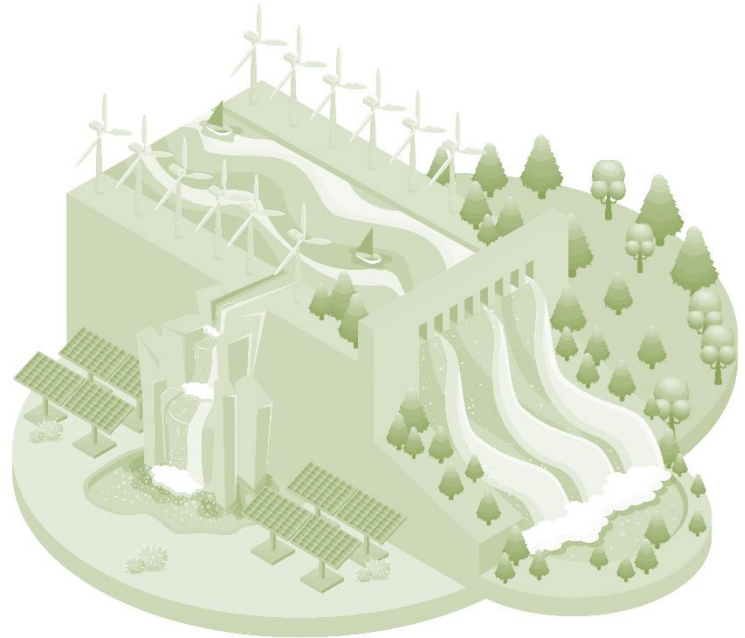
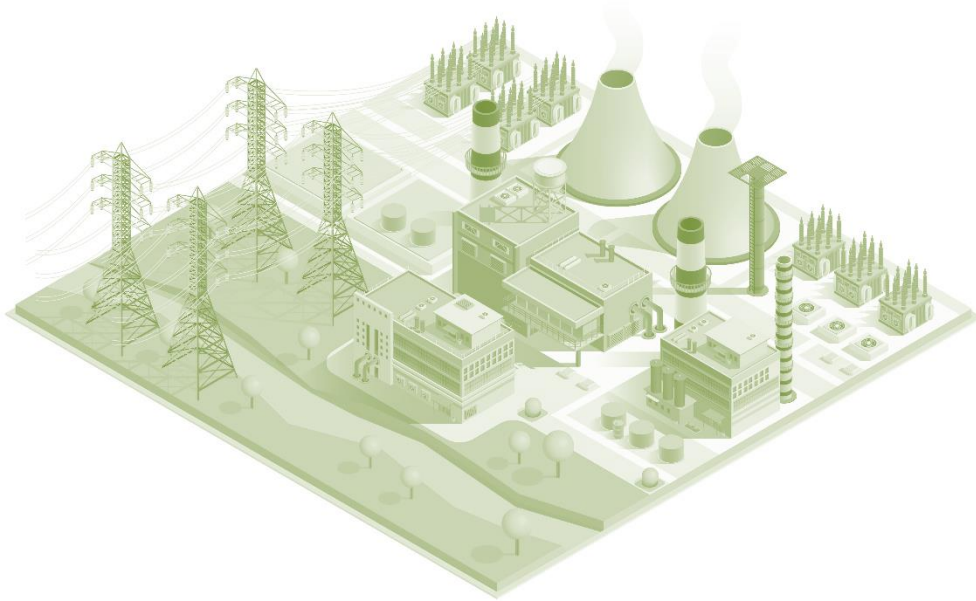
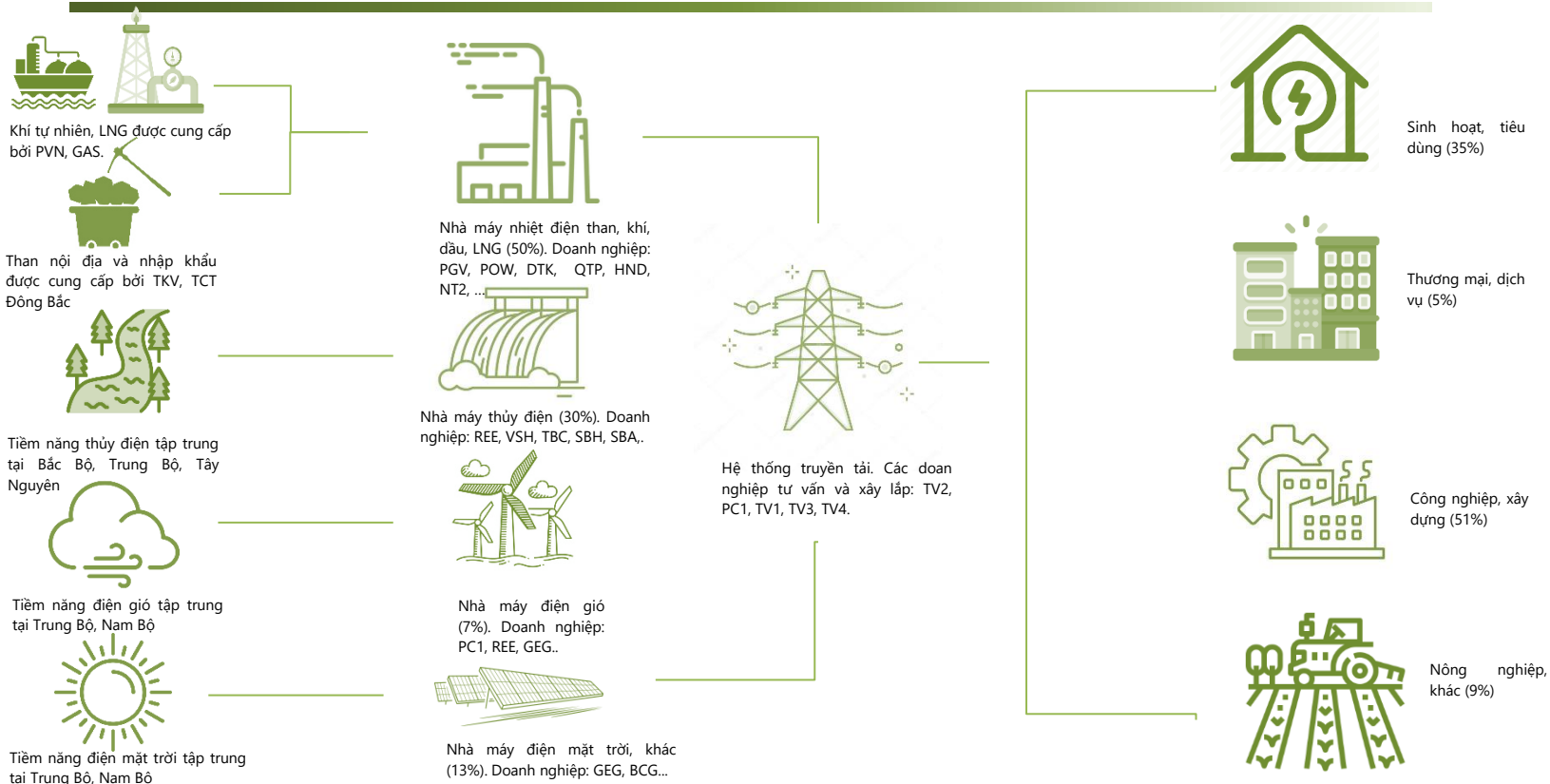


BÁO CÁO NGÀNH ĐIỆN 1H2026

NGÀNH ĐIỆN TĂNG TỐC TRIỂN KHAI DỰ ÁN MỚI



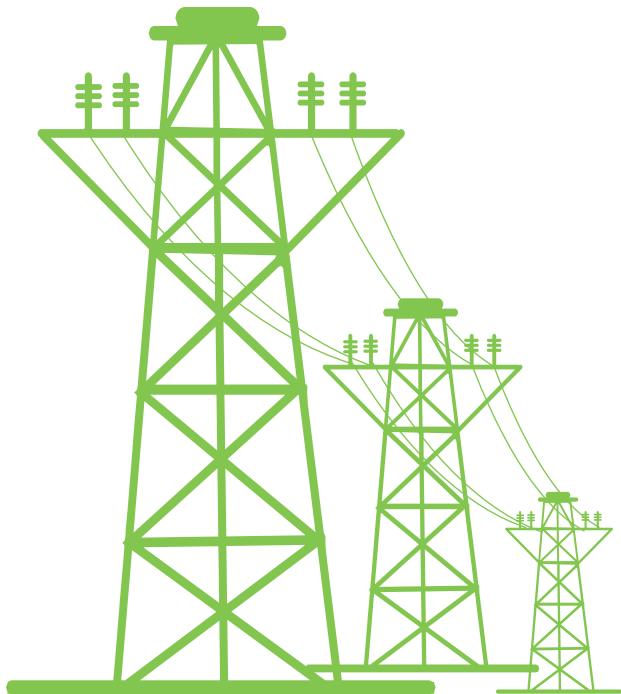


ĐẦU VÀO

NHÀ MÁY & TRUYỀN TẢI

ĐẦU RA

MỤC LỤC



01

DIỄN BIẾN NGÀNH ĐIỆN

Hệ thống vận hành ổn định, giá nguyên vật liệu hạ nhiệt

02

TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN

Khung pháp lý thành hình, các dự án lớn tăng tốc

03

DOANH NGHIỆP NỔI BẬT TIỆN ÍCH

PC1 – 29.800 (+19%)

TV2 – 42.400 (+23%)

POW – 16.100 (+18%)

REE – 77.100 (+24%)

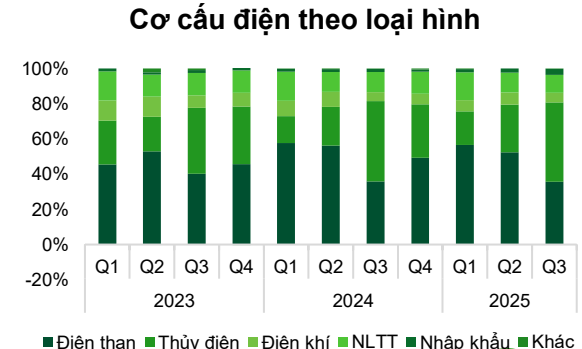
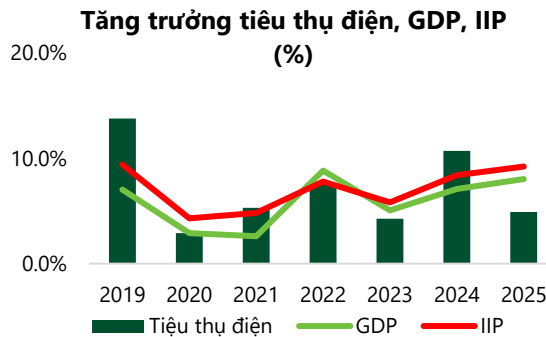
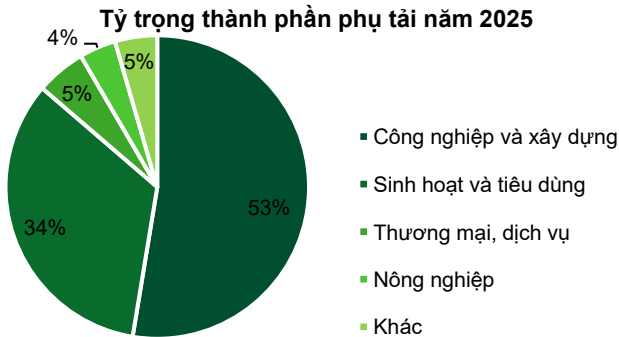
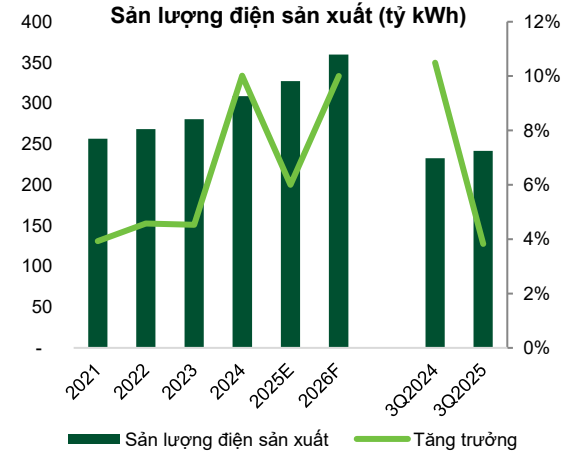
NT2 – 27.600 (+10%)

GEG – 16.300 (+11%)

Sản lượng điện tăng trưởng chậm trong 2025. Thông tin của EVN, sản lượng điện sản xuất toàn EVN ước đạt 287.9 tỷ kWh (+4,9% YoY), chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính đến từ (1) Thời tiết không quá nắng nóng, nền nhiệt độ thấp hơn so với cùng kỳ năm 2024 và diễn biến thiên tai cục bộ (2) Nguồn điện mặt trời tự sản tự tiêu tăng trưởng mạnh, sản lượng 2025 ước tính khoảng 10 tỷ kWh (~4% tổng sản lượng điện). Trong khi đó, số liệu của GSO cho thấy GDP cả năm 2025 tăng trưởng 8,02%, đây là con số tăng trưởng cao nhất trong giai đoạn 2011-2025 nếu loại trừ năm 2022 do tăng trưởng mạnh từ nền thấp khi bị dịch Covid-19 ảnh hưởng.

Về cơ cấu huy động theo nguồn điện trong 2025: điện than đóng góp tỷ trọng lớn nhất với 48%, thủy điện chiếm 31%, tua bin khí chiếm 6%, năng lượng tái tạo chiếm 13%. Nhìn chung, điện than tiếp đóng góp tỷ trọng lớn nhất nhiệt điện được ưu tiên huy động từ đầu năm tuy nhiên tỷ trọng có sự giảm sút do sản lượng từ thủy điện tăng mạnh nhờ tình hình thủy văn đặc biệt trong năm 2025.

Về cơ cấu thành phần tiêu thụ: điện năng cho công nghiệp - xây dựng chiếm tỷ trọng cao nhất trên 53%, điện năng cho sinh hoạt tiêu dùng chiếm khoảng 34%.



