

NGÀNH ĐIỆN: Vai trò quan trọng của NLTT trong bối cảnh rủi ro an ninh năng lượng

- Trong Q1/26, huy động thủy điện, điện than cơ bản ổn định, huy động điện khí và NLTT tăng trưởng tương ứng theo công suất. Tiêu thụ toàn quốc tăng 7.2% svck, các đợt nắng nóng kéo theo nhu cầu tăng đột biến ở một số ngày, báo hiệu sớm cho khả năng nhu cầu tăng mạnh khi vào Q2-Q3.
- QĐ 363 “Điều chỉnh quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia”, với quan điểm bảo đảm và chủ động an ninh năng lượng, tối ưu nguồn lực cho NLTT, khởi động điện hạt nhân trong bối cảnh cú sốc năng lượng hóa thạch.
- Chúng tôi ưa thích những doanh nghiệp có khả năng hưởng lợi trong chu kỳ đẩy mạnh hạ tầng năng lượng sạch, nổi bật như **HDG, PC1**.

Dự phóng KQKD Q1/2026 ngành điện

Trong Q1/2026, sản lượng điện toàn quốc tăng 7.2% svck, sát kế hoạch của NSMO là 7.5%. Trong đó, sản lượng thủy điện tăng nhẹ, lượng mưa duy trì ở mức trung bình lịch sử, chỉ một số khu vực miền Trung ghi nhận mức cao hơn. Sản lượng điện khí tăng 17% svck từ nền thấp, các nhà máy dùng khí ĐNB (Phú Mỹ, NT1&2) có sự phục hồi rõ rệt và NT3&4 cũng đóng góp bổ sung cho sản lượng. Giá khí nội địa duy trì quanh 8.5-9USD/mmbtu trong 2T26, khả năng sẽ tăng từ tháng 3 do giá dầu thế giới tăng mạnh. Giá khí LNG Châu Á cũng tăng gần gấp đôi từ đầu năm, hiện tại giao dịch quanh 19USD/mmbtu, gây áp lực tăng giá bán điện khí. Tuy nhiên, việc được giao Qc tốt như NT1&2 nhìn chung vẫn đảm bảo triển vọng huy động và biên LN gộp các nhà máy. Đối với điện than, huy động đi ngang trong Q1, giá than cũng duy trì khá ổn định trong 2 tháng đầu năm, chúng tôi ghi nhận tốc độ tăng giá than nhập ~30% từ đầu năm, vẫn chậm hơn mức tăng giá khí. Giá thị trường điện ổn định ở mức ~1,100đ/kWh, theo đó ước tính biên LN cơ bản không có nhiều biến động, KQKD của các nhà máy sẽ tốt hơn khi vào mùa nóng Q2-Q3. Sản lượng NLTT tăng trưởng chủ yếu tăng theo quy mô công suất.

Điều chỉnh quy hoạch năng lượng: Vai trò của NLTT giữa cú sốc nhiên liệu

Trong T3/2025, Bộ Công Thương phê duyệt Quyết định 363/QĐ-BCT về Điều chỉnh quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia, thay thế QĐ383 ban hành năm 2023. Các điều chỉnh mới duy trì tinh thần từ Nghị quyết số 70-NQ/TW về bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, yêu cầu tăng cường tự chủ năng lượng, hạn chế tác động ngoại sinh, đảm bảo cung ứng nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng kinh tế 2 con số, cụ thể: (1) Khai thác tối đa tiềm năng của NLTT, giảm phụ thuộc nhập khẩu nhiên liệu; (2) Nâng cao năng lực dự trữ: Năng lực dự trữ xăng dầu quốc gia đạt mức 90 ngày nhập ròng, từ mức chỉ ~30 ngày hiện tại; (3) Phát triển nguồn điện nền ổn định: Xây dựng hướng đi rõ ràng để phát triển điện khí LNG, khởi động lại Điện Hạt nhân và các nguồn điện linh hoạt khác như BESS, sinh khối, thủy điện tích năng.

Mặc dù các quan điểm khá nhất quán và đã được nêu rõ trong QHĐ8 Điều chỉnh, Quyết Định 363 được ban hành kịp thời trong bối cảnh giá các nhiên liệu hóa thạch như dầu thô, khí, than biến động khó lường, rầy lên những lo ngại về an ninh năng lượng. Các dự án nhiệt điện – vốn đã gặp nhiều rủi ro về chậm tiến độ, càng trở nên khó khăn để kịp vận hành trước 2030. Theo đó, việc đẩy mạnh NLTT là cần thiết để tăng sự chủ động nguồn cung và bù đắp cho thiếu hụt công suất. Ở phía cầu, chúng tôi nhận thấy một yếu tố tác động bền vững trong dài hạn, thúc đẩy tiêu thụ điện đến từ xu hướng chuyển đổi phương tiện điện, chúng tôi cảm nhận xu hướng này có sự tăng tốc rõ rệt từ 2026 trong bối cảnh giá xăng dầu biến động, kích thích nhu cầu chuyển đổi của người dân. Theo đó, với chiến lược đầu tư ngành điện trong 2026, chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp nổi bật trong ngành NLTT như **HDG, REE, PC1, GEG, TV2** sẽ hưởng lợi nhờ xu hướng này trong thời gian tới.

