

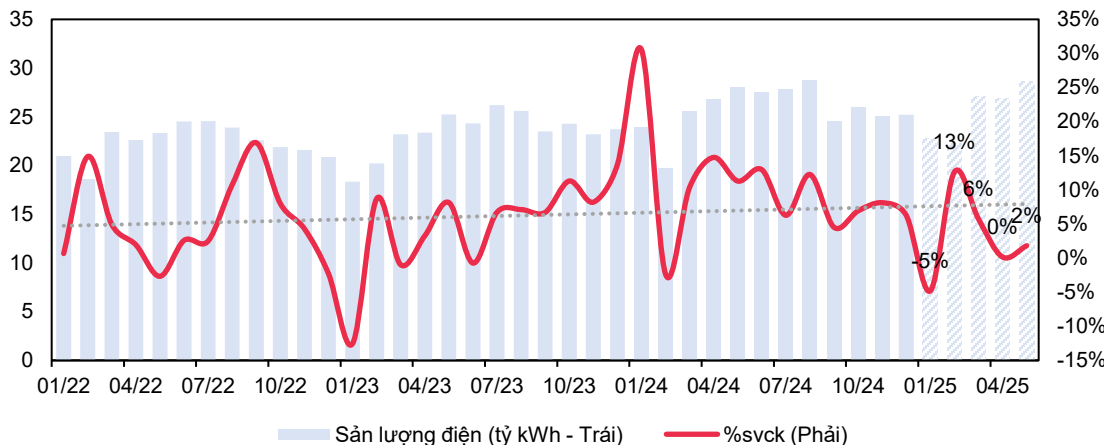
Vững bước vào trang phát triển mới

Chuyên viên phân tích:

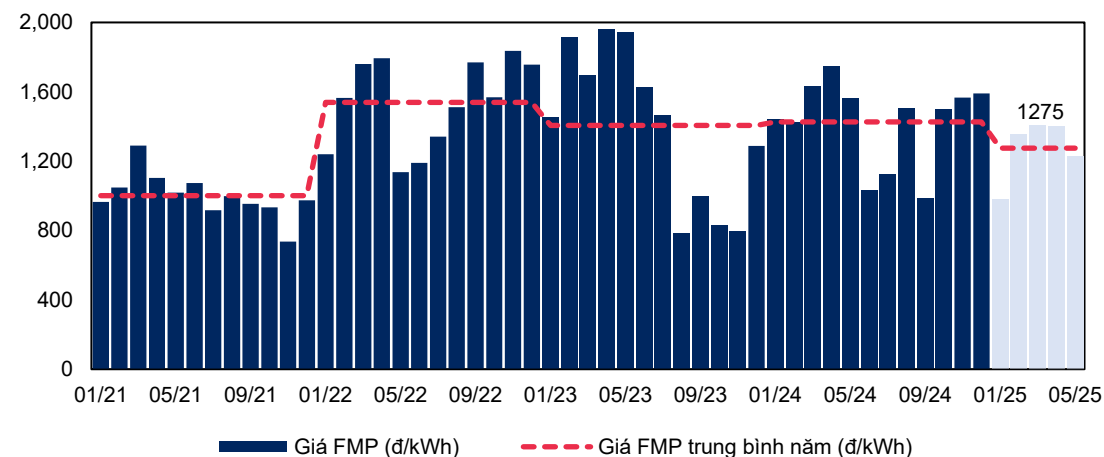
- Nguyễn Hà Đức Tùng | Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

Tổng hợp ngành điện 6T25: Tăng trưởng nhu cầu điện chưa đạt mức kỳ vọng đầu năm

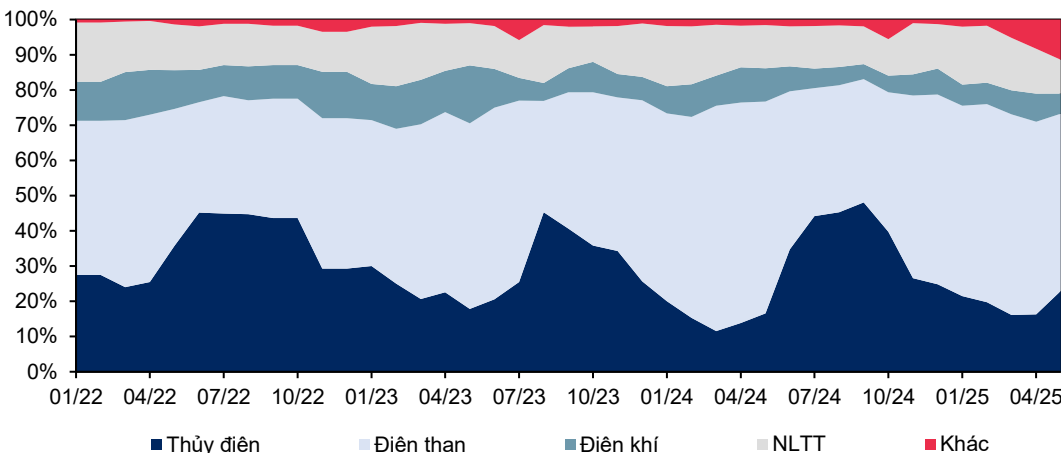
Sản lượng điện 6T25 chỉ tăng 2.6% svck, thấp hơn kế hoạch đầu năm là 11-12% của Bộ Công Thương, nguyên nhân chủ yếu do nền nhiệt độ toàn quốc thấp hơn khiến nhu cầu nhóm tiêu dùng dân cư giảm sút



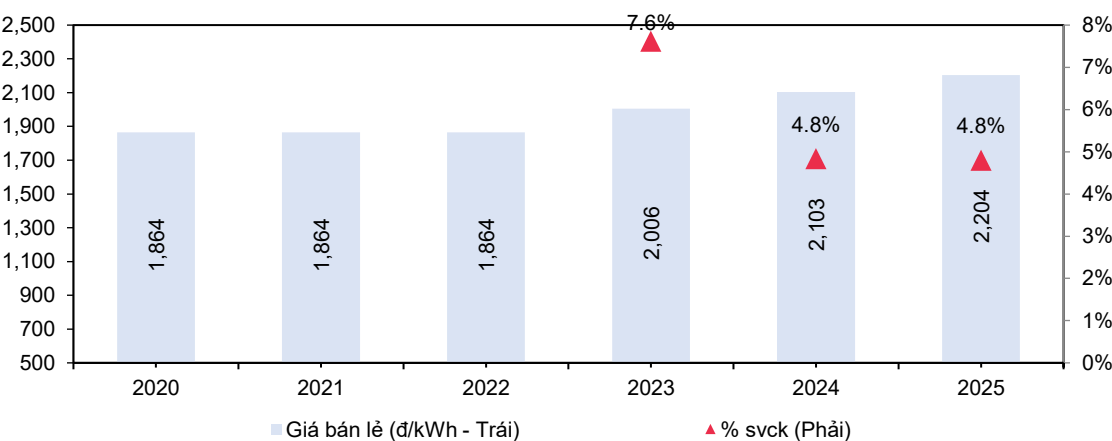
Giá FMP trung bình 5T25 chỉ đạt 1,286đ/kWh (-10% svck). Giai đoạn này EVN chủ yếu huy động thủy điện nhờ thời tiết thuận lợi hơn so với nửa đầu năm 2024. Dự địa huy động cho nhiệt điện không nhiều do giá bán cao



Thủy điện phục hồi rõ nét từ nền thấp 6T24. Điện than và NLTT duy trì ổn định trong khi sản lượng điện khí sụt giảm mạnh do nhu cầu thấp và giá bán cao. Trong 2025, tỷ trọng nhập khẩu điện tăng mạnh, cung ứng cho miền Bắc



EVN tăng giá điện 4.8% svck từ T5/25, lần tăng thứ 4 sau 3 năm. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ cải thiện tình trạng lỗ ròng kéo dài từ 2022, hỗ trợ môi trường huy động cho các nhà máy và dòng tiền đầu tư ngành điện



QHĐ8 Điều chỉnh: Quyết liệt đẩy mạnh nguồn điện NLTT và đưa thêm các nguồn điện mới vào hệ thống, bù đắp cho rủi ro từ nhóm nhiệt điện khí

So với QHĐ8, QHĐ8 ĐC có sự thay đổi lớn về công suất các nguồn điện sau khi cập nhập lại các kịch bản phát triển kinh tế và tính khả thi về tiến độ

Đơn vị: MW		Kịch bản cơ sở						Kịch bản cao					
Nguồn điện	2025	2030	Δ (+/-)		2035	Δ (+/-)		2030	Δ (+/-)		2035	Δ (+/-)	
			sv QHĐ8	sv QHĐ8		sv QHĐ8	sv QHĐ8		sv QHĐ8	sv QHĐ8		sv QHĐ8	sv QHĐ8
Nhiệt điện than	29,539	31,055	928	31,055	856	25,798	166	31,055	928	31,055	856	25,798	166
Nhiệt điện khí nội địa	9,393	10,861	(4,069)	7,900	-	14,930	-	10,861	(4,069)	7,900	-	14,930	-
Nhiệt điện khí LNG	814	8,824	(13,576)	25,524	124	31,412	6,012	8,824	(13,576)	33,447	8,047	36,968	11,568
Thủy điện	24,600	33,294	3,948	39,746	6,092	40,624	4,608	34,667	5,321	40,611	6,957	40,611	4,595
Điện gió trên bờ, gần bờ	6,774	26,066	4,186	33,676	3,276	84,696	7,646	38,029	16,149	44,125	13,725	91,400	14,350
Điện gió ngoài khơi	-	-	(6,000)	6,000	(12,000)	113,503	22,003	-	(6,000)	17,032	(968)	139,097	47,597
Điện mặt trời (tập trung & áp mái)	17,049	46,459	25,868	77,836	20,970	293,088	103,794	73,416	52,825	124,689	67,823	295,646	106,352
Thủy điện tích năng & pin lưu trữ	-	12,394	9,694	18,298	8,848	116,810	71,260	22,271	19,571	31,331	21,881	117,310	71,760
Điện hạt nhân	-	-	-	6,000	6,000	10,544	10,544	-	-	6,000	6,000	14,031	14,031
Khác	1,399	14,339	6,769	20,885	853	43,098	(20,159)	17,221	9,651	30,238	10,206	62,890	(367)
Tổng công suất	89,569	183,291	27,747	273,949	35,018	774,503	205,874	236,363	80,819	370,953	132,022	838,681	270,052