- **Tính đến T12/2025, số liệu của NSMO cho thấy tổng công suất nguồn điện toàn hệ thống (bao gồm điện mặt trời mái nhà) đạt khoảng 91.027 MW (+4% YTD).** Trong đó, chiếm tỷ trọng lớn nhất là nhiệt điện than với 33%, thủy điện chiếm 28%, nhiệt điện khí và dầu chiếm 10%, NLTT chiếm 27%, còn lại là nguồn điện sinh khối và các nguồn khác.
- **Về công tác mở rộng công suất nguồn điện:** Hòa lưới tổ máy số 1 TĐ Hòa Bình mở rộng (240 MW), Điện mặt trời Phước Thái 2&3 (150 MWp), dự kiến LNG Nhơn Trạch 3&4 (1500 MW) vào tháng 11-12/2025.
- **Các dự án nguồn điện được khởi công mới gồm có** Thủy điện tích năng Bác Ái, Thủy điện Trị An mở rộng, 4 nhà máy điện gió tại Vĩnh Long tổng công suất 224 MW, LNG Thái Bình (1500 MW), Nhiệt điện Ô Môn 4 (1.155 MW), LNG Hải Phòng (GD1 1600MW, GD2 3200 MW).
- **Công tác xây dựng lưới điện truyền tải:** Khánh thành đường dây 500KV Lào Cai - Vĩnh Yên, Đường dây 110kV cấp điện cho Côn Đảo, riêng cáp ngầm dài khoảng 80km

Nhà máy lớn	Loại hình	Công suất (MW)	Chủ đầu tư	Thời gian vận hành dự kiến	Địa điểm
Nhơn Trạch 3&4	Điện LNG	1,624	POW	11-12/2025	Đồng Nai
Na Dương II	Điện than	110	TKV	2026	Lạng Sơn
An Khánh - Bắc Giang	Điện than	650	CTCP Nhiệt điện An Khánh - Bắc Giang	2027	Bắc Giang
Vũng Áng II	Điện than	1,330	VAPCO	2025-2026	Hà Tĩnh
Quảng Trạch I	Điện than	1,403	EVN	2026	Quảng Bình
Long Phú I	Điện than	1,200	PVN	2027	Sóc Trăng
Hòa Bình MR	Thủy điện	480	EVN	Đã vận hành tổ máy 1	Hòa Bình

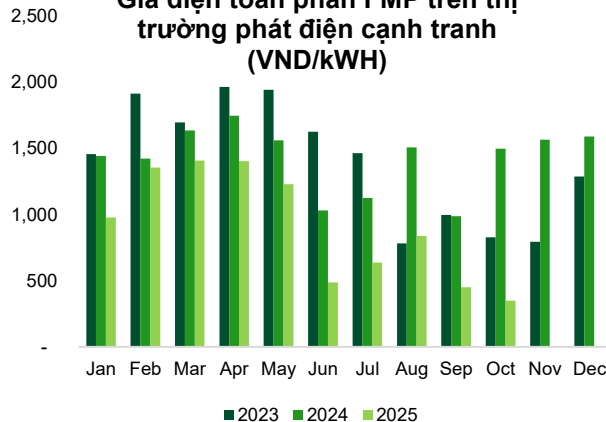
Giá trung bình thị trường phát điện cạnh tranh (giá FMP) trong 9T2025 ước tính giảm mạnh 29% YoY, đạt khoảng 976 VND/kWh. Chúng tôi cho rằng giá FMP giảm sâu do sản lượng các nhà máy thủy điện tăng mạnh với lượng mưa lớn. Đáng chú ý, NSMO chia sẻ có thời điểm phải giảm huy động thủy điện kể cả khi thủy điện xả lũ để đảm bảo an toàn hệ thống điện.

Giá than trộn 6a.14 bình quân trong 10T2025 tại các nhà máy trong nước ước đạt 2,189 triệu đồng/tấn (-9% YoY), chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính đến việc giá than quốc tế bình quân 10T2025 giảm khoảng 22% YoY.

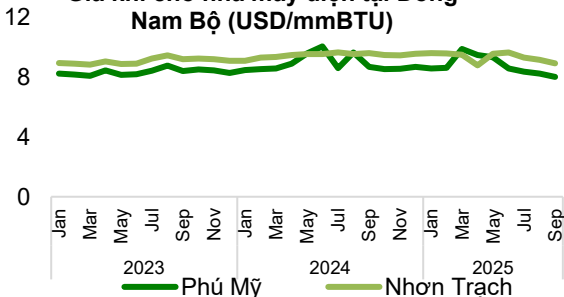
Giá khí tại hàng rào nhà máy tại khu vực Đông Nam Bộ bình quân đạt 9.01 USD/mmBTU (-2% YoY) trong 10T2025. Nguồn cung LNG được sử dụng từ thời điểm tháng 3/2025 để đáp ứng nhu cầu phụ tải tăng cao.

Giá LNG bình quân trong 10T2025 tại khu vực châu Á ở mức 12.7 USD/mmBTU (+12% YoY). Chúng tôi ghi nhận trong 10T2025, GAS hiện vẫn nhập LNG về theo chuyển, ước tính tổng sản lượng khoảng 400.000 tấn.

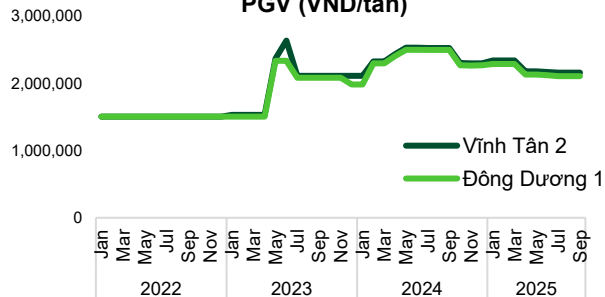
Giá điện toàn phần FMP trên thị trường phát điện cạnh tranh (VND/kWh)



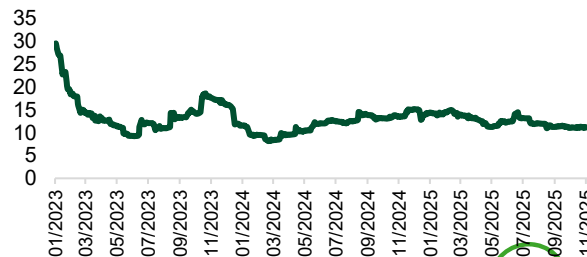
Giá khí cho nhà máy điện tại Đông Nam Bộ (USD/mmBTU)



Giá than trộn 6a.14 tại các nhà máy của PGV (VND/tấn)



Giá LNG khu vực châu Á (USD/mmBTU)



Kể từ tháng 10/2025, **EVN tính toán tiền điện thử nghiệm trên giấy** theo giá bán điện 02 thành phần cho khách hàng thuộc đối tượng thử nghiệm là các khách hàng sử dụng điện lớn phục vụ mục đích sản xuất do các đơn có sản lượng điện tiêu thụ bình quân từ 200.000kWh/tháng trở lên (tính trung bình 12 tháng gần nhất)

Tổng số tiền điện khách hàng theo giá điện 02 thành phần được tính theo công thức:

$$TC = C_p \times P_{max} + C_a \times A_p$$

- **TC**: Tổng tiền điện khách hàng theo giá điện 02 thành phần.
- **($C_p \times P_{max}$)**: Là thành phần tiền điện cho công suất sử dụng của khách hàng, phản ánh chi phí cố định mà khách hàng gây ra cho hệ thống điện.
- **C_p** : Là đơn giá công suất, được tính bằng đơn vị đồng/kW/tháng.
- **P_{max}** : Là công suất cực đại của khách hàng trong tháng (kW) được xác định bởi công tơ đo đếm
- **($C_a \times A_p$)**: Là thành phần tiền điện cho điện năng thực tế tiêu thụ của khách hàng, phản ánh chi phí biến đổi của quá trình cung ứng điện.
- **C_a** : Là đơn giá điện năng, được tính bằng đơn vị đồng/kWh. Đơn giá này có thể được thiết kế theo các khung giờ khác nhau như cao điểm, bình thường, và thấp điểm.
- **A_p** : điện năng tác dụng trong chu kỳ ghi chỉ số công tơ (kWh).

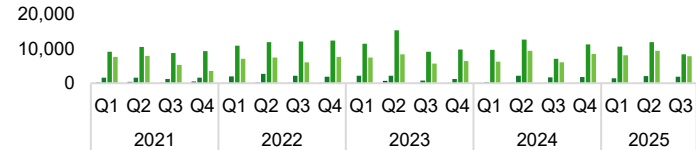
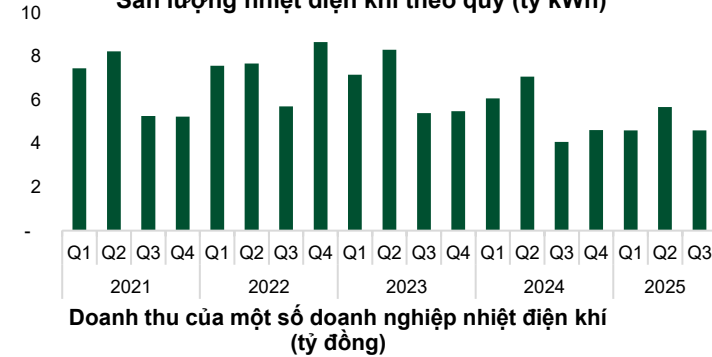
Cấp điện áp	Giá công suất (đồng/kW/tháng)	Giá điện năng (đồng/kWh)		
		Bình thường	Cao điểm	Thấp điểm
Cao áp ($U \geq 110kV$)	209.459	1.253	2.162	843
Trung áp ($22kV \leq U < 110kV$)	235.414	1.275	2.182	859
Trung áp ($6kV \leq U < 22kV$)	240.050	1.280	2.189	871
Hạ áp ($U < 6kV$)	286.153	1.332	2.251	904

Theo tính toán sơ bộ của Viện Năng lượng Nếu áp dụng đại trà cơ chế này, EVN có thể giảm được 8-10% công suất cực đại của hệ thống điện quốc gia, tương đương 4.000-5.000 MW.

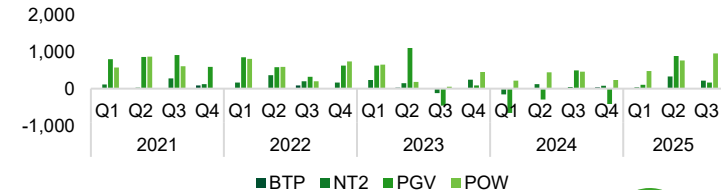
Nguồn cung khí tại Đông Nam Bộ đáp ứng đủ nhu cầu, Qc gia tăng thúc đẩy KQKD của các doanh nghiệp điện khí cải thiện

- Trong Q3/2025, doanh thu của nhóm nhiệt điện khí tăng 22% YoY với sản lượng tăng 13% YoY trong khi LNST của nhóm nhiệt điện khí đạt 1.338 tỷ đồng (+36% YoY):. Lũy kế 9T2025, doanh thu và lợi nhuận của nhóm nhiệt điện khí lần lượt tăng 11% YoY và 482% YoY. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng chính đến từ Qc của các nhà máy nhiệt điện khí được cải thiện.
- Nguồn khí tự nhiên và LNG tái hóa cho các nhà máy điện tại ĐNB đáp ứng đủ nhu cầu. Đối với khí nội địa, sản lượng khí nội địa cho các nhà máy điện tại khu vực Đông Nam Bộ kiến năm 2026 dự kiến còn 1,76 tỷ m3. Nguồn cung khí ưu tiên cho nhà máy Phú Mỹ 1, Nhơn Trạch 2. Đối với nguồn LNG, trong 9T2025, GAS ước tính đã nhập về khoảng 400.000 tấn.
- Đối với nhà máy điện khí LNG, POW cho biết dự kiến sẽ vận hành thương mại NMD Nhơn Trạch 3&4 lần lượt vào tháng 11 và 12/2025

Sản lượng nhiệt điện khí theo quý (tỷ kWh)



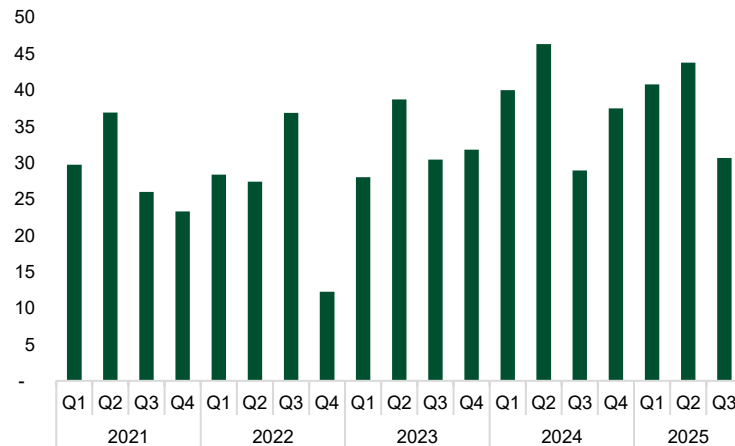
LNST của một số doanh nghiệp nhiệt điện khí (tỷ đồng)



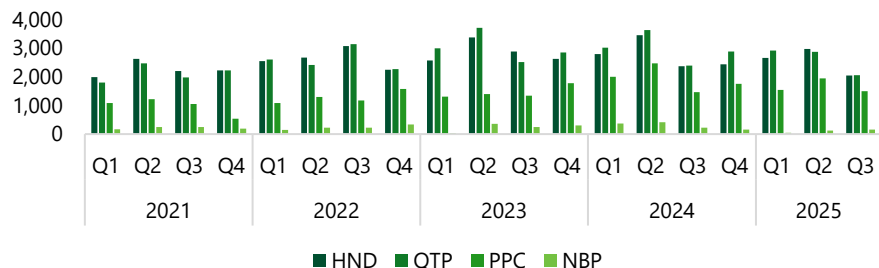
Giá FMP tác động tiêu cực đến KQKD của nhóm nhiệt điện than, tình hình cung ứng than ổn định, đáp ứng đủ nhu cầu.

- **Trong Q3/2025, doanh thu của nhóm nhiệt điện than giảm 12% YoY, sản lượng tăng nhẹ 6% YoY trong khi LNST giảm 96% YoY(1) Giá bán bình quân giảm, giá FMP thấp hơn cùng kỳ. Lũy kế 9T2025, doanh thu và LNST nhóm nhiệt điện than giảm lần lượt 15% YoY và 25% YoY, sản lượng điện đi ngang so với cùng kỳ.**
- **Về nguồn than cho các doanh nghiệp điện, sản lượng than tiêu thụ của TKV trong 10T2025 ở mức 36.7 triệu tấn (-3% YoY). Đối với than sạch sản xuất ước đạt 32.2 triệu tấn (+4% YoY),**

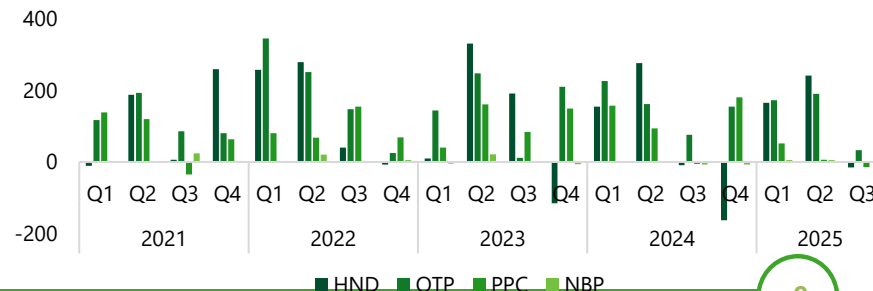
Sản lượng nhiệt điện than theo quý (tỷ kWh)



Doanh thu một số doanh nghiệp nhiệt điện than (tỷ đồng)



LNST một số doanh nghiệp nhiệt điện than (tỷ đồng)

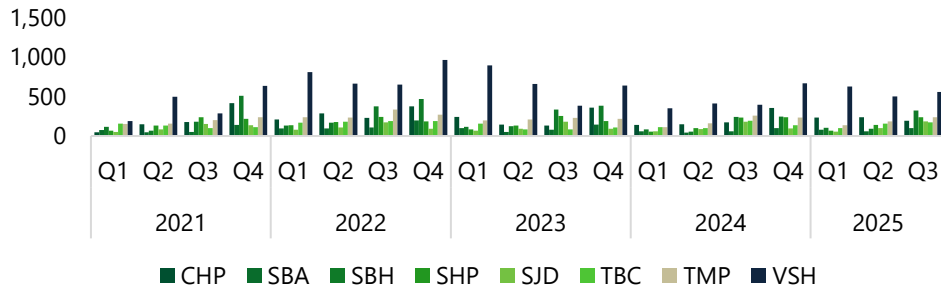


KQKD thủy điện tích cực nhờ sản lượng tăng trưởng mạnh trong bối cảnh tình hình thủy văn thuận lợi

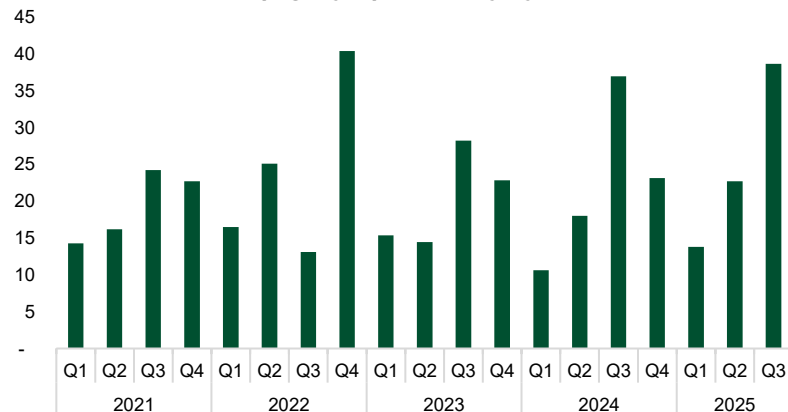
📌 **KQKD Q3/2025, doanh thu của nhóm thủy điện tăng trưởng 16% YoY, sản lượng tăng 5%, LNST bật tăng 49% YoY.** Trong 9T2025, Doanh thu và LNST của thủy điện ghi nhận tăng trưởng lần lượt 28% YoY và 81% YoY, động lực chính đến từ sản lượng bật tăng 15% YoY.