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

Dự báo LN ròng Q1/2026 các doanh nghiệp ngành điện MBS theo dõi

Mã CP	Ngành	Dự báo LNST (của cổ đông công ty mẹ)				Nhận định	
		Q1/26	% svck	%sv quý trước	2026	%svck	
REE	Thủy điện, điện NLTT	679 ↗	11% ↗	10%	2,830 ↗	12%	Ước tính LNST Công ty mẹ Q1/26 tăng 11% svck với hỗ trợ từ 1) Bàn giao Thái Bình Lightsquare; 2) Đóng góp tăng dần từ E.Town 6 khi tòa nhà đi vào vận hành ổn định; 2) Lượng tiền mặt tăng trưởng tốt cuối Q4/25 cùng với lãi suất tăng hỗ trợ tăng trưởng doanh thu tài chính. Chúng tôi kỳ vọng các mảng còn lại bao gồm điện, nước, cơ điện lạnh sẽ duy trì ở mức ổn định.
HDG	Thủy điện, NLTT	162 ↗	5% ↓	-43%	1,101 ↑	56%	LNST công ty mẹ Q1/26 tăng 16% svck. Mảng điện dự báo ghi nhận sản lượng ổn định svck do nền năm ngoài chưa cao. Bàn giao Charm Villa dự vẫn chậm trong Q1/26 do tình hình chung của thị trường. Chi phí tài chính kỳ vọng giảm nhẹ do cùng kỳ năm ngoài ghi nhận lỗ tỷ giá, doanh nghiệp đã tiến hành đảo nợ sang khoản vay nội đối với điện gió 7A trong Q4/25.
POW	Điện khí, than	402 ↘	-10% ↘	-17%	1,944 ↘	-17%	Ước tính LNST Công ty mẹ giảm 10% svck, trong đó, sản lượng các nhà máy tăng nhẹ svck, với Nhơn Trạch 1&2 tăng trưởng tốt, bù đắp cho Cà Mau 1&2, Vũng Áng 1. Tỷ lệ Qc/Qm ước tính ngang so với năm ngoài với huy động từ Qc ~85%. Trong Q1/26, ghi nhận đóng góp bổ sung của NT3&4, tuy nhiên, điều này cũng đem lại gánh nặng giảm doanh thu tài chính (do giảm tiền gửi từ cuối Q4/25) cùng với tăng chi phí tài chính từ các khoản và bổ sung. Đây là yếu tố chính khiến LN giảm theo ước tính của chúng tôi.
NT2	Điện khí	188 ↑	408% ↓	-66%	905 ↘	-20%	Huy động Q1/26 khá tốt, ước tính phục hồi ~45% svck từ nền thấp năm ngoài đạt 872tr kWh, giá khí đi ngang hỗ trợ giá bán điện ổn định. Dữ liệu 2 tháng đầu cho thấy NT2 phần lớn huy động theo Qc, điểm hỗ trợ tốt cho biên LN góp trong bối cảnh giá thị trường điện vẫn đang thấp hơn chi phí biến đổi của nhà máy. Theo đó, chúng tôi ước tính LN góp tăng trưởng 408% svck từ nền thấp năm ngoài
QTP	Điện than	178 →	3% ↓	-73%	774 ↓	-26%	Trong Q1/26, ước tính LNST Công ty mẹ đi ngang svck. Trong đó, cơ bản sản lượng và giá bán điện cũng có xu hướng ổn định trong bối cảnh giá than không có nhiều biến động trong 2 tháng đầu năm, giá thị trường điện 2 tháng đầu năm trung bình đạt 1,100d/kWh (tương đương với 2 tháng năm ngoài). Giai đoạn Q1/26 nhu cầu điện tăng trưởng không quá cao, kỳ vọng huy động sẽ tốt hơn trong các tháng mùa hè từ Q2-Q3.
PC1	Điện NLTT, xây lắp điện	247 ↑	350% ↓	-74%	951 ↘	-9%	Trong Q1/26, ước tính LNST Công ty mẹ tăng mạnh svck, hỗ trợ bởi 1) Ghi nhận bàn giao phần còn lại của dự án Tháp Vàng; 2) Giá Niken hiện tại đạt ~17,000-18,000USD/tấn cao hơn mức 16,000USD/tấn Q1/25, hỗ trợ doanh thu của mảng cải thiện; 3) Lỗ tỷ giá hạ nhiệt svck; 4) WP tiếp tục bàn giao Yên Phong IIA, đóng góp tích cực cho LN từ LDLK. Mặt khác, các mảng như xây lắp, điện và vận hành KCN cơ bản ổn định svck theo ước tính của chúng tôi.
GEG	Thủy điện, NLTT	190 ↓	-50% ↑	129%	593 ↘	-16%	Trong Q1/26, ước tính LNST Công ty mẹ giảm 50% svck, trong đó, sản lượng kỳ vọng duy trì ổn định, chi phí lãi vay dự kiến cũng giảm mạnh do doanh nghiệp trả nợ khá nhiều trong năm ngoài nhờ nguồn tiền bổ sung từ các khoản LN bất thường. Tuy nhiên LN giảm chủ yếu đến từ việc năm ngoài ghi nhận khoản hồi tố từ điện gió TPD1.

Nguồn: MBS Research

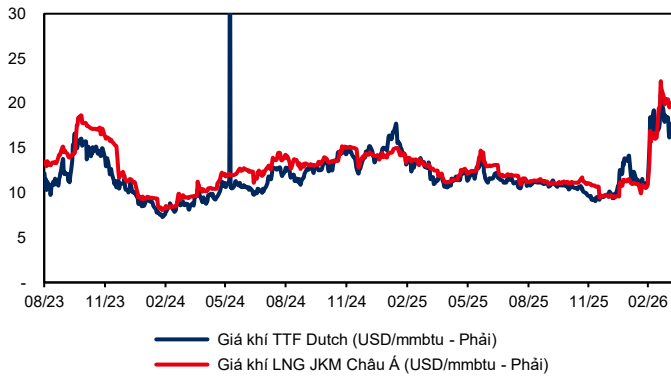
Quyết định 363 - Phê duyệt điều chỉnh quy hoạch năng lượng đến 2030: Nhấn mạnh vai trò quan trọng của NLTT giữa cú sốc nhiên liệu

Việt Nam đang đối mặt với rủi ro về an ninh năng lượng trong bối cảnh giá đầu vào tăng mạnh

Thị trường năng lượng ghi nhận cú sốc lớn kể từ khi cuộc xung đột tại Trung Đông diễn ra, giá các mặt hàng năng lượng như dầu, khí LNG, than nhiệt, đều ghi nhận mức tăng mạnh. Đáng chú ý, đây đều là các mặt hàng chiếm tỉ trọng nhập khẩu ngày càng lớn trong cơ cấu tiêu thụ năng lượng của Việt Nam, kéo theo các rủi ro về an ninh năng lượng trong bối cảnh Việt Nam quyết tâm duy trì tăng trưởng kinh tế 2 chữ số từ nay đến 2030.

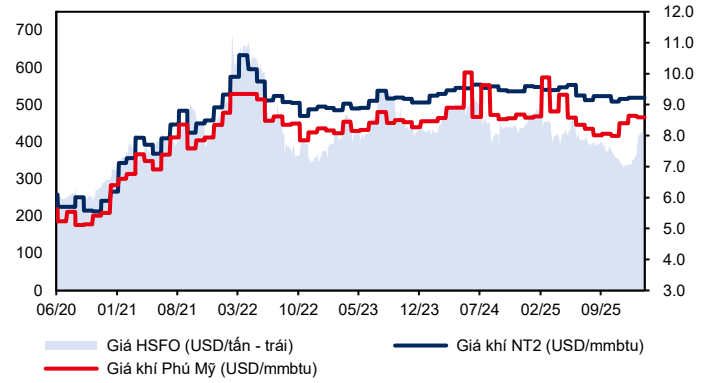
Trên khía cạnh nhu cầu cho phát điện, trong khi nguồn cung than vẫn duy trì được mức độ tự chủ nhất định, mặt hàng về khí được cho là có tính tổn thương cao hơn khi 1) Năng lực cấp khí nội địa đang giảm sút nhanh chóng, các mỏ khí mới như Cá Voi Xanh, Báo Vàng vẫn chưa xác định rõ kế hoạch phát triển; 2) Các nhà máy điện khí LNG sắp tới phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu, một yếu tố rủi ro lớn trong bối cảnh đây sẽ là nguồn điện được thúc đẩy phát triển trong giai đoạn sắp tới.

Hình 1: Giá khí LNG quốc tế tăng vọt từ khi xung đột Mỹ - Iran diễn ra trong Q1/2026, hiện tại ghi nhận tăng ~90% từ đầu năm



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 2: Giá khí trong nước neo cao, dự kiến có xu hướng tăng trở lại trong Q2/26 nếu tình hình chiến sự không hạ nhiệt



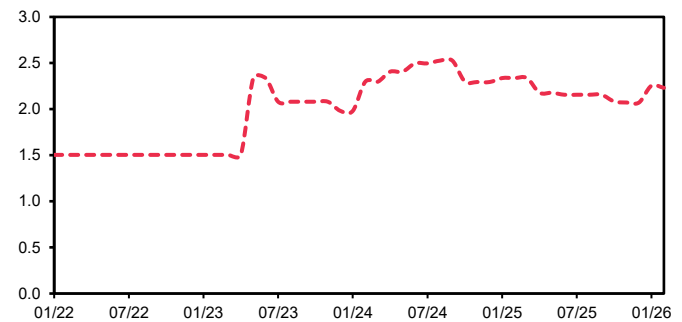
Nguồn: Bloomberg, GENCO3, NT2, MBS Research

Hình 3: Giá than Newcastle Úc bắt đầu tăng trở lại, tuy nhiên, mức tăng chậm hơn giá khí, ~30% từ đầu năm (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 4: Giá than GENCO3 cập nhật cho thấy sự ổn định. Từ 2024, các nhà máy đều phải sử dụng than phối trộn (Đơn vị: Triệu đồng/tấn)



Nguồn: GENCO3, MBS Research

Theo báo cáo trong đề án Điều chỉnh quy hoạch Năng lượng, các rủi ro trên ngày càng trở nên rõ ràng qua thời gian. Trong đó, các chỉ tiêu an ninh năng lượng dài hạn có diễn biến xấu đi do hạn chế nguồn cung năng lượng sơ cấp (NLSC) trong nước; giảm mức độ đa dạng hóa nguồn cung NLSC và loại hình nguồn điện. Ở mặt tích cực các chỉ tiêu an ninh năng lượng dài hạn; độ tin cậy cung cấp điện được cải thiện. Mặt khác, dự trữ xăng dầu, dự trữ than còn chưa đạt yêu cầu. Theo đó, Việt Nam vẫn đối mặt với những thách thức đối với việc đảm bảo an ninh năng lượng do nhu cầu tiêu thụ dự kiến tăng nhanh, nguồn cung năng lượng truyền thống trong nước ngày càng hạn chế, phụ thuộc vào năng lượng nhập khẩu, và dự trữ chiến lược chưa đảm bảo.