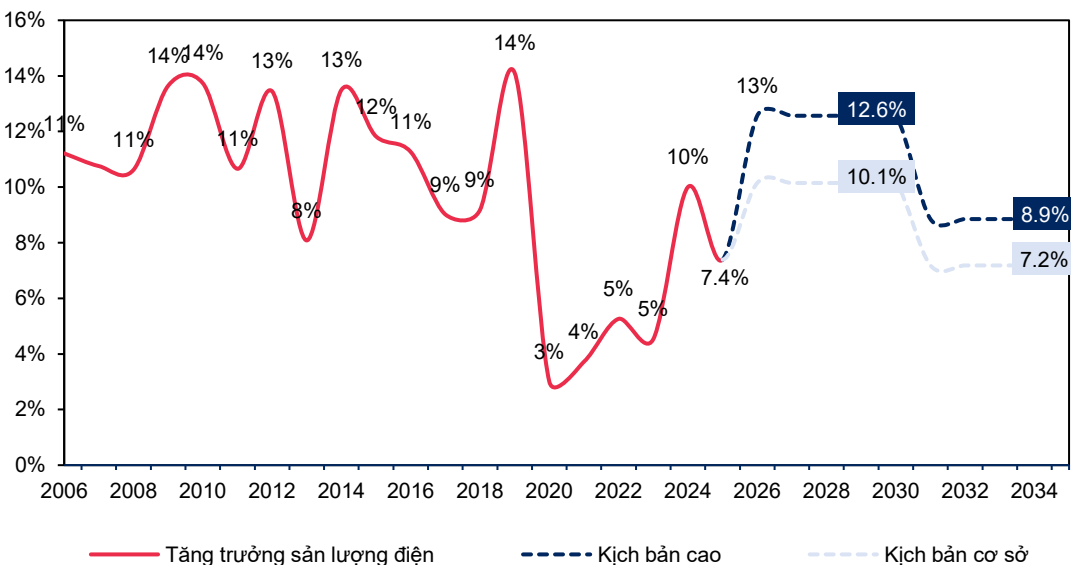
- Tổng công suất nguồn điện đến 2030 tăng ~27.000-80.000MW so với QHĐ8, tập trung đẩy mạnh các nguồn NLTT và nguồn điện mới, bù đắp cho sự thiếu hụt các nguồn điện khí do rủi ro chậm tiến độ. 1) Tăng công suất ĐMT gấp đôi đến 2030, trong đó, dự kiến khoảng 30% phục vụ nhu cầu mua bán điện DPPA và sản xuất năng lượng mới; 2) Công suất điện gió trên bờ/gần bờ tăng ~15%-40% sv QHĐ8, chiếm 14-16% tỷ trọng nguồn điện đến 2030. 3) Ở kịch bản cơ sở, QHĐ8 ĐC lùi tiến độ 6.000MW điện gió ngoài khơi đầu tiên sang GD2030-35 trong khi giữ nguyên kỳ vọng ở kịch bản cao.
- Ở phía ngược lại, QHĐ8 ĐC giãn tiến độ 13.576MW điện khí LNG và các nguồn điện khí nội (cá Voi Xanh và Báo Vàng) sang 2030-35 sau khi cập nhật lại tính khả thi về tiến độ. Để bù đắp công suất thiếu hụt, quy hoạch tăng thêm 9.694-19.571MW nguồn thủy điện tích năng và pin lưu trữ (BESS) cùng ~6.700-9.600MW các nguồn linh hoạt, sinh khối và nhập khẩu. Với quan điểm huy động nhất quán, hệ thống điện sẽ vận hành tương tự như hiện nay, với các nguồn ND than sẽ chạy nền nhờ chi phí biến đổi thấp, điện khí có vai trò chạy lưng, các nguồn thủy điện và nguồn lưu trữ sẽ phủ đỉnh cho hệ thống và đặc biệt điện gió, ĐMT là nguồn ưu tiên phải phát.
- Nhìn sang 2035, QHĐ8 ĐC chấp thuận đưa thêm 6.000MW điện hạt nhân vào hệ thống, đóng vai trò như một nguồn chạy nền quan trọng, Suất đầu tư các nguồn điện NLTT sẽ giảm nhanh, tính kinh tế ngày càng cao hơn so với nguồn truyền thống, do đó, tiếp tục được đẩy mạnh. Các nguồn điện than và khí tiếp tục là nguồn chạy nền và lưng, tuy nhiên sẽ có những phương án chuyển đổi NL sang sinh khối/ammoniac/hydro. Các nguồn điện linh hoạt và pin lưu trữ đóng vai trò phủ đỉnh ngày càng quan trọng do tỉ trọng và xu hướng huy động nhóm nhiệt điện sẽ giảm dần.

• Nguồn: QHĐ8 Điều chỉnh, MBS Research

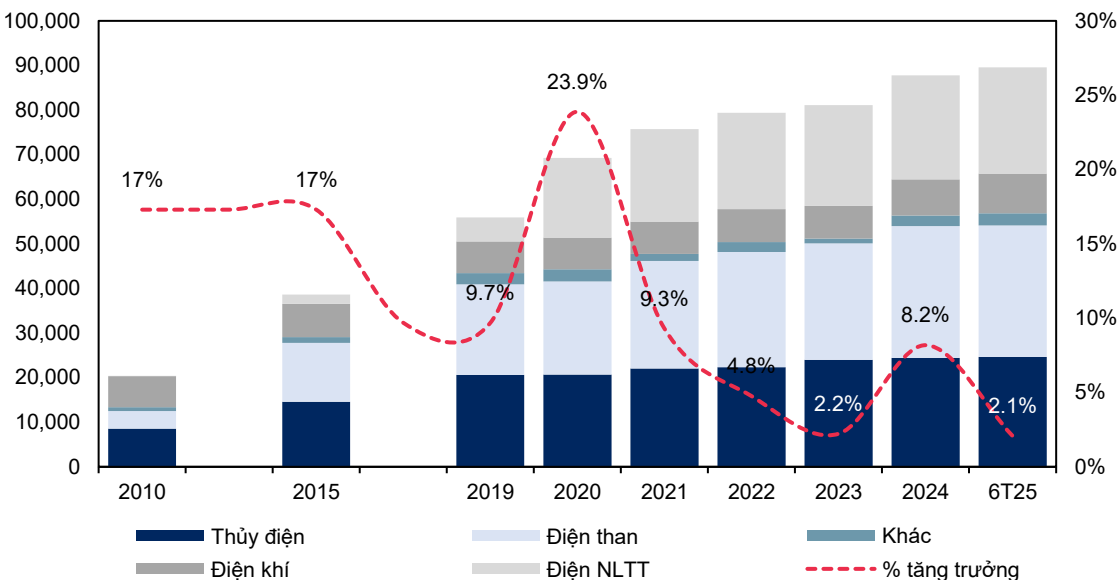
QHĐ8 Điều chỉnh: Tăng trưởng tiêu thụ điện dự kiến neo cao trên cơ sở Chính phủ quyết tâm đẩy mạnh các mục tiêu tăng trưởng kinh tế

- QHĐ8 ĐC tập trung vào hai kịch bản tăng trưởng GDP chính, làm cơ sở xây dựng kế hoạch phát triển nguồn điện. Cụ thể, kịch bản cơ sở dự báo tăng trưởng GDP bình quân 8% 2026-35, và duy trì 7.5% đến 2050. Ở kịch bản cao, có ý nghĩa đặc biệt quan trọng để bước vào kỷ nguyên vươn mình giàu mạnh của dân tộc, dự báo tăng trưởng GDP bình quân 10% 2026-35, và duy trì 7.5% đến 2050, cao hơn sv QHĐ8 là 6.5-7%. Tương ứng với hai kịch bản chính, quy hoạch tính toán và đưa ra dự báo tăng trưởng bình quân tiêu thụ điện lần lượt đạt 12.6% (kịch bản cao) và 10.1% (kịch bản cơ sở) giai đoạn 2025-30.
- Trong cuộc họp T6/25 về tình hình và kế hoạch cung ứng điện năm 2025, tăng trưởng tiêu thụ 6T25 chỉ đạt 2.7% svck, điều này chủ yếu đến từ nhu cầu giảm sút khối tiêu dùng dân cư do nền nhiệt độ thấp hơn năm ngoái. Nhìn cả năm 2025, Bộ Công Thương dự kiến tổng sản lượng điện tăng 7.39% svck, thấp hơn kế hoạch 12% giao từ đầu năm. Tuy nhiên, với nền tăng trưởng thấp của 6T25, mức tăng trưởng mới đồng nghĩa 6T cuối năm phải ghi nhận mức tăng >10% theo đánh giá của chúng tôi.

QHĐ8 ĐC dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện đạt mức 2 chữ số ở cả kịch bản cơ sở và cao, phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2025-30



Áp lực về tiêu thụ vẫn hiện hữu trong bối cảnh tăng trưởng nguồn điện liên tục thấp hơn tăng trưởng phụ tải GD 2022-25 (Đơn vị: MW)



• Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, MBS Research

Hoàn thiện cơ chế chính sách: Năm 2025 ghi nhận điểm sáng với nhiều chính sách bản lề được ban hành

Ngay trong nửa đầu năm 2025, với quan điểm quyết liệt tháo gỡ chính sách của Nhà nước, liên tục các văn bản quan trọng ngành điện được phê duyệt và ban hành, nổi bật như QHĐ8 Điều chỉnh và kế hoạch thực hiện QHĐ8 ĐC, thông tư về quy định đấu thầu, khung giá các loại hình nguồn điện. Điều này giúp tháo gỡ đáng kể các vướng mắc dự án cũng như cải thiện môi trường đầu tư cho các doanh nghiệp điện. Chúng tôi kỳ vọng 2025 sẽ là khởi đầu của một chu kỳ đầu tư mới sau vài năm chững lại.