📌 Về mặt huy động, khi tình hình thủy văn thuận lợi, nhóm thủy điện sẽ được ưu tiên vận hành, do đó nửa cuối năm thường có sản lượng cao. Trong năm 2025, NSMO cho biết tình hình mưa bão và áp thấp nhiệt đới diễn biến phức tạp đã ảnh hưởng trực tiếp đến công tác vận hành hệ thống điện quốc gia. NSMO đã phải đưa ra một số quyết định điều độ khó khăn như giảm điều độ thủy điện ngay trong khi tiến hành xả lũ.

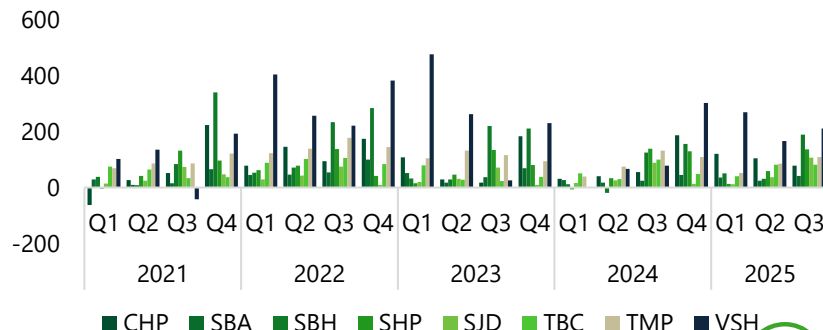
Doanh thu một số doanh nghiệp thủy điện (tỷ đồng)



Sản lượng thủy điện theo quý (tỷ kWh)



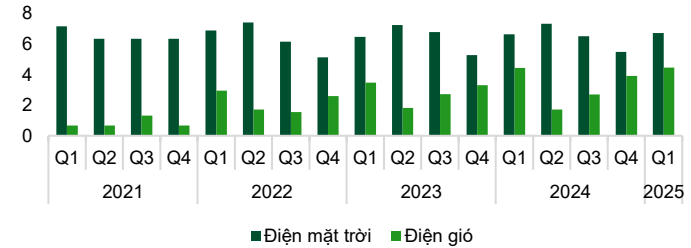
LNST một số doanh nghiệp thủy điện (tỷ đồng)



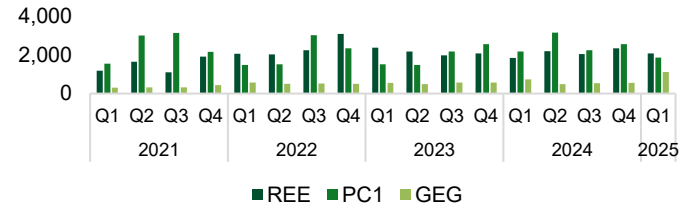
Trong Q3/2025, sản lượng NLTT đạt 9 tỷ kWh (-6% YoY), lũy kế 9T2025 ghi nhận sản lượng đạt khoảng 30 tỷ kWh (-9% YoY), trong đó sản lượng điện mặt trời giảm 15% YoY, sản lượng điện gió tăng 3% YoY. Về kết quả kinh doanh, các doanh nghiệp NLTT, đa ngành có kết quả kinh doanh phân hóa theo đặc thù của từng doanh nghiệp.

- **REE:** Trong Q3/2025, doanh thu REE đạt 2.555 tỷ đồng (+26% YoY), LNST đạt 824 tỷ đồng (+47% YoY). Cả 3 mảng kinh doanh cốt lõi của REE đều ghi nhận tăng trưởng, doanh thu cơ điện lạnh đạt 972 tỷ đồng (+37% YoY), doanh thu mảng BĐS đạt 298 tỷ đồng (+6% YoY), doanh thu mảng điện nước đạt 1.284 tỷ đồng (+23% YoY). Động lực tăng trưởng chủ đạo đến từ mảng điện với (1) Tình hình thủy văn diễn biến thuận lợi giúp sản lượng thủy điện gia tăng, (2) Các nhà máy của REE tích cực tham gia nhiều hơn vào thị trường phát điện cạnh tranh; (3) REE tái cơ cấu nợ vay trong kỳ giúp chi phí tài chính giảm.
- **PC1:** Trong Q3/2025, doanh thu PC1 đạt 3,278 tỷ đồng (+47% YoY), LNST đạt 394 tỷ đồng (+53% YoY), sự tăng trưởng mạnh do PC1 ghi nhận doanh thu xà xây dựng điện 1,738 tỷ đồng (+146% YoY) và hầu hết kinh doanh lại tăng trưởng nhẹ. Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng xây dựng điện của PC1 tăng mạnh chủ yếu nhờ khối lượng công việc hoàn thành từ dự án Cáp ngầm Côn Đảo đóng điện tháng 9/2025.
- **GEG:** Trong Q3/2025, doanh thu GEG đạt 671 tỷ đồng (+24% YoY), LNST đạt 80 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 48 tỷ đồng), sự tăng trưởng mạnh do (1) Nhà máy điện Tân Phú Đông 1 (TPĐ1) ghi nhận giá bán điện chính thức, (2) Nhóm thủy điện có sản lượng tốt nhờ thời tiết thuận lợi, (3) Chi phí lãi vay giảm 14% YoY.

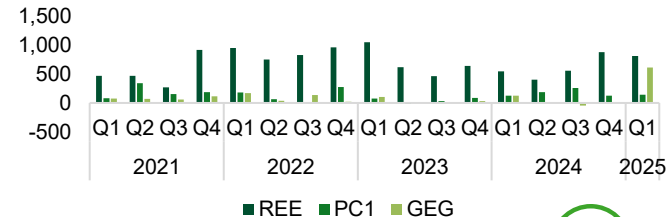
Sản lượng điện mặt trời, điện gió theo quý (tỷ kWh)

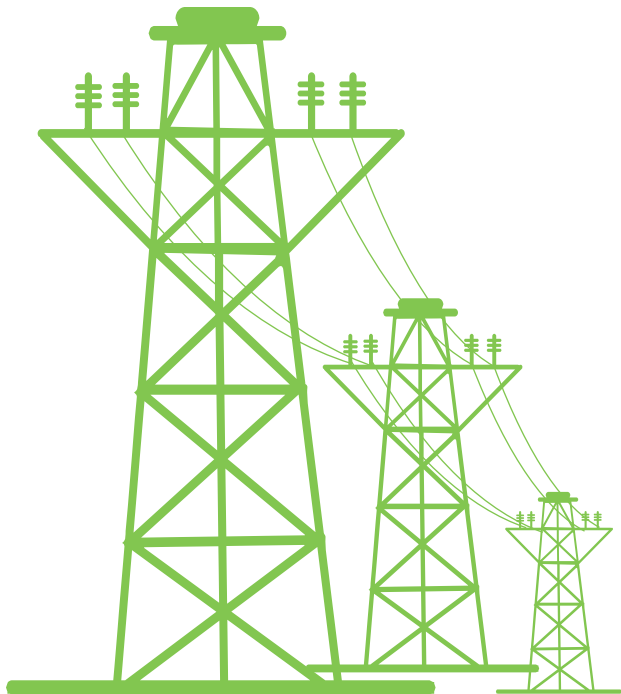


Doanh thu của REE, PC1 và GEG



LNST của REE, PC1 và GEG





MỤC LỤC

01

DIỄN BIẾN NGÀNH

Sản lượng điện tăng trưởng chậm hơn dự báo, hệ thống vận hành ổn định

02

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Khung pháp lý thành hình, các dự án lớn tăng tốc

03

DOANH NGHIỆP NỔI BẬT

PC1 – 29.800 (+19%)

TV2 – 42.400 (+23%)

POW – 16.100 (+18%)

REE – 77.100 (+24%)

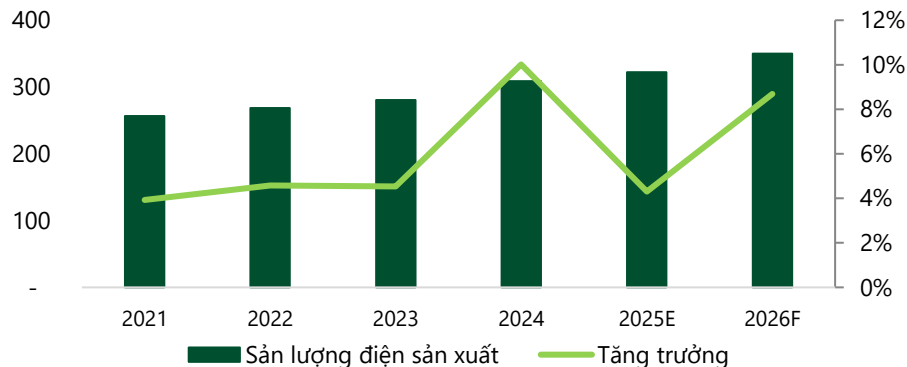
NT2 – 27.600 (+10%)

GEG – 16.300 (+11%)

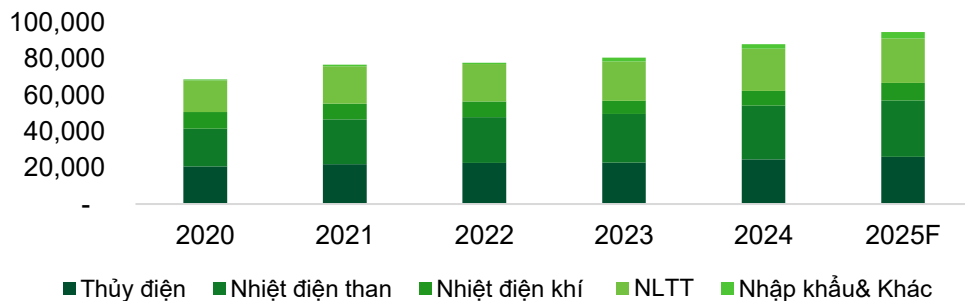
Về kế hoạch vận hành thị trường điện 2026, MOIT đã ban hành Quyết định số **3477/QĐ-BCT** phê duyệt Phương thức vận hành hệ thống điện quốc gia. Theo Phương án cơ sở, tổng sản lượng điện 2026 là 350 tỷ kWh (+8,5% YoY). Ngoài ra, các Phương án dự phòng khác với mức sản lượng 360 tỷ kWh (+11,6% YoY) và 368 tỷ kWh (+14% YoY) cũng đã được tính toán.

Sản lượng điện huy động thực tế của các nhà máy điện sẽ được xác định theo các quy định liên quan về điều độ, vận hành hệ thống điện, giá điện và thị trường điện. Các đơn vị phát điện có trách nhiệm chủ động thực hiện công tác chuẩn bị phát điện, bao gồm bảo đảm công suất sẵn sàng của các tổ máy và thu xếp đủ nhiên liệu sơ cấp (than, khí, dầu) cho nhu cầu phát điện năm 2026.

Sản lượng điện toàn hệ thống (tỷ kWh)



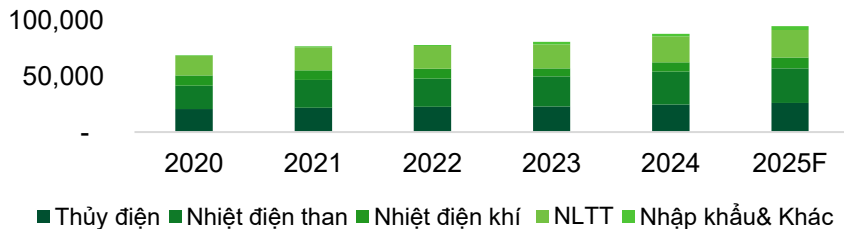
Tổng công suất các nguồn điện (MW)



Về công suất tăng thêm trong giai đoạn 2026-2027, VCBS nhận thấy rằng các nhà máy điện LNG và điện than quy mô lớn sẽ đi vào vận hành khoảng 6GW. Tiến độ của các dự án nổi bật là các dự án như sau:

- **Nhơn Trạch 3&4:** NT3 đã COD vào tháng 11/2025, NT4 đã COD vào tháng 12/2025
- **Vũng Áng 2:** Đã vận hành tổ máy số 1
- **Long Phú 1:** Lò hơi số 1 dự kiến lắp đặt trong tháng 5/2026, dự án vận hành vào năm 2027.
- **Quảng Trạch 1:** EPC đạt 95%, dự kiến COD trong năm 2026.
- **Quảng Trạch 2:** Hiện đang tiến hành đấu thầu gói thầu EPC

Tổng công suất các nguồn điện (MW)



Các dự án lớn sắp vận hành trong giai đoạn 2026-2027

Nhà máy	Loại hình	Công suất (MW)	Thời gian COD dự kiến
Nhơn Trạch 3	Nhiệt điện LNG	812	T11/2025
Nhơn Trạch 4	Nhiệt điện LNG	812	T12/2025
Na Dương 2	Nhiệt điện than	110	2026
An Khánh – Bắc Giang	Nhiệt điện than	650	2027
Long Phú 1	Nhiệt điện than	1200	2027
ND khí dư Hòa Phát 2	Điện đồng phát	300	2027
Quảng Trạch 1	Nhiệt điện than	1.403	2026
Quảng Ninh	Nhiệt điện LNG	1.500	Dự kiến khởi công 12/2025
Quảng Trạch 2	Nhiệt điện LNG	1.500	Phấn đấu khởi công 12/2025

Nhà máy	Tỉnh	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư	Thời gian COD dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
NMĐG V1-3 GD2	Vĩnh Long	48	2,257	Q4/2026	REE & Trung Nam Trà Vinh 1	Khởi công Q3/2025
NMĐG V1-2 MR	Vĩnh Long	48	2.392	Q4/2026	Tokyo Gas (49%), 36% CTCP Trường Thành Việt Nam, 15% Năng lượng Trường Thành	Khởi công Q3/2025
NMĐG V1-5 & V1-6 GD2	Vĩnh Long	80	3,864	Q4/2026	REE	Khởi công Q3/2025
NMĐG Đông Hải	Vĩnh Long	48	2,771	Q4/2026	CTCP Năng lượng Trường Thành	Khởi công Q3/2025
NMĐG Trà Vinh V1-1 GD2	Vĩnh Long	48	2,546	Q4/2026	N/A	2 liên danh REE-Điện gió Trung Nam Trà Vinh 1 và Lienedanh Viên An Cà Mau – Năng lượng Bắc Phuyongws đáp ứng nhu cầu dự án
NMĐG Vĩnh Thuận	Gia Lai	143	4,679	N/A	N/A	Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 10/2025
NMĐG Vân Canh	Gia Lai	160	6,904	N/A	N/A	Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 10/2025
NMĐG Vân Canh 2	Gia Lai	180	7,771	N/A	N/A	Được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 10/2025
NMĐG SCI Hướng Việt	Quảng Trị	26	1,018	Q4/2026	N/A	Dự kiến khởi công Q4/2025
NMĐG SCI Tân Thành	Quảng Trị	30	1,263	Q4/2026	N/A	Dự kiến khởi công Q4/2025
NMĐG Phúc Thành An Vĩnh Phúc	Quảng Trị	30	1,278	2025-2027	N/A	2025-2027
NMĐG Phúc Thành An Quảng Trị	Quảng Trị	48	1,704	Q1/2027	N/A	Dự kiến Q1/2026 khởi công
NMĐG Halcom Hồng Đức	Quảng Trị	200	9,127	N/A	VIC quan tâm	N/A