Hình 5: Đánh giá một số chỉ tiêu an ninh năng lượng của Việt Nam GD 2010-24

Chỉ tiêu	2010	2015	2020	2024	Nhận xét/Chú thích
Tỷ số trữ lượng và sản xuất dầu và khí tự nhiên (năm)	Than: ~70 năm; Khí TN: ~40 năm; Dầu thô: ~20 năm				Trữ lượng và khả năng cung cấp dầu thô, khí tự nhiên suy giảm nếu không có phát hiện mới; than anthracite ~70 năm với tốc độ khai thác hiện tại.
Sự phụ thuộc vào nhập khẩu năng lượng (% NL sơ cấp)	(17.6)	8.4	41.0	41.9	Phụ thuộc nhập khẩu nhiên liệu tăng mạnh trong các năm gần đây. Xu hướng đáng lưu ý trong đảm bảo an ninh năng lượng.
Tỷ trọng chi phí nhập khẩu than/dầu/khí trong tổng chi phí nhập khẩu (%)	9.7	4.8	4.8	6.8	Tỷ trọng chi phí nhập khẩu nhiên liệu còn thấp.
Đa dạng hóa nhập khẩu xăng dầu (HHI*)	1,700	1,835	1,210	1,245	Mức đa dạng nguồn cung cấp cao, đảm bảo được an ninh cung cấp xăng dầu.
Đa dạng hóa nguồn phát điện (HHI)	2,971	2,539	2,827	3,073	Nguồn điện có xu hướng kém đa dạng hơn.

Đa dạng hóa nguồn cung năng lượng sơ cấp (HHI)	2,078	2,773	3,595	3,418	Cơ cấu năng lượng sơ cấp kém đa dạng hơn, cần phát triển các năng lượng tái tạo, năng lượng thay thế để đa dạng hóa nguồn cung NLSC
Cường độ năng lượng cuối cùng (kgOE/1.000USD 2015)	233.0	187.0	196.0	192.0	Hiệu quả sử dụng năng lượng cải thiện nhưng gần đây có xu hướng tăng nhẹ trở lại do nhu cầu sử dụng than nhiều hơn.
Hệ số dự phòng thô công suất phát điện (%)	30.8	32.4	37.2	42.0	Tỷ lệ dự phòng thô toàn quốc cao do tính đến công suất các nguồn điện NLTT. Dự phòng hệ thống vẫn thấp nếu xét công suất khả dụng theo mùa và giới hạn truyền tải điện liên miền
Thời gian mất điện trung bình SAIDI (phút/KH)		2,281	356.0	220.0	Độ tin cậy cung cấp điện ngày càng cao.
Số lần mất điện trung bình SAIFI (lần/KH)		13.4	3.1	2.1	
Số lần mất điện thoáng qua MAIFI (lần/KH)		2.0	0.8	1.3	
Dự trữ dầu theo ngày nhập ròng			63 ngày		Dự trữ thương mại: 25 ngày cung ứng, tương ứng với 34 ngày nhập ròng, đang bám sát mục tiêu. Dự trữ quốc gia: 9 ngày nhập ròng về sản phẩm và chưa có dầu thô dự trữ, thiếu 5 ngày nhập ròng sản phẩm và 6 ngày dự trữ dầu thô

*HHI: Chỉ số HHI càng thấp càng tốt

Nguồn: Viện Năng lượng, MBS Research

Rủi ro biến động giá bán làm trầm trọng hơn tiến độ phát triển các nguồn điện chiến lược, đặc biệt là nguồn điện khí giai đoạn từ nay đến 2030

Theo đánh giá của Viện Năng lượng, tiến độ thực hiện QHĐ8 từ khi ban hành đến nay (2023-25) chưa đạt mục tiêu và vẫn tiềm ẩn nhiều rủi ro về thiếu điện cho các năm tới. Trong đó, các nguồn điện khí gặp rủi ro chậm tiến độ khá lớn, Trong số 13 dự án nhiệt điện khí LNG (22.400 MW), chỉ có 03 dự án/2.824 MW đã và đang xây dựng (Nhơn Trạch 3,4, Hiệp Phước). Nếu các dự án còn lại không ký được Hợp đồng Mua bán điện (PPA) và Hợp đồng bán khí (GSA) trước năm 2026 thì khó đáp ứng tiến độ vận hành trước năm 2030. Đối với các dự án điện khí nội, các mỏ Báo Vàng và mỏ Cá Voi Xanh chưa xác định rõ trữ lượng và tiến độ nguồn khí cập bờ, nên có nhiều rủi ro tiến độ vận hành. Chúng tôi cho rằng việc giá dầu, khí biến động mạnh trong thời gian gần đây càng làm trầm trọng thêm các rủi ro chậm tiến độ do những lo ngại về yếu tố đầu vào. Về mặt chính sách, mặc dù cơ chế đã khá rõ ràng, khung giá được ban hành trong 2025 và tỷ lệ bao tiêu Qc quy định tối thiểu 65%, nhiều doanh nghiệp cho rằng đây vẫn là mức chưa đủ hấp dẫn trong bối cảnh chi phí tăng cao. Từ đầu năm, Bộ Công Thương đang triển khai dự thảo “Nghị quyết về tháo gỡ khó khăn phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026-2030” trong đó đề xuất nâng tỷ lệ bao tiêu Qc từ 65% lên 75% cho các dự án đi vào vận hành trước 2031, tuy nhiên, hiện tại vẫn chưa được thông qua.

Hình 6: Đánh giá kết quả thực hiện QHĐ8 tính đến hiện tại

Hạng mục	Tỷ lệ thực hiện QHĐ VIII (2023-2025)	Đánh giá / Nhận xét
Nguồn điện	+) Nhiệt điện than: 100% (Hoàn thành NMD Vân Phong 1). +) Điện gió trên bờ: 23% (Thấp). +) Thủy điện: 42% (Thấp) +) Các nguồn LNG, ĐGNK... chậm hoặc khó triển khai.	+) Cơ cấu phụ thuộc lớn vào than và thủy điện; +) Tỷ lệ thực hiện các nguồn NL mới (gió, thủy điện, LNG) thấp so với kế hoạch.

Lưới điện

- +) Trạm biến áp 500-220kV tăng thêm: 41% & 47% (Thấp)
- +) Đường dây 500-220kV tăng thêm: 72% & 26% (Thấp)
- +) Cải tạo đường dây (2021-2024): 75% mục tiêu 2021-2030
- +) Vấn xuất hiện đầy/quá tải cục bộ;
- +) Khối lượng công trình tăng thêm còn chậm so với mục tiêu QHĐ VIII.