Danh mục các đề án chính sách đã/đang triển khai theo QHĐ8 ĐC

Đề án/dự án	Tiến độ hiện tại
Đã hoàn thành	
Kế hoạch thực hiện QHĐ8 Điều chỉnh	Chính phủ phê duyệt ngày 30/5/2025, ngay sau khi ban hành QHĐ8 Điều chỉnh ngày 15/04/2025.
Khung giá các loại nguồn điện	Bộ Công Thương liên tục ban hành các văn bản trong T4-T5.
Cơ chế mua bán điện trực tiếp	Nghị định số 57/2025/NĐ-CP về DPPA 03/03/2025
Thông tư quy định tiêu chuẩn đánh giá hồ sơ dự thầu các dự án NL	Thông tư 27/2024/TT-BCT ngày 27/11/2024.
Luật Điện lực (sửa đổi)	Quốc hội thông qua ngày 30/11/2024, có hiệu lực từ 01/02/2025
Đang thực hiện	
Hoàn thiện cơ chế mua bán điện trực tiếp	Tính toán phí dịch vụ DPPA; Tiếp tục hoàn thiện GĐ 2025-30
Giá bán lẻ điện 2 thành phần	EVN đề suất lên BCT trong T11/24, dự kiến sẽ thí điểm tại một số nhóm khách hàng trước khi mở rộng trong 2025
Xây dựng cơ chế phát triển thị trường tín chỉ các-bon	Triển khai trong giai đoạn 2025-30

• Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

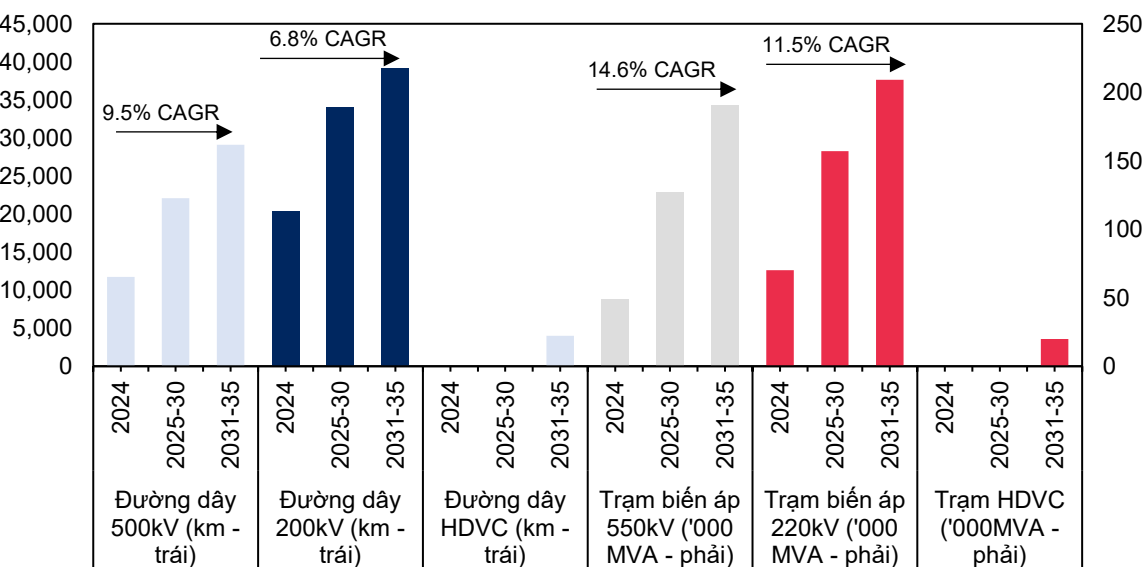
Khung giá 2025 các loại hình nguồn điện chính thức được ban hành

Nguồn điện	Khu vực	VND/kWh	US cent/kWh
ĐMT trang trại (không có hệ thống BESS)	Bắc Bộ	1,382.7	5.39
	Trung Bộ	1,107.1	4.31
	Nam Bộ	1,012.0	3.94
ĐMT nổi (không có hệ thống BESS)	Bắc Bộ	1,685.8	6.57
	Trung Bộ	1,336.1	5.20
	Nam Bộ	1,228.2	4.78
ĐMT trang trại (có hệ thống BESS)	Bắc Bộ	1,572.0	6.12
	Trung Bộ	1,257.1	4.90
	Nam Bộ	1,149.9	4.48
ĐMT nổi (có hệ thống BESS)	Bắc Bộ	1,876.6	7.31
	Trung Bộ	1,487.2	5.79
	Nam Bộ	1,367.1	5.33
Điện gió trên bờ	Bắc Bộ	1,959.4	7.63
	Trung Bộ	1,807.4	7.04
	Nam Bộ	1,840.3	7.17
Điện gió gần bờ		1,987.4	7.74
Điện khí nội địa		3,069.4	11.96
Điện khí LNG (2025)		3,327.4	12.96
Thủy điện lớn		1,110.0	4.32
Điện than		1,705.7	6.64
Điện sinh khối		2,091.7	8.15
Điện gió nhập khẩu từ Lào			6.95
Thủy điện nhập khẩu từ Lào			6.95
Nhiệt điện than nhập khẩu từ Lào			7.02
Điện gió ngoài khơi	Bắc Bộ	3,975.1	15.49
	Trung Bộ	3,078.9	11.99
	Nam Bộ	3,868.5	15.07
Thủy điện tích năng		3,457.0	13.47
Điện rác		2,575.2	10.03
Điện nhập khẩu từ Trung Quốc			9.30

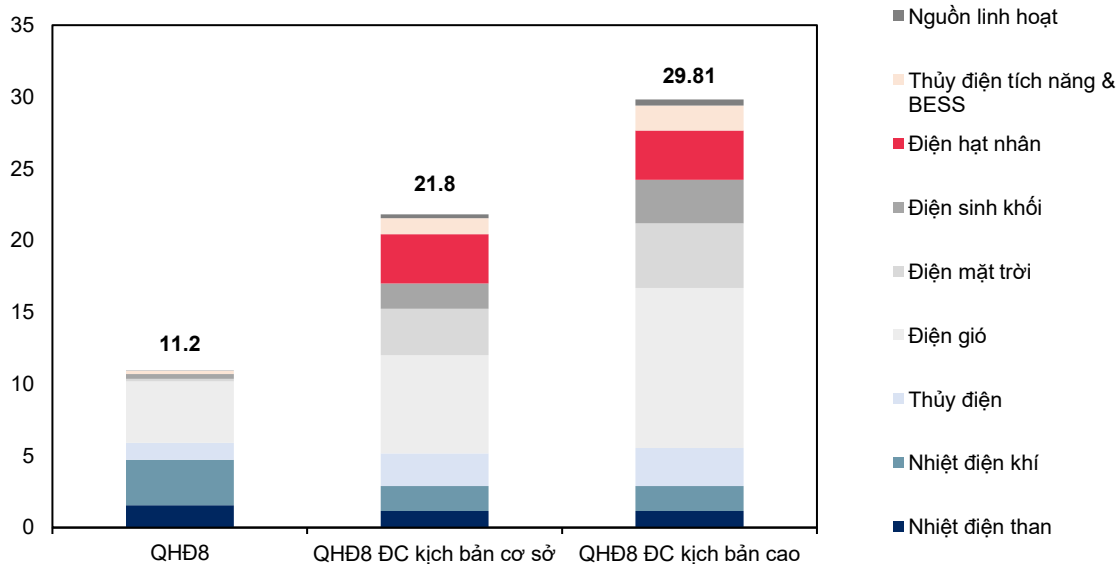
Hạ tầng điện: Vốn đầu tư theo QHĐ8 ĐC từ nay đến 2050 cao hơn ~1.6 lần sv QHĐ8, nguồn việc lớn tăng thêm cho nhóm xây lắp điện

- Trong bối cảnh phát triển điện NLTT là trọng tâm GD2025-30, nhu cầu phát triển lưới điện đặc biệt quan trọng nhằm đảm bảo tính ổn định trong một hệ thống nhiều loại nguồn có tính biến động cao. Với lượng công việc ước tính cho nâng cấp và xây mới lưới điện vào khoảng 1.3 tỷ USD từ nay đến 2030, đảm bảo nguồn việc cho nhóm nhà thầu xây lắp, tư vấn nổi bật như **PC1, TV1, TV2**. Tuy nhiên, với đặc thù cạnh tranh gay gắt, chi phí NVL tăng mạnh, các gói thầu nhận từ EVN dường như không đem lại mức biên LN gộp quá hấp dẫn và có xu hướng giảm dần theo thời gian. Các doanh nghiệp lớn giành lợi thế tại các dự án quy mô tầm cỡ, kỹ thuật phức tạp để lấy tiếng vang.
- Nhu cầu phát triển nguồn điện 2025-30 ~21 tỷ USD/năm theo kịch bản cơ sở, phân bổ 31% vào điện gió và 15% vào ĐMT, với vai trò của nguồn vốn tư nhân đặc biệt quan trọng (dự kiến chiếm 70%). Các doanh nghiệp nhà thầu EPC nổi bật như **PC1, TV2, PVS** sẽ được hưởng lợi lớn với nguồn việc dồi dào. Đặc biệt, áp lực đầu tư còn đến từ đẩy mạnh thêm các nguồn điện mới như điện hạt nhân (6.2%), thủy điện tích năng và BESS (5.1%) và các nguồn sinh khối (8.0%). Trong giai đoạn đầu, những doanh nghiệp có lợi thế trong hoạt động nghiên cứu, thiết kế và xây dựng báo cáo nghiên cứu khả thi sẽ được hưởng lợi, có thể kể tên như **TV1, TV2**.

Khối lượng công việc cho phát triển các dự án truyền tải điện ở mức cao trong 2025-50 với giá trị ước tính ~1.3 tỷ USD/năm



Vốn đầu tư trung bình giai đoạn 2026-30 QHĐ8 ĐC cao hơn ~2x so với QHĐ8, phân bổ nhiều vào nhóm điện NLTT và các nguồn điện mới (Đơn vị: tỷ USD)



• Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Năng lượng tái tạo: 2025 khởi đầu chu kỳ phát triển mới của ngành, kỳ vọng nhóm DN NLTT hàng đầu tiếp tục hưởng lợi

- Hiện tại, ngành điện chính thức chuyển sang cơ chế đấu thầu và trong T4-T5/2025, BCT ban hành khung giá cho nhóm NLTT, cơ bản tháo gỡ các vướng mắc chính sách.
- Đối với ĐMT, khung giá mới đa dạng hơn, tính đến hệ thống pin tích trữ và được phân chia theo vùng cụ thể. Mức giá trần ĐMT trạng trại cơ bản đi ngang so với khung chuyển tiếp, mức vẫn khiến các CĐT thận trọng. Cụ thể, theo IRENA, chi phí đầu tư ĐMT đã giảm 33% từ GD FIT1 năm 2020 đến 2024, chậm hơn đà giảm giá bán là 50%, chúng tôi cho rằng tỉ suất sinh lời ĐMT sẽ khó cao được như giai đoạn trước. Mặt khác, một số doanh nghiệp với lợi thế sở hữu hồ thủy điện như REE, TV2, EVN, thiện hiện sự quan tâm lớn đến các dự án ĐMT nhờ mức giá bán cao hơn. Mặc dù vẫn còn nhiều dự địa phát triển nhờ chi phí đầu tư giảm nhanh, hiệu suất tâm pin ngày càng cao nhờ cải tiến công nghệ, chúng tôi cho rằng giai đoạn tới sẽ là cuộc chơi cho những doanh nghiệp thực sự có năng lực về tối ưu chi phí và hiệu quả dự án.
- Đối với điện gió, khung giá mới được đánh giá là đủ hấp dẫn với mức giá điện gió trên bờ cao hơn ~14-23% sv khung giá chuyển tiếp và điện gió gần bờ là 9%. Trong T5/25, nhiều địa phương như Trà Vinh, Quảng Trị đã mở thầu quan tâm dự án, thu hút nhiều nhà đầu tư tham gia đấu thầu. Chúng tôi kỳ vọng những doanh nghiệp đã có kinh nghiệm phát triển dự án giai đoạn trước, vẫn còn tham vọng mở rộng công suất giai đoạn sắp tới như **HDG, GEG, REE, PC1** sẽ được hưởng lợi từ 2025.