Nhà máy	Tỉnh	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư	Thời gian COD dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
NMĐG Tân Thành Long	Quảng Trị	48	1,809	2025-2028	N/A	2025-2028
NMĐG Eco Kỳ Anh	Hà Tĩnh	498	22,647	Dự kiến Q4/2028	N/A	Dự kiến Q4/2026
NMĐG Kỳ Anh	Hà Tĩnh	400	17,051	Dự kiến Q4/2028	N/A	Dự kiến Q4/2026
NMĐG Hòn Trâu GD1	Gia Lai	750	48,372	Q4/2029	N/A	N/A
NMĐG Cam Lộ	Quảng Trị	200	6,500	2028	N/A	2025
NMĐG Thái Dương 1	Quảng Trị	200	8,400	N/A	N/A	N/A
NMĐG Hưng Bắc	Quảng Trị	30	1,100	2027	N/A	2025
NMĐG Phong Liệu	Quảng Trị	35	1,400	N/A	N/A	N/A
NMĐG Tân Hợp 1	Quảng Trị	50	2,100	2027	N/A	2025
NMĐG Tân Thuận 3	Cà Mau	25		Q4/2026	N/A	2025
NMĐG Hòn Trâu (GD 1)	Gia Lai	750	48,372	Q4/2029	N/A	N/A
NMĐG Quảng Ninh 1	Quảng Ninh	200	7,290	2028	Cường Thịnh Thi - Xuân Thiện	N/A

TT	Dự án	Công suất (MW)	Địa điểm	Năm Tiến độ	Nguồn khí
1	Ô Môn I	660	Cần Thơ	2015	Lô B
2	Ô Môn II	1.050	Cần Thơ	2027	
3	Ô Môn III	1.050	Cần Thơ	2030	
4	Ô Môn IV	1.050	Cần Thơ	2028	
5	Dung Quất I	750	Quảng Ngãi	2028	Cá Voi Xanh
6	Dung Quất II	750	Quảng Ngãi	2028	
7	Dung Quất III	750	Quảng Ngãi	2028	
8	Miền Trung I	750	Quảng Nam	2030	
9	Miền Trung II	750	Quảng Nam	2030	Báo Vàng
10	Quảng Trị	340	Quảng Trị	2030	

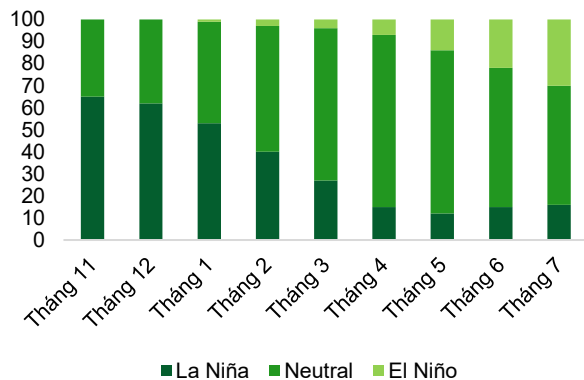
Dự án	Công suất (MW)	Dự kiến vận hành	Tiến độ	Chủ đầu tư
LNG Quảng Ninh	1500	2028-2029	Dự kiến khởi công 12/2025	Liên danh POW, COLAVI, Marubeni, Tokyo Gas
LNG Thái Bình	1500	2029	Đã khởi công vào tháng 10/2025	Tập đoàn Trường Thành Việt Nam, Tokyo Gas, Kyunden
LNG Quảng Trạch II	1500	2029-2030	Đang lựa chọn nhà thầu, phần đầu cuối 2025 khởi công	EVN
LNG Hải Lăng GĐ 1	1500	2029	Dự kiến khởi công vào Q1/2027	T&T Group, HANWHA, KOSPO, KOGAS
NMĐ Nhơn Trạch 3 và 4	1624	2025	EPC đạt 99,3%	POW
LNG Hiệp Phước GĐ I	1200	2025	Chờ phê duyệt quy hoạch chi tiết 1/500 để điều chỉnh Báo cáo nghiên cứu khả thi	Hải Linh
LNG Long An I	1500	2029-2030	UBND tỉnh Tây Ninh ký ban hành Kế hoạch triển khai đầu tư dự án Nhà máy nhiệt điện LNG Long An I và Long An II	Vinacapital GS Energy Pte. Ltd
NMĐ BOT Sơn Mỹ I	2250	2027-2029	Đang chờ mặt bằng tại KCN Sơn Mỹ	EDF, Kyushu, Sojitz, Tập đoàn Thái Bình Dương - Pacific
NMĐ BOT Sơn Mỹ II	2250	2027-2029	Đang chờ mặt bằng tại KCN Sơn Mỹ	AES
LNG Bạc Liêu	3200	2027-2029	Các thủ tục pháp lý giai đoạn chuẩn bị đầu tư gần như đã hoàn tất.	Delta Offshore Energy
LNG Nghi Sơn	1500	2030	SK đề nghị tích hợp phát triển cụm dự án LNG Quỳnh Lập – Nghi Sơn	SK Innovation quan tâm

Dự án	Công suất (MW)	Dự kiến vận hành	Tiến độ	Chủ đầu tư
LNG Cà Ná	1500	2029-20330	Đã đánh giá xong hồ sơ dự thầu, chờ UBND Khánh Hòa phê duyệt kết quả lựa chọn nhà đầu tư	Duy nhất liên danh Trung Nam – Sideros River nộp thầu, giá chào thầu là 3.294,22 VND/kWh.
LNG Quỳnh Lập	1500	2029-2030	Ban Thường vụ Đảng ủy UBND tỉnh Nghệ An thống nhất đề xuất chấp thuận chủ trương đầu tư	POSCO đề xuất với MOIT chỉ định trực tiếp nhà đầu tư
LNG Hải Phòng GĐ I	1600	N/A	VinEnergio khởi công vào tháng 9/2025	Vingroup và VinEnergio đầu tư
LNG Hiệp Phước GĐ II	1500	2029-2030	Chủ đầu tư đang hoàn thiện hồ sơ để thực hiện các thủ tục triển khai dự án theo quy định	Công ty TNHH Điện lực Hiệp Phước
LNG Long Sơn	1500	2031-2035	Thẩm định hồ sơ đề xuất dự án đầu tư, hoàn thiện báo cáo nghiên cứu tiền khả thi của dự án này trình UBND tỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư để làm cơ sở tổ chức lựa chọn nhà đầu tư.	Các nhà đầu tư quan tâm: GTPP-GE-Marubeni-MC, Công ty TNHH Kho ngầm xăng dầu khí Việt Nam, AMATA-SCG-GPSC- PTTEP- PTT- Bechtel, Tài Tâm CTCP ĐTXD&PT Phương Bắc, Rawabi, Equatoriale Energy, Thăng Uy Energy, Ngọc Long Hải Sơn, CTCP Công nghệ - Viễn Thông Sài Gòn
LNG Long An II	1500	2031-2035	UBND tỉnh Tây Ninh ký ban hành Kế hoạch triển khai đầu tư dự án Nhà máy nhiệt điện LNG Long An I và Long An II	Vinacapital GS Energy Pte. Ltd
LNG Công Thanh	1500	N/A	Chủ đầu tư và Liên danh TV2 – Doosan đã ký thỏa thuận nguyên tắc thực hiện dự án	CTCP Nhiệt điện Công Thanh
LNG Vũng Áng III	1500	N/A	Đã thực hiện xong báo cáo nghiên cứu tiền khả thi	POW
LNG Quảng Trạch III	1500	N/A	EVN đã gửi hồ sơ đề nghị chấp thuận chủ trương đầu tư	EVN kiến nghị UBND tỉnh Quảng Trị đề xuất Thủ tướng giao EVN làm chủ đầu tư

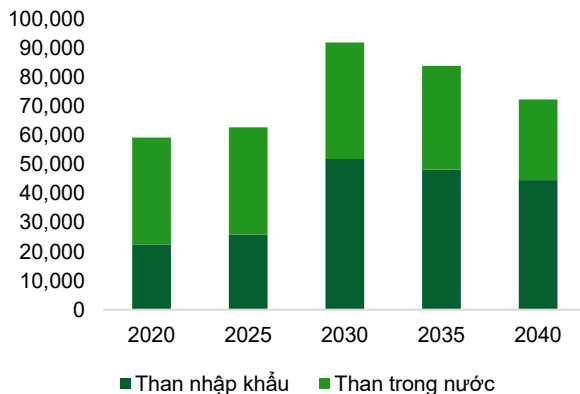
Tên dự án	Vị trí	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ
ĐD 500kV Hải Phòng - Thái Bình	Hải Phòng - Thái Bình	1.916	Dự kiến Hoàn thành 2026.
ĐD 220kV TBA 500kV Hải Phòng - Gia Lộc	Hải Phòng - Hải Dương	683	EVNNPT mời thu xếp vốn trong 2025.
TBA 500kV Long An và Đầu nối	Long An	1.893	Thi công chính (2026-2027). Vận hành 2028.
TBA 500kV Bắc Ninh 3	Bắc Ninh	1.543	Dự kiến 2026
TBA 500kV Bình Định và Đầu nối	Bình Định	2.260	Dự kiến khởi công Q3/2027. Hoàn thiện Q4/2029
TBA 500kV Long Thành	Đồng Nai	1.552	2025-2027
TBA 500 kV Quỳnh Lưu và đường dây đầu nối	Nghệ An	2.271	2025-Q4/2026
TBA 220 kV Yên Dũng và đầu nối	Bắc Giang	468	Q4/2025-Q1/2027
TBA 220 kV Tân Phước và đầu nối	Đồng Tháp	989	2025-Q3/2026

- Về tình hình thời tiết, IRI dự báo khả năng cao trạng thái Trung Lập sẽ chiếm vai trò chủ đạo từ 1H2026**, dự kiến đến tháng 4/2026, xác suất Trung Lập lên tới 78%. Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn quốc gia (NCHMF) dự báo nhiệt độ trung bình dự kiến sẽ tương đương trung bình nhiều năm (TBNN) vào giai đoạn tháng 2-4/2026 nhưng sẽ cao hơn TBNN từ tháng 5-7/2026. Đối với lượng mưa, giai đoạn tháng 2-4/2026 dự kiến thấp hơn 2026 TBNN, giai đoạn tháng 5-7/2026 tương đương TBNN. Về tình hình nắng nóng, tại khu vực phía Nam dự kiến sẽ bắt đầu từ tháng 3, khu vực Trung Bộ và Bắc Bộ dự kiến từ tháng 4/2026, số ngày nắng nóng và cường độ nắng nóng sẽ gay gắt hơn năm 2025.
- Nguồn cung ứng than duy trì ổn định và đầy đủ.** Trong năm 2026, TKV lên kế hoạch cung cấp than cho sản xuất điện khoảng 42 triệu tấn, dự kiến nhập khẩu khoảng 11 triệu tấn. Riêng nhu cầu của các nhà máy điện than của EVN được dự báo duy trì ở mức cao, nằm trong phạm vi thỏa thuận hợp tác dài hạn giữa EVN-TKV-TCT Đông Bắc với tổng khối lượng hàng năm khoảng 28,7 triệu tấn. Cùng với đó, giá than thế giới hiện đang giảm sâu góp phần kéo giá than trong nước giảm. Với khả năng cao La Nina sẽ qua đi trong 2026, chúng tôi kỳ vọng rằng nhóm nhiệt điện than sẽ có KQKD tích cực trong 1H2026.

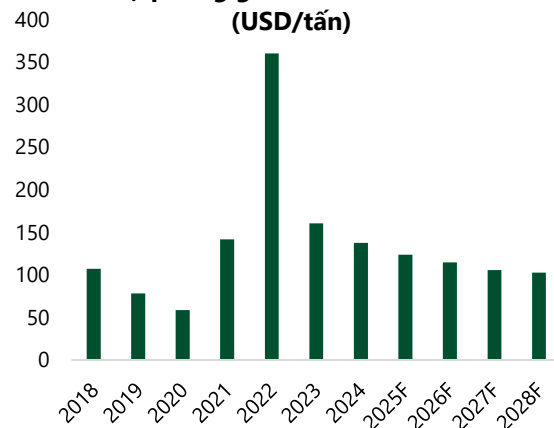
Xác suất xảy ra La Nina, El Nino, Trung lập từ T11/2025 -T7/2026



Nguồn than sản xuất điện (nghìn tấn)



Dự phóng giá than Newcastle (USD/tấn)



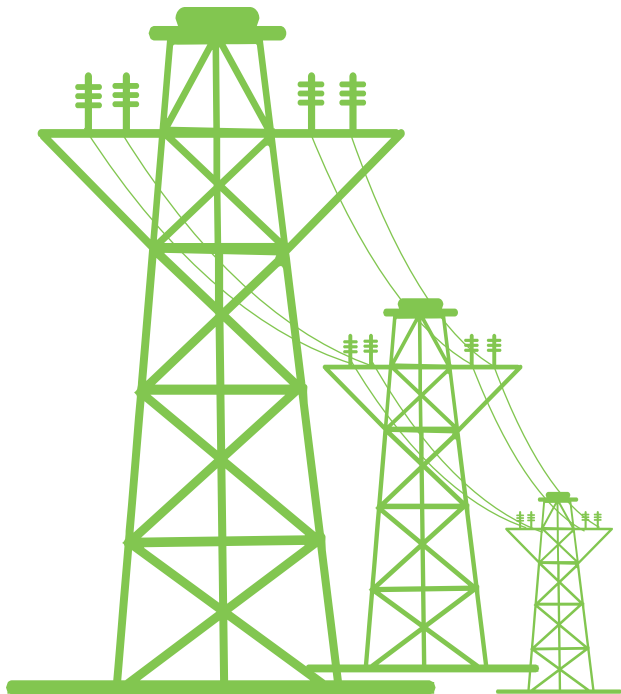
Ngày	Số	Cơ quan ban hành	Văn bản
30/11/2024	61/2024/QH15	Quốc hội	Luật điện lực
3/1/2025	01/CT-TTg	Thủ tướng	Về việc chủ động giải pháp bảo đảm cung ứng điện phục vụ sản xuất kinh doanh và đời sống nhân dân trong thời gian cao điểm năm 2025 và giai đoạn 2026-2030
24/1/2025	123-KL/TW	Ban Chấp hành Trung ương	Đề án bổ sung về phát triển kinh tế-xã hội năm 2025 với mục tiêu tăng trưởng đạt 8% trở lên.
5/2/2025	25/NQ-CP	Chính phủ	Về mục tiêu tăng trưởng các ngành, lĩnh vực và địa phương bảo đảm mục tiêu tăng trưởng cả nước năm 2025 đạt 8% trở lên
19/2/2025	192/2025/QH15	Quốc hội	Về bổ sung Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2025 với mục tiêu tăng trưởng đạt 8% trở lên
19/2/2025	189/2025/QH15	Quốc hội	Về một số cơ chế, chính sách đặc biệt đầu tư xây dựng Dự án điện hạt nhân Ninh Thuận
3/3/2025	56/2025/NĐ-CP	Chính phủ	Hướng dẫn Luật Điện lực về quy hoạch phát triển điện lực, phương án phát triển mạng lưới cấp điện, đầu tư xây dựng dự án điện lực và đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư dự án kinh doanh điện lực
3/3/2025	57/2025/NĐ-CP	Chính phủ	Quy định cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa đơn vị phát điện năng lượng tái tạo và khách hàng sử dụng điện lớn
3/3/2025	58/2025/NĐ-CP	Chính phủ	Hướng dẫn Luật Điện lực về phát triển điện năng lượng tái tạo, điện năng lượng mới;
15/4/2025	768/QĐ-TTg	Thủ tướng	Điều chỉnh Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021-2030 (Quy hoạch điện VIII)
8/5/2025	100/2025/NĐ-CP	Chính phủ	Sửa đổi, Bổ sung Nghị định số 56/2025/NĐ-CP quy định chi tiết một số điều của luật điện lực
9/5/2025	1279/QĐ-BCT	Bộ Công Thương	Quy định về Giá bán điện (bao gồm biểu giá bán lẻ và giá bán buôn điện).
30/5/2025	1509/QĐ-BCT	Bộ Công Thương	Kế hoạch thực hiện Điều chỉnh Quy hoạch điện VIII
20/8/2025	70-NQ/TW	Bộ Chính trị	Nghị quyết về Bảo đảm An ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045
16/10/2025	328/NQ-CP	Chính phủ	Chương trình hành động của Chính phủ thực hiện Nghị quyết số 70-NQ/TW của Bộ Chính trị về bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia.
11/12/2025		Quốc hội	Nghị quyết về cơ chế, chính sách phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026-2030

