVN (Kịch bản 5), cụ thể từng nguồn:

Thủy điện đối mặt với lưu lượng về hồ sụt giảm

- Thủy điện: Sản lượng ước đạt 96 tỷ kWh (-8% n/n), tương ứng với hệ số huy động công suất (CF) là 46% (-4 đpt n/n). Theo đánh giá của chúng tôi, trong những năm chuyển đổi từ La Niña sang trung tính, CF của thủy điện thường giảm từ 4% - 6%. Do đó, triển vọng ngành thủy điện trong 2026F có vẻ kém khả quan do sản lượng sụt giảm đáng kể.

Mặc dù giá bán điện bình quân (FMP – chiếm khoảng 2% doanh thu) có thể cải thiện ở mức 40-50% n/n dựa trên kỳ vọng nhiệt độ năm 2026F cao hơn so với 2025. Tuy nhiên, sự cải thiện này khó có khả năng bù đắp cho phần sản lượng bị mất đi.

Nhiệt điện than ước tính tăng trưởng sản lượng trong 2024

- Nhiệt điện than: Sản lượng dự kiến đạt 171 tỷ kWh (+18% n/n), tương đương với hệ số CF đạt 65% (+9 đpt n/n), được hỗ trợ bởi (i) bù đắp cho phần công suất thiếu hụt từ nguồn thủy điện trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện cả nước tăng trưởng 8.5% n/n vào năm 2026F; và (ii) dự án BOT Vũng Áng II (1,200MW) chính thức đi vào vận hành thương mại (COD).

Theo TKV, giá than trong năm 2026 dự kiến sẽ tăng lên mức 2.5-2.6 triệu đồng/tấn (tăng 13% - 15% n/n). Dựa trên những giả định này, chúng tôi ước tính biên LNG của nhiệt điện than có thể ghi nhận sự cải thiện trong 2026F, được hỗ trợ bởi sản lượng và giá bán điện cải thiện.

2026F – Sản lượng điện khí duy trì ổn định

Nhiệt điện khí: Sản lượng dự kiến đạt 26 tỷ kWh (+28% n/n), tương đương với CF là 33% (+4 đpt n/n), chủ yếu nhờ các dự án NT3 & NT4 (1,600MW) vận hành thương mại (COD) trong 2026F. Trong đó, chúng tôi ước tính NT3 & NT4 sẽ được huy động theo đúng kế hoạch đề ra với mức cam kết bao tiêu là 65% (tương đương 6.05 tỷ kWh – 6,500 giờ).

Giá khí tiếp tục tăng do áp lực từ suy giảm nguồn cung khí trong nước

- Giá khí tự nhiên dự kiến sẽ duy trì ở mức cao do nguồn cung khí nội địa tiếp tục suy giảm, đòi hỏi phải huy động từ các nguồn có chi phí cao hơn như Sao Vàng – Đại Nguyệt. Do đó, chúng tôi ước tính biên LNG của các nhà máy nhiệt điện khí tự nhiên có thể cải thiện nhẹ.

2026F – Điện gió ghi nhận mức sản lượng đạt 26 tỷ kWh, tăng 11% n/n

Thử thách đến từ thay đổi tình biểu đồ thủy văn

- Năng lượng tái tạo: Chúng tôi ước tính tổng sản lượng nhóm này có thể đạt 44 tỷ kWh (+6% n/n), trong đó điện mặt trời và điện gió đóng góp lần lượt là 26 tỷ kWh (-5% n/n) và 16 tỷ kWh (+11% n/n), do chúng tôi kỳ vọng pha trung tính sẽ kéo dài đến khoảng tháng 9 năm 2026.

Động lực cải thiện hoạt động của các nhà máy thủy điện phụ thuộc lớn vào xác suất suy giảm của El Niño hoặc sự chuyển dịch sang pha trung tính. Tuy nhiên, việc dự báo thời tiết luôn là vấn đề nan giải ngay cả trong ngắn hạn. Do vậy, đây sẽ là rủi ro trọng yếu hàng đầu cần được theo dõi thường xuyên để đưa ra các cập nhật chính xác hơn về hoạt động của các doanh nghiệp điện.

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị & Giá mục tiêu			Kết quả hoạt động & Định giá										
Công ty				Doanh thu	LNHD	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	DY
				(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)
Công ty Cổ phần Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)	Khuyến nghị	MUA	2022A	10.417	968	805	1,405	13,694	11.1	1.3	9.0	12.4	17.3
	Giá mục tiêu	18.200	2023A	12.058	703	644	1,125	11,761	10.9	1.3	7.9	10.7	7.0
	Giá hiện tại	12.800	2024A	11.908	743	726	1,195	11,302	7.7	1.1	9.8	12.5	11.8
	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	5.632	2025A	10.786	1,405	1,285	2,362	12,628	4.3	1.0	16.8	23.9	8.4
				2026F	12.493	666	661	1,216	12,644	8.4	1.0	8.3	11.6
Công ty Cổ phần Cơ Điện Lạnh (REE)	Khuyến nghị	MUA	2022A	9.372	3,663	3,515	7,527	43,507	11.1	1.3	10.7	18.7	3.9
	Giá mục tiêu	76.000	2023A	8.570	2,954	2,787	5,341	42,269	8.3	1.3	8.1	13.3	4.3
	Giá hiện tại	63.000	2024A	8.384	2,428	2,728	4,232	40,126	12.7	1.8	7.7	11.0	2.9
	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	33.420	2025A	10.003	3,011	3,017	6,406	43,319	11.5	1.7	8.3	15.4	4.4
				2026F	10.496	2,591	2,691	5,563	46,091	13.2	1.6	7.4	12.9
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	28.224	2,859	2,553	824	13,031	11.1	1.3	4.6	7.0	n.a
	Giá mục tiêu	15.100	2023A	27.945	1,404	1,329	430	13,430	19.8	0.8	2.1	3.5	n.a
	Giá hiện tại	15.150	2024A	30.180	1,073	1,346	500	13,626	29.2	1.2	1.8	4.0	n.a
	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	42.950	2025A	34.151	3,644	3,667	1,466	15,092	10.7	1.1	4.1	10.9	n.a
				2026F	45.615	1,928	1,220	488	15,579	32.2	1.1	1.2	3.4
Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	8.788	950	883	2,961	16,027	11.1	1.3	12.6	20.0	8.7
	Giá mục tiêu	26.000	2023A	6.386	441	473	1,586	15,062	14.9	1.6	6.0	10.6	6.1
	Giá hiện tại	27.500	2024A	5.952	(43)	72	242	14,515	97.1	1.7	0.8	1.7	2.9
	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	7.183	2025A	7.803	1,018	1,136	3,808	17,523	6.2	1.4	10.2	24.6	3.3
				2026F	9.926	1,147	1,190	3,989	20,711	5.9	1.2	8.7	21.6
Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô (HDG)	Khuyến nghị	n.a	2022A	3.581	2,049	1,362	4,439	21,681	11.1	1.3	8.8	22.7	2.6
	Giá mục tiêu	n.a	2023A	2.889	1,490	866	2,175	19,352	9.7	1.4	5.9	11.9	0.0
	Giá hiện tại	27.650	2024A	2.718	1,140	447	1,036	18,133	22.8	1.7	3.2	5.8	2.8
	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	9.730	2025A	2.815	730	956	2,843	19,976	10.7	1.5	6.9	14.9	3.3
				2026F	4.199	1,813	1,217	3,618	22,321	8.4	1.4	8.3	17.1
Công ty Cổ phần Điện Gia Lai (GEG)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	2.093	851	412	928	13,287	11.07	1.31	2.8	8.2	n.a
	Giá mục tiêu	19.900	2023A	2.163	961	195	381	12,747	22.45	1.01	1.2	3.2	n.a
	Giá hiện tại	15.600	2024A	2.325	938	153	303	12,346	35.33	1.22	1.0	2.6	n.a
	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	5.303	2025A	2.998	1,514	941	2,484	14,845	5.77	1.02	6.0	19.3	n.a
				2026F	2.751	1,134	613	1,618	16,463	8.90	0.90	4.0	10.9
Công ty Cổ phần Tập đoàn PC1 (PC1)	Khuyến nghị	n.a	2022A	8.358	1,318	691	1,700	18,918	11.1	1.3	3.4	9.4	n.a
	Giá mục tiêu	n.a	2023A	7.694	1,057	271	116	16,330	33.0	1.8	1.3	0.7	n.a
	Giá hiện tại	28.500	2024A	10.078	1,516	844	1,287	15,416	11.1	1.7	4.1	8.7	n.a
	Vốn hóa TT (tỷ đồng)	10.056	2025A	13.085	2,064	1,365	3,815	19,220	6.8	1.4	6.4	22.0	n.a
				2026F	16.370	5,121	4,610	12,890	32,069	2.0	0.8	20.5	50.3

Bảng 2: Dự phóng KQKD năm 2026*(tỷ đồng. đpt)*

	Doanh thu		LNST	
	2026F	yoy	2026F	yoy
QTP	12,493	16	661	(49)
REE	10,496	5	2,691	(11)
POW	45,615	34	1,220	(67)
HDG	4,199	49	1,217	27
NT2	16,370	25	4,610	238
PC1	9,926	27	1,190	5
GEG	2,751	(8)	613	(35)
Danh sách theo dõi của KIS	101,850	25	12,202	(1)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN

II. 2026 - Tiêu thụ điện dự phóng tiếp tục tăng trưởng

1. Triển vọng cung và cầu trong năm 2026

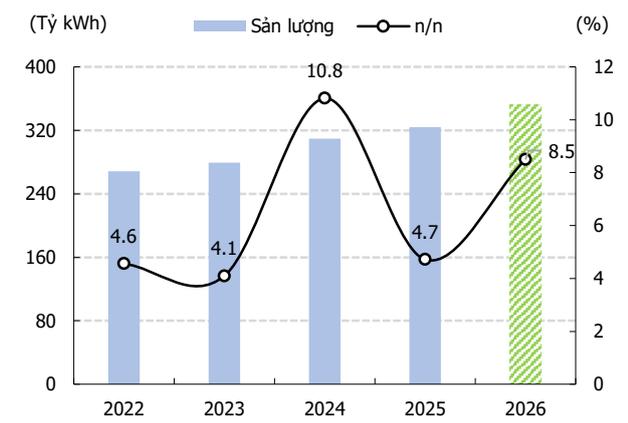
Tiêu thụ điện tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026

FMP trong năm 2026 ghi nhận sự phục hồi ~40% - 50% n/n

Theo đánh giá của EVN, tiêu thụ điện cả nước năm 2026 dự kiến tăng trưởng đạt 8.5% n/n, ghi nhận mức 351.6 tỷ kWh (biểu đồ 1) theo kịch bản cơ sở của EVN (Kịch bản 5, biểu đồ 2).

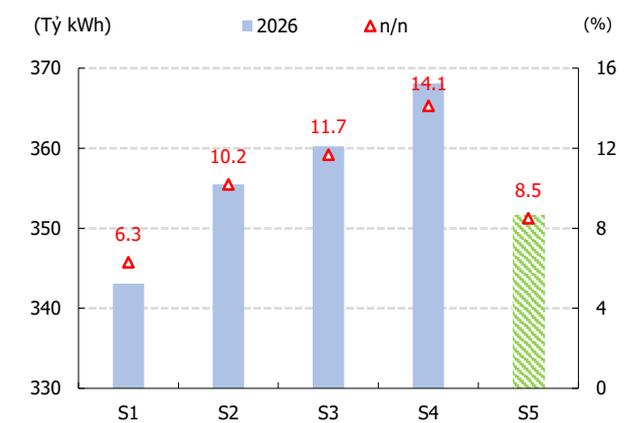
Đối với giá FMP bình quân trong 2026F, chúng tôi dự báo mức cải thiện khoảng 40% - 50% n/n (biểu đồ 3), được hỗ trợ bởi (i) nền nhiệt độ cao hơn trong năm 2026, do tác động của pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến hết tháng 9/2026 trước khi dần chuyển sang El Niño, và (ii) sự hồi phục mạnh mẽ của giá công suất (CAN), ước tính tăng gấp 2.8 lần lên mức khoảng 131 đồng/kWh dựa trên dữ liệu từ EVN. Do đó, chúng tôi tin rằng đây sẽ là yếu tố thuận lợi cho các doanh nghiệp tham gia thị trường điện cạnh tranh.