Khung giá mới mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp NLTT, sau khoảng 4 năm vướng mắc chính sách

		Khu vực	FIT1	FIT2	Chuyển tiếp	Khung giá 2025 (USD)	Khung giá 2025 (VND)	%sv giá chuyển tiếp
Điện mặt trời không có hệ thống lưu trữ (BESS)	Điện mặt trời nổi	Bắc Bộ				6.6	1685.8	42%
		Nam Trung Bộ	9.35	7.69	4.6	5.2	1336.1	13%
		Nam Bộ				4.8	1228.2	4%
	ĐMT trạng trại	Bắc Bộ				5.4	1382.7	17%
		Nam Trung Bộ	9.35	7.09	4.6	4.3	1107.1	-7%
		Nam Bộ				3.9	1012.0	-15%
Điện mặt trời không có hệ thống lưu trữ (BESS)	Điện mặt trời nổi	Bắc Bộ				7.3	1876.6	na
		Nam Trung Bộ	9.35	7.69	4.6	5.8	1487.2	na
		Nam Bộ				5.3	1367.1	na
	ĐMT trạng trại	Bắc Bộ				6.1	1572.0	na
		Nam Trung Bộ	9.35	7.09	4.6	4.9	1257.1	na
		Nam Bộ				4.5	1149.9	na
Điện gió trên bờ		Bắc Bộ				7.6	1959.4	23%
		Nam Trung Bộ	8.5		6.2	7.0	1807.4	14%
		Nam Bộ				7.2	1840.3	16%
Điện gió gần bờ			9.8		7.1	7.7	1987.4	9%

• Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

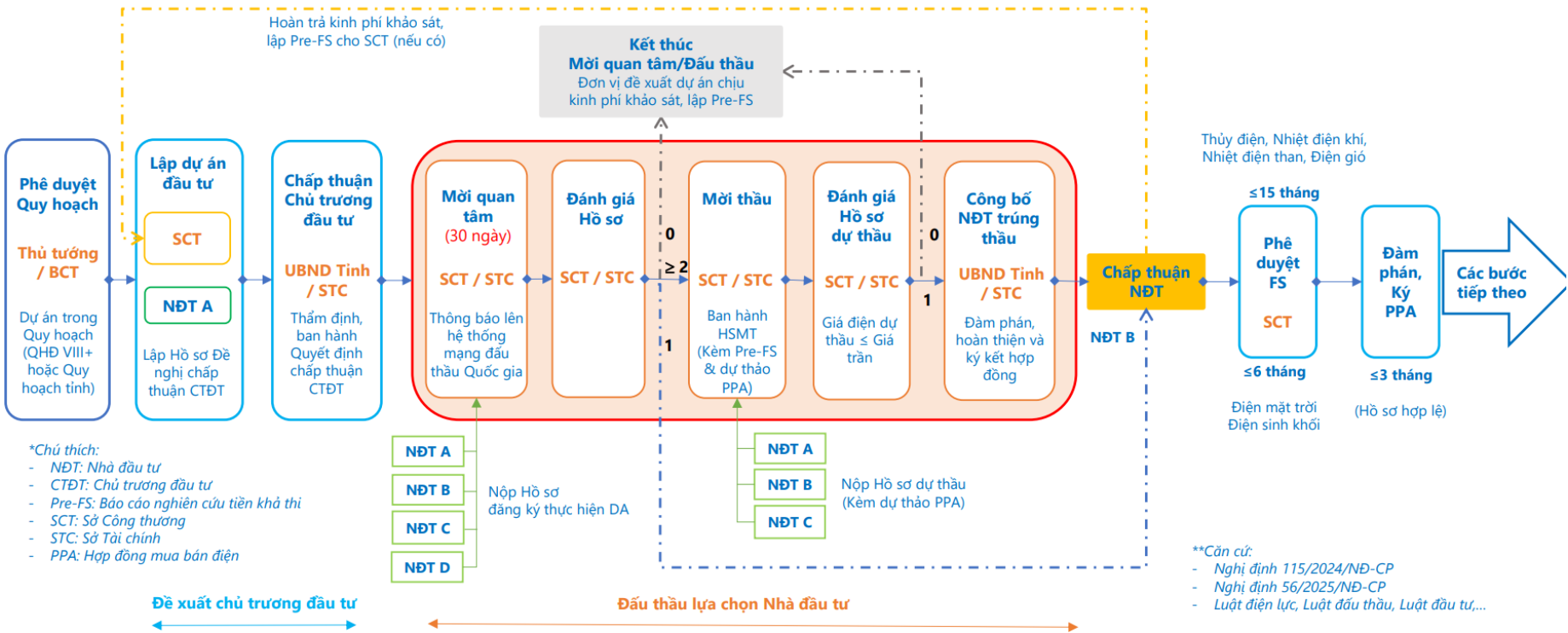
Năng lượng tái tạo: Cơ chế đấu thầu định hình xu hướng phát triển mới

Cơ chế đấu thầu tạo ra sân chơi minh bạch, theo cơ chế thị trường, và là cơ hội cho các doanh nghiệp thực sự có kinh nghiệm và năng lực. Các tiêu chí lựa chọn nhà đầu tư được đưa ra theo Thông tư 27/2024/TT-BCT như sau:

- 1. Năng lực kinh nghiệm (5-10%): Yêu cầu vốn chủ không thấp hơn 15% tổng mức đầu tư, khả năng huy động vốn vay, kinh nghiệm đầu tư xây dựng dự án.
- 2. Phương án kinh doanh (5-10%): Yêu cầu về sự phù hợp của dự án bao gồm phạm vi, quy mô, sơ bộ chi phí đầu tư, thời gian, tiến độ, tính khả thi và phù hợp kinh doanh.
- 3. Hiệu quả đầu tư phát triển ngành, lĩnh vực, địa phương (80-90%): Yếu tố liên quan đến giá chào thầu chiếm trọng số lớn nhất, mức giá không vượt quá khung do BCT ban hành, IRR không vượt quá 12%. Khả năng triển khai, vận hành và huy động nguồn vốn rẻ sẽ là yếu tố quyết định để các chủ đầu tư đưa ra được mức giá cạnh tranh.

Mặc dù vẫn còn nhiều điểm cần cải thiện liên quan đến 1) Thời hạn áp dụng khung giá và PPA mới chưa rõ ràng; 2) áp mức trần IRR 12% vẫn là hạn chế; 3) Giá điện theo VND chưa phản ánh yếu tố trượt giá,... Chính sách mới nhìn chung vẫn có nhiều bước tiến lớn, cởi bỏ đáng kể vướng mắc cho ngành.

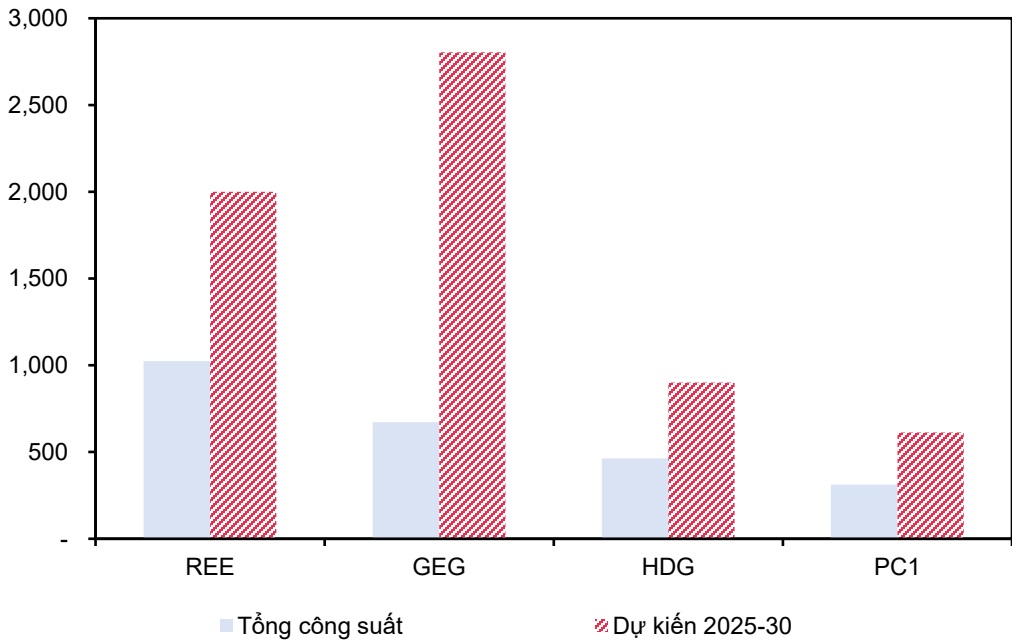
Quy trình đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư



Năng lượng tái tạo: Sân chơi cho nhóm doanh nghiệp hàng đầu

- Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp hàng đầu, chứng minh được năng lực triển khai dự án giai đoạn trước sẽ hưởng lợi lớn trong cơ chế đấu thầu. **REE** đang triển khai điện gió Duyên Hải (48MW), chuẩn bị thủ tục đấu thầu điện gió Trà Vinh V1-3 GD2 (48MW), V1-5,V1-6 (80MW), nghiên cứu các dự án ĐMT nổi, kỳ vọng nâng tổng công suất thêm 500MW đến 2028 và đạt ~2.000-2.500MW đến 2030. **HDG** kỳ vọng nâng gấp đôi công suất đến 2030 đạt ~900MW, hiện tại, doanh nghiệp bắt đầu triển khai điện gió Phước Hữu (50MW) và theo đuổi danh mục ~400MW NLTT cho GD2025-30. **GEG** đang triển khai điện gió VPL2 Bến Tre (40MW) và ĐMT Đức Huệ 2 (50MW), và vừa trúng thầu thêm một dự án điện gió gần bờ tại Tiền Giang (100MW), và chuẩn bị gói đầu 1GW các dự án từ nay đến 2030. **PC1** cũng chia sẻ sẽ tiếp tục tìm kiếm đầu tư các dự án điện gió mới, kỳ vọng nâng tổng công suất NLTT lên 800MW từ nay đến 2030, tuy nhiên, doanh nghiệp hiện chưa công bố các dự án theo đuổi cụ thể.