▼ **Nghị quyết phát triển năng lượng quốc gia gỡ bỏ các rào cản liên quan đến nhiều thủ tục pháp lý liên quan đến việc triển khai các dự án năng lượng.** Các vấn đề chính như sau

- **Linh hoạt cập nhật quy hoạch:** Quy trình cập nhật , điều chỉnh được linh hoạt hơn bao gồm cả việc thay thế các dự án chậm tiến độ so với quy hoạch, bổ sung BESS. MOIT được giao cập nhật QHĐ, UBND các tỉnh được phê duyệt cập nhật các dự án lưới điện các tỉnh. Bên cạnh đó, khi cập nhật không yêu cầu lập báo cáo đánh giá môi trường chiến lược (SEA)
- **Đơn giản hóa thủ tục đầu tư:** Các dự án đã nằm trong quy hoạch được miễn thủ tục cấp chủ trương đầu tư.
- **Điện gió ngoài khơi:** Giai đoạn đến 2030, quyền phê duyệt chủ trương đầu tư và chỉ định nhà đầu tư thuộc Thủ tướng, giai đoạn 2031-2035 sẽ phân quyền cho Chủ tịch UBND tỉnh
- **Mua bán điện trực tiếp:** Mở rộng danh sách các bên tham gia, giá điện được tự do thương lượng giữa các bên liên quan

VCBS đánh giá rằng nghị quyết này đã tạo ra một bước đột phá về thủ tục thực hiện dự án hiện tại. Nhiều vấn đề khó khăn của ngành điện đã có giải pháp cụ thể như giải quyết các dự án chậm tiến độ, đẩy nhanh tốc độ phê duyệt giữa các tỉnh, cơ chế đặc thù cho các dự án điện gió ngoài khơi, thúc đẩy phát triển DPPA với các quy định tự do hơn và tiếp cận các công nghệ phát triển điện hạt nhân nhỏ

Nhóm DN	Mã	Khuyến nghị	Triển vọng KD	Dự phóng 2026F	Thanh khoản (nghìn đơn vị)	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E (TTM)	P/B (TTM)	Tỷ suất cổ tức (TTM)
Nhiệt điện than	QTP	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	410	5.585	10.14	1.06	9.7%
	HND	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	21	5.272	22.95	0.87	3.8%
	PPC	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	118	3.155	14.00	0.70	7.1%
Nhiệt điện khí	NT2	Mua	Tăng trưởng	DT: 8.124 (+9%) LNST: 872 (+22%)	1.795	7.010	10.75	1.55	2.9%
	POW	Mua	Tăng trưởng	DT 54.328 (+53%) LNST 1.991 (-29%)	11.901	38.808	18.67	1.15	0.0%
	PGV	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	3	21.851	30.47	1.42	0.0%
Thủy điện	CHP	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	145	4.619	9.43	2.37	7.5%
	SHP	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	5	3.492	10.30	2.73	7.3%
	SJD	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	83	963	5.78	0.92	11.8%
	TMP	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	1	4.186	11.97	2.54	5.0%
	TBC	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	1	2.286	11.76	1.91	5.6%
	VSH	Không đánh giá	Không đánh giá	N/A	8	10.513	11.09	2.12	4.5%
Xây lắp	PC1	Mua	Tăng trưởng	DT 12.708 (+11%) LNST 1.028 (+21%)	4.087	9.418	16.63	1.58	0.0%
	TV2	Mua	Tăng trưởng	DT: 2.219 (+65%) LNST: 95 (+38%)	229	2.249	34.23	1.75	3.0%
NLTT phối hợp	REE	Mua	Tăng trưởng	DT: 11.173 (+10%) LNST: 3.580 (+6%)	746	32.933	12.73	1.62	1.6%
	GEG	Trung lập	Giảm (do 2025 ghi nhận đợt biến)	DT: 2.949 (-4%) LNST: 432 (-52%)	603	5.321	9.66	1.22	0.0%



MỤC LỤC

01

DIỄN BIẾN NGÀNH

Sản lượng điện tăng trưởng chậm hơn dự báo, hệ thống vận hành ổn định

02

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Năng lượng tái tạo đóng vai trò chủ đạo, khung pháp lý các loại hình điện dần hiện rõ

03

DOANH NGHIỆP NỔI BẬT

PC1 – 29.800 (+19%)

TV2 – 42.400 (+23%)

POW – 16.100 (+18%)

REE – 77.100 (+24%)

NT2 – 27.600 (+10%)

GEG – 16.300 (+11%)

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	18,5-28,2
GTGD bình quân 52T	2.274.848
Vốn hóa (tỷ đồng)	8.297
P/E	17,7x
P/B	1,9x
% NN sở hữu	13,8%

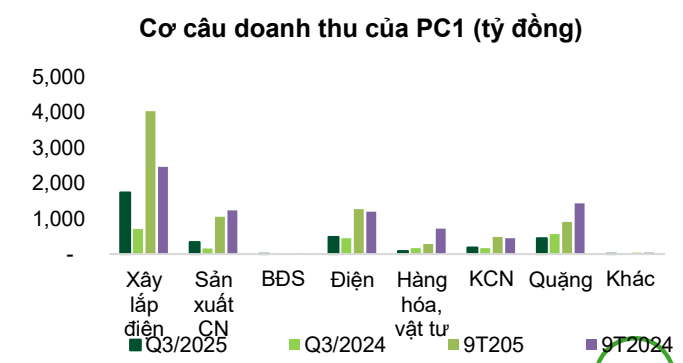
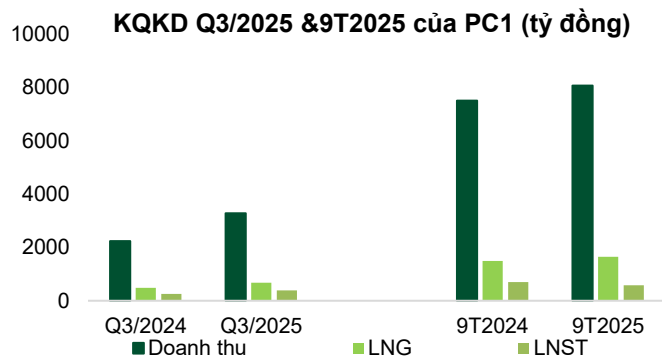
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	11.495 (+14%)
Lợi nhuận sau thuế	849 (+21%)

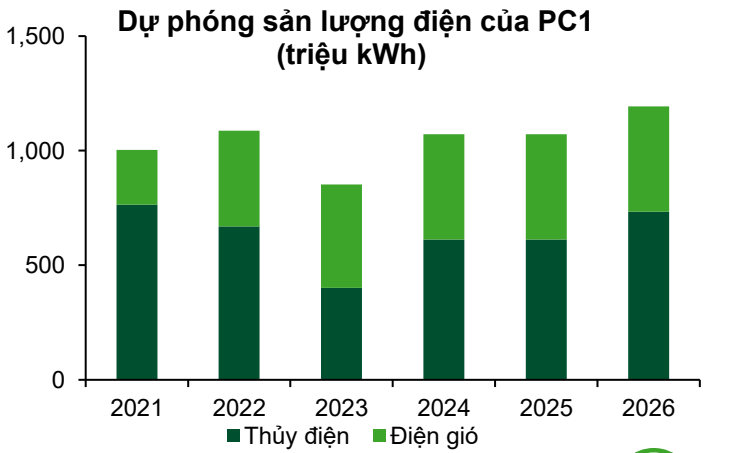
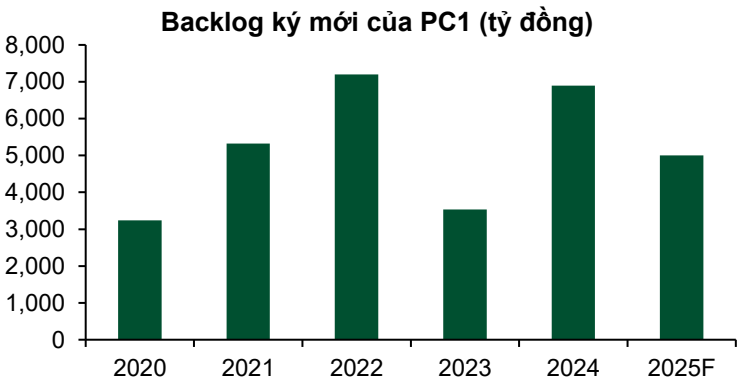
KQKD Q3/2025

Trong Q3/2025, doanh thu PC1 đạt 3.278 tỷ đồng (+47% YoY), LNST đạt 394 tỷ đồng (+53% YoY), sự tăng trưởng mạnh do PC1 ghi nhận doanh thu mảng xây lắp điện 1.738 tỷ đồng (+146% YoY) và hầu hết mảng kinh doanh còn lại tăng trưởng nhẹ, riêng bán tinh quặng giảm 21% YoY. Chúng tôi cho rằng doanh thu mảng xây lắp điện của PC1 tăng mạnh chủ yếu nhờ khối lượng công việc hoàn thành từ dự án Cáp ngầm Côn Đảo đóng điện tháng 9/2025

Trong 9T2025, doanh thu của PC1 đạt 8.073 tỷ đồng (+7% YoY), LNST đạt 704 tỷ đồng (+22% YoY). Doanh thu mảng xây lắp điện dẫn dắt tăng trưởng với 4.034 tỷ đồng (+64% YoY), mảng điện tăng nhẹ 6% YoY, trong khi mảng bán tinh quặng giảm mạnh 37% YoY. Mảng chuyển nhượng BĐS chưa ghi nhận doanh thu.



- Mảng xây lắp kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2026 với backlog đạt trên 8.000 tỷ đồng (+125% YoY)** và biên LNG dao động từ 7-10%. Tính đến cuối Q3/2025, backlog ký mới vượt 8.000 tỷ đồng, trong đó giá trị các hợp đồng từ EVN khoảng 60%, các dự án khác khoảng 40%. Trong năm 2026, PC1 dự kiến sẽ thực hiện và ghi nhận doanh thu điện gió Camarines Sur (58,5 MW, giá trị 1.200 tỷ đồng), biên lợi nhuận gộp ước tính khoảng 7-9%.
- Mảng BĐS dân dụng thúc đẩy tăng trưởng với các sản phẩm mới.** PC1 đã khởi công dự án Tháp Vàng – Gia Lâm vào tháng 10/2024, doanh nghiệp kỳ vọng hoàn thiện, bàn giao và ghi nhận khoảng 1.350-1.400 tỷ đồng doanh thu vào tháng 12/2025. **Về 4 dự án khác của PC1** (Bắc Từ Liêm, Định Công, Gia Lâm, Vĩnh Hưng). PC1 cho biết dự án Gia Lâm và Vĩnh Hưng đã có chủ trương đầu tư, hai dự án còn lại kỳ vọng sẽ sớm nhận được chủ trương đầu tư. Chúng tôi hiện vẫn chưa phản ánh 4 dự án này vào mô hình định giá.
- Mảng năng lượng kỳ vọng hoạt động ổn định và tiếp tục mở rộng công suất.** Trong năm 2026, VCBS dự phóng các nhà máy điện của PC1 tiếp tục hoạt động ổn định, đà tăng trưởng sẽ bắt đầu quay trở lại khi NMTĐ Bảo Lạc và Thượng Hà được COD. Về hai dự án thủy điện mới là Bảo Lạc và Thượng Hà, PC1 cho biết ai dự án thủy điện thi công xây dựng song song, mục tiêu COD cuối Q3 đầu Q4/2026. Điện mặt trời Trung Thu đang ở bước nghiên cứu khả thi, kỳ vọng cuối 2026 hoặc đầu 2027 có thể COD.



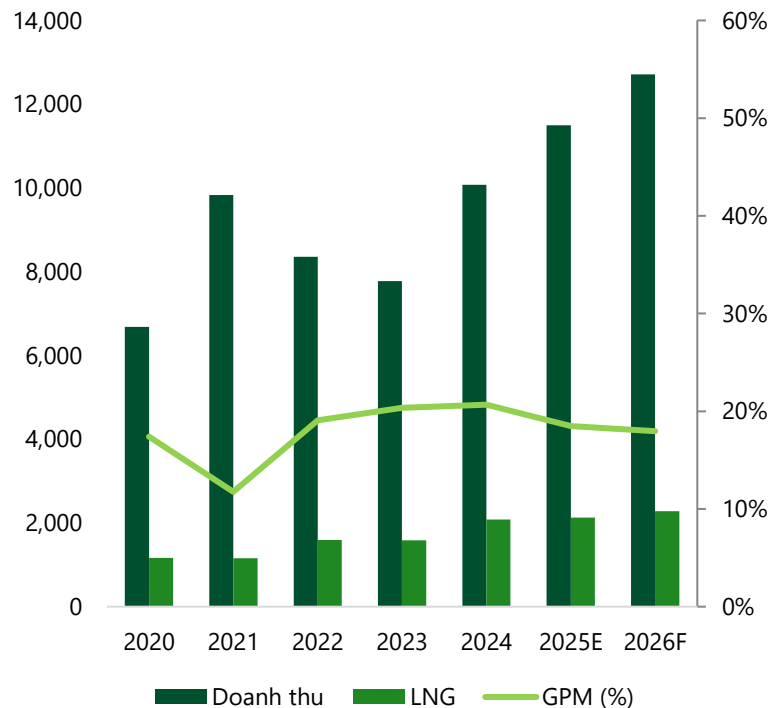
Khu công nghiệp:

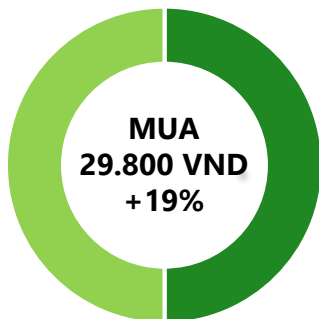
- **KCN Nomura 2:** Doanh nghiệp cho biết đã tiến hành GPMB khoảng 30% dự án, trong năm 2025 kỳ vọng sẽ hoàn tất cơ bản GPMB. Với tệp khách hàng hiện hữu tại KCN Nomura 1, một số công ty đã bắt đầu đặt chỗ tại KCN Nomura 2. PC1 dự báo giá cho thuê tại Nomura 2 sẽ không thấp hơn 120 USD/m².
- **Western Pacific:** KCN Yên Phong 2A đang có tốc độ bán hàng chậm hơn kế hoạch trong khi CCN tại Hà Nam bán hàng nhanh hơn dự kiến với tệp khách hàng quy mô vừa và nhỏ. Trong năm 2026, Western Pacific dự kiến sẽ tập trung bán hết phần còn lại tại KCN Yên Phong 2A.
- Về triển khai KCN mới: PC1 hiện đang nghiên cứu phát triển các KCN mới tại khu vực Vũng Tàu và Hải Phòng

Khai khoáng:

- **Doanh thu kỳ vọng năm 2026 khoảng 1.200 tỷ đồng** với diễn biến giá Niken hiện tại, sản lượng ước tính khoảng 60.000 tấn. PC1 tập trung tối ưu hóa hoạt động khai thác. **Về giai đoạn 2,** PC1 đang xúc tiến việc quy hoạch, dự kiến triển khai vào giai đoạn 2027-2028. Giá Nickel trong năm 2026 dự kiến sẽ có sự phục hồi khi quốc gia xuất khẩu hàng đầu là Indonesia có kế hoạch cắt giảm nguồn cung khoảng 34% nhằm hạn chế tình hình thừa cung.