Biểu đồ 1. Tiêu thụ điện cả nước năm 2026 dự kiến tăng trưởng 8.5% n/n



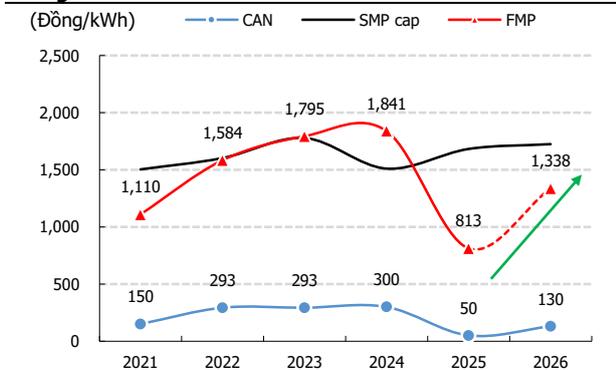
Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 2. Các kịch bản tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước năm 2026 của EVN



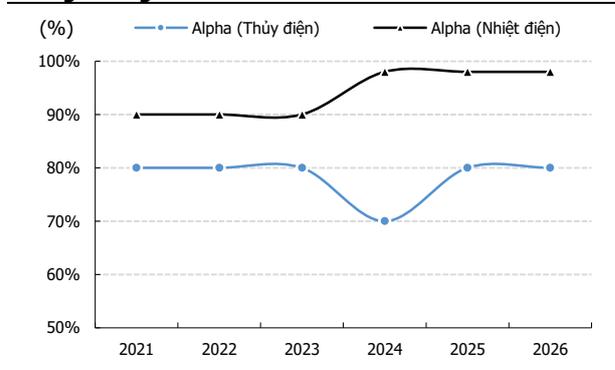
Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 3. Giá FMP bình quân dự kiến tăng 40-50% n/n trong 2026F



Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 4. Hệ số Alpha của các nhóm điện duy trì ở mức tương đương năm 2025



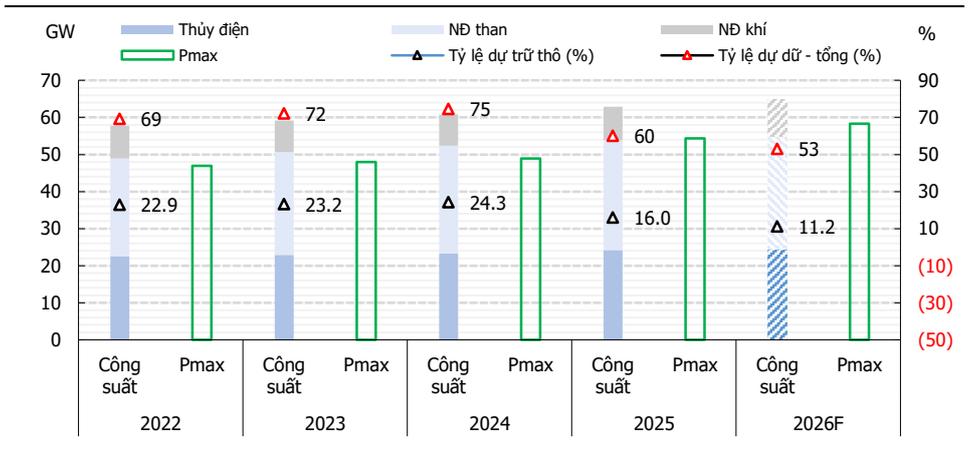
Nguồn: EVN, KISVN

... cho thấy rủi ro cao về tình trạng thiếu điện trong năm 2026

2. Nguồn cung từ một số dự án mới trong năm 2026

Dựa trên dữ liệu từ EVN, chúng tôi ước tính trong năm 2026F, hệ thống dự kiến sẽ bổ sung thêm 2.8 GW công suất mới (+3% n/n), nâng tổng công suất lắp đặt lên 87.9 GW. Trong khi đó, Pmax dự kiến đạt 58.2 GW, tăng 7% so với năm 2025. Do đó, tỷ lệ dự trữ thô dự kiến sẽ giảm xuống còn 11.2% vào năm 2026 (biểu đồ 5). Điều này cho thấy rủi ro cao về tình trạng thiếu điện trong năm 2026, đặc biệt là trong bối cảnh giai đoạn trung tính kéo dài đến T9/2026 và chuyển dần sang El-Nino trong 2H26.

Biểu đồ 5. Tỷ lệ dự trữ thô duy trì ở mức thấp trong 2026F



Nguồn: EVN, KISVN

... nâng tổng công suất lắp đặt lên 87.9 GW vào năm 2026

Nhiệt điện khí được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính của hệ thống điện trong thời gian tới, với khoảng 1.6GW công suất mới dự kiến được bổ sung (bảng 1), chủ yếu đến từ dự án Nhơn Trạch 3 & 4, dự kiến vận hành thương mại (COD) từ tháng 1/2026. Bên cạnh đó, nhiệt điện than cũng dự kiến tăng thêm khoảng 1.2GW công suất khi dự án BOT Vũng Áng II đi vào hoạt động. Trong khi đó, thủy điện chỉ dự kiến bổ sung khoảng 0.639GW, với mức đóng góp tương đối hạn chế do dư địa phát triển nguồn công suất mới không còn nhiều. Đối với năng lượng tái tạo, công suất bổ sung ước tính chỉ khoảng 0.1GW, phản ánh tiến độ triển khai dự án còn chậm cũng như những vướng mắc liên quan đến khung pháp lý.

Bảng 01. Liệt kê các dự án được thêm vào hệ thống trong năm 2026F

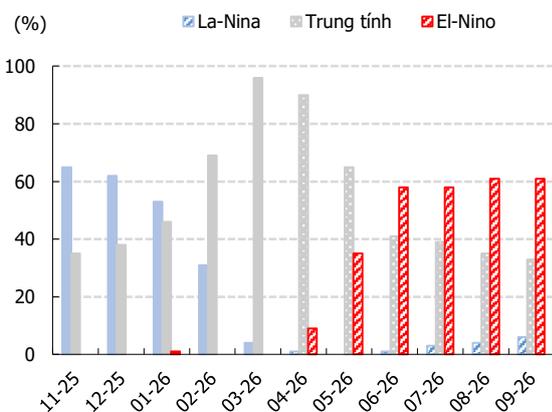
Nguồn	Vị trí	(MW)	Nhà đầu tư	COD	2024A	2025A	2026F
Thủy điện					23,357	23,757	24,406
Công suất bổ sung trong năm 2026							639
1. Bản Mông - Sông Hiếu	Nghệ An	45	Công ty tư nhân	3Q25			
2. Trà Khúc 1	Quảng Ngãi	36	Công ty tư nhân	2Q25			
3. Ialy MR	Đồng Nai	360	EVN	31/12/2025			
4. Hòa Bình MR	Hòa Bình	36	EVN	02/09/2025			
5. Thác Bà 2	Yên Bái	18.9	TBC, REE	03/04/2025			
6. La Ngâu	Bình Thuận	46	Công ty tư nhân	01/01/2026			
7. Yên Sơn	Tuyên Quang	90	Công ty tư nhân	2025-2030			
8. Sơn Nham	Quảng Ngãi	9	HDG	4Q26			
9. Trị An MR	Đồng Nai	200	EVN	01/12/2026			
Nhiệt điện than					29,021	29,681	30,341
Công suất bổ sung trong năm 2026							660
1. BOT Vũng Áng II	Hà Tĩnh	1200	BOT	01/07/2025			
Nhiệt điện khí					7,382	7,849	8,982
Công suất bổ sung trong năm 2026							1,600
1. Nhơn Trạch 3 (LNG)	Đồng Nai	800	POW	01/08/2025			
2. Nhơn Trạch 4 (LNG)	Đồng Nai	800	POW	01/11/2025			
Năng lượng tái tạo					24,039	24,139	24,239
Công suất bổ sung trong năm 2026							100
+ Sinh khối							
+ Điện gió							100
+ Điện mặt trời							
Công suất bổ sung trong năm 2026							2,899
Tổng công suất					83,799	84,972	87,970

Nguồn: EVN, KISVN

III. 2026F - Nhiệt điện khởi sắc

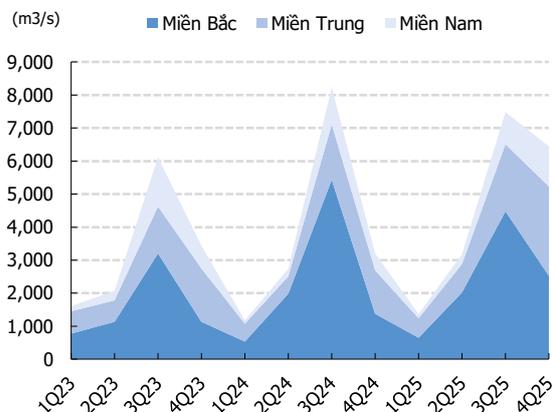
1. Triển vọng kém tích cực cho nhóm thủy điện

Biểu đồ 6. Theo NOAA, giai đoạn trung tính dự kiến sẽ kéo dài đến hết tháng 9/2026



Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 7. Theo dữ liệu lịch sử, lưu lượng nước về hồ cho thấy sản lượng tăng trưởng mạnh mẽ trong 2025

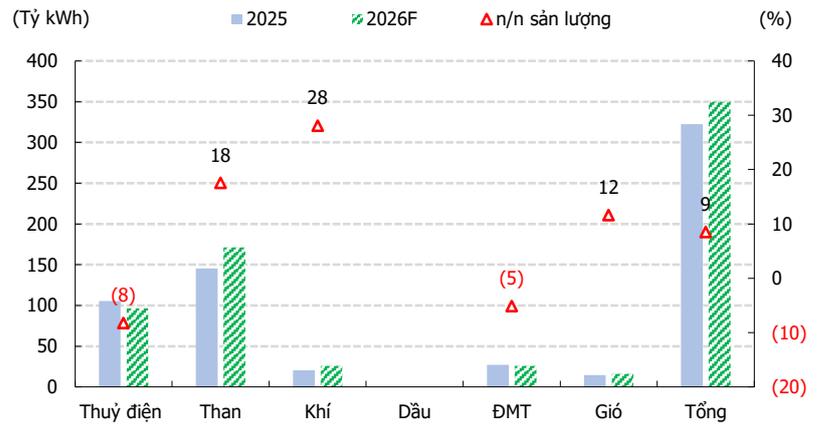


Nguồn: EVN, KISVN

... CF của thủy điện thường giảm khoảng 4%-6%

- **Thủy điện:** Trong năm 2026F, sản lượng thủy điện được dự báo đạt 97 tỷ kWh, giảm 8% n/n (biểu đồ 8), với CF giảm xuống còn 46% (-4 đpt n/n). Động lực chủ yếu đến từ:
 - Theo dữ liệu lịch sử từ NOAA, giai đoạn chuyển đổi từ pha La Niña sang trung tính (biểu đồ 6), CF của thủy điện thường giảm khoảng 4%-6%, đây là cơ sở cho các giả định thận trọng hơn của chúng tôi về sản lượng.

Biểu đồ 8. Sản lượng than và khí duy trì ở mức cao trong khi nhóm thủy điện ước tính sụt giảm trong 2026



Nguồn: EVN, KISVN

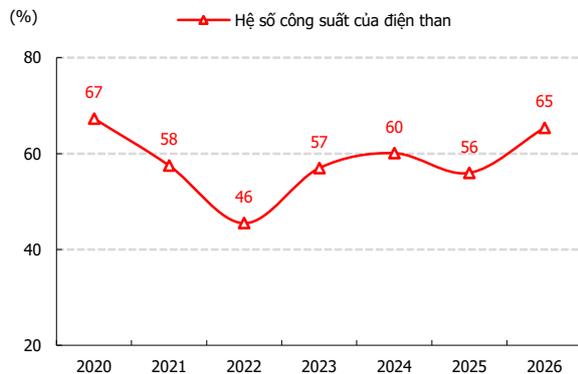
... tăng thêm 638 MW từ một số dự án thủy điện mới

- Công suất bổ sung dự kiến sẽ tăng thêm 638 MW từ một số dự án thủy điện mới (bảng 1), bao gồm Thác Bà 2 (19 MW), Pắc Ma (46 MW), Yên Sơn (90 MW), Bản Mòng – Sông Hiếu (45 MW), và dự án Thủy điện Hòa Bình mở rộng (480 MW).
- Sản lượng thủy điện năm 2026F dự kiến giảm mạnh so với cùng kỳ, chủ yếu do mức nền cao của năm 2025. Trong năm này, sản lượng thủy điện được hưởng lợi từ nhiều cơn bão lớn, khiến lưu lượng nước về hồ đạt mức cao nhất kể từ năm 2020, qua đó hỗ trợ sản lượng tăng trưởng mạnh.
- Về phía giá bán, giá FMP bình quân được kỳ vọng tăng khoảng 40%-50% n/n trong năm 2026F (biểu đồ 3). Tuy nhiên, tác động đến doanh thu của các doanh nghiệp thủy điện là tương đối hạn chế khi FMP chỉ chiếm khoảng 2% cơ cấu doanh thu.