Một số doanh nghiệp niêm yết hàng đầu vẫn thể hiện quyết tâm đẩy mạnh công suất NLTT từ nay đến 2030



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Báo đấu thầu, MBS Research

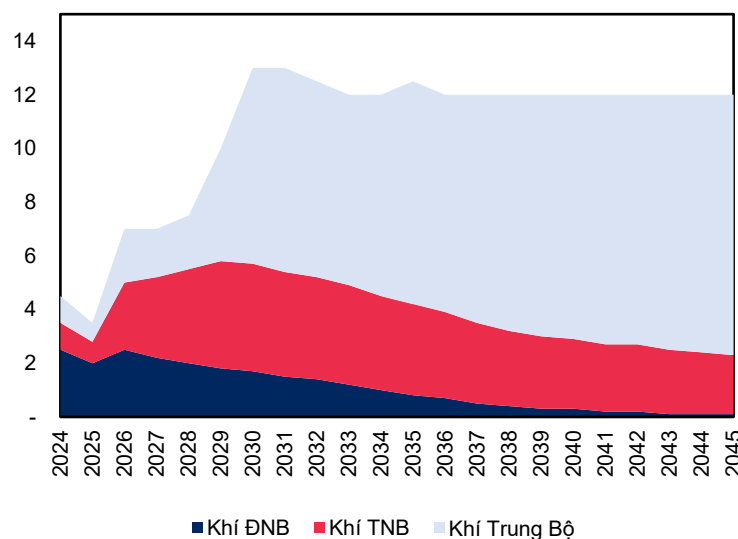
Một số địa phương bắt đầu mở thầu quan tâm dự án, thu hút nhiều doanh nghiệp tham gia đấu thầu

Dự án	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Nhà đầu tư quan tâm
Quảng Trị Win 1	48	1759	1) CTCP Phong điện Thuận Bình (REE); 2) liên danh AIT; 3) liên danh Win Quảng Trị - Wind Intl; 4) ASM
Quảng Trị Win 2	48	1609	1) CTCP Phong điện Thuận Bình (REE); 2) liên danh AIT; 3) liên danh Win Quảng Trị - Wind Intl
Quảng Trị Win 3	48	1689	1) CTCP Điện gió Nam Bình; 2) Liên danh WinQT-Win Power
Trà Vinh V1-5, 1-6	80	3864	1) REE; 2) Liên danh Phước Minh-Minhyang; 3) GEG; 4) Liên danh ĐG Trà Vinh 1-Rev 1&2 (Singapore)
Trà Vinh V1-1 GD2	48	2546	1) Liên danh REE + Trung Nam; 2) Liên danh ĐG Trà Vinh 1-Rev 2; 3) GEG; 4) CTCP Bắc Phương-Viên An
Trà Vinh V1-2 MR	48	2393	1) Liên danh Phước Minh - MinhYang; 2) TTVN; 3) Liên danh ĐG Trà Vinh 1-Rev 2
Trà Vinh V1-3 GD2	48	2257	1) REE; 2) Liên danh Phước Minh – MinhYang; 3) Liên danh Điện gió Trà Vinh 1 và Rev2
Đông Hải 3 (V3-3)	48	2771	1) Liên danh Phước Minh – MinhYang; 2) Liên danh ĐG Trà Vinh 1 và Rev1&2; 3) TTVN

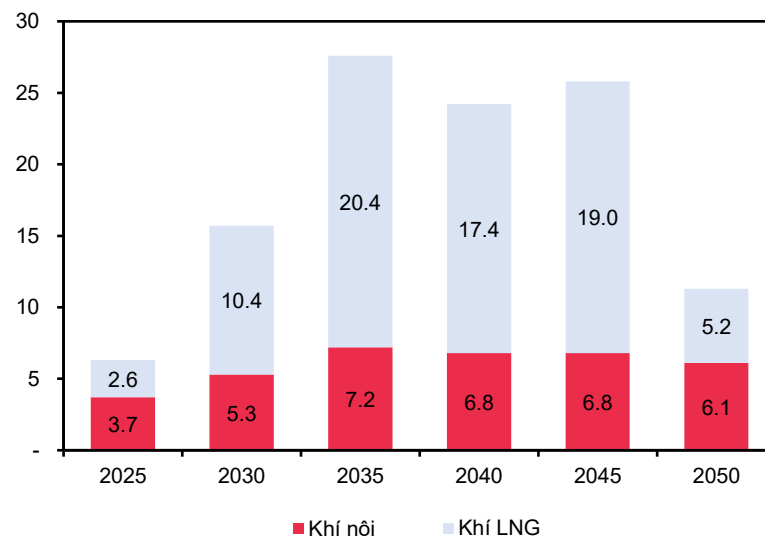
Điện khí: Cấp khí LNG là xu hướng tất yếu từ 2025

- Khả năng cấp khí nội cho sản xuất điện giảm mạnh, dự kiến đạt 3,7 tỷ kWh trong 2025, giảm 22% sv mức vốn đã thấp của 2024, đặc biệt tại khu vực ĐNB. Trong bối cảnh các mỏ giá rẻ cạn kiệt, các mỏ khí mới có chi phí khai thác đắt đỏ hơn khiến giá khí neo cao duy trì quanh mức 9-10USD/mmbtu. Dự kiến mức trung bình sẽ tăng lên ~11-13USD/mmbtu khi các mỏ mới như Lô B, Cá Voi Xanh đi vào khai thác. Về triển vọng ngắn hạn, một số nhà máy như cụm Phú Mỹ của PGV, hay **NT2** vẫn đang được phân bổ nguồn khí ĐNB do còn hợp đồng với GAS, các nhà máy BOT hết hạn PPA như Phú Mỹ 2.2, Phú Mỹ 3 chuyển sang LNG từ 2025 giải tỏa phần nào áp lực thiếu khí. Tại các mỏ TNB, Việt Nam dự kiến dừng nhập khẩu từ Malaysia sau 2028. Để chuẩn bị cho các nhà máy sắp tới, giải pháp cấp khí LNG bổ sung là tất yếu trong trung và dài hạn nhằm đảm bảo nguồn đầu vào cho các nhà máy điện.
- Trong 2025, giá khí LNG ổn định lại và duy trì quanh mức 12-13USD/mmbtu, mặc dù vẫn cao hơn 20-30% sv giá khí nội, mức này đã thu hẹp đáng kể, tạo điều kiện thuận lợi hơn về khả năng cạnh tranh. Trong 2025, nhu cầu nhập khẩu LNG cũng là một nhiệm vụ quan trọng hỗ trợ Việt Nam đàm phán các chính sách thuế với Mỹ, chúng tôi kỳ vọng việc hợp tác, nếu thuận lợi, sẽ đảm bảo được cho Việt Nam nguồn đầu vào ổn định và ưu đãi hơn nhờ các hợp đồng dài hạn.

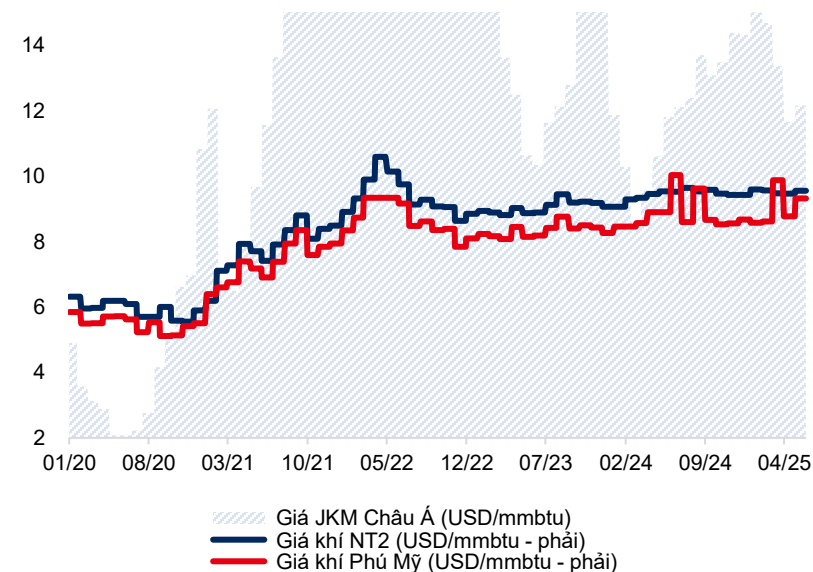
Khả năng cấp khí nội địa suy giảm mạnh đến 2026, trong khi phần lớn các mỏ mới được quy hoạch để cấp khí cho các nhà máy theo cụm



Dự kiến nhu cầu LNG tăng mạnh từ nay đến 2035 nhằm đáp ứng cho nhu cầu huy động các nhà máy



Giá LNG nhập khẩu ổn định lại trong 2025 và dần thu hẹp khoảng cách với giá khí nội địa



Điện khí: Về dài hạn, điện khí là một trong những mũi nhọn phát triển chính từ nay đến 2035

Danh sách các dự án điện khí nổi bật theo QHĐ8 Điều chỉnh

- Theo QHĐ8 ĐC, nhiều dự án hiện tại gặp khó khăn lớn trong đàm phán hợp đồng, thu xếp vốn, và có rủi ro lùi tiến độ sang sau 2030 theo kịch bản cơ sở.
- Trong 2025, BCT ban hành khung giá cho điện khí nội (3.069đ/kWh), khung giá cho điện LNG (3.327đ/kWh) cũng như Nghị định 56/2025/NĐ-CP quy định mức bao tiêu Qc tối thiểu 65% sản lượng thiết kế trong vòng 10 năm, cơ bản đảm bảo được tính khả thi kinh tế cho các nhà máy. Chúng tôi cho rằng các chính sách này sẽ giải tỏa được không gian đầu tư cho các dự án phục vụ mục tiêu phát triển nhanh sắp tới.
- Bên cạnh các doanh nghiệp nổi bật có danh mục dự án lớn được đưa vào quy hoạch như **POW** (LNG Nhơn Trạch 3&4, LNG Quảng Ninh), **PGV** (LNG Long Sơn). Ngành điện khí ghi nhận thêm một số những dự án được chuyển đổi từ điện than sang LNG, cũng như bổ sung một số các dự án nổi bật của đối thủ mới gia nhập ngành như VinEnergio (LNG Hải Phòng 1&2).