Nguồn: Viện Năng Lượng, MBS Research

Hình 7: Ngoài Nhon Trạch 3&4 đã vận hành từ 2026, nhiều dự án điện khí vẫn đang vướng mắc triển khai, có rủi ro chậm tiến độ trước 2030

Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
Điện khí LNG				
Nhon Trạch 3&4	1,624	2025	PVPower	Đi vào vận hành từ T1/2026
LNG Hiệp Phước 1	1,200	2028	Công ty TNHH Hải Linh	Đã ký PPA và khởi công trong T3/2026
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	Dự kiến khởi công xây dựng T12/25
LNG Thái Bình	1,500	2028	TTVN – Tokyo gas – Kyuden	Đã khởi công trong T10/25
LNG Nghi Sơn	1,500	2028		Vướng mắc trong khâu lựa chọn nhà đầu tư
LNG Quỳnh Lập	1,500	2030	PVPower - Tập đoàn SK - Mía đường Nghệ An	Đang thực hiện GPMB
LNG Quảng Trạch II	1,500	2028	EVN	Ký thỏa thuận khung cấp khí LNG trong T2/2026
LNG Hải Lăng	1,500	2028-29	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas	Đang thẩm định NCKT
LNG Cà Ná	1,500	2028	Trung Nam-Sideros River	Công tác GPMB gặp nhiều khó khăn
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		Vướng mắc trong khâu lựa chọn nhà đầu tư
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	VinEnergó - Vingroup	Vingroup đang lên phương án xin thay thế bằng NLTT + BESS
LNG Hiệp Phước 2	1,500	2025-30		
LNG Công Thành	1,500	2031-35		Đề suất chuyển đổi từ NĐ Than sang LNG
LNG Hải Phòng II	3,200	2031-35	VinEnergó - Vingroup	Vingroup đang lên phương án xin thay thế bằng NLTT + BESS
LNG Vũng Áng III	1,500	2031-35		Dự án mới phục vụ nhu cầu điện miền Bắc
LNG Quảng Trạch III	1,500	2031-35	EVN	Ký thỏa thuận khung cấp khí LNG trong T2/2026
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

Nguồn: QHĐ8 Điều chỉnh, MBS Research

Nhiều phương án nguồn điện thay thế được đưa ra để bù đắp rủi ro công suất thiếu hụt trong GD 2025-30, trong đó, nhấn mạnh vai trò của NLTT

Quyết định 363/QĐ-BCT về Điều chỉnh quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia được Bộ Công Thương ban hành trong Tháng 3/2025, mặc dù có nhiều thay đổi so với Quyết định 383 năm 2023, về cơ bản các quan điểm trong Quyết định mới vẫn khá nhất quán với Nghị quyết số 70-NQ/TW về bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia, cũng như Kế hoạch thực hiện QHĐ8 Điều chỉnh vừa được phê duyệt trong 2025. Cụ thể, để bù đắp cho các nguồn điện nền quan trọng đang gặp rủi ro chậm tiến độ như Nhiệt điện (than, khí), điện gió ngoài khơi, Chính phủ khởi động lại chương trình Điện hạt nhân (Ninh Thuận 1&2), tăng cường bổ sung các nguồn điện linh hoạt như BESS, Thủy điện tích năng, điện sinh khối, và đặc biệt quyết tâm đẩy mạnh các nguồn điện NLTT (Điện gió, điện mặt trời). Tất nhiên, nhìn về dài hạn, các dự án

điện khí LNG vẫn đang là trọng tâm phát triển chính bên cạnh NLTT, các thay đổi về quan điểm phát triển nguồn chủ yếu nhằm bù đắp công suất thiếu hụt từ nay đến trước 2030. Chúng tôi tổng hợp lại những thay đổi chính của Quyết định 363 như sau:

Hình 8: Quyết định 363 hướng đến tăng cường tự chủ và dự trữ năng lượng, trong đó, nổi bật quan điểm đẩy mạnh tỷ trọng đóng góp của nguồn NLTT

Mục Tiêu (đến 2030)	Quyết định 363/QĐ-BCT (2026)	Quyết định 893/QĐ-TTg (2023)	Δ (+/-)
Tăng trưởng GDP bình quân 2026-30	10%	7%	+3% ▲
Tổng nhu cầu NL (triệu TOE)	120-130	107	+13-23 ▲
Tổng cung NL sơ cấp (triệu TOE)	150-170	155	+5 ▲
Tổng mức dự trữ xăng dầu (ngày)	90	75-80	+10-15 ▲
Tỷ trọng NLTT trong tổng cung sơ cấp (%)	25-30%	15-20%	+10đ% ▲
Mức khí thải nhà kính (triệu tấn)	433-474	399-499	+4.5 ▲
Sản lượng khai thác dầu thô (triệu tấn/năm)	5.8-8.0	6.0-6.5	+0.4 ▲
Sản lượng khai thác khí tự nhiên (tỷ m3/năm)	5.4-11	5.5-15	-2.05 ▼

Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Hình 9: Các quan điểm bên trên phù hợp với kế hoạch đã phê duyệt trong QHĐ8 Điều chỉnh tập trung phát triển điện NLTT cùng với đẩy mạnh các nguồn điện linh hoạt khác như điện hạt nhân, thủy điện tích năng, điện sinh khối và BESS để bù đắp cho rủi ro các nguồn nhiệt điện

Đơn vị: MW	Kịch bản cơ sở				Kịch bản cao		
Nguồn điện	2025	2030	2035	2050	2030	2035	2050
Nhiệt điện than	29,539	31,055	31,055	25,798	31,055	31,055	25,798
Nhiệt điện khí nội địa	9,393	10,861	7,900	14,930	10,861	7,900	14,930
Nhiệt điện khí LNG	814	8,824	25,524	31,412	8,824	33,447	36,968
Thủy điện	24,600	33,294	39,746	40,624	34,667	40,611	40,611
Điện gió trên bờ, gần bờ	6,774	26,066	33,676	84,696	38,029	44,125	91,400
Điện gió ngoài khơi	-	-	6,000	113,503	-	17,032	139,097
Điện mặt trời (tập trung & áp mái)	17,049	46,459	77,836	293,088	73,416	124,689	295,646
Thủy điện tích năng & pin lưu trữ	-	12,394	18,298	116,810	22,271	31,331	117,310
Điện hạt nhân	-	-	6,000	10,544	-	6,000	14,031
Khác	1,399	14,339	20,885	43,098	17,221	30,238	62,890
Tổng công suất	89,569	183,291	273,949	774,503	236,363	370,953	838,681

Nguồn: QHĐ8 Điều chỉnh, MBS Research

Với quan điểm rõ ràng, hành lang chính sách dần được tháo gỡ, các doanh nghiệp trên sàn đang rục rịch khởi động lại các kế hoạch triển khai dự án