... tác động từ giá FMP cải thiện chưa thể bù đắp được hoàn toàn cho mức sản lượng sụt giảm

- **Biên LNG của thủy điện:** Dựa trên các giả định này, chúng tôi ước tính biên LNG của nhóm thủy điện trong năm 2026F có thể ghi nhận mức giảm nhẹ, chủ yếu do sản lượng suy giảm, dù giá FMP được kỳ vọng cải thiện trong cùng kỳ.

Biểu đồ 9. ... CF dự kiến duy trì ở mức 65% (+9 đpt n/n) trong 2026F, tăng 16.7% n/n



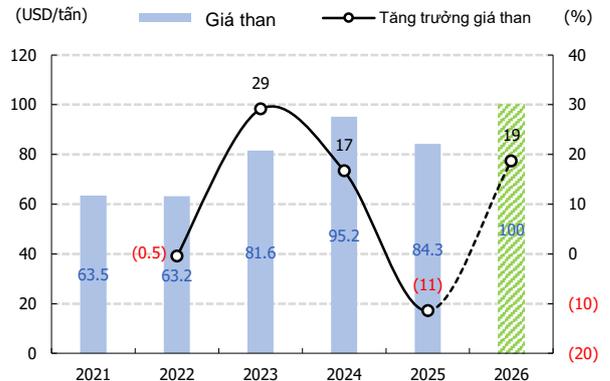
Nguồn: EVN, KISVN

... với CF dự kiến cải thiện đáng kể lên mức 65% (+9 đpt n/n)

Dự kiến có thêm 1,320 MW từ dự án BOT Vũng Áng II đi vào hoạt động

... biên LNG của nhiệt điện than có thể ghi nhận sự cải thiện trong 2026F

Biểu đồ 10. Giá than duy trì ở mức cao trong 2026F

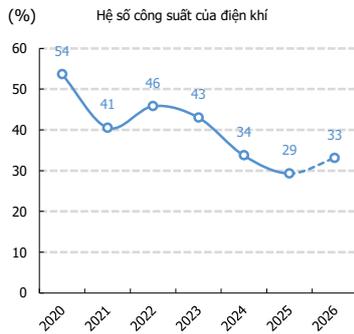


Nguồn: EVN, PGV. POW. KISVN

- Nhiệt điện than:** Sản lượng ước tính đạt 171 tỷ kWh trong năm 2026F (biểu đồ 8), tăng 28% n/n, với CF dự kiến cải thiện đáng kể lên mức 65% (+9 đpt n/n, biểu đồ 9). Triển vọng này được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của tiêu thụ điện cả nước theo kịch bản cơ sở (+8.5% n/n). Các động lực chính bao gồm:

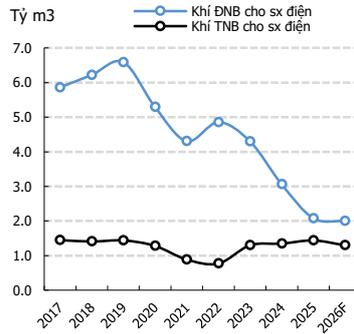
 - Về mở rộng công suất, dự kiến có thêm 1,320 MW từ dự án BOT Vũng Áng II (bảng 1) đi vào hoạt động, với thời điểm COD vào tháng 10/2025, đóng góp đáng kể vào sản lượng điện cao hơn trong năm 2026F.
 - Về giá than trong năm 2026F được dự báo sẽ tăng nhẹ (biểu đồ 10), do kế hoạch của TKV nhằm tăng tỷ trọng than trộn lên 52%, trong khi 48% còn lại sẽ tiếp tục được nguồn than nhập khẩu cung ứng.
 - Về phía giá bán, giá FMP bình quân dự kiến sẽ cải thiện khoảng 40%-50% (chiếm 20% doanh thu) trong năm 2026F như đã đề cập trên (biểu đồ 3).
- **Biên LNG của Nhiệt điện than:** Dựa trên những giả định này, chúng tôi ước tính biên LNG của nhóm nhiệt điện than có thể ghi nhận mức cải thiện trong năm 2026F, nhờ vào sản lượng gia tăng cùng với giá bán điện cải thiện.

Biểu đồ 11. Hệ số CF năm 2026F cải thiện nhờ ghi nhận NT3 & 4 đi vào vận hành



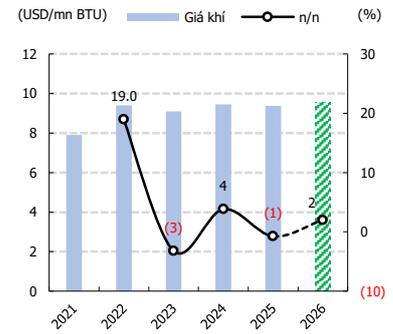
Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 12. Nguồn cung khí nội địa tiếp tục sụt giảm



Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 13. Giá khí năm 2026 ước tính tăng 2 - 5% n/n



Nguồn: EVN, KIS Research

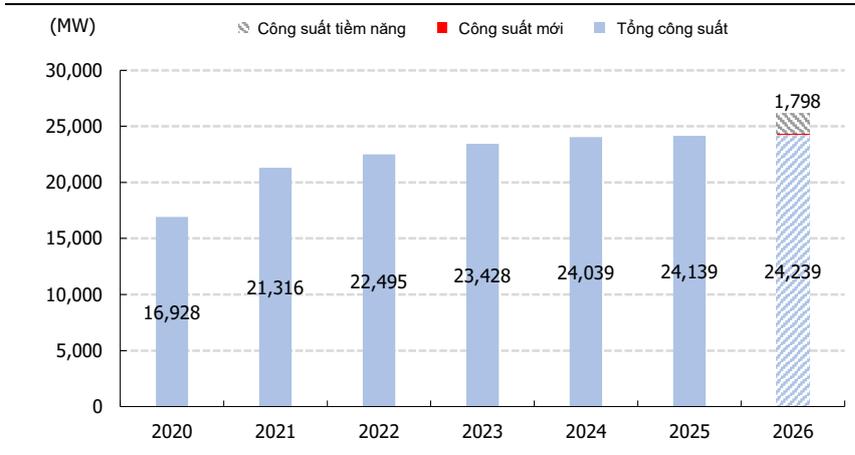
Sản lượng nhiệt điện khí ước đạt 26 tỷ kWh, tăng 28% n/n

- Nhiệt điện khí:** Trong năm 2026F, sản lượng ước tính đạt 26 tỷ kWh (biểu đồ 8), tăng 28% n/n, với CF cải thiện lên mức 33% (+4 đpt n/n), được hỗ trợ bởi mức tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước là 8.5% n/n trong năm 2026F, nhờ vào:
 - Sản lượng nhiệt điện khí tự nhiên ước tính đạt 19.8 tỷ kWh giảm 2% n/n. Ngược lại, sản lượng điện từ khí LNG dự kiến đạt 6.2 tỷ kWh, chủ yếu nhờ vào Nhơn Trạch 3 (tháng 12/2025) và Nhơn Trạch 4 (tháng 1/2026) chính thức COD. Dựa trên các giả định thận trọng hơn kế hoạch của POW, chúng tôi ước tính CF của NT3 và NT4 ở mức 65% (tương đương khoảng 6,500 giờ vận hành).
 - Về giá khí duy trì ở mức cao do nguồn cung nội địa sụt giảm, với giá khí ước tính tăng khoảng 5% n/n trong 2026F.
 - Về phía giá bán, giá FMP bình quân dự kiến sẽ cải thiện khoảng 40%-50% (chiếm 20% doanh thu) trong năm 2026F như đã giải thích ở trên (biểu đồ 3).

Biên LNG của nhóm điện khí có thể cải thiện trong 2026F

- Biên LNG của Nhiệt điện khí:** Dựa trên những giả định này, chúng tôi ước tính rằng biên LNG của nhóm điện khí có thể cải thiện trong năm 2026F. Tuy nhiên, đối với dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4, chúng tôi dự báo các nhà máy này sẽ ghi nhận mức lỗ LNST khoảng 100 tỷ đồng trong năm đầu tiên vận hành vào 2026F.
 -

Biểu đồ 14. Dựa trên dữ liệu từ EVN dự kiến bổ sung thêm 100 MW trong 2026F



Nguồn: EVN, KISVN

Tổng sản lượng điện tái tạo dự kiến đạt 44 tỷ kWh, tăng 4% n/n

... dự kiến đi vào hoạt động từ 85 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp đã ký PPA vào tháng 7/2025

Hoạt động của hệ thống phụ thuộc vào diễn biến của chu kỳ ENSO

- Năng lượng tái tạo:** Trong năm 2026F, tổng sản lượng điện tái tạo dự kiến đạt 44 tỷ kWh (biểu đồ 8), tăng 4% n/n, với hệ số CF ước tính ở mức 20%, gần như đi ngang so với cùng kỳ.
 - Điện gió:** Sản lượng điện gió được dự báo đạt 16 tỷ kWh, tăng 11% n/n (biểu đồ 8), nhờ pha trung tính dự kiến kéo dài đến tháng 9/2026, tạo điều kiện thuận lợi cho việc phát điện gió.
 - Điện mặt trời:** Ngược lại, sản lượng điện mặt trời ước tính đạt 26 tỷ kWh (biểu đồ 8), giảm 5% n/n, phản ánh điều kiện bức xạ trở lại mức bình thường và mức nền nhiệt độ năm 2026 thấp hơn svck.

Về mặt công suất, dự kiến có thêm 100 MW đi vào hoạt động từ 85 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp đã ký PPA vào tháng 7/2025. Ngoài ra, tiềm năng từ 1,798 MW công suất năng lượng tái tạo đã ký kết được hợp đồng PPA và hiện đang hoàn thiện các thủ tục hồ sơ, kiểm tra để chuẩn bị cho vận hành thương mại (COD).

IV. Rủi ro cần được xem xét

Động lực để cải thiện hoạt động của các nhà máy thủy điện phần lớn dựa trên khả năng suy yếu của pha El Niño. Tuy nhiên, dự báo thời tiết luôn là một bài toán khó ngay cả trong ngắn hạn. Do đó, đây sẽ là rủi ro then chốt hàng đầu cần được theo dõi thường xuyên để có những cập nhật chính xác hơn về hoạt động của các doanh nghiệp điện. Bên cạnh đó, việc đảm bảo tính ổn định của hệ thống cung cấp khí cũng là yếu tố quyết định thiết yếu đến hoạt động của các doanh nghiệp nhiệt điện khí.

V. Phân tích doanh nghiệp

QTP	Lợi nhuận bắt đầu hồi phục
HDG	Charm Villas 3 dẫn dắt tăng trưởng thu nhập
PC1	Mảng BĐS thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận
REE	Mảng điện gây áp lực lên biên LNG
POW	NT3 & 4 – Động lực tăng trưởng dài hạn
NT2	Biên LNG kỳ vọng sẽ mở rộng
GEG	Lợi nhuận ổn định trong chu kỳ mới

CTCP Cơ điện lạnh (REE)

MUA (Duy trì)

VNIndex (03/03, điểm)	1,813
Giá cp (03/03, đồng)	64,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	34,937
SLCP lưu hành (triệu)	542
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	69700/53044,
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	35
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	38/49
Cơ cấu cổ đông lớn (%)	
Platinum Victory Pte.Ltd	34.85
Nguyễn Thị Mai Thanh	12.82

Đến	Doanh thu	LNHD	LN ròng	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
Năm	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	9,372	3,663	3,515	7,527	26.3	43,507	11.1	1.3	10.7	18.7	3.9
2023A	8,570	2,954	2,787	5,341	(29.0)	42,269	8.3	1.3	8.1	13.3	4.3
2024A	8,384	2,428	2,728	4,232	(20.8)	40,126	12.7	1.8	7.7	11.0	2.9
2025A	10,003	3,011	3,017	6,406	51.4	43,319	11.5	1.7	8.3	15.4	4.4
2026F	10,496	2,591	2,691	5,563	(13.2)	46,091	13.2	1.6	7.4	12.9	4.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: NP and EPS attributed to controlling interest

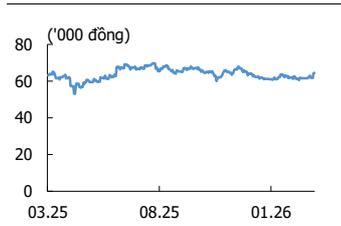
Lợi nhuận sụt giảm do mảng điện

Mảng điện gây áp lực lên lợi nhuận: Trong 4Q25, doanh thu ghi nhận đạt 2,878 tỷ đồng (+23% n/n) chủ yếu được dẫn dắt bởi mảng cơ điện (M&E). LNG ước tính đạt 1,040 tỷ đồng (-14% n/n) với biên LNG dự kiến thu hẹp xuống 36.1% (-7.4 đpt n/n). Theo đó, LNST đạt 723 tỷ đồng tăng 28% n/n.

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.5	1.0	3.8
Tương quan VNI (đpt)	4.5	(7.6)	(37.0)

Giá cp



Nguồn: Bloomberg

Bảng 2. Dự phóng KQKD của REE

(tỷ đồng, đpt)

	1H25	2H25F	1H26F		2026F		Đồng thuận thị trường		
			n/n	q/q	n/n	1H26F	2026F		
Doanh thu	4,582	5,421	5,650	23	4.2	10,496	5	-	10,975
Điện	2,433	2,546	1,951	(20)	(23)	3,786	(24)	-	-
Nước	106	68	90	(15)	32	180	3	-	-
VP cho thuê	555	600	620	12	3.4	1,270	10	-	-
Cơ điện M&E	1,314	2,205	2,304	75	4.5	5,256	49	-	-
Bất động sản	174	2	2	(99)	0	4	(98)	-	-
LNST	1,555	1,593	1,346	(10)	(12)	2,849	(6)	-	2,640

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Mảng điện gánh nặng lên lợi nhuận: Trong 2026F, doanh thu ghi nhận đạt 10,496 tỷ đồng (+5% n/n). Động lực chính đến từ mảng cơ điện (M&E).

LNG đạt 3,531 tỷ đồng (-6% n/n) tương ứng với biên LNG dự kiến giảm xuống còn 33.6% (-1.5 đpt n/n). Kết quả, LNST ước tính đạt 2,849 tỷ đồng và giảm 6% n/n. Cụ thể theo từng mảng:

- **Mảng Điện:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 3,786 tỷ đồng (-24% n/n) và 1,324 tỷ đồng (-45% n/n). Kết quả này chủ yếu chịu ảnh hưởng từ nhóm thủy điện khi chúng tôi dự báo sản lượng có thể giảm 10-20% n/n dựa trên dữ liệu từ NOAA do trong các năm chuyển tiếp từ pha La Niña sang trạng thái trung tính, hệ số CF của thủy điện thường giảm khoảng 4-6%. Do đó, chúng tôi dự vọng triển vọng nhóm này có thể kém khả quan dù giá bán điện (FMP bình quân) được kỳ vọng cải thiện đáng kể. ước tính tăng 40-50% n/n trong năm 2026.
- **Mảng Nước:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 180 tỷ đồng (+3% n/n) và 77 tỷ đồng (+3% n/n). Tăng trưởng chủ yếu đến từ (1) việc tăng gấp đôi công suất nhà máy nước Sông Đà, và (2) giá bán buôn đạt 7,767 đồng/m³ (+53% n/n), được áp dụng chính thức từ 2Q25.
- **Cơ điện lạnh (M&E):** Chúng tôi dự báo doanh thu và LNG đạt lần lượt 5,256 tỷ đồng (+49% n/n) và 1,209 tỷ đồng (+55% n/n). Triển

vọng tăng trưởng dựa trên kỳ vọng REE tiếp tục ký kết các hợp đồng mới trong năm 2026. Tại thời điểm cuối 2025, giá trị hợp đồng mới ký và backlog ước tính khoảng 3,809 tỷ đồng, qua đó chúng tôi tin tưởng lợi nhuận từ các hợp đồng EPC tiếp tục đóng góp tích cực trong năm 2026.

- **Bất động sản:** Tổng doanh thu và LNG dự kiến đạt lần lượt 1,274 tỷ đồng (-4% n/n) và 920 tỷ đồng (+14% n/n). Động lực chính đến từ mảng văn phòng cho thuê. Khi chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy tăng lên 86% (+3%p n/n). Bên cạnh đó, giá thuê cũng có tiềm năng cải thiện nhờ triển vọng tích cực hơn của thị trường bất động sản trong năm 2026.

Khuyến nghị: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng trung và dài hạn của REE. dựa trên vai trò quan trọng của công ty trong việc duy trì sự ổn định của hệ thống điện. Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu REE với giá mục tiêu 76,000 đồng/cổ phiếu (TSSL: +24%) cho trung và dài hạn. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng về triển vọng KQKD trong 1Q26F và 2026F. Điều này có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Rủi ro: (i) Những thách thức từ các điều kiện thủy văn thay đổi; (ii) Rủi ro từ dự án Phú Lạc 2 do vi phạm CCA. có khả năng dẫn đến việc điều chỉnh doanh thu hồi tố. hiện vẫn đang trong quá trình thảo luận từ EVN.

CTCP ĐIỆN GIA LAI (GEG)

NĂM GIỮ (Duy trì)

VNIndex (03/03, điểm)	1,813
Giá cp (03/03, đồng)	16,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,733
SLCP lưu hành (triệu)	358
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	18000/11750,
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	8
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	35/44
Cơ cấu cổ đông lớn (%)	
AVH Pte.Ltd	29.76
Thanh Thanh Cong Investment JSC	14.24

Đến	Doanh thu	LNHĐ	LN ròng	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
Năm	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	2,093	851	412	928	3.7	13,287	11.07	1.31	2.8	8.2	-
2023A	2,163	961	195	381	(59.0)	12,747	22.45	1.01	1.2	3.2	-
2024A	2,325	938	153	303	(20.3)	12,346	35.33	1.22	1.0	2.6	-
2025A	2,998	1,514	941	2,484	719.3	14,845	5.77	1.02	6.0	19.3	-
2026F	2,751	1,134	613	1,618	(34.8)	16,463	8.90	0.90	4.0	10.9	-

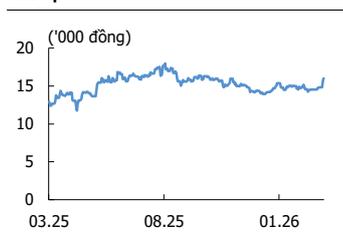
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research
Ghi chú: NP and EPS attributed to controlling interest

2026F – Lợi nhuận ổn định trong chu kỳ mới

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.7	1.3	23.6
Tương quan VNI (đpt)	7.7	(7.3)	(17.3)

Giá cp



Nguồn: Bloomberg

4Q25 – Chờ đợi những cơ hội mới: Trong 4Q25, doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 590 tỷ đồng (+6% n/n) và 292 tỷ đồng (+42% n/n). Tăng trưởng được dẫn dắt bởi mảng điện gió, với tổng sản lượng đạt 342 triệu kWh (+2% n/n).

Vì vậy, LNST trong 4Q25 đạt 96 tỷ đồng, tăng 676% n/n, chủ yếu nhờ (i) biên LNG mở rộng lên 50.5%, tăng 13.4 đpt n/n; (ii) mức nền thấp trong 4Q24; và (iii) chi phí tài chính giảm khoảng 27 tỷ đồng, tương đương giảm 17% n/n, chủ yếu nhờ giảm trích lập dự phòng đầu tư vào công ty con và công ty liên kết.

Bảng 3. Dự phóng KQKD của GEG

(tỷ đồng, đpt)

	1H25	2H25F	1H26F		2026F		Đồng thuận thị trường		
			n/n	q/q	n/n	1H26F	2026F		
Doanh thu	1,737	1,261	1,407	(19.0)	12	2,751	(8.3)	-	2,760
Thủy điện	136	304	142	4.8	(53)	359	(18.5)	-	-
Điện mặt trời	458	363	507	10.6	40	994	21.1	-	-
Điện gió	1,103	569	716	(35.1)	26	1,351	(19.2)	-	-
LNST	771	176	325	(19.0)	84	613	(35)	-	410

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

Sự ổn định trong chu kỳ mới vào năm 2026F: Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 2,751 tỷ đồng (-8% n/n) và 1,320 tỷ đồng (-23% n/n). Động lực tăng trưởng đến từ mảng thủy điện và điện mặt trời, với tổng sản lượng đạt 1,408 triệu kWh (+5% n/n).

- **Mảng thủy điện:** Doanh thu và LNG dự kiến đạt lần lượt 359 tỷ đồng (+5% n/n) và 182 tỷ đồng (+17% n/n) với tổng sản lượng ước tính đạt 355 triệu kWh (-1% n/n). Bên cạnh, giá bán điện bình quân dự kiến sẽ duy trì ổn định.
- **Mảng điện mặt trời:** Doanh thu và LNG dự kiến đạt lần lượt 994 tỷ đồng (+21% n/n) và 483 tỷ đồng (+33% n/n), với tổng sản lượng ước tính đạt 433 triệu kWh (+16% n/n), nhờ nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MW) đạt vận hành thương mại (COD) và giá bán cải thiện nhờ tỷ giá khả năng duy trì ở mức cao cho đến cuối năm.
- **Mảng điện gió:** Chúng tôi ước tính sản lượng điện gió trong 2026F đạt 622 triệu kWh (đi ngang n/n) và giá bán dự kiến sẽ cải thiện nhờ các yếu tố đã đề cập ở trên. Vậy nên, doanh thu và LNG dự kiến đạt lần lượt 1,351 tỷ đồng (-20% n/n) và 794 tỷ đồng (-32% n/n) do mức nền cao trong năm 2025.

Theo đó, LNST năm 2026F dự kiến đạt 612 tỷ đồng (-35% n/n), chủ yếu do (i) các yếu tố đã nêu ở trên; (ii) GEG không còn ghi nhận lợi nhuận bất thường từ dự án Tân Phú Đông 1; và (iii) GP giảm từ 55.8% xuống 48% (-9.1 đpt n/n).

Khuyến nghị: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng dài hạn của GEG. Tuy nhiên, ở giai đoạn hiện tại, chúng tôi tin rằng vẫn thiếu các yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ để thúc đẩy giá cổ phiếu đi lên, mặc dù định giá của cổ phiếu này vẫn đang ở mức hấp dẫn. Do đó, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với GEG.

Rủi ro: (a) Những thách thức từ các điều kiện thủy văn; (b) Rủi ro pháp lý từ vấn đề CCA.