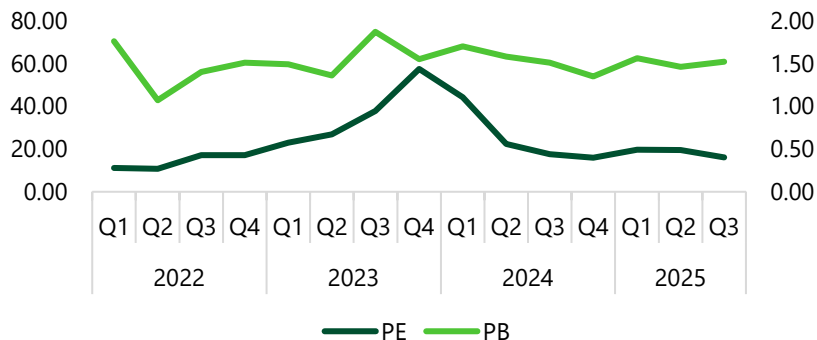
Dự phóng doanh thu và LNG của PC1 (tỷ đồng)





■ DCF ■ SOTP

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	10,078	11,495	12,708
+/-yoy (%)	30%	14%	11%
LNST	704	844	1,028
+/- %	132%	20%	21%
EPS (đồng/cổ phiếu)	1,158	1,437	1,521

Giá định

- Mảng năng lượng và khai khoáng hoạt động ổn định trong năm 2026, tiến độ theo sát kế hoạch doanh nghiệp
- Mảng xây lắp tăng trưởng mạnh nhờ backlog tích cực

Rủi ro

- Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng của mảng điện
- Nhu cầu xây lắp và tiến độ không đạt kỳ vọng
- Giá và sản lượng Niken thấp hơn dự phóng
- Tốc độ cho thuê và giá BĐS KCN không đạt kỳ vọng.
- Rủi ro chi phí tài chính cao hơn dự kiến (tỷ giá, lãi suất)

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

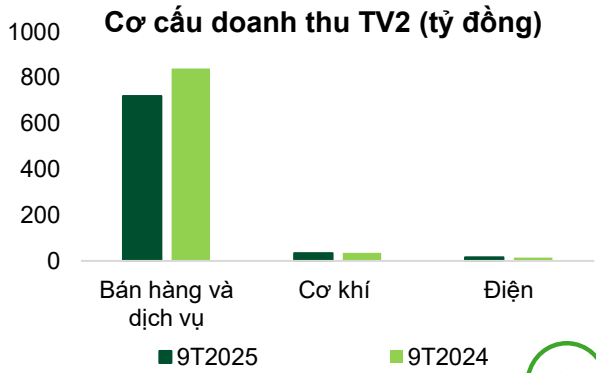
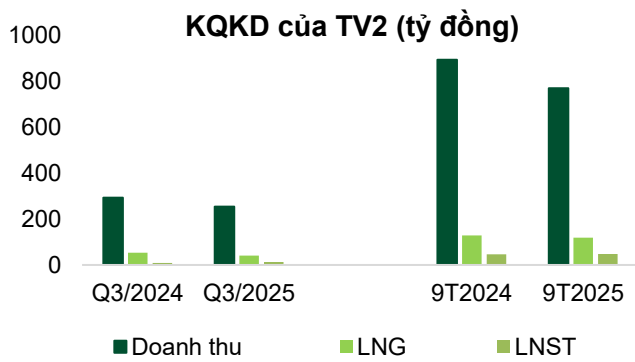
Biến động 1 năm	29,9-47,1
KLGD bình quân 52T	473.327
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.550
P/E	37,6x
P/B	3.9x
% NN sở hữu	8,1%

Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	1.345 (+1%)
Lợi nhuận sau thuế	69 (+6%)

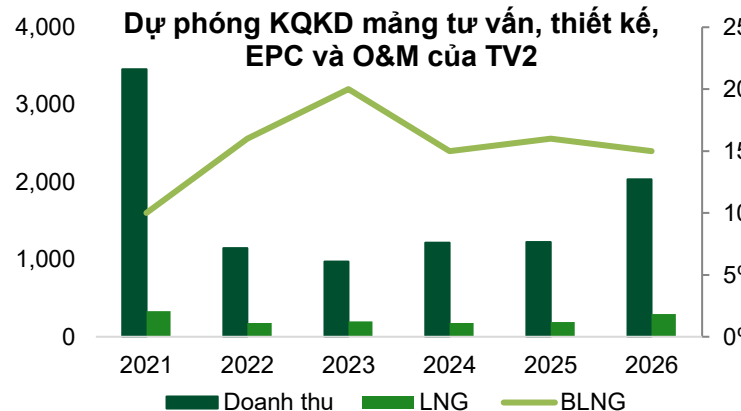
KQKD Q3.2025

- Trong Q3/2025, doanh thu TV2 đạt 254 tỷ đồng (-13% YoY), LNST đạt 14,8 tỷ đồng (+5% YoY). Trong 9T2025, doanh thu của TV2 đạt 2,408 tỷ đồng (-14 YoY), LNST đạt 46,4 tỷ đồng (-4%). Chúng tôi cho rằng doanh thu giảm do cùng kỳ năm 2024 có nền tảng cao khi TV2 ghi nhận doanh thu EPC từ Biomass Hậu Giang. Trong quý 3/2025, TV2 chưa ghi nhận doanh thu EPC của các dự án lớn khác.
- Về backlog của TV2, trong Q2/2025, Liên danh của TV2 và Doosan đã trúng thầu EPC dự án Ô Môn 4. Trong Q4/2025, liên danh CGGC-GEDI-TV2-CKDA đấu thầu gói thầu EPC với giá trị ước tính 25.142 tỷ đồng (quy đổi tỷ giá USD 26.400 VND), thấp hơn so với đối thủ trực tiếp khoảng 345 tỷ đồng. Hiện tại đang tới bước chấm kỹ thuật, phòng PTNC đánh giá khả năng cao liên danh TV2 sẽ trúng thầu dự án này.

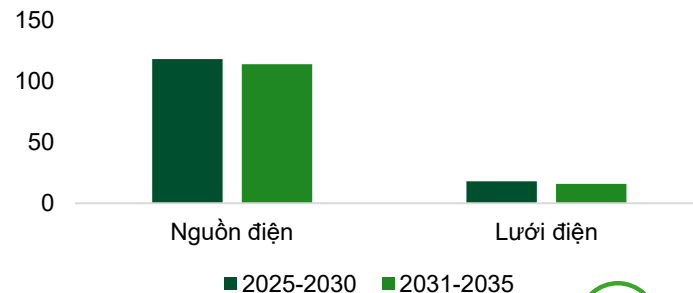


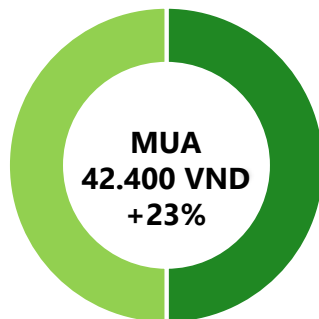
Về triển vọng tư vấn, EPC điện giai đoạn 2026-2030: nhu cầu tăng trưởng tiêu thụ điện theo QHD8 điều chỉnh được dự phóng khoảng 10%/năm. Nhu cầu đầu tư cho nguồn điện khoảng 136,3 tỷ USD (27 tỷ USD/năm) cho nguồn điện và 18,1 tỷ USD (3,6 tỷ USD/năm) cho lưới điện. Sau giai đoạn trầm lắng, hiện tại backlog của TV2 đã tăng trưởng mạnh mẽ với hàng loạt dự án:

- **EPC dự án Ô Môn 4 (1.155 MW):** Vào ngày 5/6/2025, liên danh TV2 và Doosan Enerbility đã trúng thầu gói thầu EPC dự án Ô Môn 4 có giá trị là 560 triệu USD và 7.661 tỷ đồng. Giá trị hợp đồng của TV2 ước tính khoảng 20% tổng gói thầu
- **EPC dự án Quảng Trạch 2 (1.500MW):** Liên danh CGGC-GEDI-TV2-CKDA đấu thầu gói thầu EPC với giá trị ước tính 25.142 tỷ đồng (quy đổi tỷ giá USD 26.400 VND), thấp hơn so với đối thủ trực tiếp khoảng 345 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá cao khả năng liên danh của TV2 sẽ trúng thầu EPC dự án này
- **EPC Biomass Yên Bái 1 (50MW):** Dự án dự kiến COD vào đầu năm 2028, tổng mức đầu tư ước tính khoảng 100 triệu USD.
- **EPC Điện gió Tân Thuận 3 (25MW):** Dự án được khởi công vào 24/10/2025 và dự kiến hoàn thành vào Q4/2026. Sản lượng hằng năm ước đạt 61,5 triệu kWh, tổng mức đầu tư ước tính khoảng 1.000 tỷ đồng.



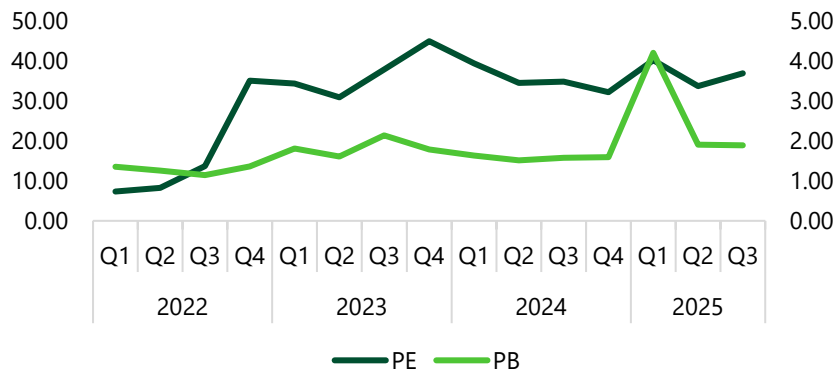
Tổng mức đầu tư vào nguồn điện và lưới điện (tỷ USD)





■ DCF ■ SOTP

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1,336	1,345	2,219
+/-yoy (%)	26%	1%	65%
LNST	65	69	95
+/- %	23%	6%	38%
EPS (đồng/cổ phiếu)	963	1,022	1,407

Giả định

- Tổng công suất O&M lũy kế vượt 6GW trong năm 2025
- Dự án Ô Môn 4 bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2026

Rủi ro

- Tiến độ triển khai các dự án chậm hơn dự kiến.
- Chính sách và cơ chế giá cho các dự án NLTT chậm ban hành.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	53,0-69,2
GTGD bình quân 52T	859.497
Vốn hóa (tỷ đồng)	36.292
P/E	17,7x
P/B	1,9x
% NN sở hữu	49%

Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

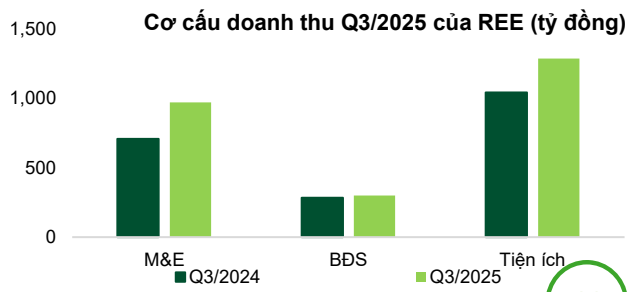
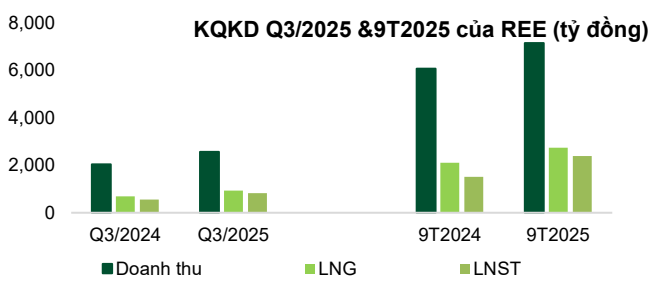
Doanh thu thuần	10.216 (+22%)
Lợi nhuận sau thuế	3.366 (+41%)

KQKD Q3/2025

Trong Q3/2025, doanh thu REE đạt 2.555 tỷ đồng (+26% YoY), LNST đạt 824 tỷ đồng (+47% YoY). Cả 3 mảng kinh doanh cốt lõi của REE đều ghi nhận tăng trưởng, doanh thu cơ điện lạnh đạt 972 tỷ đồng (+37% YoY), doanh thu mảng BĐS đạt 298 tỷ đồng (+6% YoY), doanh thu mảng điện nước đạt 1.284 tỷ đồng (+23% YoY).

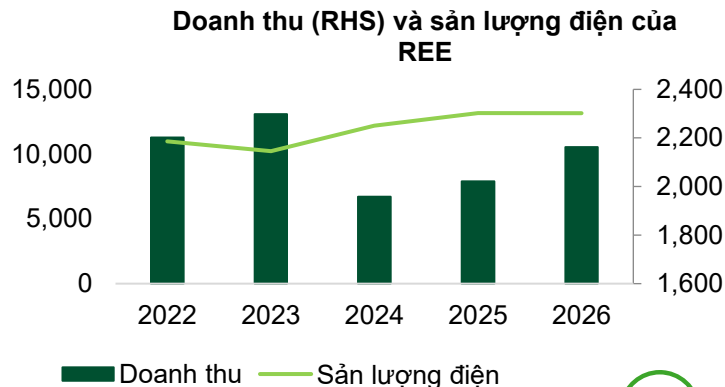
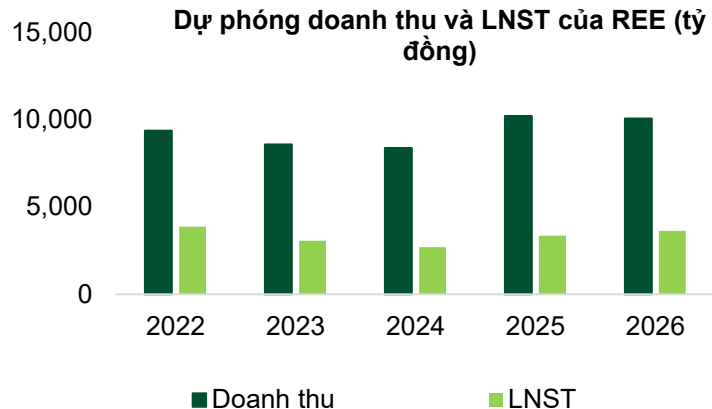
Trong 9T2025, doanh thu của REE đạt 7.145 tỷ đồng (+18% YoY), LNST đạt 2.381 tỷ đồng (+57% YoY). Các mảng kinh doanh cốt lõi như sau.