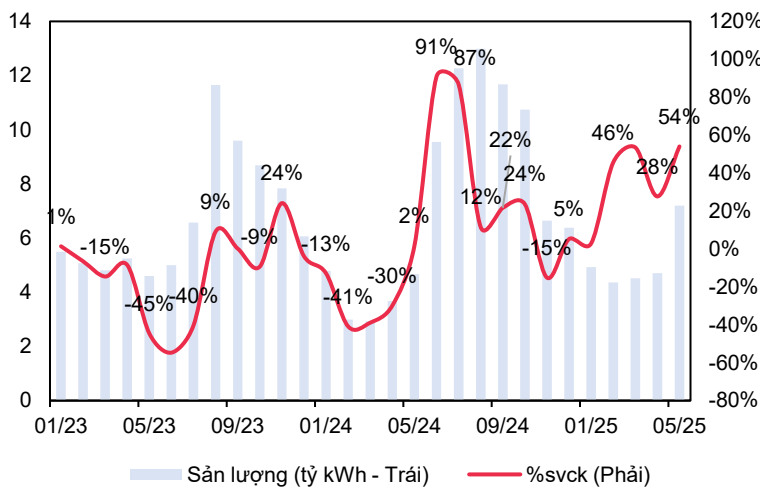
• Nguồn: QHĐ8 ĐC, MBS Research

Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
Điện khí LNG				
Nhơn Trạch 3&4	1,624	2025	PVPower	Dự kiến hoàn thành đúng tiến độ
LNG Hiệp Phước 1	1,200	2028	Công ty TNHH Hải Linh	Đang đàm phán PPA; lùi tiến độ từ 2025 sang 2028
LNG Bạc Liêu	3,200	2030	Delta Offshore Energy	Đang thẩm định NCKT và thu xếp vốn
LNG Quảng Ninh	1,500	2028-29	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni	Đang thẩm định NCKT
LNG Thái Bình	1,500	2028		Đang lập NCKT
LNG Nghi Sơn	1,500	2028		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Quỳnh Lập	1,500	2028	Tập đoàn SK quan tâm	Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Quảng Trạch II	1,500	2028	EVN	Đang lập NCKT
LNG Hải Lăng	1,500	2028-29	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas	Đang thẩm định NCKT
LNG Cà Ná	1,500	2028		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Sơn Mỹ 2	2,250	2028	Tập đoàn AES	Đang thẩm định NCKT
LNG Sơn Mỹ 1	2,250	2028	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group	Đang thẩm định NCKT
LNG Long Sơn	1,500	2031-35		Đề xuất đẩy tiến độ sang trước 2030
LNG Long An 1	1,500	2028-29	GS Energy - Vinacapital	Đang thu xếp vốn; đàm phán PPA
LNG Long An 2	1,500	2031	GS Energy - Vinacapital	Đang thu xếp vốn; đàm phán PPA
LNG Hải Phòng I	1,600	2030	VinEnergio - Vingroup	Vừa được đưa vào quy hoạch
LNG Hiệp Phước 2	1,500	2025-30		UB TPHCM kiến nghị đưa vào QHĐ8 ĐC
LNG Công Thanh	1,500	2031-35	Tập đoàn SK quan tâm	Đề xuất chuyển đổi từ NĐ Than sang LNG
LNG Hải Phòng II	3,200	2031-35	VinEnergio - Vingroup	Vừa được đưa vào quy hoạch, thực hiện theo cam kết của UBND tỉnh
LNG Vũng Áng III	1,500	2031-35	Vingroup, T&T, PVN, Samsung	Dự án mới phục vụ nhu cầu điện miền Bắc
LNG Quảng Trạch III	1,500	2031-35	C&T quan tâm	Dự án mới phục vụ nhu cầu điện miền Bắc
Điện khí nội địa				
Ô Môn III, IV (Lô B)	2,100	2028-30	PVN	Đang lựa chọn thầu xây dựng + đàm phán các hợp đồng
Ô Môn II (Lô B)	1,050	2027-28	Vietracimex - Marubeni	Đang lập NCKT
Dung Quất 2 (CVX)	750	2030	Semcorp	Phê duyệt NCKT, tiến độ phụ thuộc vào thượng nguồn
Dung Quất 1,3 (CVX)	1,500	2030	EVN	Đang lập NCKT, tiến độ phụ thuộc vào thượng nguồn
Miền Trung 1,2 (CVX)	1,500	2030	PVN	Đang lập NCKT
TBKHH Quảng Trị	340	2030	Gazprom (Nga)	Sử dụng khí Báo vàng, tiến độ phụ thuộc vào thượng nguồn

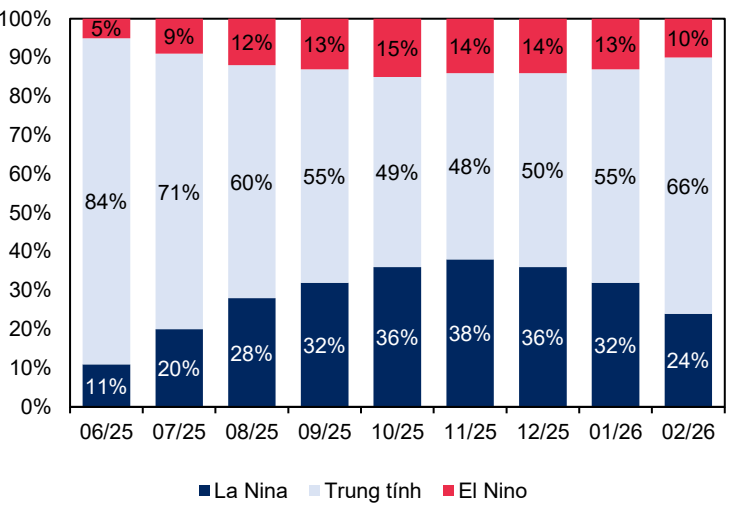
Thủy điện: Sản lượng phục hồi từ nền thấp trong 2025

- Trong 6T25, lượng mưa toàn quốc duy trì ở mức xấp xỉ TBNN, ngoại trừ khu vực Trung Bộ ghi nhận thời tiết thuận lợi. Sản lượng thủy điện 5T25 ghi nhận sự phục hồi rõ rệt 35% svck từ mức nền rất thấp của năm ngoái, giai đoạn pha El Nino + các nhà máy phải tích nước cho cao điểm mùa khô.
- Nhìn về hình thái thời tiết từ giờ đến cuối 2025, theo Trung tâm Khí tượng Thủy văn, pha Trung tính duy trì với xác suất cao nhất (55-90%). Từ T7-9/25, lượng mưa toàn quốc duy trì TBNN, riêng khu vực Trung Bộ ghi nhận lượng mưa cao hơn. Từ T10-T11, Trung & Nam Trung Bộ, Tây Nguyên cao hơn TBNN 10–25% và quay về mức TBNN trong T12. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng cao của 6T25 sẽ khó duy trì sang nửa sau 2025. Tuy nhiên, với triển vọng tích cực cụ thể ở Trung Bộ, một số doanh nghiệp tại khu vực có thể hưởng lợi như REE, HDG.

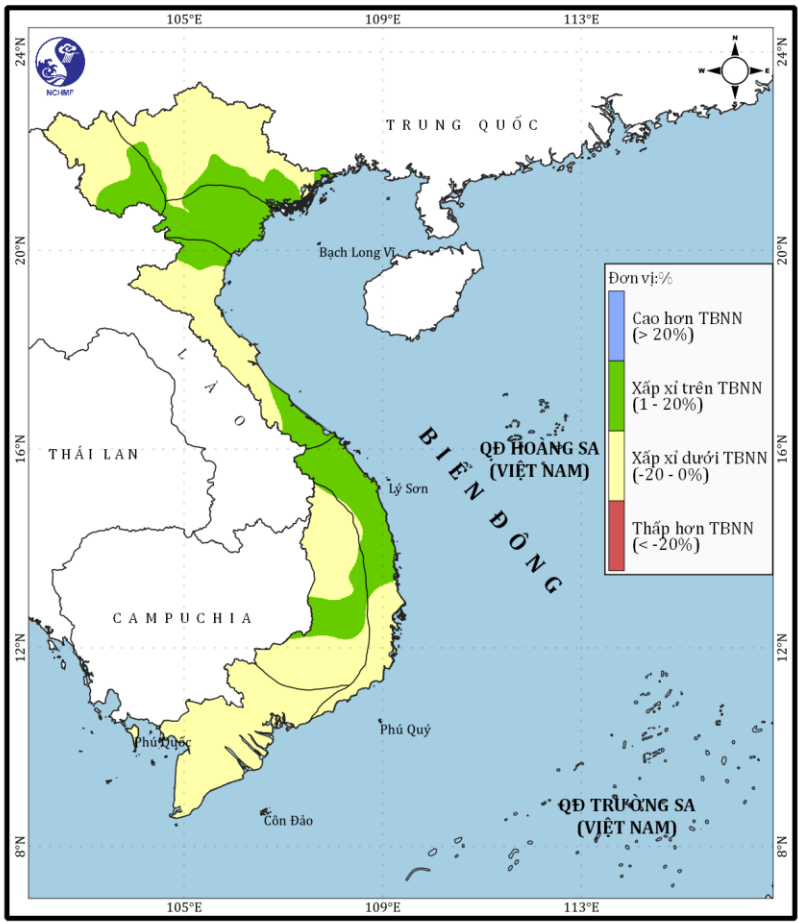
Sản lượng thủy điện 6T25 phục hồi mạnh từ nền thấp năm ngoái



IRI dự báo pha trung tính sẽ duy trì cả năm 2025 với xác suất cao



Dự báo lượng mưa toàn quốc trong 2025 xấp xỉ TBNN, cá biệt vùng ĐB Bắc Bộ, và Trung Bộ

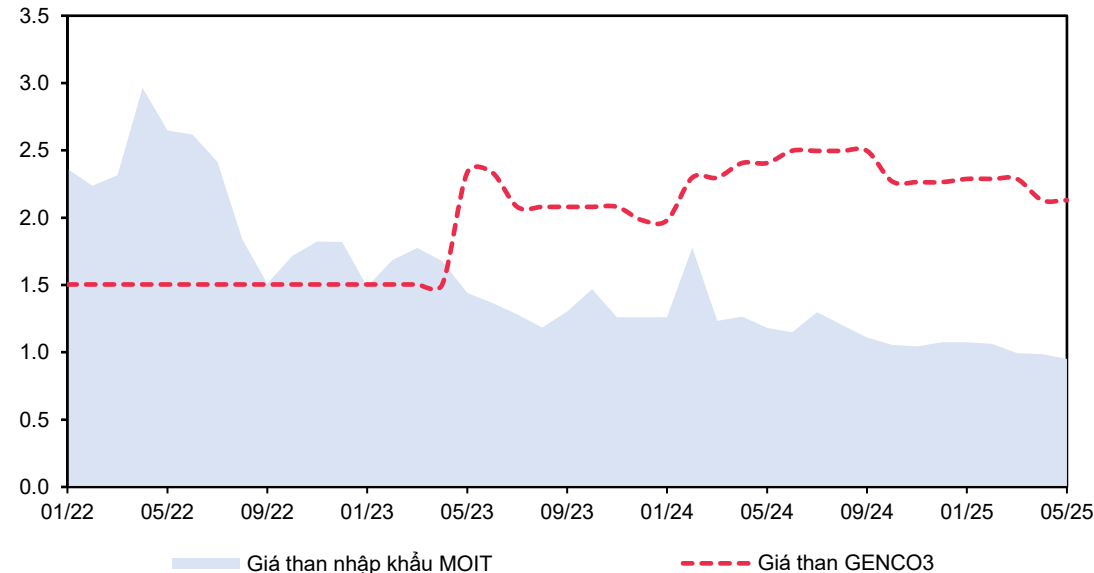


• Nguồn: IRI, EVN, Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia, MBS Research

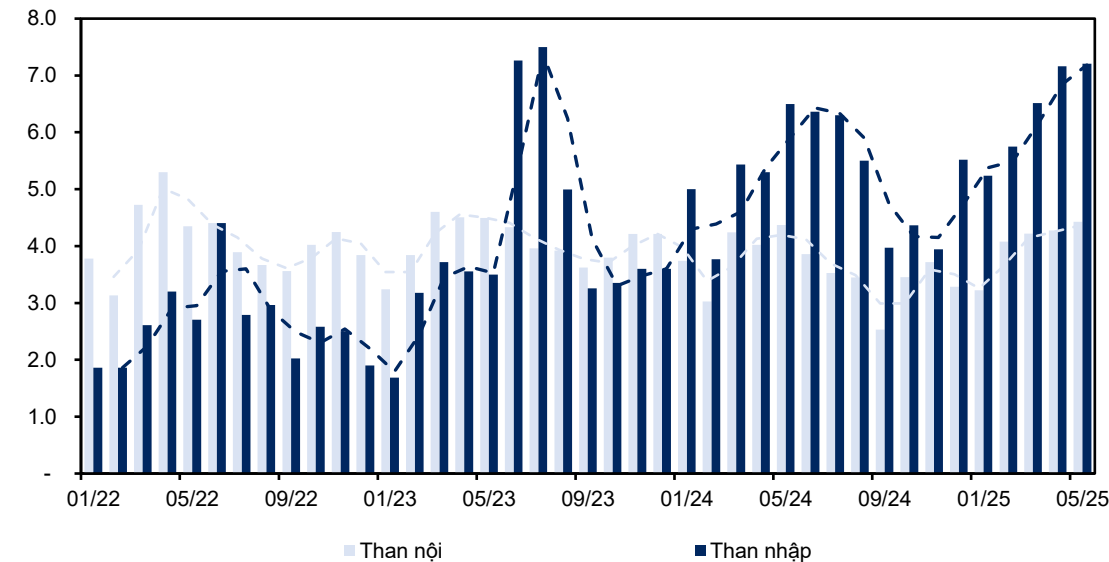
Điện than: Duy trì triển vọng huy động khả quan trong trung hạn

- Trong 2025, sản lượng EVN giao cho các nhà máy duy trì ở mức cao tương đương 2024, đặc biệt khu vực miền Bắc. Trong 6T25, sản lượng huy động điện than chỉ giảm nhẹ 5% svck hỗ trợ duy trì triển vọng các nhà máy, chúng tôi cho rằng đây vẫn là các nguồn chạy nền quan trọng của hệ thống trong trung hạn. Về giá bán, theo Worldbank, dự kiến giá than thế giới sẽ giảm 27% vào năm 2025, và tiếp tục giảm 5% trong năm 2026, do tăng trưởng kinh tế chậm và nhu cầu tiêu thụ yếu đặc biệt tại Trung Quốc. Tại Việt Nam, giá than cấp cho các nhà máy điện chưa có mức giảm tương xứng (chỉ giảm nhẹ 2-5%), hơn nữa TKV đang lên kế hoạch tăng giá than từ 13-15% do các áp lực chi phí, tuy nhiên, hiện tại đề xuất chưa được thông qua. Về huy động, dư địa huy động trên thị trường điện giảm mạnh khi giá FMP 5T25 giảm 10% svck, chỉ đạt ~1275đ/kWh, ảnh hưởng đến biên LN gộp của các nhà máy. Tuy nhiên việc điều chỉnh tỷ lệ Qc từ 70% trong 2024 lên 80% trong 2025 phần nào giảm bớt áp lực này cho doanh nghiệp.
- Về triển vọng doanh nghiệp, mặc dù không ghi nhận tăng trưởng, việc đảm bảo huy động sản lượng ổn định hỗ trợ dòng tiền trả cổ tức các nhà máy vốn là yếu tố quan trọng trong chiến lược đầu tư ngành phòng thủ. Nhóm doanh nghiệp điện than nổi bật như **QTP, HND, PPC** đề duy trì tỷ suất cổ tức hiện tại >10%.

Giá than trộn có xu hướng giảm nhẹ ~2-5% nhờ giá than nhập khẩu giảm mạnh, hỗ trợ huy động các nhà máy điện (Đơn vị: Triệu đồng/tấn)



TKV tăng cường tồn kho than cao, một phần tận dụng đà giảm giá than thế giới và đảm bảo nguồn đầu vào cho các nhà máy lúc cao điểm (Đơn vị: triệu tấn)



Dự phóng KQKD 2025-26 các doanh nghiệp trong danh mục theo dõi

Tỷ đồng	PC1		POW		REE		HDG		NT2		QTP		GEG	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Doanh thu	11,098	12,527	42,481	58,081	10,492	10,104	3,346	3,794	7,452	8,171	11,115	11,922	2,653	2,763
%svck	10.1%	12.9%	40.8%	36.7%	25.0%	-3.7%	23.1%	13.4%	25.4%	9.6%	-6.7%	7.3%	14.1%	4.1%
LN gộp	2,135	2,325	3,375	4,505	4,073	3,934	2,188	2,462	322	622	784	843	1,374	1,448
Biên LN gộp (%)	19.2%	18.6%	7.9%	7.8%	38.8%	38.9%	65.4%	64.9%	4.3%	7.6%	7.1%	7.1%	51.8%	52.4%
EBITDA	2,363	2,492	5,815	6,471	4,606	4,605	2,379	2,713	789	672	1,277	1,328	2,078	2,173
Biên EBITDA (%)	21.3%	19.9%	13.7%	11.1%	43.9%	45.6%	71.1%	71.5%	10.6%	8.2%	11.5%	11.1%	78.3%	78.6%
LN ròng	554	725	1,204	1,392	2,520	2,541	957	1,366	239	476	538	582	548	584
%svck	20.2%	31.1%	-3.8%	15.6%	26.4%	0.9%	174.8%	42.8%	188.9%	98.6%	-13.1%	8.1%	377.2%	6.5%
EPS (đ/cp)	1,548	2,028	514	594	4,652	4,692	2,275	3,212	832	1,652	1,136	1,228	1,529	1,629
BVPS (đ/cp)	20,717	23,519	16,151	17,835	43,687	48,666	18,442	21,427	14,636	15,329	10,873	10,723	17,365	19,127
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(21,216)	(21,268)	(6,614)	(3,124)	(5,381)	(1,355)	(8,412)	(6,239)	6,044	6,621	1,135	1,083	(16,611)	(12,099)
Nợ/VCSH	1.8	1.7	0.8	0.6	0.6	0.5	0.7	0.5	0.2	0.2	0.0	0.0	1.4	1.3
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.2%	4.0%	4.0%	3.7%	5.3%	11.0%	11.0%	0.7%	0.7%
ROAE (%)	7.5%	8.6%	3.8%	4.2%	10.6%	9.6%	14.0%	17.2%	5.7%	10.8%	11.0%	12.1%	9.0%	8.7%
ROAA (%)	2.4%	2.8%	1.4%	1.4%	6.7%	6.4%	6.5%	8.5%	2.7%	5.0%	8.4%	9.1%	3.6%	3.8%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư nửa cuối 2025: Chúng tôi lựa chọn PC1, HDG, GEG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đ/cp)	Luận điểm đầu tư
PC1	Khả quan (+29%)	28,500	- Triển vọng mảng xây lắp tích cực đến từ khối lượng đầu tư lớn GD 2026-30, cao hơn 1.6 lần sv QHĐ8. Với lợi thế là nhà thầu xây lắp điện và EPC điện gió hàng đầu, PC1 nằm trong nhóm được hưởng lợi sớm nhất. Trong 2025, bên cạnh một số dự án nội địa lớn đang triển khai như cáp ngầm Côn Đảo (1.800 tỷ đồng), doanh nghiệp đang thực hiện EPC nhà máy điện gió 58MW tại Philippines (1.200 tỷ đồng), những dấu ấn đầu tiên trên thị trường quốc tế. Doanh nghiệp chia sẻ đang thương thảo hợp đồng với 2-3 dự án điện gió tại Việt Nam, Philippines, kỳ vọng back-log 2025 đạt ~6.000-7.000 tỷ và tự tin duy trì tăng trưởng của mảng này tối thiểu 10-15% đến 2030. - Tiếp tục mở rộng danh mục điện với hai thủy điện nhỏ Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW) dự kiến đi vào hoạt động trong 2026-27. Ngoài ra, PC1 đặt mục tiêu nâng tổng công suất lên 800MW đến 2030, trọng tâm đầu tư các dự án điện gió. - Tăng trưởng EPS 38% CAGR giai đoạn 2025-27 sẽ được thúc đẩy mạnh bởi mảng bất động sản. Trong đó, mở bán Tháp Vàng từ 2025 và PC1 Gia Lâm được đưa vào danh sách thí điểm theo Nghị định 171 là điểm tựa cho tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2026-27. Ngoài ra, ở mảng BDS KCN bên cạnh KCN Nomura 2 sở hữu 100% vốn, dự kiến khởi công từ cuối 2025, PC1 còn đang sở hữu công ty liên kết Western Pacific với nhiều dự án đang trong giai đoạn bàn giao như Yên Phong IIA, Yên Lệnh.
HDG	Khả quan (+22%)	31,200	- Tăng trưởng kép LN ròng 2025-27 ấn tượng đạt 50%, thúc đẩy bởi bàn giao Charm Villa GD3 (~108 căn), dự án chính thức mở bán trong T6/25 với giá bán ~190-200tr/m2, quy mô doanh thu dự án có thể đạt ~3.000-3.500 tỷ đồng với kỳ vọng biên LN ròng 50%. Điểm sáng từ tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BDS theo cơ chế thí điểm Nghị định 171. Hiện tại dự án 62 Phan Đình Giót đã chính thức được UBND Hà Nội phê duyệt, và kỳ vọng các dự án ở HCM bao gồm Minh Long, và Greenlane sẽ được phê duyệt trong nửa cuối năm. - Trong 2025, danh mục thủy điện cũng ghi nhận sự phục hồi nhờ thời tiết thuận lợi. Các rủi ro từ Hồng Phong 4 đã được doanh nghiệp trích lập trong 2024, tạo bàn đạp cho tăng trưởng LN từ 2025. Về kế hoạch phát triển nguồn, doanh nghiệp đang triển khai 2 thủy điện nhỏ Sơn Linh, Sơn Nham, điện gió Phước Hữu (50MW), tiếp tục theo đuổi điện gió Bình Gia (80MW) tại Lạng Sơn với tham vọng gấp đôi công suất đến 2030.
GEG	Khả quan (+21%)	20,000	2025 là bước ngoặt về LN nhờ 1) Điện gió Tân Phú Đông 1 (100MW) chính thức đàm phán được giá chính thức đạt 1.813đ/kWh, sau khi phải huy động với giá tạm chỉ bằng 50% trong 2024; 2) Chi phí lãi vay có xu hướng giảm, hỗ trợ đáng kể LN ròng do GEG có tỷ lệ đòn bẩy cao, nhạy cảm với các chi phí tài chính. Dự kiến 2025 sẽ ghi nhận mức LN ròng tăng trưởng đột biến 377% svck đạt 548 tỷ đồng. Doanh nghiệp được cho là đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất khi dòng tiền trả nợ ổn định hơn và áp lực từ lãi vay giảm sút. - Vị thế doanh nghiệp lớn, quy mô công suất đứng thứ 2 nhóm các doanh nghiệp niêm yết đạt 672MW. GEG tiếp tục triển khai thêm ĐMT Đức Huệ 2 (48MW), đang chuẩn bị đầu tư điện gió VPL2 Bến Tre (30MW), và trúng thầu dự án điện gió Tân Thành (100MW), đồng thời tiếp tục nghiên cứu đầu tư ~1GW điện NLTT từ nay đến 2030. Với cơ chế cho nhóm NLTT đang được mở bung, GEG được kỳ vọng sẽ là một trong số các doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ xu hướng phát triển điện NLTT của Việt Nam.