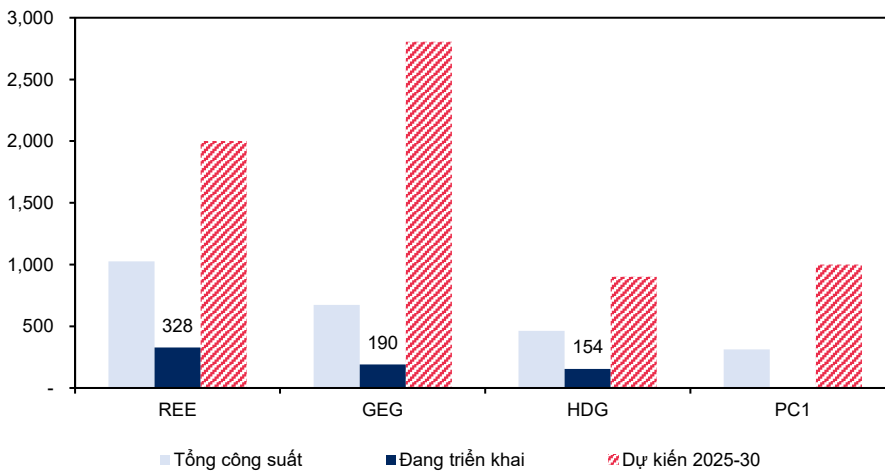
2025 ghi nhận các tín hiệu tích cực trong việc ban hành các chính sách, khởi động lại chu kỳ tăng trưởng của ngành điện NLTT, chúng tôi cho rằng điều này là rất hợp lý khi chúng ta chỉ còn 5 năm để kịp thực hiện các nhiệm vụ được cho là rất tham vọng trong QHĐ8 Điều chỉnh. Cụ thể, trong 2025 ghi nhận ban hành 1) Khung giá cho các loại hình nguồn điện gió, mặt trời (đã bao gồm phân loại theo miền + phương án cho BESS); 2) Hoàn thiện cơ chế đấu thầu các dự án NLTT; 3) Hoàn thiện cơ chế DPPA; 4) Ban hành cơ chế khuyến khích phát triển điện mặt trời áp mái tự sản tự tiêu. Các hành lang chính sách này là cơ sở quan trọng để các doanh nghiệp tính toán và triển khai dự án. Cùng với việc chi phí đầu tư điện mặt trời, điện gió ngày càng giảm, chúng tôi nhận thấy tính khả thi triển khai các nguồn điện này ngày càng lớn thời gian tới.

Quan sát các nhà phát triển NLTT trên sàn như REE, HDG, GEG, chúng tôi nhận thấy sự sôi động trở lại trong kế hoạch triển khai. Bên cạnh đó, nhu cầu

ngày càng tăng đối với NLTT kéo theo nguồn việc lớn cho các doanh nghiệp nhà thầu xây lắp, nổi bật như PC1, TV2. Cụ thể:

- **REE** vừa hoàn thành dự án điện gió Duyên Hải V1-4 (48MW), chuẩn bị thủ tục đầu tư điện gió Trà Vinh V1-3 GĐ2 (48MW); V1-5,V1-6 (80MW); Phú Cường (200MW); nghiên cứu các dự án ĐMT nổi. Đáng chú ý, doanh nghiệp được giao hơn 7.000ha khu vực biển tại xã Đông Hải (tỉnh Vĩnh Long) để đo đạc, khảo sát phục vụ phát triển dự án điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500MW).
- **HDG** kế hoạch nâng gấp đôi công suất đến 2030 đạt ~900MW. Doanh nghiệp bắt đầu triển khai điện gió Phước Hữu (50MW); Nghiên cứu kế hoạch đầu tư điện gió Bình Gia (80MW); và 7A Mở Rộng (21MW).
- **GEG** đang triển khai điện gió VPL2 Bến Tre (40MW); ĐMT Đức Huệ 2 (50MW), và mới đây trúng thầu dự án điện gió gần bờ Tân Thành (100MW). Đáng chú ý, ĐMT Đức Huệ 2 sẽ tích hợp BESS, kỳ vọng là một trong số các dự án áp dụng DPPA đầu tiên với khách hàng Samsung, giá bán ~4.0 UScent/kWh và IRR dự kiến 10%.
- **PC1** mục tiêu nâng tổng công suất điện NLTT lên 1.000MW đến 2030, đang triển khai 2 dự án thủy điện nhỏ và 1 dự án ĐMT nổi tại Điện Biên. Đối với hoạt động xây lắp, doanh nghiệp đã chứng minh được năng lực làm tổng thầu EPC NLTT nội địa, mở rộng năng lực sang thị trường quốc tế sau khi trúng thầu EPC điện gió 58MW tại Philippines.
- **TV2:** GĐ 2026-27 ghi nhận nguồn việc lớn từ hoạt động tổng thầu, bên cạnh dự án lớn Nhiệt điện Ô Môn IV, doanh nghiệp đang thực hiện một số dự án điện sạch như điện sinh khối như Yên Bái 1 (50MW), Tuyên Quang (50MW), điện gió Tân Thuận 3 (25MW). Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng có kế hoạch sở hữu mức cổ phần thiểu số (~25%) tại các dự án điện gió, góp phần tăng trưởng LN bền vững.

Hình 10: Một số doanh nghiệp niêm yết hàng đầu vẫn thể hiện quyết tâm đẩy mạnh công suất NLTT từ nay đến 2030 (Đơn vị: MW)



*Các dự án đang triển khai bao gồm các dự án đã được doanh nghiệp công bố
 Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Chiến lược đầu tư ngành điện 2026: Chúng tôi lựa chọn HDG, PC1

Chúng tôi lựa chọn những doanh nghiệp có chiến lược phát triển đi theo xu hướng chung của ngành - chuyển đổi xanh, càng giá trị hơn trong bối cảnh biến động nhiên liệu hóa thạch đang ảnh hưởng đến an ninh năng lượng nước nhà. Với tiềm năng sẵn có rất lớn, việc đẩy mạnh NLTT là yếu tố quan trọng để tăng tự chủ năng lượng và giảm phụ thuộc vào các yếu tố nhập khẩu. Tất nhiên, chúng tôi nhận thấy ngành NLTT vẫn còn nhiều vấn đề cần phải cải thiện như 1) Giải quyết dứt điểm đối với các dự án sai phạm giá FIT, quyết định xử lý cuối cùng đóng vai trò then chốt để khôi phục niềm tin của nhà đầu tư với thị trường; 2) Cơ chế DPPA chưa đủ hấp dẫn và vẫn còn nhiều điểm phải cải thiện; 3) Cần sớm làm rõ hành lang pháp lý, cơ chế khuyến mãi đặc thù cho ĐGNK;.... Nhìn chung, chúng tôi vẫn tin vào việc các vướng mắc sẽ dần được cởi bỏ và có những cơ chế tốt để tăng động lực tham gia vào ngành, theo đó, chúng tôi ưa thích nhóm doanh nghiệp như PC1, GEG, REE, HDG, TV2.

Trong nhóm này, chúng tôi nhận thấy HDG, REE là nhóm doanh nghiệp có khả năng chống trội khá tốt với rủi ro về lãi suất nhờ bảng cân đối lành mạnh. PC1 mặc dù đối mặt với nhiều rủi ro tài chính do tỷ lệ đòn bẩy cao, doanh nghiệp có triển vọng tăng trưởng tích cực nhờ hưởng lợi rõ ràng từ xu hướng phát triển hạ tầng năng lượng quốc gia. Đối với GEG, mặc dù cũng có tỷ lệ đòn bẩy cao, tuy nhiên với việc cấu trúc doanh thu phụ thuộc hoàn toàn vào điện, dòng tiền tốt, cũng như đã thực hiện trả nợ khá nhiều trong 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ duy trì kinh doanh ổn định, GEG có lợi thế định giá P/B khá rẻ so với trung bình ngành.

Trong ngắn hạn, với tăng trưởng tiêu thụ điện đạt ~7.2% Q1/26, và đang có xu hướng tăng trở lại trong các tháng cao điểm mùa nóng Q2-Q3, chúng tôi cho rằng nhóm nhiệt điện sẽ hưởng lợi từ tăng cường huy động các tháng cao điểm tiêu thụ Q2-Q3. Trong đó, QTP nổi bật do hưởng lợi kép từ 1) Huy động thủy điện kỳ vọng giảm sút khi pha La Nina kết thúc; 2) Huy động điện khí gặp khó khăn do gián đoạn nguồn cung, làm tăng giá dầu và khí.