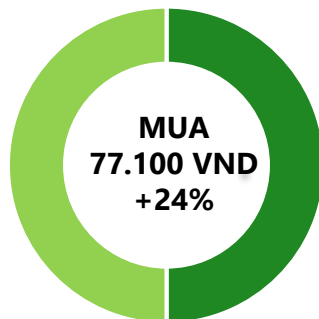
- **Mảng năng lượng:** Doanh thu đạt 3.698 tỷ đồng (+26% YoY), LNST CDM ghi nhận 1.013 tỷ đồng (+68% YoY), đóng góp lớn nhất là nhóm thủy điện với doanh thu tăng 40% YoY, LNST tăng 93% YoY nhờ thời tiết thuận lợi giúp sản lượng tăng 33% YoY và doanh nghiệp chủ động tham gia thị trường phát điện cạnh tranh.
- **Mảng nước:** Doanh thu đạt 125 tỷ đồng (+183% YoY), LNST CDM ghi nhận 252 tỷ đồng (+28% YoY) chủ yếu nhờ TK Cộng ghi nhận doanh thu các dự án hoàn thành trong kỳ và VCW được tăng giá nước.
- **Mảng M&E:** Doanh thu ghi nhận 2.283 tỷ đồng (+4% YoY) và LNST CDM tăng 55% YoY lên 111 tỷ đồng, giá trị hợp đồng ký mới đến cuối tháng 9/2025 đạt 3.407 tỷ đồng (-13% YoY) do nền cao năm 2024 với dự án Sân bay Long Thành.
- **Mảng BĐS:** Doanh thu đạt 1.028 tỷ đồng (+17% YoY), LNST CDM đạt 466 tỷ đồng (+18%) nhờ ghi nhận doanh thu từ Etown 6, tỷ lệ lấp đầy hiện gần 50% và bán khu đất tại dự án The Light Square.



Trong năm 2026, VCBS kỳ vọng REE tiếp tục đà tăng trưởng với tốc độ trên hai con số, doanh thu dự kiến đạt 11.173 tỷ (+10% YoY) đến từ các động lực chính sau:

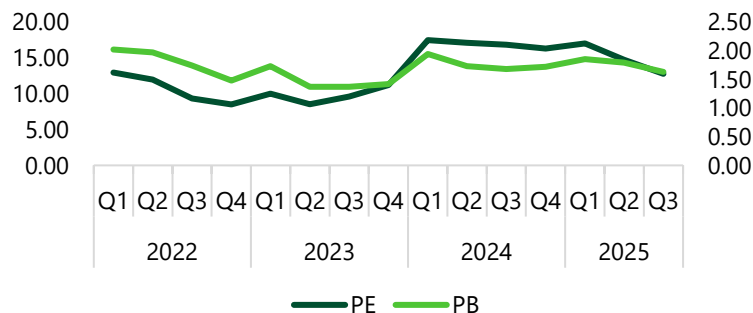
- **Doanh thu mảng năng lượng đóng vai trò trụ cột tăng trưởng với ba dự án điện gió mới dự kiến COD vào 2026.**, VCBS dự phóng doanh thu mảng điện gió tăng trưởng khoảng 58% YoY với giả định REE sẽ COD 3 dự án điện gió với tổng công suất 128 MW. Cụ thể là NMDG Duyên Hải 2 vào Q1/2026, NMDG V1-3 và V1-5 & V1-6 vào Q4/2026.
- **Mảng BĐS tiếp tục tăng trưởng với dự án Etown 6 và The Light Square.** Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 sẽ đạt 95% và REE sẽ bàn giao, ghi nhận doanh thu toàn bộ phần còn lại của dự án The Light Square.
- **Mảng M&E kỳ vọng duy trì ổn định, tổng backlog ký mới đến cuối Q3/2025 đạt khoảng 3.407 tỷ đồng** (-13% YoY). Giá trị hợp đồng ký mới của mảng M&E có sự sụt giảm do cùng kỳ năm 2024, REE ghi nhận hợp đồng lớn đến từ sân bay Long Thành. VCBS kỳ vọng mảng BĐS phục hồi cùng với các dự án lớn sẽ tiếp tục hỗ trợ backlog của REE trong năm 2026.
- **Về các dự án mới:** REE hiện đang hoàn thiện dự án Duyên Hải 2, dự kiến sẽ sớm COD trong Q1/2026 và đang triển khai V1-3 và V1-5 & V1-6, Thủy điện Trà Khúc 2. Trong Q4/2025, Bộ Nông nghiệp & Môi trường đã ban hành quyết định 4741/QĐ-BNNMT giao khu 7.091,6ha vực biển Vĩnh Long cho REE để tiến hành đo đạc, điều tra, khảo sát phục vụ phát triển điện gió. VCBS đánh giá rằng REE có thể có tiềm năng triển khai thêm các dự án điện gió khác tại khu vực được giao khảo sát trong tương lai





■ DCF ■ SOTP

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2025	2026F
Doanh thu thuần	8,384	10,112	11,173
+/-yoy (%)	-2%	21%	+10%
LNST	2,396	3,366	3,580
+/- %	-14%	41%	6%
EPS (đồng/cổ phiếu)	4,234	5,194	4,782

Giả định

- Tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 trong năm 2026 đạt 90%, bàn giao phần còn lại của dự án The Light Square
- Các nhà máy thủy điện hoạt động ổn định, COD ba dự án điện gió trong năm 2026

Rủi ro

- Thời tiết bất lợi ảnh hưởng đến sản lượng.
- Nhu cầu M&E và tiến độ không đạt kỳ vọng.
- Tỷ lệ lấp đầy và giá cho thuê thấp hơn kỳ vọng.
- Bàn giao và ghi nhận doanh thu Light Square chậm hơn dự báo.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	10,6-15,1
GTGD bình quân 52T	8.236.601
Vốn hóa (tỷ đồng)	29.976
P/E	23,4x
P/B	0,9x
% NN sở hữu	4%

Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	35.543 (+14%)
Lợi nhuận sau thuế	2.801 (+31%)

KQKD Q3.2025

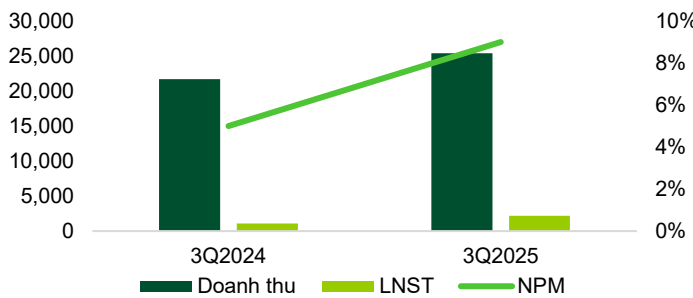
Trong Q3/2025, doanh thu POW đạt 8.351 tỷ đồng (tăng mạnh 38% YoY), LNST đạt 210 tỷ đồng (-54% YoY), năm 2024 POW ghi nhận 227 tỷ lãi chênh lệch tỷ giá đột biến.

Trong 9T2025, doanh thu của POW đạt 25.900 tỷ đồng (+16% YoY, đạt 98% kế hoạch năm), động lực tăng trưởng chính đến từ sản lượng đạt 13.481 triệu kWh (+18% YoY, đạt 101% kế hoạch năm), sản lượng điện hợp đồng đạt 12.458 triệu kWh (+43% YoY). LNST đạt 1.443 tỷ đồng (+30% YoY). Hầu hết các nhà máy đều ghi nhận sự tăng trưởng tốt chủ yếu nhờ: (1) Các nhà nhiệt điện được huy động Qc cao trong bối cảnh phụ tải tăng cao, (2) Tình hình thủy văn thuận lợi giúp sản lượng các nhà máy thủy điện của POW tăng cao

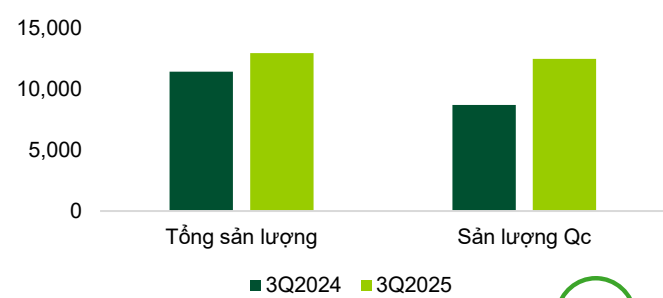
Tiến độ triển khai hợp đồng EPC: Tính đến thời điểm hiện tại, tiến độ tổng thể của gói thầu EPC ước đạt 99,3%.

- Dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 dự kiến đưa vào vận hành thương mại NMD Nhơn Trạch 3 trong tháng 11/2025.
- Dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 4 dự kiến đưa vào vận hành thương mại NMD Nhơn Trạch 4 trong tháng 12/2025

KQKD của POW (tỷ đồng)

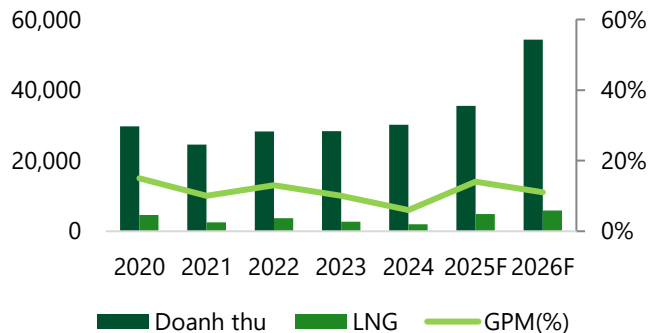


Sản lượng của POW (triệu kWh)

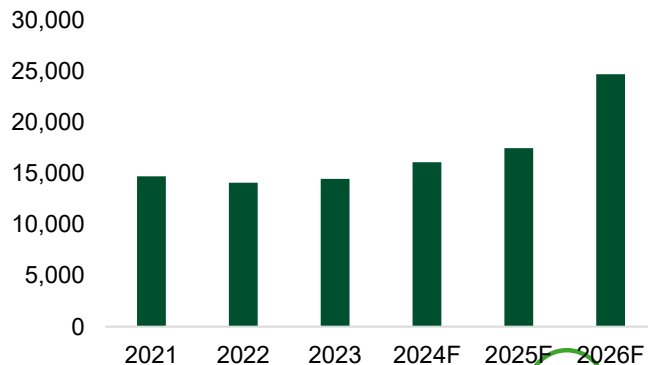


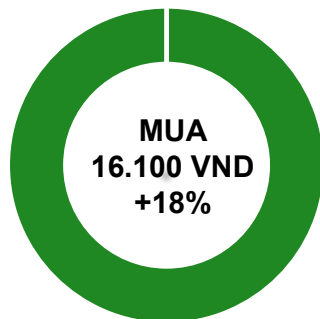
- Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng 53% YoY nhờ sản lượng tăng mạnh 42% YoY với sự đóng góp mới của NT3&4.** Sản lượng của POW được dự báo tăng đạt 24,7 tỷ kWh trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện tại Việt Nam được dự báo tăng trên 8% YoY trong năm 2025 và NT3&4 được huy động khoảng 7 tỷ kWh.
- Đối với NT3&4, VCBS dự báo Qc của hai nhà máy ở mức 65% và có khả năng tăng lên 75% trong thời gian tới.** VCBS cho rằng NT3&4 sẽ ghi nhận lỗ trong năm đầu tiên hoạt động do chi phí khấu hao & lãi vay và có lãi kể từ năm thứ 3 hoạt động. POW kỳ vọng dự án sẽ hoàn vốn sau 16 năm, VCBS ước tính IRR của dự án khoảng 8%.
- Về giá bán, VCBS dự phóng giá bán bình quân của POW sẽ tăng khoảng 8% YoY trong năm 2026 nhờ vào (1) Giá điện của NT3&4 sử dụng LNG tái hóa cao hơn so với các nhà máy điện khí nội địa, (2) Giá than, khí đầu vào duy trì xu hướng đi ngang; (3) Tỷ lệ thanh toán theo giá hợp đồng duy trì 80% đối với các nhà máy nhiệt điện, 65% đối với các nhà máy LNG.**
- VCBS đánh giá nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào cơ bản được đáp ứng đủ với than và khí.** Đối với khí tại Đông Nam Bộ, khí từ mỏ Sư Tử Trắng 2B sắp tới dự kiến sẽ bổ sung khoảng 1,7 tỷ -2 tỷ m³ khí/năm. Nguồn than tại Vũng Áng 1 đã được POW bổ sung nguồn than từ công ty TNHH Năng lượng Xekong với khối lượng ước tính khoảng 8-10 triệu tấn /năm. Giá than được POW dự toán khoảng 2,6 triệu- 2,7 triệu đồng/tấn trong năm 2026

Doanh thu và LNG của POW (tỷ đồng)



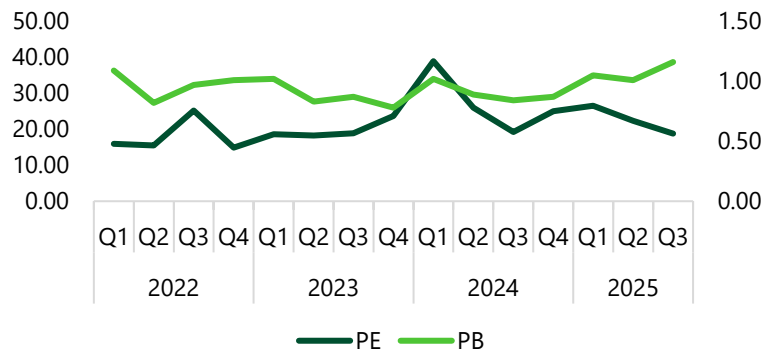
Sản lượng điện của POW (triệu kWh)





■ DCF

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	30,305	35,543	54,328
+/-yoy (%)	7%	17%	53%
LNST	1,211	2,801	1,991
+/- %	-6%	131%	-29%
EPS (đồng/cổ phiếu)	535	1,113	791

Giả định

- Kỳ vọng sản lượng nhiệt điện được huy động ở mức cao từ đầu năm 2026 với nhu cầu điện tiếp tục tăng trưởng trên 8%.
- Sản lượng của NT3&4 được huy động khoảng 7 tỷ kWh

Rủi ro

- Rủi ro về nguồn cung khí đầu vào do nguồn khí đầu vào không ổn định và liên tục suy giảm qua các năm tại khu vực Đông Nam Bộ.
- Biến động giá nguyên liệu đầu vào
- Nhà máy mới vận hành chậm hơn kỳ vọng
- Rủi ro chi phí tài chính cao hơn dự kiến (tỷ giá, lãi suất)

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	16,3-21,3
KLGD bình quân 52T	670.197
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.153
P/E	18,5x
P/B	1,3x
% NN sở hữu	13,1%

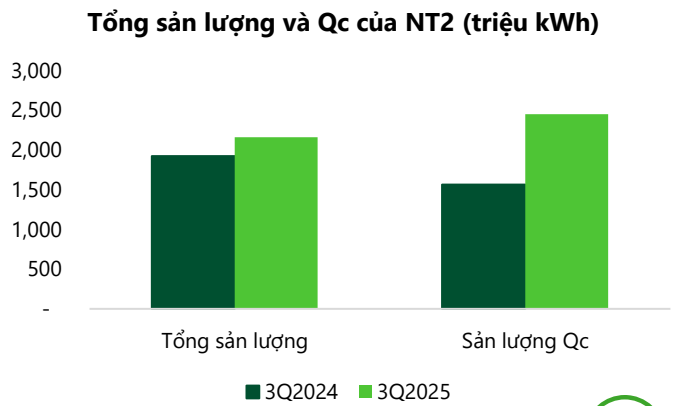
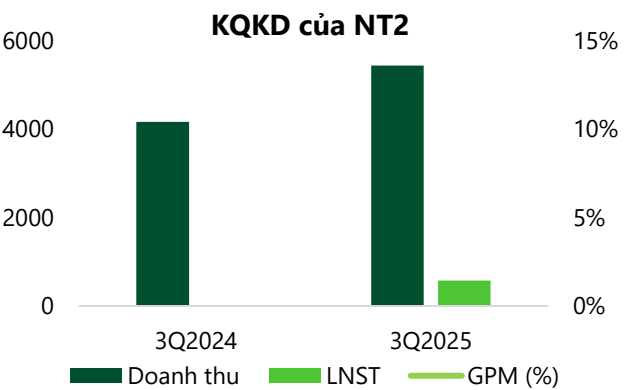
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	7.479 (+28%)
Lợi nhuận sau thuế	713 (+886%)

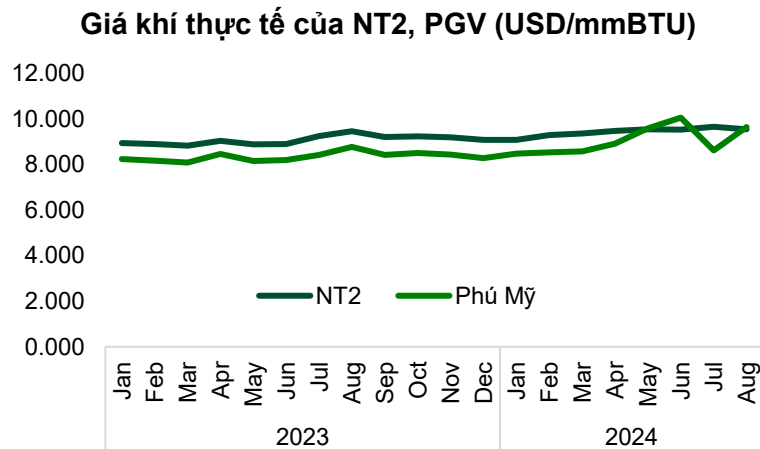
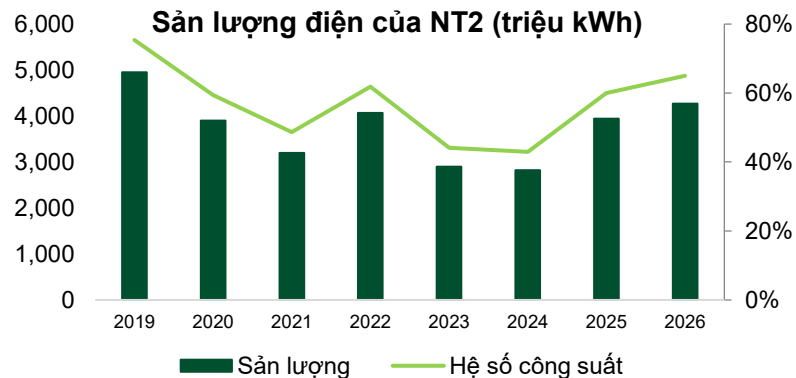
KQKD Q3.2025

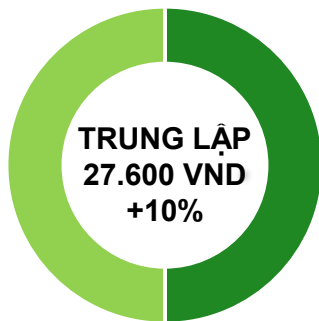
Riêng Q3/2025: Doanh thu đạt 1.928 tỷ đồng (+13% YoY) và LNST đạt 214 tỷ đồng (+386% YoY). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sản lượng đạt 787 triệu kWh (+6% YoY), sản lượng Qc đạt 865 triệu kWh (+12% YoY). Lợi nhuận gộp ghi nhận 205 tỷ đồng (+242% YoY), biên LNG tăng từ 3,4% của Q3/2024 lên 10,6% vào Q3/2025.

Lũy kế 9T2025, doanh thu và LNST lần lượt đạt 5.436 tỷ đồng (+31% YoY) và LNST đạt 574 tỷ đồng (cùng kỳ lãi 8 tỷ đồng). Sản lượng đạt 2.156 triệu kWh (+12% YoY), sản lượng Qc đạt 2.449 triệu kWh (+57% YoY), giá bán điện bình quân ước tính khoảng 2.511 VND/kWh (+16% YoY). Lợi nhuận gộp đạt 616 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 36 tỷ đồng), biên LNG đạt 11%.



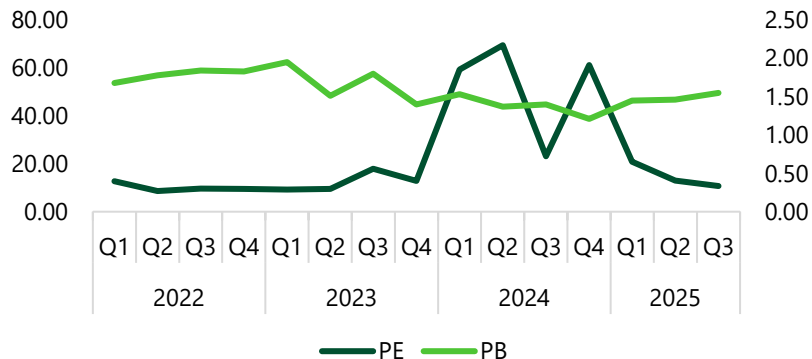
- Sản lượng điện tiếp đà tăng trưởng lên mức 3,3 tỷ kWh (+10% YoY)** trong năm 2026 nhờ : (1) Nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến tăng trưởng trên 8% trong năm 2026, (2) Giá bán điện của NT2 có sức cạnh tranh tốt hơn so với điện LNG.
- NT2 khấu hao xong máy móc thiết bị từ Q4/2025.** Trước năm 2025, hàng năm chi phí khấu hao của NT2 khoảng 680 tỷ/năm, phần máy móc thiết bị dự kiến hết khấu hao từ Q4/2025, VCBS kỳ vọng chi phí khấu hao cả năm 2025 ở mức 630 tỷ, từ 2026 sẽ duy trì khấu hao khoảng 120 tỷ/năm. Đồng thời, chúng tôi dự báo rằng giá cố định trong giá PPA của NT2 sẽ không thay đổi đến hết hợp đồng PPA. Do đó, VCBS kỳ vọng rằng LNST của NT2 sẽ có sự tăng trưởng mạnh.
- Sức khỏe tài chính tốt, có khả năng chi trả cổ tức tiền mặt dồi dào trong tương lai.** Với KQKQ 2025 tích cực và lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt thường xuyên, chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt được chi vào 2026 khoảng 2.000 VND/cổ phiếu, lợi suất cổ tức ước tính khoảng 8%.





■ DCF ■ EV/EBITDA

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,944	7,479	8,124
+/-yoy (%)	-7%	28%	9%
LNST	83	713	872
+/- %	-82%	759%	22%
EPS (đồng/cổ phiếu)	40	2,485	3,040

Giả định

- Kỳ vọng sản lượng điện tiếp tục tăng trưởng khoảng 10% YoY dựa trên nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng khoảng 8,5% YoY
- Giá khí đi ngang so với năm 2025

Rủi ro

- Rủi ro về biến động giá nguyên vật liệu đầu vào làm giảm khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp.
- Rủi ro thiếu khí khi nguồn cung khí nội địa suy giảm nhanh.
- Rủi ro cạnh tranh từ các nguồn điện mới

Diễn biến giá



KQKD Q3.2025

- Trong Q3/2025, doanh thu GEG đạt 671 tỷ đồng (+24% YoY), LNST đạt 80 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ 48 tỷ đồng). Trong đó, doanh thu điện đạt 645 tỷ đồng (+24% YoY) động lực chính đến từ nhà máy điện gió Tân Phú Đông 1 khi ký phụ lục giá điện mới.
- Trong 9T2025, doanh thu của GEG đạt 2.408 tỷ đồng (+36% YoY), LNST đạt 851 tỷ đồng (gấp 10,66 lần cùng kỳ). Doanh thu mảng điện tăng trưởng 35% YoY, mảng điện gió tăng trưởng 274% YoY. Kết quả kinh doanh tích cực đến từ việc ký giá điện mới choa dự án TPĐ 1 và bán cổ phần CTCP Thủy điện Trường Phú.
- Về công tác đầu tư các dự án điện mới, GEG đang triển khai 2 dự án chính
 - ĐMT Đức Huệ 2 (49MWp) tại Long An được tái khởi động vào Q3/2025, dự kiến hoàn thành trong Q1/2026, sản lượng sau khi vận hành thương mại ước tính khoảng 70 triệu kWh/năm đem về khoảng 93 tỷ đồng năm.
 - Thủy điện Ea Tih (9MW) tại Đắk Lak, tổng mức đầu tư khoảng 300 tỷ đồng, sau khi vận hành thương mại sẽ đóng góp khoảng 32 triệu kWh/năm

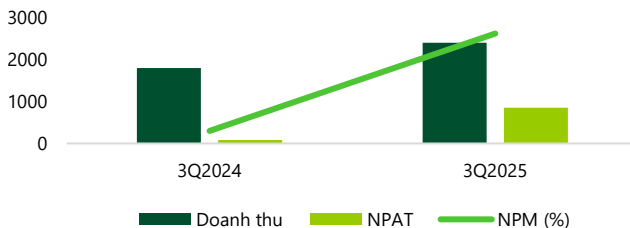
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	10,65-16,85
KLGD bình quân 52T	1.123.377
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.608
P/E	16,4X
P/B	1,4x
% NN sở hữu	0%

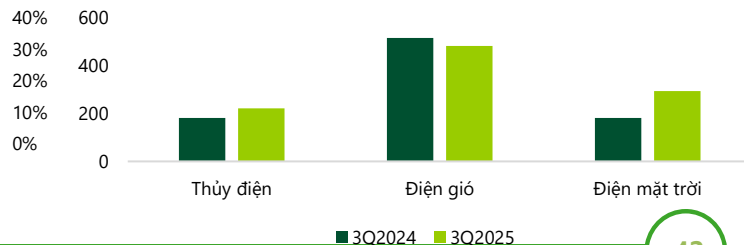
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần	3.073 (+22%)
Lợi nhuận sau thuế	893 (+870%)

KQKD GEG

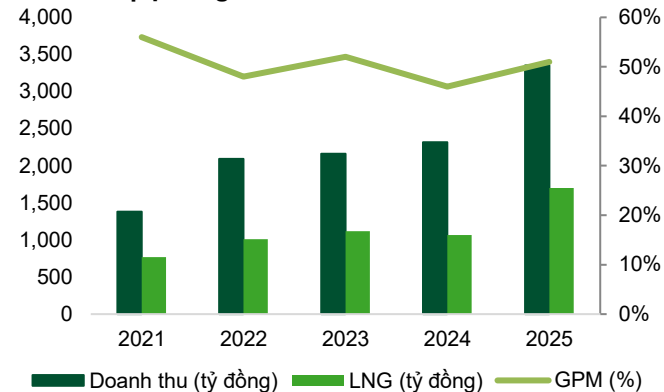


Sản lượng của GEG (triệu kWh)

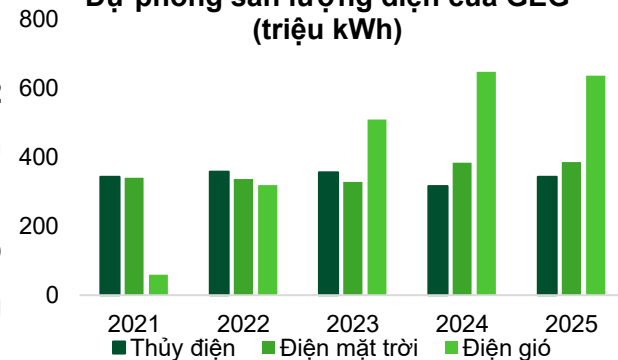


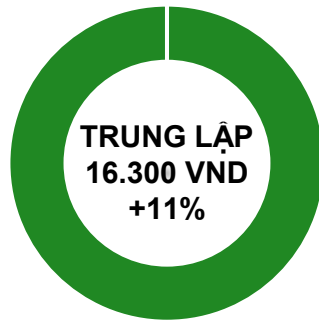
- Trong năm 2026, VCBS dự phóng KQKD của GEG sẽ có sự giảm sút do nền năm 2025 cao với lợi nhuận đột biến. Cụ thể, doanh thu dự phóng giảm 13% YoY và LNST giảm 50% YoY. Xét trên các mảng kinh doanh cốt lõi & loại trừ lợi nhuận đột biến, LNST cốt lõi của GEG trong năm 2026 ước tính tăng trưởng 8% YoY.
- Động lực tăng trưởng mảng điện của GEG sẽ là dự án Đức Huệ 2 (49MWp) tại tỉnh Long An cũ, dự án này đã được khởi động từ Q3/2025 và dự kiến hoàn thành vào Q1/2026. Doanh thu dự kiến khoảng 93 tỷ đồng, sản lượng khoảng 70 triệu kWh. GEG cho biết dự án đã hoàn thành Thỏa thuận đầu nối và bám sát tình hình thẩm định thiết kế PCCC hệ thống BESS. GEG dự kiến thực hiện thử nghiệm COD vào tháng 1/2026
- Dự án điện gió VPL 2 (30 MW) tại Bến Tre (cũ) có sản lượng kỳ vọng khoảng 92 triệu kWh/năm, với tổng vốn đầu tư 1.500 tỷ đồng. GEG cho biết hiện đang hoàn thiện các hồ sơ pháp lý như kế các thỏa thuận chuyên ngành, thẩm định thiết kế kỹ thuật, Đàm phán gói thầu EPC & cung cấp tuabin. Doanh nghiệp đặt mục tiêu phần đấu COD dự án trong tháng 10/2026. Dựa trên quan điểm thận trọng, VCBS chưa phản ánh thông tin trên vào mô hình định giá.

Dự phóng doanh thu và LNG của GEG



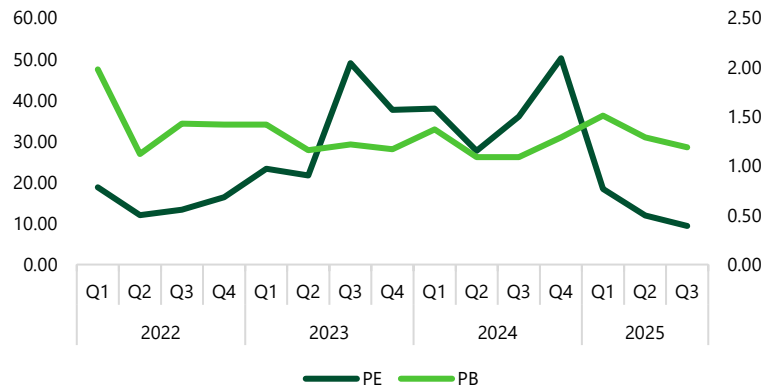
Dự phóng sản lượng điện của GEG (triệu kWh)





■ DCF

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,325	3,073	2,949
+/-yoy (%)	7%	32%	-13%
LNST	92	893	432
+/- %	-36%	870%	-50%
EPS (đồng/cổ phiếu)	171	2,394	1,207

Giả định

- Các nhà máy hoạt động ổn định
- Các dự án mới triển khai đúng kế hoạch doanh nghiệp đề ra

Rủi ro

- Rủi ro gia tăng các khoản phải thu
- Rủi ro chi phí tài chính cao hơn dự kiến
- Rủi ro thời tiết

Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó giám đốc Nghiên cứu – Phân tích doanh nghiệp

lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Quang Nhựt

Chuyên viên phân tích

nqnhut@vcbs.com.vn