Chiến lược đầu tư nửa cuối 2025: Chúng tôi lựa chọn PC1, HDG, GEG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đ/cp)	Luận điểm đầu tư
POW	Trung lập (+7%)	14,900	- Trong 2025, sản lượng các nhà máy kỳ vọng phục hồi từ nền thấp năm ngoái nhờ sản lượng giao từ đầu năm cải thiện, đặc biệt cho NT2, Cà Mau 1&2 và Vũng Áng 1. Môi trường huy động tích cực hơn, với tỷ lệ Qc giao cho nhiệt điện 80%, tăng từ mức 70% năm ngoái, cải thiện biên LN gộp các nhà máy điện khí. Các nhà máy của POW có lợi thế nguồn khí đầu vào ổn định, được ưu tiên giao khí do vẫn còn hợp đồng với GAS. - Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động trong 2025, là động lực tăng trưởng LN trong trung hạn sau khi kết thúc 2 năm đầu dự kiến lỗ ròng, việc cơ chế quy định mức Qc tối thiểu 65% sản lượng thiết kế trong vòng 10 năm nhìn chung đảm bảo khả năng sinh lời của dự án. - Định giá hấp dẫn trong dài hạn với vị thế là doanh nghiệp điện khí hàng đầu: Mức giá hiện tại tương đương P/B ~0.95x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành (~1.5x). Chúng tôi cho rằng mức giá này đã phần nào phản ánh những khó khăn POW gặp phải trong ngắn hạn.
QTP	Khả quan (+20%)	16,100	- Huy động các nhà máy điện than duy trì ổn định ở mức cao tương tự 2024, theo đó, lợi thế tăng trưởng doanh thu không quá lớn. - Dư địa tăng của biên LN gộp không cao, ảnh hưởng hai chiều bởi giá thị trường điện giảm mạnh (10% trong 6T25) bù đắp bởi sản lượng Qc tăng lên 80% từ mức 70% 2024, làm giảm áp lực huy động trên thị trường điện. LN ròng dự kiến sẽ giảm 10% svck do trong 2025, nhà máy sẽ hết ưu đãi thuế, tăng từ mức thuế 10% lên 20%. Nhìn sang 2026-27, doanh nghiệp hiện có khoản LN tiềm tàng ~600 tỷ từ tỷ giá, ban lãnh đạo chia sẻ sẽ phân phối chia cổ tức nếu nhận được về trong các năm tới. Giá than nhập khẩu cũng đang xu hướng giảm hỗ trợ gian than trộn cung cấp cho các nhà máy giảm theo. - Doanh nghiệp dự kiến trả cổ tức 1.200đ/cp trong 2025, tương đương tỷ suất cổ tức ~9% ở, phù hợp cho quan điểm đầu tư ngành phòng thủ.
REE	Khả quan (+15%)	75,700	- Động lực tăng trưởng 2025 đến từ mở bán dự án nhà ở thấp tầng Thái Bình Light Square và khai chương tòa nhà văn phòng E.Town 6. Nhóm điện, nước dự kiến cũng sẽ ghi nhận sự phục hồi từ nền thấp năm ngoái, hỗ trợ tăng trưởng 2025 đạt 26% svck. . - Trong 2025, mảng M&E kỳ vọng phục hồi nhờ lượng backlog chuyển tiếp từ 2024 sang đạt ~5.500 tỷ đồng (+393% svck) trong đó lượng backlog từ Long Thành vào khoảng 2.534 tỷ đồng. - Từ 2026, việc Chính Phủ đã ban hành hàng loạt các chính sách trọng tâm của ngành bao gồm khung giá cho NLTT, kế hoạch thực hiện QHĐ 8 Điều chỉnh sẽ mở ra cơ hội lớn cho tham vọng đẩy mạnh công suất của REE. Bên cạnh các dự án đang triển khai như điện gió Duyên Hải (48MW), thủy điện Trà Khúc 2 (30MW), với vị thế là doanh nghiệp NLTT hàng đầu – REE có nhiều cơ hội để tiếp tục trúng thầu triển khai thêm các dự án mới. Trước mắt, doanh nghiệp đang thực hiện đấu thầu ~250MW hàng loạt dự án tại Trà Vinh và Quảng Trị, thể hiện quyết tâm lớn mở rộng công suất NLTT từ nay đến 2030.
NT2	Khả quan (+20%)	23,100	- LN ròng 2025 tăng mạnh 321% svck từ nền thấp nhờ 1) Sản lượng EVN giao tăng mạnh từ nền thấp 2024; 2) Nguồn khí đầu vào ổn định nhờ hợp đồng bao tiêu khí với GAS đến 2027, áp lực cạnh tranh khí cũng giảm khi 2 nhà máy Phú Mỹ 2.2, Phú Mỹ 3 hết hợp đồng BOT từ 2025, phải chuyển sang chạy bằng LNG. - LN ròng 2026 tiếp tục phục hồi mạnh mẽ 80% svck nhờ 1) Giảm chi phí khấu hao thiết bị; 2) Các khoản LN tiềm tàng từ chênh lệch tỷ giá ~177 tỷ dự kiến ghi nhận trong 2025-26. - Trong 2025, dự kiến chi trả cổ tức 700đ/cp, tương đương tỷ suất cổ tức chỉ đạt 3.6%. Tiềm năng trả cổ tức cao khi nhà máy vận hành ổn định trở lại, cùng dòng tiền cải thiện. Hiện tại doanh nghiệp đã trả hết nợ vay dài hạn, và nếu duy trì được mức trả cổ tức ~1,500đ/cp (tương đương tỷ suất cổ tức 7.8%), NT2 sẽ là lựa chọn phù hợp cho chiến lược đầu tư ngành phòng thủ.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ		tr USD	TTM	2025	Hiện tại	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025	Hiện tại
Điện khí																
PVPower	POW VN	13,450	14,900	Trung lập	1,206.5	24.6	24.9	1.0	0.9	1.7	1.5	4.0	3.8	10.5	8.7	67%
GENCO3	PGV VN	19,050	NA	KKN	819.8	na	na	1.5	1.4	(0.2)	na	(0.9)	na	6.9	5.7	205%
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	19,700	23,100	Khả quan	213.9	20.6	23.6	1.4	1.4	3.6	2.7	6.8	5.7	5.0	4.7	12%
Trung bình						22.6	24.3	1.3	1.2	1.7	2.1	3.3	4.8	7.5	6.4	95%
Trung vị						22.6	24.3	1.4	1.4	1.7	2.1	4.0	4.8	6.9	5.7	67%
Điện than																
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	11,700	NA	KKN	224.1	21.6	na	1.0	na	3.6	na	4.6	na	7.4	na	2%
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	13,200	16,100	Khả quan	225.8	9.5	11.0	1.2	1.1	8.4	8.4	11.9	11.0	4.3	4.6	4%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	11,650	NA	KKN	140.6	11.4	13.5	0.8	0.8	5.1	5.3	7.0	6.4	25.5	10.2	0%
Trung bình						14.2	12.3	1.0	0.9	5.7	6.8	7.8	8.7	12.4	7.4	2%
Trung vị						11.4	12.3	1.0	0.9	5.1	6.8	7.0	8.7	7.4	7.4	2%
Thủy điện																
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	49,050	NA	KKN	448.0	16.4	na	2.4	na	8.0	na	15.1	na	8.8	na	67%
CTCP Thủy điện Hủa Na	HNA VN	23,900	NA	KKN	215.4	17.9	na	1.7	na	8.6	na	9.7	na	9.1	na	15%
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	35,150	NA	KKN	198.1	12.8	na	2.6	na	11.1	na	15.9	na	9.2	na	30%
Trung bình						15.7	na	2.2	na	9.2	na	13.6	na	9.0	na	37%
Trung vị						16.4	na	2.4	na	8.6	na	15.1	na	9.1	na	30%
Năng lượng tái tạo																
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	16,300	20,000	KKN	223.0	14.8	10.8	1.4	1.0	2.5	3.6	9.8	12.1	7.7	6.8	140%
CTCP BCG Energy	BGE VN	3,680	NA	KKN	156.4	na	na	0.6	na	na	na	na	na	12.9	na	66%
Doanh nghiệp đa ngành																
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	67,600	75,700	Khả quan	1,388.1	17.1	14.7	1.9	1.6	5.9	6.7	11.5	10.7	10.9	9.8	44%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	25,650	31,200	Khả quan	357.1	33.1	11.2	1.5	1.4	2.0	6.5	4.6	14.0	8.7	5.6	63%
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	22,750	28,500	Khả quan	306.2	19.9	19.4	1.4	1.0	2.1	2.4	7.4	7.6	7.3	8.0	143%
CTCP Tập đoàn Gelex	GEX VN	39,500	NA	KKN	1,382.7	20.4	26.6	2.5	2.4	3.2	na	13.1	na	7,98	na	79%
Trung bình						22.6	18.0	1.8	1.6	3.3	5.2	9.1	10.8	9.0	7.8	82%
Trung vị						20.2	17.1	1.7	1.5	2.6	6.5	9.5	10.7	8.7	8.0	71%
Tư vấn xây dựng điện																
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN	38,400	NA	KKN	99.2	38.1	na	2.0	na	3.2	na	5.1	na	19.4	na	9%
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 1	TV1 VN	24,400	NA	KKN	24.9	7.4	na	1.7	na	8.0	na	23.4	na	4.9	na	70%

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đinh Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	<i>Nguyễn Phương Anh</i>
<i>Đinh Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>		
<i>Võ Đức Anh</i>				