Hình 11: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD 2026-27 (so với số liệu tại BCCL ngành điện ngày 12/12/2025)

Tỷ đồng	2025	% svck	2026	%svck	Δ%	2027	%svck	Δ%	Nhận xét
POW									
Tổng doanh thu	33,076	10.1%	55,936	69.1%	-3.0%	57,362	2.6%	-2.1%	Điều chỉnh giảm nhẹ dự phóng doanh thu chủ yếu do điều chỉnh giảm doanh thu từ thủy điện.
Doanh thu từ mảng điện	33,076	10.1%	55,936	69.1%	-3.0%	57,362	2.6%	-2.1%	Nhà máy mới NT3&4 hỗ trợ tăng cả sản lượng và giá bán bình quân. Nhơn Trạch 1&2 duy trì huy động tích cực, bù đắp cho Cà Mau 1&2 và thủy điện sụt giảm sản lượng.
LN gộp	4,327	122.1%	5,171	19.5%	-3.9%	5,635	9.0%	-2.1%	Biên LN gộp giảm sv 2025 chủ yếu do 2025 ghi nhận doanh thu bù Qc cao + các khoản doanh thu tỷ giá cuối Q4/25.
Biên LN gộp (%)	12.7%	6.2đ%	9.2%	-3.5đ%	-0.2đ%	9.7%	0.6đ%	0.1đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	1,247	42.6%	1,757	40.9%	2.6%	1,865	6.1%	6.7%	
Doanh thu tài chính	1,040	68.8%	1,038	-0.2%	1.4%	1,160	11.7%	2.9%	
Chi phí tài chính	1,042	56.3%	1,776	70.4%	-4.1%	1,680	-5.4%	-4.0%	
LN ròng	2,341	87.0%	2,117	-9.6%	1.7%	2,616	23.6%	-1.5%	

NT2									
Tổng doanh thu	7,958	34%	8,697	9%	5%	8,765	1%	2%	Điều chỉnh tăng nhẹ doanh thu do điều chỉnh giá định giá khí từ 9.3 lên 9.7 USD/mmbtu. Lượng tiền mặt cuối 2025 tăng cao hơn dự kiến, kỳ vọng xu hướng duy trì trong các năm tới nhờ triển vọng huy động ổn định. Lãi vay tăng mạnh đến từ khoản vay ngắn hạn bổ sung vốn lưu động cuối 2025. Xu hướng lãi suất tăng cũng sẽ tác động một phần.
Doanh thu từ mảng điện	7,958	34%	8,697	9%	5%	8,765	1%	2%	
LN gộp	1,248	2322%	1,008	-19%	2%	994	-1%	0%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	16%	14.8đ%	12%	-4.1đ%	-0.3đ%	11%	-2.1đ%	-0.2đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	85	5%	102	20%	-2%	98	-4%	-4%	
Doanh thu tài chính	170	70%	256	50%	43%	276	8%	39%	
Chi phí tài chính	66	72%	113	70%	105%	102	-9%	120%	
LN ròng	1,130	1264%	892	-21%	4%	911	2%	3%	

QTP									
Tổng doanh thu	10,786	-9%	11,195	4%	-6%	11,420	2%	-1%	Điều chỉnh tăng biên LN gộp, môi trường huy động cải thiện trong 2025 dự kiến duy trì trong 2026. Mức giảm sv 2025 chủ yếu do khoản doanh thu bù tỷ giá ghi nhận Q4/25. Tăng mạnh doanh thu tài chính, điều chỉnh tăng theo lượng tiền mặt cuối Q4/25 nhờ các khoản thu bất thường từ tỷ giá. Tăng LN ròng chủ yếu do biên LN gộp cải thiện.
Doanh thu từ mảng điện	10,786	-9%	11,195	4%	-6%	11,420	2%	-1%	
LN gộp	1,526	85%	1,024	-33%	21%	1,126	10%	19%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	14%	7.2đ%	9%	-5.0đ%	2.1đ%	10%	7.8đ%	1.7đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	120	5%	113	-6%	-2%	118	4%	5%	
Doanh thu tài chính	29	345%	64	121%	571%	82	28%	436%	
Chi phí tài chính	10	-51%	12	18%	-25%	14	19%	-17%	
LN ròng	1,051	70%	774	-26%	33%	865	12%	30%	

HDG									
Tổng doanh thu	2,786	3%	3,686	32%	-9%	4,511	22%	-1%	Giảm tốc độ bàn giao Charm Villa 2026 do các động thái kiểm soát thị trường BDS, kéo theo thanh khoản giảm. Doanh thu thủy điện điều chỉnh giảm nhẹ do rủi ro El Nino rõ ràng hơn trong nửa cuối 2026. Điều chỉnh giảm doanh thu tài chính do giảm nguồn thu từ BDS + phù hợp hơn với lượng tiền mặt cuối 2025. Chi phí tài chính giảm mạnh sv dự phóng trước, doanh nghiệp thực hiện trả nợ nhiều trong 2025, rủi ro tỉ giá cũng giảm do đảo khoản nợ gốc EUR sang VND cuối Q4/25.
Doanh thu từ mảng điện	2,274	20%	2,154	-5%	-4%	2,536	18%	0%	
LN gộp	1,754	10%	2,381	36%	-13%	2,965	25%	-5%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	63%	4.4đ%	65%	1.6đ%	-0.4đ%	66%	1.8đ%	0.4đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	299	-34%	372	24%	4%	429	15%	7%	
Doanh thu tài chính	75	25%	93	23%	-24%	120	30%	-15%	
Chi phí tài chính	293	-15%	355	21%	-19%	392	10%	-14%	
LN ròng	706	103%	1,101	56%	-15%	1,363	24%	-8%	

PC1									
Tổng doanh thu	13,085	30%	13,577	4%	-4%	16,163	19%	-8%	Điều chỉnh giảm chủ yếu do giảm doanh thu xây lắp.
Doanh thu từ mảng điện	1,802	6%	1,815	1%	-1%	2,032	12%	2%	
Doanh thu xây lắp điện	6,688	81%	6,353	-5%	-11%	7,305	15%	-11%	Điều chỉnh giảm do lượng backlog sang 2026 không cao như dự kiến, doanh nghiệp hạch toán các dự án lớn phân nhiều trong 2025.
LN gộp	2,716	30%	2,733	1%	5%	3,526	29%	0%	Biên LN gộp cải thiện đến từ điều chỉnh tăng biên LN gộp mảng xây lắp.
Biên LN gộp (%)	21%	0.1đ%	20%	-0.6đ%	1.6đ%	22%	8.4đ%	1.7đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	652	15%	720	10%	-7%	831	15%	-12%	Điều chỉnh giảm chi phí bán hàng & QLDN phù hợp với tỷ lệ của 2025.
Doanh thu tài chính	247	33%	201	-19%	16%	235	17%	19%	Lượng tiền mặt cuối Q4/25 tăng cao hơn dự kiến.
Chi phí tài chính	815	-12%	940	15%	7%	912	-3%	10%	Điều chỉnh tăng lãi suất trung bình phải ảnh hưởng rủi ro thị trường.
LN ròng	1,050	128%	952	-9%	22%	1,641	72%	14%	

REE									
Tổng doanh thu	10,026	19%	10,992	10%	1%	12,477	14%	2%	Giảm nhẹ doanh thu thủy điện, bù đắp bởi dự án điện gió V1-4 đi vào vận hành sớm hơn dự tính trước đó.
Doanh thu từ mảng điện	5,133	20%	5,281	3%	-2%	6,399	21%	-1%	
LN gộp	3,775	21%	4,445	18%	-0.4%	4,860	9%	1%	Cơ bản không có điều chỉnh đáng kể sv dự phóng trước.
Biên LN gộp (%)	38%	0.4đ%	40%	2.8đ%	0.0đ%	39%	-3.7đ%	0.0đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	775	11%	847	9%	-1%	987	16%	-1%	
LN từ LDLK	840	17%	865	3%	-2%	912	5%	-1%	
Doanh thu tài chính	447	41%	318	-29%	-5%	570	80%	7%	
Chi phí tài chính	740	-6%	884	19%	3%	1,015	15%	5%	
LN ròng	2,529	27%	2,830	12%	-3%	3,212	13%	0%	