HÀ ĐÔ GROUP (HDG)

KHÔNG XẾP HẠNG

VNIndex (03/03, điểm)	1,813
Giá cp (03/03, đồng)	27,350
Vốn hóa TT (triệu USD)	386
SLCP lưu hành (triệu)	370
Cao/thấp 52 tuần (đồng)	35700/17910,
GTGD TB 6T (triệu USD)	3.85
Tỷ lệ CP tự do/Sở hữu NN (%)	57/19
Cổ đông lớn (%)	
Nguyen Trong Thong	31.83
Nguyen Van To	8.12

Đến	Doanh thu	LNHĐ	LN ròng	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
Năm	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	3,581	2,049	1,362	4,439	(20.0)	21,681	11.1	1.3	8.8	22.7	2.6
2023A	2,889	1,490	866	2,175	(51.0)	19,352	9.7	1.4	5.9	11.9	0.0
2024A	2,718	1,140	447	1,036	(52.4)	18,133	22.8	1.7	3.2	5.8	2.8
2025A	2,815	730	956	2,843	174.5	19,976	10.7	1.5	6.9	14.9	3.3
2026F	4,199	1,813	1,217	3,618	27.3	22,321	8.4	1.4	8.3	17.1	4.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

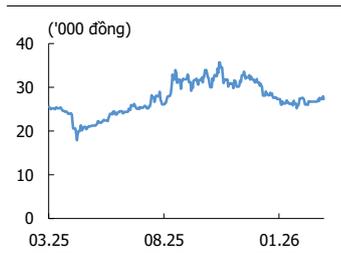
Ghi chú: NP and EPS attributed to controlling interest

Charm Villas 3 dẫn dắt tăng trưởng doanh thu

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(1.1)	(17.0)	7.1
Tương quan VNI (đpt)	(1.1)	(25.6)	(33.8)

Giá cp



Nguồn: Bloomberg

4Q25 – Lợi nhuận được duy trì nhờ mức nền thấp: Trong 4Q25, doanh thu ghi nhận đạt 885 tỷ đồng (+18% n/n). Tăng trưởng được dẫn dắt bởi mảng điện và dịch vụ khách sạn. LNG đạt 276 tỷ đồng (+10% n/n) tương ứng với biên LNG đạt 68.8% (giảm 4.7 đpt n/n). Kết quả chủ yếu được hỗ trợ bởi (i) mức nền thấp trong 4Q24 và (ii) chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp ở mức 90 tỷ đồng (giảm 229 tỷ đồng), do HDG đã ghi nhận chi phí dự phòng liên quan đến dự án Hồng Phong 4 trong cùng kỳ năm ngoái.

Bảng 4. Dự báo thu nhập của HDG

(tỷ đồng, đpt)

	1H25	2H25F	1H26F		2026F		Đồng thuận thị trường		
			n/n	q/q	n/n	n/n	1H26F	2026F	
Doanh thu	1,207	1,608	2,096	74	30	4,199	50	-	3,442
Điện	969	1,305	1,046	8	(20)	2,445	8	-	-
Bất động sản	0	47	789	-	1576	1,228	2,508	-	-
Xây dựng	4	4	8	100	132	17	115	-	-
Cho thuê BĐS	161	173	167	4	(3)	340	2	-	-
Dịch vụ khách sạn	72	80	85	17	7	170	12	-	-
LNST	240.9	710.0	503.2	108.9	(29)	1,217	28	-	1,149

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

2026 - Lợi nhuận tăng vọt nhờ Charm Villas giai đoạn 3: Doanh thu ghi nhận đạt 4,199 tỷ đồng (+50% n/n). Động lực chính đến từ mảng bất động sản.

LNG ước tính đạt 2,101 tỷ đồng tăng 18% n/n. Theo đó, LNST ước tính đạt 1,217 tỷ đồng (+28% n/n). Cụ thể theo từng mảng:

- **Điện:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 2,445 tỷ đồng (+8% n/n) và 1,251 tỷ đồng (-24% n/n) với tổng sản lượng đạt 1,523 triệu kWh (-14% n/n). Kết quả này chủ yếu chịu ảnh hưởng từ nhóm thủy điện khi chúng tôi dự báo sản lượng có thể giảm 10-20% n/n dựa trên dữ liệu từ NOAA do trong các năm chuyển tiếp từ pha La Niña sang trạng thái trung tính, hệ số CF của thủy điện thường giảm khoảng 4-6%.
- **Bất động sản & Xây dựng:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 1,228 tỷ đồng (tăng 26 lần n/n) và 667 tỷ đồng (2025: -24 tỷ đồng), do chúng tôi kỳ vọng HDG có thể bắt đầu ghi nhận bàn giao dự án Charm Villas giai đoạn 3 (ước tính ghi nhận 25 căn).
- **Dịch vụ khách sạn:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 170 tỷ đồng (+12% n/n) và 102 tỷ đồng (+19% n/n), nhờ kỳ vọng giá thuê có thể cải thiện và tỷ lệ lấp đầy duy trì ổn định.

- *Cung cấp dịch vụ & Cho thuê bất động sản:* Doanh thu và LNG dự kiến đạt lần lượt 340 tỷ đồng (+2% n/n) và 70 tỷ đồng (+6% n/n), do kỳ vọng giá thuê cải thiện và mức nền thấp trong năm 2025.

Rủi ro: (i) Những thách thức từ các điều kiện thủy văn thay đổi; (ii) Rủi ro về việc bồi thường lợi nhuận bất hợp pháp từ dự án Hồng Phong 4, do vi phạm CCA và được xây dựng trên đất khoáng sản của nhà nước.

CTCP Điện lực đầu khí (NT2)

NĂM GIỮ (Duy trì)

	Đến	Doanh thu	LNHD	LN ròng	EPS	% đổi	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
	T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
VNIndex (03/03, điểm)		1,813										
Giá cp (03/03, đồng)		28,800										
Vốn hóa (tỷ đồng)		8,291										
SLCP lưu hành (triệu)		288										
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)		28900/16250,										
GTGD TB 6T (tỷ đồng)		35										
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)		32/13										
Cơ cấu cổ đông lớn (%)												
PV POWER - POW		59.37										
Technology Development		8.27										
	2022A	8,788	950	883	2,961	69	16,027	11.1	1.3	12.6	20.0	8.7
	2023A	6,386	441	473	1,586	(46)	15,062	14.9	1.6	6.0	10.6	6.1
	2024A	5,952	(43)	72	242	(85)	14,515	97.1	1.7	0.8	1.7	2.9
	2025A	7,803	1,018	1,136	3,808	1,470	17,523	6.2	1.4	10.2	24.6	3.3
	2026F	9,926	1,147	1,190	3,989	5	20,711	5.9	1.2	8.7	21.6	3.3

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: NP and EPS attributed to controlling interest

2026F – Lợi nhuận duy trì đà tăng trưởng

4Q25 – Tăng trưởng lợi nhuận bởi mức nền thấp: Trong 4Q25F, doanh thu đạt 2,367 tỷ đồng và tăng 33% n/n được thúc đẩy bởi (i) sản lượng tăng 17% n/n trong bối cảnh tiêu thụ điện cả nước duy trì ổn định vào 4Q25; (ii) giá bán điện bình quân ước tính tăng 13% n/n; và (iii) hoàn tất ghi nhận khoảng 80 tỷ đồng từ phí dịch vụ môi trường rừng.

LNG đạt 477 tỷ đồng (+444% n/n) được hỗ trợ bởi (a) hiệu quả hoạt động cải thiện; (b) giá bán điện bình quân tăng mạnh hơn so với giá khí (khoảng 9.2 USD/mmBTU, -3% n/n); và (c) hoàn tất khấu hao máy móc trong 4Q25.

Vậy nên, LNST đạt 422 tỷ đồng (+462% n/n) chủ yếu nhờ vào (i) sự cải thiện của biên LNG như đã đề cập ở trên; và (ii) doanh thu tài chính đạt 52 tỷ đồng (tăng 18 tỷ đồng, tương đương +51% n/n), mặc dù (iii) chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lên 35 tỷ đồng (+52% n/n).

Bảng 5. Dự báo thu nhập của NT2

(tỷ đồng, đpt)

	1H25	2H25	1H26F		2026F		Đồng thuận thị trường		
			n/n	q/q	n/n	1H26F	2026F		
Doanh thu	3,508	4,295	4,970	42	12	9,926	25	-	7,994
Sản xuất	1,369	1,749	2,140	56	22	4,409	41	-	-
LNG	411	682	777	89	(7)	1,246	0	-	-
LN trước lãi vay và thuế	408	865	796	96	(7)	1,334	4	-	-
LNST	363	773	711	96	(8)	1,191	5	-	727

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

2026F - Duy trì lợi nhuận ổn định: Doanh thu ước tính đạt 9,926 tỷ đồng, tăng 25% n/n nhờ kỳ vọng sản lượng sẽ ổn định trong bối cảnh tiêu thụ điện kỳ vọng tăng trưởng ổn định, bất chấp giá bán có khả năng điều chỉnh giảm nhẹ.

LNG ước tính đạt 1,246 tỷ đồng (đi ngang n/n) do biên LNG ước tính giảm xuống còn 12.6%, tương ứng giảm 3.1 đpt n/n trong năm 2026F.

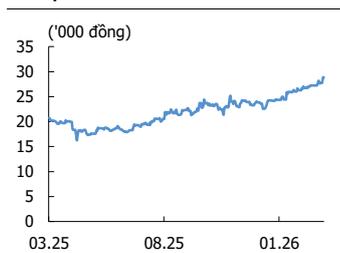
Kết quả là, LNST ước tính đạt 1,191 tỷ đồng tăng 5% n/n. Kết quả này có được nhờ việc dự kiến ghi nhận 50 tỷ đồng lợi nhuận bất thường từ phí dịch vụ môi trường rừng và lãi chênh lệch tỷ giá, bất chấp áp lực từ việc biên LNG bị thu hẹp.

Khuyến nghị: Chúng tôi tin tưởng mạnh mẽ vào triển vọng tích cực của NT2 trong dài hạn, vì công ty đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì sự ổn định của hệ thống điện. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi nhận định rằng thị giá của NT2 gần như đã phản ánh đúng giá trị nội tại. Do đó, chúng tôi duy trì

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	8.3	31.0	43.3
Tương quan VNI (đpt)	8.3	22.5	2.5

Giá cp



Nguồn: Bloomberg

khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với NT2 trong năm 2026F.

Rủi ro: (a) Giá khí thiên nhiên tăng cao; (b) Nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam Bộ ngày càng cạn kiệt.

CTCP nhiệt điện Quảng Ninh (QTP)

VNIIndex (03/03, điểm)	1,813
Giá cp (03/03, đồng)	13,700
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,165
SLCP lưu hành (triệu)	450
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	14000/12200
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	4
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	31/1
Cơ cấu cổ đông lớn (%)	
Power Generation Corporation 1	42.00
Pha Lai Thermal Power JCS	16.35

Đến	Doanh thu	LNHH	LN ròng	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	MUA (Duy trì)		
									ROA	ROE	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	10,417	968	805	1,405	20.3	13,694	11.1	1.3	9.0	12.4	17.3
2023A	12,058	703	644	1,125	(19.9)	11,761	10.9	1.3	7.9	10.7	7.0
2024A	11,908	743	726	1,195	6.2	11,302	7.7	1.1	9.8	12.5	11.8
2025A	10,786	1,405	1,285	2,362	97.7	12,628	4.3	1.0	16.8	23.9	8.4
2026F	12,493	666	661	1,216	(48.5)	12,644	8.4	1.0	8.3	11.6	9.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

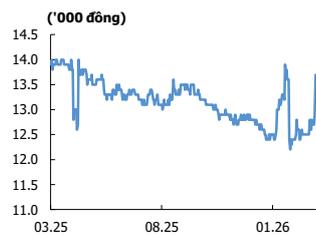
Ghi chú: NP and EPS attributed to controlling interest

2026F – Lợi nhuận bắt đầu cải thiện

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	10.5	9.7	8.1
Tương quan VNI (đpt)	10.5	1.1	(32.7)

Giá cp



Nguồn: Bloomberg

4Q25 – Biên LNG mở rộng nhờ thu nhập bất thường: Trong 4Q25, doanh thu của QTP đạt 2,953 tỷ đồng tăng 2% n/n chủ yếu được thúc đẩy bởi (i) việc ghi nhận 663 tỷ đồng từ lãi chênh lệch tỷ giá và (ii) sản lượng ước tính tăng 15% n/n trong bối cảnh tiêu thụ điện ổn định trong 4Q25, bất chấp (iii) giá bán bình quân giảm 11% n/n.

LNG đạt 955 tỷ đồng, tăng vọt 346% n/n, với biên LNG mở rộng lên 32.3% (+24.9 đpt n/n). Sự cải thiện mạnh mẽ này chủ yếu nhờ vào khoản thu nhập bất thường đã đề cập ở trên. Kết quả là, LNST tăng đáng kể lên 655 tỷ đồng (+319% n/n).

Bảng 6. Dự phóng KQKD của QTP

(tỷ đồng. đpt)

	1H25	2H25F	1H26F		2026F		Đồng thuận thị trường	
			n/n	q/q	n/n	1H26F	2026F	
Doanh thu	5,776	5,009	6,877	19	37	12,493	16	10,830
Sản xuất	3,890	3,633	4,082	5	12	7,801	4	-
LNG	507	1,019	511	1	(50)	803	(47)	-
LNST	457	900	490	7.2	(46)	748	(44)	-
LNST	457	900	490	7.2	(43)	599	(43)	679

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

2026F - Lợi nhuận quay trở lại chu kỳ: Doanh thu dự kiến đạt 12,493 tỷ đồng tăng 16% n/n nhờ kỳ vọng giá bán cải thiện 10% n/n và sản lượng dự kiến duy trì ổn định trong bối cảnh tiêu thụ điện cả nước được kỳ vọng tăng 8.5% n/n.

LNG ước tính đạt 803 tỷ đồng (-47% n/n), với biên LNG giảm xuống còn 6.4% (-7.7 đpt n/n) do cùng kỳ năm trước đã ghi nhận khoảng 663 tỷ đồng doanh thu từ lãi chênh lệch tỷ giá. Vậy nên, LNST dự kiến đạt 599 tỷ đồng (-43% n/n) do hiệu ứng mức nền cao trong năm 2025.

Khuyến nghị: Chúng tôi tin tưởng mạnh mẽ rằng QTP có triển vọng tích cực trong trung và dài hạn. Ngoài ra, QTP còn đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì sự ổn định của hệ thống điện. Trên cơ sở đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA đối với QTP (Giá mục tiêu: 15.100 đồng/cổ phiếu; TSSL: +22%) trong năm 2026F.

Rủi ro: (i) Những thách thức từ giá than cao do nguồn cung than giá rẻ trong nước ngày càng cạn kiệt; (ii) Điều kiện thủy văn thay đổi.

PetroVietnam Power (POW)

NĂM GIỮ (Duy trì)

VNIIndex (03/03, điểm)	1,813
Giá cp (03/03, đồng)	16,550
Vốn hóa (tỷ đồng)	50,773
SLCP lưu hành (triệu)	3,068
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	16550/8208,
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	177
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	27/5
Cơ cấu cổ đông lớn (%)	
PVN	79.94
Norges Bank	1.27

Đến	Doanh thu	LNHD	LN ròng	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	28,224	2,859	2,553	824	10.5	13,031	11.1	1.3	4.6	7.0	-
2023A	27,945	1,404	1,329	430	(47.8)	13,430	19.8	0.8	2.1	3.5	-
2024A	30,180	1,073	1,346	500	16.5	13,626	29.2	1.2	1.8	4.0	-
2025A	34,151	3,644	3,667	1,466	192.9	15,092	10.7	1.1	4.1	10.9	-
2026F	45,615	1,928	1,220	488	(66.7)	15,579	32.2	1.1	1.2	3.4	-

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

2026F – Nhơn Trạch 3 & 4 – Động lực tăng trưởng dài hạn

Tăng trưởng lợi nhuận được hỗ trợ bởi mức nền thấp: Trong 4Q25, doanh thu đạt 8,747 tỷ đồng (+1% n/n) được hỗ trợ bởi mức tăng 25% n/n của tổng sản lượng điện. Tăng trưởng chủ yếu đến từ sản xuất thủy điện và nhiệt điện khí.

Vậy nên, LNG đạt 1,053 tỷ đồng (+79% n/n), với biên LNG cải thiện lên 12% (+6.0 đpt n/n). Theo đó, LNST đạt 693 tỷ đồng (+590% n/n, tương đương 110% dự báo của KIS) nhờ (1) sự cải thiện biên LNG, (2) mức nền thấp trong 4Q24, và (3) doanh thu tài chính đạt 403 tỷ đồng (4Q24: -51 tỷ đồng) chủ yếu từ lãi tiền gửi và cổ tức bất chấp (4) chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 34% n/n lên 530 tỷ đồng.

Bảng 7. Dự phóng KQKD của POW

(tỷ đồng, đpt)

	1H25	2H25F	1H26F		2026F		Đồng thuận thị trường	
			n/n	q/q	n/n	1H26F	2026F	
Doanh thu	17,549	16,602	22,593	28.7	36	45,615	34	43,932
Thủy điện	757	1,131	646	(14.7)	(43)	1,688	(11)	-
Nhiệt điện khí	9,937	10,822	14,508	46.0	34	30,849	49	-
Nhiệt điện than	6,671	4,697	7,439	11.5	58	13,079	15	-
LNG	1,984	2,343	1,452	(27)	(38)	2,880	(33)	-
LNST	1,230	1,636	1,141	(7)	(30)	2,216	(23)	2,640

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

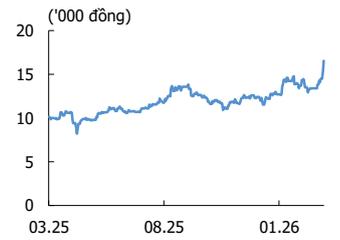
2026F - Chờ đợi cơ hội từ dự án NT3 & NT4: Doanh thu dự kiến ghi nhận 45,615 tỷ đồng (+34% n/n) khi các dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 đi vào hoạt động (1,500 MW) với tổng sản lượng đạt 19,900 triệu kWh (+14% n/n). Động lực tăng trưởng chính chủ yếu đến từ mảng điện khí.

- **Thủy điện:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 1,688 tỷ đồng (-11% n/n) và 724 tỷ đồng (-11% n/n) với sản lượng đạt 1,514 triệu kWh (-9% n/n). Chúng tôi dự báo trong các năm chuyển đổi từ pha La Niña sang trạng thái trung tính, hệ số CF của thủy điện có thể giảm 4 - 6%.
- **Nhiệt điện khí:** Doanh thu ước tính đạt 30,849 tỷ đồng (+49% n/n) chủ yếu nhờ sự đóng góp từ các nhà máy NT3 & NT4. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo NT3 & NT4 có thể ghi nhận khoản lỗ khoảng 100 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi cho rằng mảng này sẽ mang lại kết quả không mấy khả quan trong năm 2026F.
- **Nhiệt điện than:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 13,079 tỷ đồng (+15% n/n) và 730 tỷ đồng (+10% n/n). Kết quả này đến từ việc sản lượng ước tính tăng nhẹ trong bối cảnh tăng trưởng tiêu thụ điện luôn ổn định bất chấp giá bán giảm nhẹ trong năm 2026F.

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	15.7	21.0	62.8
Tương quan VNI (đpt)	15.7	12.4	21.9

Giá cp



Nguồn: Bloomberg

Theo đó, LNST ghi nhận đạt 2,216 tỷ đồng, giảm 23% n/n do (1) biên LNG giảm xuống 6.3% (-6.4 đpt n/n); và (2) hiệu ứng mức nền cao trong năm 2025A.

Khuyến nghị: Chúng tôi tin rằng POW sẽ có những chuyển biến tích cực hơn trong trung và dài hạn, đặc biệt là khi dự án điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định hệ thống điện sau khi đi vào vận hành. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng thị giá hiện tại đã phản ánh phần lớn giá trị nội tại của POW. Ngoài ra, chúng tôi vẫn thận trọng về việc lợi nhuận suy giảm trong năm 2026 có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với POW trong năm 2026.

Rủi ro: (i) Giá nhiên liệu cao; (ii) Những thách thức từ các thay đổi về điều kiện thủy văn tác động tiêu cực đến mảng nhiệt điện.

PC1 Group JSC (PC1)

KHÔNG XẾP HẠNG

VNIndex (03/03, điểm)	1,813
Giá cp (03/03, đồng)	31,350
Vốn hóa (tỷ đồng)	12,894
SLCP lưu hành (triệu)	411
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	31350/16044
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	105
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	60/15
Major shareholders (%)	
Trịnh Văn Tuấn	21.38
VIX	4.95

Đến	Doanh thu	LNHD	LN ròng	EPS	% chg	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(tỷ đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	8,358	1,318	691	1,700	(42.5)	18,918	11.1	1.3	3.4	9.4	-
2023A	7,694	1,057	271	116	(93.2)	16,330	33.0	1.8	1.3	0.7	-
2024A	10,078	1,516	844	1,287	1,006.8	15,416	11.1	1.7	4.1	8.7	-
2025A	13,085	2,064	1,365	3,815	196.4	19,220	6.8	1.4	6.4	22.0	-
2026F	16,370	5,121	4,610	12,890	237.8	32,069	2.0	0.8	20.5	50.3	-

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Ghi chú: NP and EPS attributed to controlling interest

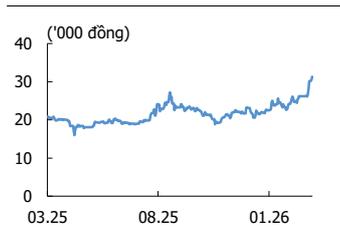
Mảng BĐS thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

Tăng trưởng lợi nhuận được dẫn dắt bởi mảng bất động sản: Trong 4Q25, doanh thu và LNG ghi nhận đạt lần lượt 5,012 tỷ đồng, tăng 93% n/n và 1,066 tỷ đồng (+77% n/n). Động lực tăng trưởng chính là mảng xây dựng và bất động sản, theo đó, LNST ghi nhận đạt 660 tỷ đồng tăng 400% n/n.

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	22.0	30.2	50.2
Tương quan VNI (đpt)	22.0	21.6	9.4

Giá cp



Nguồn: Bloomberg

Bảng 8. Dự phóng KQKD của PC1

(tỷ đồng, đpt)

	1H25	2H25F	1H26F		2026F		Đồng thuận thị trường	
			n/n	q/q	n/n	1H26F		
Doanh thu	4,795	8,282	7,177	50	(13)	16,370	25	- 13,788
Điện	787	1,015	787	0	(22)	1,900	5	-
Xây dựng	2,296	4,402	2,985	30	(32)	7,217	72	-
Niken	459	681	506	10	(26)	1,485	8	-
Bất động sản	308	1,125	1,940	529	72	3,931	30	-
Sản xuất công nghiệp	231	303	231	0	(24)	405	(24)	-
Sản xuất hàng hóa và NVL	713	756	727	2	(4)	1,432	(3)	-
LNG	741	1,770	2,747	271	55	6,061	141	-
LNST	310	1,055	2,134	589	102	4,610	238	- 1,029

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KISVN ước tính

2026F - Tăng trưởng lợi nhuận được dẫn dắt bởi mảng xây dựng và bất động sản: Doanh thu kỳ vọng đạt 16.370 tỷ đồng (+25% n/n). Động lực tăng trưởng chính là mảng xây dựng và bất động sản. Biên LNG dự phóng ở mức 37% (+17.8 đpt n/n) dẫn đến LNST ước tính đạt 4.610 tỷ đồng (+238% n/n). chi tiết từng mảng như sau:

- **Điện:** Doanh thu và LNG ước tính đạt lần lượt 1,485 tỷ đồng (+5% n/n) và 1,027 tỷ đồng (+26% n/n). Kết quả này đạt được nhờ giá bán cải thiện và duy trì sự ổn định mặc dù sản lượng ghi nhận giảm nhẹ như đã đề cập ở trên.
- **Mảng niken:** Chúng tôi dự báo doanh thu và LNG đạt lần lượt 1,389 tỷ đồng (+174% n/n) và 661 tỷ đồng (+50% n/n) được thúc đẩy bởi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cải thiện và giá bán duy trì ở mức cao.
- **Bất động sản:** Chúng tôi dự báo doanh thu và LNG trong năm 2026F đạt lần lượt 3,931 tỷ đồng (gấp 2 lần n/n) và 3,340 tỷ đồng (tăng 13 lần n/n) do chúng tôi kỳ vọng PC1 sẽ hoàn tất việc ghi nhận doanh thu - lợi nhuận từ dự án bất động sản Tháp Vàng và khu công nghiệp Yên Lệnh.
- **Xây dựng:** Chúng tôi dự báo doanh thu và LNG của mảng này trong năm 2026F đạt lần lượt 7,217 tỷ đồng (+8% n/n) và 722 tỷ đồng (-6% n/n). Tăng trưởng được hỗ trợ bởi khoảng 8,000 tỷ đồng giá trị hợp

đồng chưa thực hiện đã ký kết trong 11M25, với kỳ vọng sẽ còn tăng thêm trong năm 2026F nhờ triển vọng tích cực từ Quy hoạch điện VIII và một số dự án mới của PC1 trong giai đoạn 2026-2027. Tuy nhiên, áp lực chi phí dự án và sự thay đổi trong cơ cấu dự án sẽ gây sức ép lên LNG.

Rủi ro: (i) Sự biến động của giá niken; (ii) Những thách thức từ điều kiện thủy văn thay đổi; và (iii) tốc độ ghi nhận mở bán của các dự án bất động sản.

Phụ lục

Biểu đồ 15. Giá bán điện của các nguồn trong hệ thống năm 2025

TT	Nguồn	Bắc (đồng/KWh)	Trung (đồng/KWh)	Nam (VND/KWh)	Bắc (UScent/KWh)	Trung (UScent/kWh)	Nam (UScent/kWh)	Cơ sở pháp lý
1	Điện mặt trời	1,383	1,107	1,012	5.5	4.4	4.0	Quyết định 988 10/04/2025
2	Điện mặt trời+ BESS	1,572	1,257	1,150	6.3	5.0	4.6	Quyết định 988 10/04/2025
3	Điện mặt trời nổi	1,686	1,336	1,228	6.7	5.3	4.9	Quyết định 988 10/04/2025
4	Điện mặt trời nổi + BESS	1,877	1,487	1,367	7.5	5.9	5.5	Quyết định 988 10/04/2025
5	Điện gió trên bờ	1,959	1,807	1,840	7.8	7.2	7.4	Quyết định 1508 30/05/2025
6	Điện gió gần bờ	1,987	1,987	1,987	7.9	7.9	7.9	Quyết định 1508 30/05/2025
7	Điện gió ngoài khơi	3,975	3,079	3,869	15.9	12.3	15.4	Quyết định 1824 26/06/2025
8	Điện sinh khối	2,092	2,092	2,092	8.4	8.4	8.4	Quyết định 1008 14/04/2025
9	Điện rác	2,575	2,575	2,575	10.3	10.3	10.3	Quyết định 1251 06/05/2025
10	Khí thiên nhiên	3,069	3,069	3,069	12.3	12.3	12.3	Quyết định 983 10/04/2025
11	LNG	3,327	3,327	3,327	13.3	13.3	13.3	Quyết định 1313 13/05/2025
12	Thủy điện	1,110	1,110	1,110	4.4	4.4	4.4	Quyết định 982 10/04/2025
13	Thủy điện tích năng	3,457	3,457	3,457	13.8	13.8	13.8	Quyết định 1198 26/04/2025
14	Nhiệt điện than	1,706	1,706	1,706	6.8	6.8	6.8	Quyết định 1009 14/04/2025
15	Nhiệt điện than nhập khẩu từ Lào	1,758	1,758	1,758	7.0	7.0	7.0	Quyết định 1007 14/04/2025
16	Thủy điện nhập khẩu từ Lào	1,741	1,741	1,741	7.0	7.0	7.0	Quyết định 1007 14/04/2025
17	Điện gió nhập khẩu từ Lào	1,741	1,741	1,741	7.0	7.0	7.0	Quyết định 1007 14/04/2025
18	Điện nhập khẩu từ Trung Quốc	2,363	2,363	2,363	9.3	9.3	9.3	Quyết định 1231 05/05/2025

Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 16: FMP có thể ghi nhận mức tăng trưởng 40-50% n/n được hỗ trợ bởi mức nền nhiệt độ cao hơn trong năm 2026

Năm	Giá SMP trần (đồng/kWh)	Giá CAN (đồng/kWh)	Giá FMP trần (đồng/kWh)	FMP trung bình (đồng/kWh)	SMP trung bình (đồng/kWh)	%SMP trung bình/giá trần	% tăng trưởng điện	ENSO
2020	1,342	80	1,422	886	806	43,9%	(4.1)	Bắt đầu pha La Niña
2021	1,503	150	1,653	1,001	851	49,5%	4.3	Pha La Niña mạnh
2022	1,602	293	1,895	1,534	1,241	75,9%	4.6	La Niña suy yếu – Chuyển tiếp sang pha El Niño
2023	1,779	293	2,072	1,396	1,103	69,0%	4.1	Pha El Niño mạnh
2024	1,510	300	1,810	1,420	1,120	70,2%	10.8	Bắt đầu pha trung tính
2025	1,683	50	1,733	818	894	46,6%	4.7	Pha trung tính mạnh
2026	1,725	130	1,855	1,165 - 1,208	1,035 - 1,338	60% - 70%	8.5	Pha trung tính suy yếu – Chuyển tiếp sang pha El Niño

Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 17: Cập nhật cơ chế giá bán điện cho các dự án năng lượng tái tạo

TT	Nguồn	Ghi chú	Nguồn	Giá bán điện	Bắc (đồng/KWh)	Trung (đồng/KWh)	Nam (đồng/KWh)	Cơ sở pháp lý
1	Điện mặt trời không gồm BESS	COD Từ 01/06/2017 đến 30/06/2019	Điện mặt trời	FIT 1	9.4	9.4	9.4	Quyết định 11/2017
2	Điện mặt trời không gồm BESS	COD Từ 01/07/2019 đến 31/12/2020	Điện mặt trời	FIT 2	7.1	7.1	7.1	Quyết định 13/2020
			Điện mặt trời nổi		7.7	7.7	7.7	
			Điện mặt trời mái nhà		8.4	8.4	8.4	
3	Điện gió	COD trước khi 01/11/2021	Điện gió trên bờ	FIT	8.5	8.5	8.5	Quyết định 39/2018
			Điện gió gần bờ		9.8	9.8	9.8	
4	Điện gió và điện mặt trời	Dự án với COD sau 2021	Nông trại điện mặt trời	Giá chuyển đổi	4.6	4.6	4.6	Quyết định 21/QĐ-MOIT (07/01/2023)
			Điện mặt trời nổi		5.9	5.9	5.9	
			Điện gió trên bờ		6.2	6.2	6.2	
			Điện gió gần bờ		7.1	7.1	7.1	

Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 18: Cơ chế mua bán điện trong DPPA

STT.	Thành phần tham dự	Lưới EVN		Lưới riêng	
		Tổng vông có 3 hợp đồng được ký kết	KHL sẽ thanh toán toàn bộ cho PC và RE	Chỉ có 1 HĐ được ký kết	KHL sẽ trực tiếp ký kết với RE
1	EVN				
2	Doanh nghiệp NLTT		- Phần chênh lệch giữa giá HĐ và giá trên TTĐ		
3	Khách hàng lớn (KHL)		- Phần sản lượng thực tế và giá bán trên TTĐ		
4	PC		- Chi phí truyền tải và các phụ phí khác		- Phần sản lượng thực tế/tối thiểu và giá hợp đồng

Nguồn: EVN, KISVN

Bối cảnh, lợi ích và thách thức chính của cơ chế DPPA

Cơ chế DPPA được đưa ra trong bối cảnh thị trường điện Việt Nam có những thay đổi đáng kể. Sau khi cơ chế FIT hết hiệu lực. Sự bùng nổ nhanh chóng trong việc phát triển năng lượng tái tạo nhằm đón đầu các mức giá ưu đãi đã dẫn đến tình trạng chậm tiến độ dự án trên diện rộng. Nhiều dự án hiện chỉ đang bán điện cho EVN với giá bằng khoảng 50% so với giá FIT ban đầu hoặc vẫn chưa đảm bảo được việc đấu nối lưới điện. Đồng thời, với vị thế tài chính căng thẳng của EVN không còn cho phép đơn vị này duy trì các cơ chế giá ưu đãi cao để tiếp tục khuyến khích và huy động các dự án mới. Do đó, Bộ Công Thương đã ban hành khung cơ chế DPPA nhằm tạo ra một cơ chế vận hành hiệu quả hơn cho việc phát triển năng lượng tái tạo và đảm bảo sự tăng trưởng bền vững của hệ thống điện.

Về các lợi ích tiềm năng, cơ chế DPPA được kỳ vọng sẽ nâng cao hiệu quả dự án, cải thiện khả năng huy động vốn, đặt nền móng cho việc cấp chứng chỉ năng lượng tái tạo (RECs). Đồng thời, góp phần đảm bảo

hoàn thành kế hoạch mở rộng công suất toàn hệ thống.

Tuy nhiên, vẫn còn những rào cản và thách thức triển khai đáng kể. Mặc dù EVN chưa công bố số liệu chi tiết, nhưng việc thực hiện thực tế các hợp đồng DPPA cho đến nay vẫn rất hạn chế. Theo thống kê thực tế, chỉ có một vài giao dịch đáng chú ý như VSIP-LEGO và Samsung C&T-KN Holdings. Ngoài ra, các lợi ích hiện chưa đủ sức thuyết phục đối với bên mua, do các nhà máy phát điện năng lượng tái tạo cần bán với mức giá trên 8.2 US cents/kWh (bao gồm LCOE, phí truyền tải và phí phụ trợ). Trong khi giá bán lẻ điện hiện hành cho khách hàng khu công nghiệp từ EVN chỉ rơi vào khoảng 8.3 - 8.5 US cents/kWh. Hơn nữa, số lượng doanh nghiệp tại Việt Nam có cam kết chắc chắn về việc sử dụng 100% điện năng lượng tái tạo vẫn còn tương đối hạn chế. Việc đưa ra cơ chế giá hai thành phần cũng đã làm tăng đáng kể chi phí khi sử dụng đồng thời DPPA và điện lưới từ EVN.

Nhìn chung, mặc dù tính thực tiễn trong ngắn hạn của cơ chế DPPA còn hạn chế. Nhưng trong dài hạn, khi nhu cầu về năng lượng sạch tăng lên, các nhà phát triển năng lượng tái tạo dự kiến sẽ được hưởng lợi đáng kể hơn từ khung cơ chế DPPA.

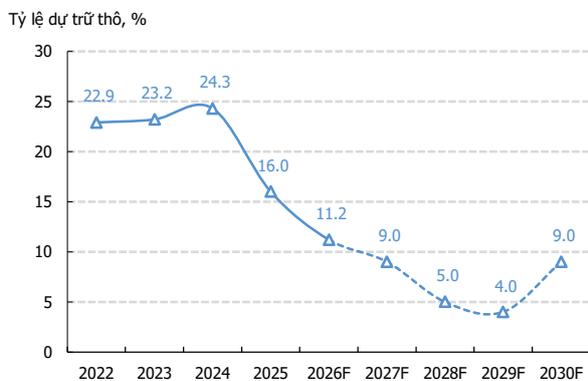
Bối cảnh hình thành cơ chế giá điện hai thành phần

- Tổng công suất dự phòng của hệ thống vẫn còn tương đối yếu: Vị thế tài chính của EVN hạn chế khả năng phát triển các dự án nguồn điện mới.
- EVN chưa thể bù đắp đầy đủ chi phí cho các dự án điện có khả năng điều độ trong các giai đoạn phụ tải đỉnh.

Khách hàng mục tiêu: Các khách hàng sản xuất được cung cấp điện trực tiếp bởi EVN và các đơn vị bán lẻ thành viên, có mức tiêu thụ điện bình quân từ 200,000 kWh/tháng trở lên (tính trung bình trong 12 tháng gần nhất).

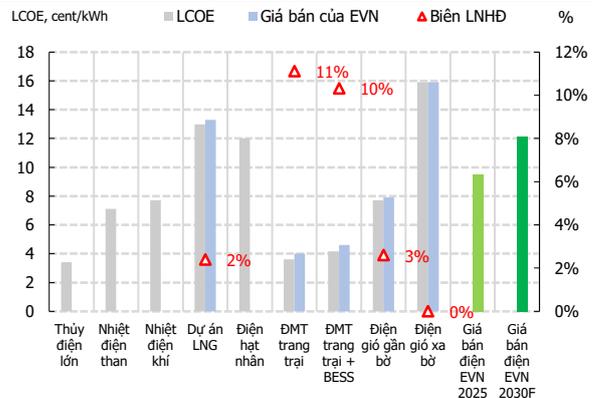
Khách hàng phải thanh toán cho cả lượng điện năng tiêu thụ và công suất hệ thống mà họ yêu cầu.

Biểu đồ 19. Tỷ lệ dự phòng quay thấp cho thấy rủi ro thiếu hụt điện trong giai đoạn 2027–2030F, đặc biệt là dưới điều kiện pha El Niño diễn ra



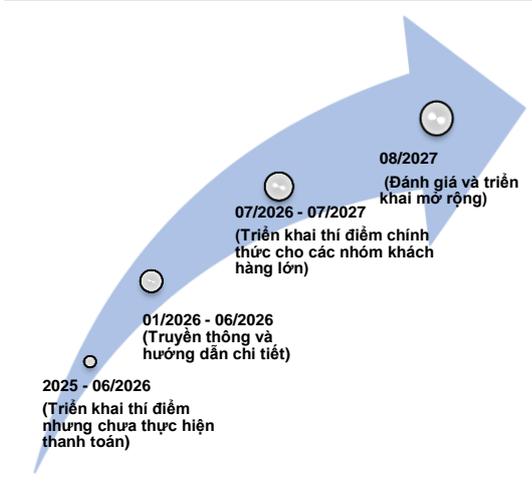
Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 20. Chi phí điện của các dự án nguồn điện có thể điều khiển mới (LNG & Điện hạt nhân) vẫn còn tương đối cao, gây thêm áp lực lên vị thế tài chính của EVN



Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 22. Lộ trình triển khai chính thức giá điện hai thành phần



Nguồn: EVN, KISVN

Biểu đồ 23. Biểu giá điện hiện hành và giá điện hai thành phần cho các doanh nghiệp sản xuất

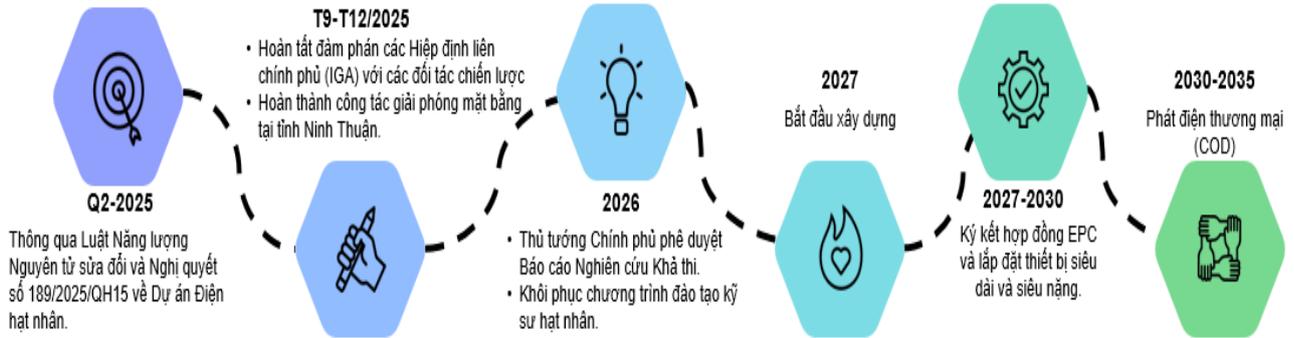
Cấp điện áp	Giá hiện tại		Two-part tariff		Thay đổi
	Giá công suất (đồng/kW/ tháng)	Giá điện năng (đồng / kWh)	Giá công suất (đồng/kW/ tháng)	Giá điện năng (đồng/kWh)	Giá điện năng %
$U \geq 110$ kV	Không	1.146 - 3.266	209.459	843 - 2.162	Giảm 26 – 34
$22 \text{ kV} \leq U \leq 110$ kV	Không	1.190 - 3.398	235.414	859 - 2.182	Giảm 28 – 36
$6 \text{ kV} \leq U \leq 22$ kV	Không	1.234 - 3.508	240.050	871 - 2.189	Giảm 29 – 38
$U < 6$ kV	Không	1.300 - 3.640	286.153	904 - 2.251	Giảm 31 – 38

Nguồn: EVN, KISVN

- Ví dụ:** (1) Cùng mức sản lượng và nhu cầu khác nhau: Đơn vị A và B tiêu thụ tổng năng lượng (kWh) bằng nhau nhưng A có những "đợt tăng vọt" thất thường trong khi B duy trì ổn định. (2) Chi phí hạ tầng: Đơn vị A đòi hỏi mức đầu tư lưới điện và công suất máy biến áp cao hơn đáng kể, để xử lý nhu cầu đỉnh (P_{max}) cực đoan của nó. (3) Áp lực lưới điện: Những đợt tăng vọt của A, đặc biệt là trong giờ cao điểm (17:00 – 20:00) buộc lưới điện phải sử dụng các nguồn điện "dự phòng" đắt đỏ. (4) Sự bất bình đẳng trong thanh toán: Theo hệ thống một thành phần hiện tại, những người dùng ổn định (Đơn vị B) đang thực sự "trợ giá" cho hạ tầng khổng lồ được xây dựng chỉ để phục vụ những người dùng có nhu cầu đỉnh cao (Đơn vị A). (5) Ưu điểm của cơ chế 2 thành phần: Cơ chế này đảm bảo Đơn vị A phải trả phí cho công suất mà họ dự phòng, trong khi Đơn vị B được hưởng lợi từ giá điện năng thấp hơn nhờ hiệu quả sử dụng.

 - Việc chuyển đổi sang hệ thống giá điện hai thành phần là hoàn toàn cần thiết.
 - Công bằng & Minh bạch: Đảm bảo chi phí hạ tầng điện được gánh vác bởi chính những đối tượng đòi hỏi công suất đỉnh cao, loại bỏ tình trạng "trợ giá chéo" giữa các nhóm người dùng khác nhau.
 - Khuyến khích hiệu quả: Khuyến khích khách hàng tối ưu hóa "biểu đồ phụ tải" bằng cách dịch chuyển việc sử dụng điện sang giờ thấp điểm và giảm nhu cầu đỉnh (P_{max}).
 - Ổn định kinh tế vĩ mô: Giảm bớt nhu cầu đầu tư lớn và cấp bách vào các nhà máy điện vốn chỉ hoạt động trong những đợt tăng đột biến vào giờ cao điểm.

Biểu đồ 24. Điện hạt nhân - Dự kiến bắt đầu vận hành trong giai đoạn 2030-2035



Nguồn: EVN, KISVN

Chương trình điện hạt nhân Ninh Thuận bao gồm hai dự án là Ninh Thuận 1 và Ninh Thuận 2.

Ninh Thuận 1 do EVN làm chủ đầu tư với Nga là đối tác chiến lược chính thức. Dự án dự kiến có công suất khoảng 2,000-3,200 MW và hiện đang trong giai đoạn đền bù giải phóng mặt bằng.

Trong khi đó, Ninh Thuận 2 do PVN làm chủ đầu tư, với Hàn Quốc hoặc Nhật Bản được xem là các đối tác chiến lược tiềm năng. Công suất dự kiến cũng tương đương khoảng 2,000-3,200 MW và dự án này cũng đang triển khai các hoạt động đền bù giải phóng mặt bằng.

Điện hạt nhân - Hệ thống trở nên ổn định hơn nhưng các nhà máy điện chi phí cao sẽ đối mặt với rủi ro lớn hơn

- Với hai nhà máy điện hạt nhân dự kiến đi vào hoạt động trong giai đoạn 2030-2035F. Các đặc tính kỹ thuật của chúng đòi hỏi sự vận hành ổn định và liên tục. Do đó, các nhà máy điện hạt nhân chủ yếu sẽ đóng vai trò là nguồn chạy nền và vận hành với hệ số công suất cao ổn định.
- Điều này sẽ làm tăng tính ổn định đầu ra cho hệ thống nhưng có thể tạo ra rủi ro huy động cho các nguồn điện khác như nhiệt điện khí, điện mặt trời và điện gió ngoài khơi. Vẫn có thể đối mặt với tình trạng cắt giảm công suất hoặc sự biến động tải hàng ngày lớn hơn.
- Ngoài ra, do đặc tính kỹ thuật của điện hạt nhân với hệ số công suất khoảng 80%. Các nguồn điện có khả năng điều tiết như thủy điện, nhiệt điện than và LNG có thể phải đối mặt với việc bị cắt giảm sản lượng.
- Đồng thời, chúng tôi tin rằng với việc triển khai giá điện hai thành phần từ cuối năm 2027 và lộ trình của EVN trong việc tăng giá bán lẻ điện từ 5-7% hàng năm. Hai đơn vị chủ đầu tư là EVN và PVN khó có khả năng chịu lỗ khi các nhà máy đi vào vận hành thương mại toàn phần. Tuy nhiên, để đạt được mức IRR cao cũng sẽ là một thách thức.

Điện gió ngoài khơi - chi phí sản xuất cao và lo ngại về an ninh vẫn là những rào cản chính

Tiến độ phát triển điện gió ngoài khơi được phân bổ tại nhiều khu vực với tổng công suất mục tiêu là 6.000 MW. Tại khu vực Bắc 1.3 (500 MW) đã được giao cho EVN. Tại khu vực Nam Trung Bộ 1 (1.500 MW) được phân bổ cho PetroVietnam. Trong khi đó, khu vực Nam 3 có công suất mục tiêu là 500 MW được giao cho Cơ điện lạnh REE (REE).

Với mục tiêu phát triển 6-17 GW công suất điện gió ngoài khơi. BCT đã cấp giấy phép khảo sát cho ba đơn vị - EVN, PVN và REE với tổng công suất khoảng 2.5 GW làm cơ sở cho các nghiên cứu khả thi.

Theo kế hoạch, Việt Nam đặt mục tiêu đưa nhà máy điện gió ngoài khơi đầu tiên đi vào hoạt động vào năm 2030. Tuy nhiên, cho đến nay các dự án vẫn chưa thực hiện các khảo sát quan trọng tại hiện trường như khảo sát địa chấn hoặc đo đạc nguồn gió. Dựa trên thông tin hiện có, nhiều khả năng nhà máy điện gió ngoài khơi đầu tiên sẽ chỉ có thể vận hành vào khoảng năm 2032.

Chi phí tiêu thụ vẫn là một trở ngại lớn khi LCOE ước tính ở mức trên 15 US cents/kWh, trong khi giá trần do EVN đặt ra chỉ nằm trong khoảng 15-16 US cents/kWh. Điều này khiến biên lợi nhuận hẹp dẫn đến tiến độ phát triển các dự án trở nên khó khăn về mặt tài chính đối với các nhà đầu tư.

Ngoài ra, các cân nhắc về an ninh quốc gia và sự hạn chế đối với các đơn vị phát triển dự án đủ điều kiện có khả năng sẽ vẫn được duy trì. Điều này có thể làm hạn chế khả năng đạt được các mục tiêu của Việt Nam theo Quy hoạch điện VIII (điều chỉnh).

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. stock ratings based on 12-month forward Hiệu quả đầu tư**

- BUY: Expected total return will be 15% or more
- Hold: Expected total return will be between -5% and 15%
- Sell: Expected total return will be -5% or less
- KIS Vietnam Securities Corp. does not offer target prices for stocks with Hold or Sell ratings.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. sector ratings for the next 12 months**

- Overweight: Recommend increasing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on Vốn hóa TTitalization.
- Neutral: Recommend maintaining the sector's weighting in the portfolio in line with its respective weighting in the VNIndex based on Vốn hóa TTitalization.
- Underweight: Recommend reducing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on Vốn hóa TTitalization.

■ **Analyst Certification**

I/We, as the research analyst/analysts who prepared this report, do hereby certify that the views expressed in this research report accurately reflect my/our personal views about the subject securities and issuers discussed in this report. I/We do hereby also certify that no part of my/our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

■ **Important compliance notice**

As of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not own 1% or more of any class of common equity securities of the companies mentioned in this report.

There is no actual, material conflict of interest of the research analyst or KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates known at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not managed or co-managed a public offering of securities for the companies mentioned in this report in the past 12 months;

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not received compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the past 12 months; KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the next 3 months.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates was not making a market in securities of the companies mentioned in this report at the time that the research report was published.

KIS Vietnam Securities Corp. does not own over 1% of shares of the companies mentioned in this report as of 23 Dec 2020.

KIS Vietnam Securities Corp. has not provided this report to various third parties.

Neither the analyst/analysts who prepared this report nor their associates own any shares of the company/companies mentioned in this report as of 23 Dec 2020.

KIS Vietnam Securities Corp. has not issued CW with underlying stocks of The hardships drag on and is not the liquidity provider.

Prepared by: 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 or 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 KISVN 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 KISVN 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 KISVN 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 KISVN Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of KISVN Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity Doanh thu 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. KISVN 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 KISVN 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 KISVN 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..