Nguồn: MBS Research

Tổng hợp định giá và Luận điểm đầu tư

Hình 12: Tổng hợp định giá và Luận điểm đầu tư các doanh nghiệp ngành điện

Cổ phiếu	Rating	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
PC1	Khả quan	33,000	<ul style="list-style-type: none"> Giá mục tiêu 33,000đ/cp, điều chỉnh tăng (17% sv báo cáo tháng 11/2025) chủ yếu do tăng EPS 2026/27 lần lượt 22%/14%, phản ánh triển vọng tích cực hơn của biên LN gộp mảng xây lắp + kế hoạch bàn giao nốt Tháp Vàng trong 2026. Mảng xây lắp điện và tổng thầu hưởng lợi trong chu kỳ đẩy mạnh phát triển hạ tầng năng lượng quốc gia. Với vị thế và năng lực đã được chứng minh, doanh nghiệp kỳ vọng mảng tăng trưởng trung bình 12% GD 2026-30 với nguồn việc lớn theo QHĐ 8 Điều chỉnh. Tăng trưởng kép EPS 2026-27 đạt 35% CAGR, thúc đẩy bởi mảng BDS KCN. Bên cạnh Western Pacific - công ty LDLK PC1, sở hữu danh mục đầu tư gồm các dự án quy mô như Yên Phong IIA, Đồng Văn 5, Yên Lư MR (~370ha), doanh nghiệp xúc tiến tự đầu tư 100% cổ phần Nomura 2 (~200ha) nằm tại vị trí đắc địa Hải Phòng. Nền giá Niken tăng nhẹ từ mức 15,000USD/tấn lên ~17-18,000USD/tấn trong Q1/26 hỗ trợ triển vọng doanh thu mảng khai khoáng. Doanh nghiệp vẫn đảm bảo các dự án BDS quy mô vừa và nhỏ, ưu tiên bán hàng nhanh để làm động lực cho tăng trưởng ngắn hạn như bàn giao nốt Tháp Vàng trong nửa đầu 2026, lên kế hoạch triển khai dự án thấp tầng Gia Lâm trong 2026-27.

<p>HDG</p>	<p>Khả quan</p>	<p>40,600</p>	<ul style="list-style-type: none"> Bảng cân đối lành mạnh, tỷ lệ đòn bẩy thấp và dòng tiền tốt từ mảng điện là yếu tố giúp HDG chống trội với các khó khăn thị trường. Nhờ năng lực triển khai dự án tốt, các dự án điện được hưởng mức lãi suất thấp, rủi ro tỷ giá cũng được loại bỏ sau khi doanh nghiệp tái cấu trúc khoản nợ EUR của điện gió 7A sang khoản vay nội địa. HDG là lựa chọn phù hợp trong bối cảnh rủi ro về lãi suất và lạm phát có diễn biến khó lường. Tăng trưởng kép LN ròng 2026/27 đạt ~30% svck. Trong đó, động lực tăng trưởng chính phụ thuộc vào bàn giao Charm Villa GD3. Trong 2026, tăng trưởng nhiều khả năng sẽ phụ thuộc vào bàn giao BDS do thủy điện ghi nhận giảm sản lượng từ nền cao năm ngoái, yếu tố chu kỳ thời tiết là đặc thù của thủy điện, không làm thay đổi quan điểm định giá. Doanh nghiệp nổi bật trong chu kỳ phát triển mới của NLTT, tham vọng tăng gấp đôi công suất đến 2030 với một số dự án đang triển khai như thủy điện nhỏ La Trọng (18MW); Sơn Linh, Sơn Nham (24MW), điện gió Phước Hữu (50MW) và Bình Gia (80MW). Ở mảng BDS, HDG ghi nhận một số dự án được đưa vào danh sách thí điểm Nghị quyết 171 như 62 Phan Đình Giót, Minh Long, Green Lane, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ mất từ 1-2 năm hoàn thiện pháp lý, thúc đẩy triển vọng tăng trưởng từ 2028.
<p>REE</p>	<p>Khả quan</p>	<p>77,700</p>	<ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp cho thấy tham vọng mở rộng công suất lớn với 4 dự án điện gió gói đầu (328MW), bao gồm Duyên Hải V1-4 (48MW vận hành trong T4/26); Trà Vinh V1-3 GDD2 (48MW); V1-5, V1-6 (80MW); Điện gió Phú Cường (100MW), đồng thời đang xin phê duyệt đầu tư các dự án ĐMT nổi nhờ sở hữu các nhà máy thủy điện có hồ chứa lớn. Ngoài ra, REE cũng đang chuẩn bị công tác nghiên cứu và đầu tư điện gió ngoài khơi Nam Bộ 3 (500MW), hiện tại đây đang là doanh nghiệp tích cực nhất trong hoạt động triển khai dự án mới theo quan sát của chúng tôi. Tăng trưởng LN ròng 2026-27 bền vững ~12% svck, trong bối cảnh thủy điện – mảng kinh doanh chính sẽ ghi nhận giảm tăng trưởng từ nền cao 2025, khi xác suất El Nino xuất hiện từ nửa cuối 2026 là khá cao. Theo đó, các động lực thay thế bao gồm 1) Bàn giao phần còn lại các sản phẩm thấp tầng của The Light Square và tiếp tục lấp đầy tòa nhà văn phòng E.Town 6; 2) Các dự án điện gió mới đi vào hoạt động bù đắp một phần sản lượng giảm mảng thủy điện; 3) Mảng nước cũng ghi nhận tăng trưởng tốt nhờ dự án nước sạch Sông Đà GD2 của VCV. Hoạt động M&E hưởng lợi lớn trong chiến phát triển hạ tầng quốc gia, bao gồm hạ tầng sân bay, BDS, năng lượng, trung tâm dữ liệu. Kỳ vọng tăng trưởng bền vững trong 2026-30.
<p>GEG</p>	<p>Khả quan</p>	<p>19,000</p>	<ul style="list-style-type: none"> LN ròng 2026 mặc dù ghi nhận giảm 19% svck do không còn các khoản bất thường, tuy nhiên nếu nhìn rộng hơn, quy mô LN giai đoạn tới kỳ vọng ~500 tỷ so với mức chỉ ~200 tỷ trước 2024, các nhà máy về cơ bản đi vào vận hành ổn định. Về chiến lược phát triển, GEG đang triển khai điện gió VPL2 Bến Tre (40MW); ĐMT Đức Huệ 2 (50MW), và mới đây trúng thầu dự án điện gió gần bờ Tân Thành (100MW). Đáng chú ý, ĐMT Đức Huệ 2 sẽ tích hợp BESS, kỳ vọng là một trong số các dự án áp dụng DPPA đầu tiên với khách hàng Samsung, giá bán ~4.0 UScent/kWh. Định giá khá rẻ so với quy mô công suất (672MW) với P/E 7.6x và P/B 1.1x, thấp hơn mức trung bình ngành. Doanh nghiệp thuần điện và có dòng tiền tốt, thực hiện trả nợ nhiều GD 2024-25 để cải thiện cấu trúc tài chính. Mặc dù đã liên tục cải thiện tỷ lệ đòn bẩy nhờ mua lại trước hạn và thanh toán nợ khá tích cực, GEG vẫn phải đối mặt với rủi ro khó lường về lãi suất tăng ăn mòn LN trong 2026
<p>QTP</p>	<p>Khả quan</p>	<p>16,100</p>	<ul style="list-style-type: none"> LN 2026 ghi nhận giảm chủ yếu do nền cao 2025 khi được ghi nhận các khoản doanh thu từ tỷ giá trong Q4. Chúng tôi nhận thấy xu hướng huy động khá thuận lợi trong 2026, nhờ 1) Huy động thủy điện dự kiến giảm do xác suất pha El Nino trở lại từ nửa cuối năm; 2) Huy động điện khí gặp khó khăn trong bối cảnh rủi ro nguồn cung và giá khí tăng cao; 3) Giá thị trường điện duy trì ở mức cao có thể giúp đảm bảo LN nhà máy. QTP phù hợp cho giai đoạn đầu tư Q2-Q3 khi miền Bắc bước vào cao điểm tiêu thụ điện mùa nắng nóng. Tỷ suất cổ tức ~9.4%, P/B hiện tại chỉ đạt 1.0x, là lựa chọn rủi ro thấp và hợp lý cho chiến lược đầu tư ngành phòng thủ. Câu chuyện huy động điện than thường khá nổi bật những năm thủy điện giảm sản lượng trong bối cảnh Việt Nam vẫn gặp nhiều rủi ro về thiếu điện. Ở mặt hạn chế, QTP hiện đang phải đầu tư hệ thống giảm phát thải ~3,500 tỷ đồng khi dự kiến trong 2026-27 sẽ chuẩn bị thí điểm áp dụng hạn ngạch phát thải. Mặc dù chi phí đầu tư mới khả năng sẽ được đẩy qua giá bán, điều này vẫn tiềm ẩn rủi ro tăng chi phí trong giai đoạn đầu.
<p>POW</p>	<p>Khả quan</p>	<p>15,600</p>	<ul style="list-style-type: none"> Cổ phiếu đầu ngành, tiên phong trong chiến lược phát triển nguồn điện nền sạch hơn thay thế điện than trong dài hạn là điện khí LNG. Triển vọng tích cực hơn nếu đề xuất nâng tỷ lệ bao tiêu Qc điện khí LNG từ 65% lên 75% được phê duyệt. Sau NT3&4 vừa đi vào vận hành trong đầu 2026, POW hiện theo đuổi nhiều dự án điện khí LNG quy mô lớn khác là LNG Quảng Ninh (1,500MW); LNG Quỳnh Lập (1,500MW); và LNG Cà Mau 3 (1,200MW). Triển vọng LN 2026 kém khả quan, đến từ các rủi ro giá khí đầu vào tăng mạnh trong bối cảnh xung đột Mỹ - Iran chưa có dấu hiệu kết thúc rõ ràng, có thể khiến gián đoạn nguồn cung khí, cũng như giảm khả năng cạnh tranh trên thị trường điện. Bên cạnh đó, Nhon Trạch 3&4 đi vào vận hành kéo theo các áp lực về chi phí tài chính lớn trong những năm đầu, tuy nhiên, yếu tố này đã được ban lãnh đạo lường trước. Theo đó, ước tính LN ròng 2026 sẽ giảm 10% svck và phục hồi từ 2027 khi các nhà máy dần vận hành ổn định. Định giá khá hấp dẫn so với quy mô công suất. Mức giá hiện tại tương đương P/B 1.0x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành (1.5x).

NT2	Trung Lập	27,300	<ul style="list-style-type: none"> LN ước tính giảm 21% svck từ nền cao năm 2025, giai đoạn nhà máy được bù Qc nhiều và các khoản doanh thu từ tỷ giá được thanh toán trong Q4/25. Nếu nhìn thuần về huy động, kỳ vọng huy động sản lượng vẫn sẽ tích cực, nhà máy vẫn được giao Qc cao và được phân bổ khí khá ổn định. Về định giá, mức giá hiện tại tương đương tỷ suất cổ tức 5.9%, không quá hấp dẫn nếu so với các kênh đầu tư thay thế trong khi triển vọng lợi nhuận ổn định. Chúng tôi khuyến nghị trung lập với NT2.
-----	-----------	--------	--

Nguồn: MBS Research

Hình 13: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Vốn hóa tr USD	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
			TTM	2026	Hiện tại	2026	TTM	2026	TTM	2026	TTM	2026	
Điện khí													
PVPower	POW VN	1,515.0	15.1	19.1	1.1	1.0	2.8	2.2	7.3	5.9	7.9	5.7	78%
GENCO3	PGV VN	1,028.3	7.3	na	1.5	1.5	6.7	3.2	23.3	15.7	4.1	na	153%
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	286.5	6.8	8.3	1.5	1.5	12.5	10.0	24.3	19.0	2.9	3.1	36%
<i>Trung bình</i>			9.7	13.7	1.4	1.3	7.3	5.1	18.3	13.5	5.0	4.4	89%
<i>Trung vị</i>			7.3	13.7	1.5	1.5	6.7	3.2	23.3	15.7	4.1	4.4	78%
Điện than													
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	203.2	15.6	na	0.9	na	4.8	na	5.8	na	4.4	na	0%
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	220.0	5.6	8.3	1.0	1.0	13.6	10.1	18.8	15.3	4.1	4.3	2%
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	126.0	19.5	18.0	0.7	0.8	3.2	3.5	3.7	4.3	13.5	na	0%
<i>Trung bình</i>			13.6	13.2	0.9	0.9	7.2	6.8	9.4	9.8	7.3	4.3	1%
<i>Trung vị</i>			15.6	13.2	0.9	0.9	4.8	6.8	5.8	9.8	4.4	4.3	0%
Thủy điện													
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	388.5	11.8	na	2.1	na	10.2	na	17.9	na	7.3	na	55%
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	205.5	11.3	na	1.5	na	11.9	na	14.1	na	5.7	na	12%
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	170.4	9.7	na	2.1	na	17.3	na	22.4	na	6.3	na	18%
CTCP Thủy điện Thác Bà	TBC VN	83.9	11.5	na	1.9	na	12.1	na	17.1	na	6.8	na	6%
CTCP Thủy điện Miền Nam	SHP VN	132.4	12.6	na	2.5	na	20.4	na	20.3	na	7.3	na	0%
CTCP Thủy điện Sông Ba Hạ	SBH VN	190.8	18.3	na	3.1	na	13.6	na	14.5	na	10.4	na	0%
CTCP Thủy điện Thác Mơ	TMP VN	147.3	12.2	na	2.3	na	14.8	na	20.0	na	8.2	na	15%
<i>Trung bình</i>			12.5	na	2.2	na	14.3	na	18.0	na	7.4	na	15%
<i>Trung vị</i>			12.0	na	2.2	na	14.0	na	18.0	na	7.3	na	13%
Doanh nghiệp đa ngành + NLTT													
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	1,372.1	14.3	13.7	1.7	1.5	6.6	6.1	12.6	11.3	9.2	9.1	43%
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	404.0	13.8	9.9	1.5	1.3	5.4	7.7	11.8	14.4	7.5	5.9	56%
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	426.4	12.2	13.4	1.7	1.3	4.5	3.9	15.2	12.1	6.1	7.0	132%
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	212.3	8.9	13.8	1.3	1.0	4.7	3.2	16.1	9.0	6.7	6.4	128%
<i>Trung bình</i>			12.3	12.7	1.6	1.3	5.3	5.2	13.9	11.7	7.4	7.1	90%
<i>Trung vị</i>			13.0	13.6	1.6	1.3	5.1	5.0	13.9	11.7	7.1	6.7	92%
Tư vấn xây dựng điện													
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	TV2 VN	95.3	26.5	na	1.9	na	3.6	na	7.1	na	13.2	na	6%
CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 1	TV1 VN	33.8	6.9	na	2.3	na	7.9	na	23.4	na	4.5	na	70%
<i>Trung bình</i>			16.7	na	2.1	na	5.8	na	15.3	na	8.9	na	38%
<i>Trung vị</i>			16.7	na	2.1	na	5.8	na	15.3	na	8.9	na	38%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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 thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬP Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Nghiêm Phú Cường

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Vũ Lê Giang

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Võ Đức Anh

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly