

Điện

Tăng trưởng trên cơ sở cân bằng cung cầu

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

24/12/2025

Kết quả kinh doanh 9T/2025 có sự phân hóa

Thủy điện trở thành nguồn cung chính trong tổng sản lượng cả nước, nhờ đó các doanh nghiệp có một năm kinh doanh thuận lợi. Kết quả kinh doanh (KQKD) nhóm điện than giảm sút do đối mặt sản lượng bị suy giảm và giá bán trung bình trên thị trường cạnh tranh (FMP) giảm một nửa so với cùng kỳ. Điện khí nhờ điều kiện vận hành thuận lợi nên ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ấn tượng.

Sản lượng điện 2026 tăng trưởng từ mức nền thấp

Chúng tôi đánh giá tăng trưởng tốc độ cao của tiêu thụ điện sẽ quay trở lại trong năm 2026 nhờ các động lực chính: i) Nhóm sản xuất công nghiệp gắn liền đầu tư công và xuất khẩu dẫn dắt tăng trưởng, ii) Nền nhiệt dự báo cao hơn khiến nhu cầu sử dụng thiết bị làm mát gia tăng iii) Các dự án điện quan trọng hoàn thành và đưa vào sử dụng đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ điện.

Điện than thay thế thủy điện trở thành trụ cột cung ứng

Với dự phóng tiêu thụ điện sẽ đạt tăng trưởng ở mức cao và áp lực cạnh tranh huy động với thủy điện được giảm bớt, KBSV cho rằng kịch bản huy động điện trong 2026 sẽ có sự tương đồng với 2024, khi mà điện than đóng vai trò trụ cột chính trong sản xuất điện. Với thủy điện, sản lượng có thể được duy trì trong nửa đầu năm nhưng sau đó bước vào giai đoạn suy giảm trong nửa cuối 2026. Đối với điện khí, nhà máy Nhơn Trạch 3&4 khi đi vào hoạt động sẽ đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ điện toàn ngành.

Tiến độ triển khai các công trình năng lượng mới tích cực

Các động lực chính giúp thu hút nguồn vốn và gia tăng đầu tư xây dựng hạ tầng điện lực gồm: i) Bảo đảm nguồn cung thượng nguồn dầu khí với kế hoạch chi tiêu đầu tư hạ tầng dầu khí cao kỷ lục trong 2025-2026, đạt hơn 25,000 tỷ VND (+125%% YoY) là cơ sở triển khai các nhà máy khí nội địa; ii) Tháo gỡ thủ tục pháp lý với các dự án trọng điểm ngành năng lượng; iii) Tình hình tài chính EVN cải thiện hỗ trợ giải ngân đầu tư hạ tầng lưới điện và iv) Lượng lớn công suất năng lượng tái tạo sẽ được triển khai sau khi đấu thầu.

Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Điện trong 2026

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải hồi phục và các chính sách mới thúc đẩy đầu tư ngành điện. Nhìn chung các doanh nghiệp sẽ ghi nhận sự hồi phục trong KQKD, trong đó một số sẽ hưởng lợi từ cơ hội đầu tư các dự án mới, tạo động lực tăng trưởng dài hạn.

Tích cực duy trì

Khuyến nghị

POW	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	16,400 VND

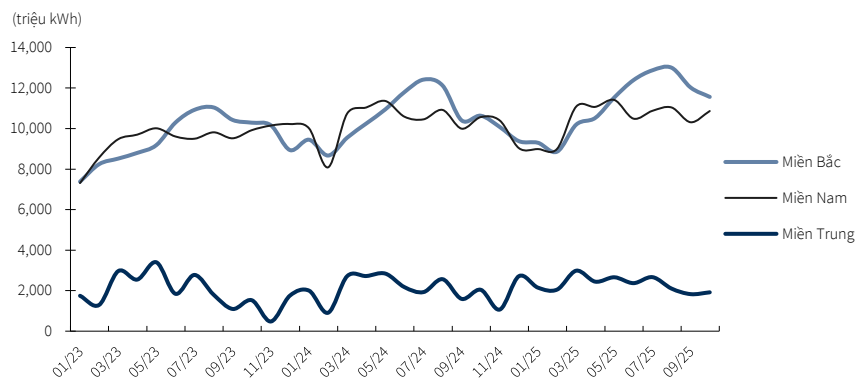
REE	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	66,500 VND

Kết quả kinh doanh 9T2025

Tiêu thụ điện hồi phục trong nửa cuối năm nhờ sản xuất công nghiệp dẫn dắt

10 tháng đầu năm 2025, nhu cầu sử dụng các thiết bị điện làm mát của hộ gia đình giảm sút do nền nhiệt độ mát mẻ hơn khiến cho tăng trưởng sản lượng điện giảm tốc, đạt 268.7 tỷ kWh (3.8% YoY) và chỉ hoàn thành 71% dự báo tiêu thụ điện năm 2025. Loại bỏ ảnh hưởng của biến động nền nhiệt độ, xét riêng từ nửa cuối năm, sự hồi phục tích cực của khối sản xuất công nghiệp (chỉ số PMI nửa sau năm 2025 ghi nhận trên mức 50 điểm) là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ điện cả nước đạt 5.8% YoY. Về khu vực, tiêu thụ điện tại phía Bắc 10T/2025 tiếp tục dẫn đầu cả nước về tốc độ tăng trưởng, đạt 112.3 tỷ kWh (+5.7% YoY), trong khi khu vực phía Nam (bao gồm Hồ Chí Minh) gần như đi ngang, đạt 105 tỷ kWh (+1% YoY).

Biểu đồ 1. Sản lượng điện tiêu thụ theo khu vực



Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

Điện than và thủy điện thay phiên nhau đóng góp tỷ trọng lớn của tổng sản lượng

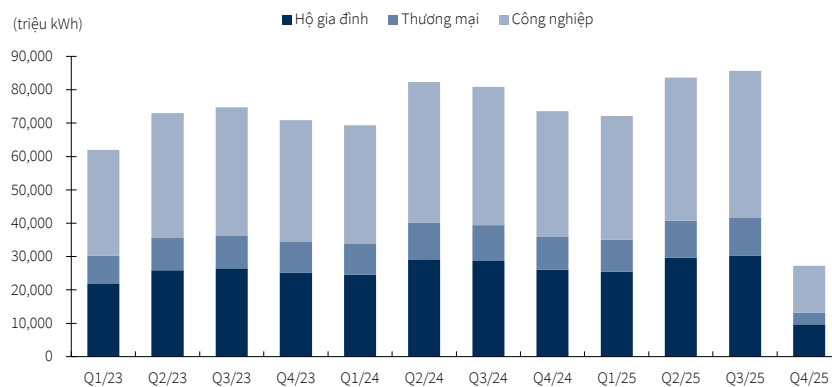
Trong nửa đầu năm, sản lượng điện than suy giảm, đạt 85 tỷ kWh (-2% YoY) do tiêu thụ điện cả nước tăng trưởng thấp (+2.7% YoY). Kể từ nửa cuối năm, nhờ mưa lớn kéo dài đem lại điều kiện thời tiết thuận lợi, thủy điện được tăng cường vận hành, đạt 51.1 tỷ kWh (+7.1% YoY), chiếm hơn 45% trong tổng sản lượng cả nước. Đến hết tháng 11/2025, đa số các hồ thủy điện lớn đã đạt đủ dung tích lưu trữ, sẵn sàng công suất phát điện cho 2026.

Môi trường huy động thuận lợi hơn trong 2025 đã hỗ trợ đáng kể hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp điện khí

Dù tăng trưởng tiêu thụ điện 10T/2025 chỉ đạt 3.8%, giảm tốc so với mức 10% của năm 2024 nhưng bức tranh lợi nhuận của các doanh nghiệp điện khí (POW, NT2) lại tích cực hơn nhờ môi trường huy động thuận lợi xoay quanh 3 thay đổi chính: i) Mức sản lượng hợp đồng (Qc) của các nhà máy nhiệt điện khí cao hơn; ii) Kế hoạch phân bổ Qc liên tục cho 3-6 tháng sắp tới (thay vì 1 tháng như 2024) giúp cho các nhà máy có thể lên kế hoạch linh hoạt để chuẩn bị nguồn cung nhiên liệu đầu vào. Trái lại, điện than có một năm kinh doanh kém thuận lợi bởi sản lượng suy giảm từ mức nền cao của 2024. Đồng thời, việc thủy điện tăng

sản lượng chào bán trên thị trường điện cạnh tranh cũng khiến giá FMP trung bình Q3/2025 giảm một nửa so với cùng kì (khoảng 500-600 VND/kWh).

Biểu đồ 2. Sản lượng điện theo nguồn tiêu thụ tính đến 10T/2025



Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

Triển vọng năm 2026

Sản lượng điện trong 2026 tăng trưởng tích cực từ mức nền thấp trên cơ sở cung cầu điện đạt mức cân bằng

Sang 2026, Bộ Công thương đưa ra các kịch bản tiêu thụ điện. Trong đó, kịch bản cơ sở tăng 8.5% và 2 kịch bản cao hơn từ 10-12% tương ứng với các mục tiêu tăng trưởng kinh tế đột phá. Với mục tiêu tăng trưởng GDP trên 10% đặt ra trong 2026, chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức 10-12% của kịch bản cao là khá khiêm tốn và sẽ dễ dàng đạt được nhờ: i) Các hoạt động sản xuất thâm dụng điện năng như thép, xi măng và hóa chất sẽ tiếp tục hoạt động thuận lợi trong 2026 nhờ chính sách thúc đẩy xây dựng đầu tư công và hoạt động xuất khẩu hồi phục; ii) Nền nhiệt độ cao hơn trong 2026 do tác động gia tăng xác suất của pha El Nino khiến nhu cầu làm mát bằng các thiết bị điện tăng cao và iii) Nhu cầu sạc xe điện tại Hà Nội gia tăng khi việc chuyển đổi xe máy có hiệu lực từ 1/7/2026. Theo đó, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ đạt 10%, tương đương hệ số co giãn là 1 lần.

Về phía nguồn cung, các chính sách hỗ trợ và thúc đẩy đầu tư đã chứng minh được hiệu quả khi hàng loạt dự án điện mới sẵn sàng vận hành và sẽ bổ sung đáng kể công suất phát điện từ 2026 bao gồm: i) Tổ máy số 1 dự án BOT Vũng Áng 2 (665 MW) vận hành từ Q3/2025, ii) Dự án Nhơn Trạch 3&4 (1,624 MW) vận hành thương mại từ 01/01/2026, iii) Dự án Nhiệt điện Quảng Trạch 1 (1,403 MW) dự kiến vận hành thương mại vào 5/2026.

Biểu đồ 3. Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm dự kiến vận hành vào trong 2026-2028

Dự án	Khu vực	Công suất	Tiến độ
Điện than			
BOT Vũng Áng 2	Hà Tĩnh	1,330	Q3/2025: Đưa tổ máy số 1 vào vận hành Q3/2026: Dự kiến đưa nhà máy hoạt động trở lại sau khi hoàn thành sửa kho chứa than
Nhiệt điện Quảng Trạch 1	Quảng Bình	1,403	Q2/2026: Dự kiến đi vào vận hành
Nhiệt điện Long Phú	Sóc Trăng	1,200	Q2/2026: Dự kiến hoàn thành lắp đặt lò hơi Q3/2026: Dự kiến phát điện tổ máy 1 Q4/2026: Dự kiến phát điện tổ máy 2
Điện khí nội địa			
Ô Môn 1	Cần Thơ	660	Q3/2025: Thực hiện cải tạo chuyển đổi nhiên liệu nhà máy Q1/2027: Dự kiến hoàn thành cải tạo và đi vào vận hành
Ô Môn 4	Cần Thơ	1,155	Q3/2025: Khởi công xây dựng dự án 2028: Dự kiến vận hành thương mại
Điện khí LNG			
Nhơn Trạch 3&4	Đồng Nai	1,624	Q1/2026: Vận hành thương mại dự án

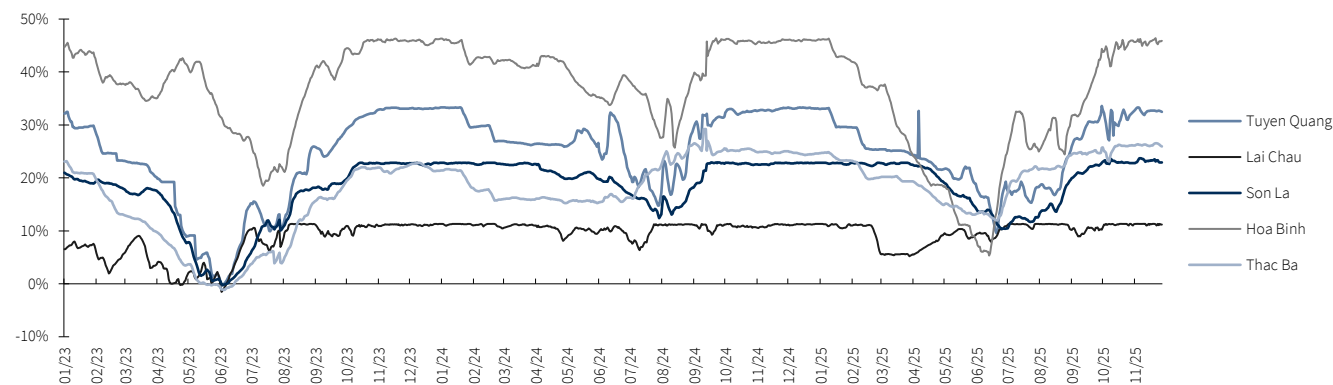
Nguồn: KBSV tổng hợp

Thủy điện bước vào giai đoạn không thuận lợi trong 2026

Theo dự báo của Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia (NCHMF), xác suất thời tiết chuyển sang pha trung tính trong các tháng cuối năm 2024 và đầu năm 2025 vào khoảng 60-85%, sau đó pha thời tiết El Nino sẽ tăng dần xác suất lên mức cao 30-40% trong nửa cuối năm. Theo đó, lượng mưa cả năm 2026 được dự báo ở mức thấp hơn cùng kì. KBSV cho rằng thủy điện sẽ có dư địa cải

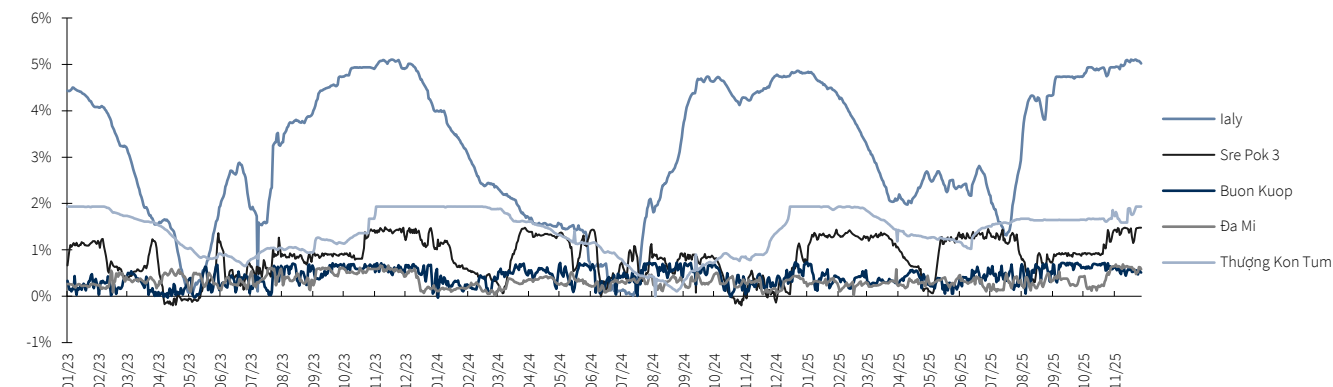
thiện sản lượng trong nửa đầu năm nhờ: i) Mức nước hồ duy trì ở mức cao nhờ lượng mưa nhiều các tháng cuối năm 2025, ii) Pha thời tiết trung tính tiếp tục đem lại các đợt mưa bổ sung lưu lượng hồ chứa. Trong nửa cuối năm 2025, mùa mưa diễn ra ở cường độ thấp hơn so với cùng kì khiến cho sản lượng suy giảm.

Biểu đồ 4. Tỷ lệ vượt mức nước thấp nhất của một số hồ khu vực phía Bắc



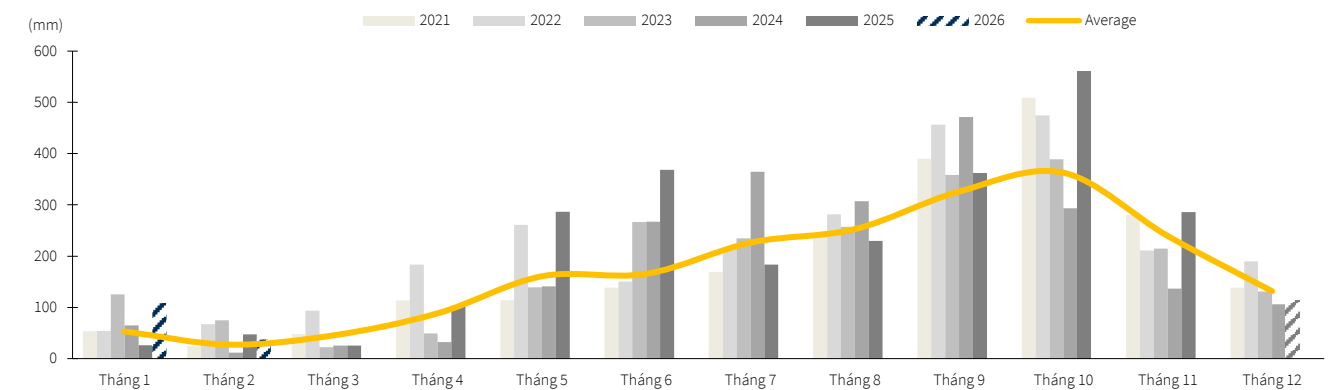
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 5. Tỷ lệ vượt mức nước thấp nhất của một số hồ khu vực miền Trung



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Dự báo lượng mưa cả nước trong tháng 12/25-02/26

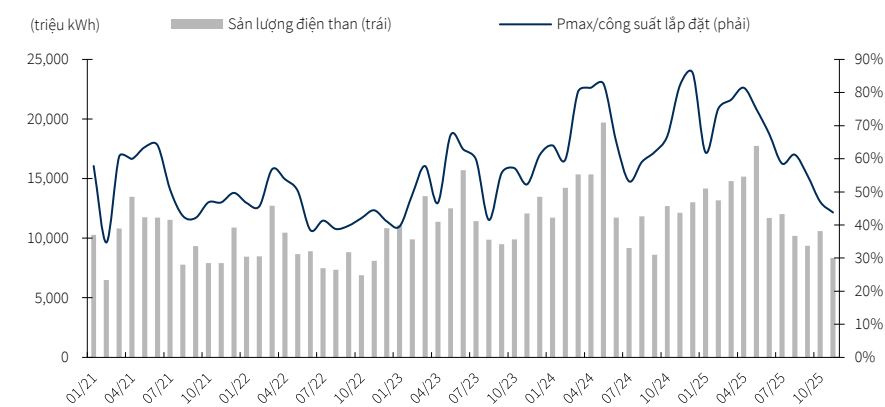


Nguồn: IMHEN, KBSV

Các nhà máy điện than trở thành trụ cột đóng góp vào tổng sản lượng điện cả nước

Với dự phóng tiêu thụ điện sẽ đạt tăng trưởng ở mức cao và áp lực cạnh tranh huy động với thủy điện được giảm bớt, KBSV cho rằng kịch bản huy động điện trong 2026 sẽ có sự tương đồng với 2024, khi mà điện than đóng vai trò trụ cột chính trong sản xuất điện. Theo đó, các nhà máy điện than sẽ được ưu tiên phát điện ngay từ đầu năm và sẽ đạt công suất tối đa vào những tháng nắng nóng cao điểm của Q2/2026. Nhờ cường độ dự kiến của mùa mưa Q3/2026 suy giảm, điện than sẽ duy trì công suất huy động cao hơn so với mức thấp điểm của cùng kì, sau đó được huy động trở lại, phục vụ việc tích trữ nước của thủy điện.

Biểu đồ 7. Sản lượng điện than cả nước và tỷ lệ Pmax/Công suất lắp đặt

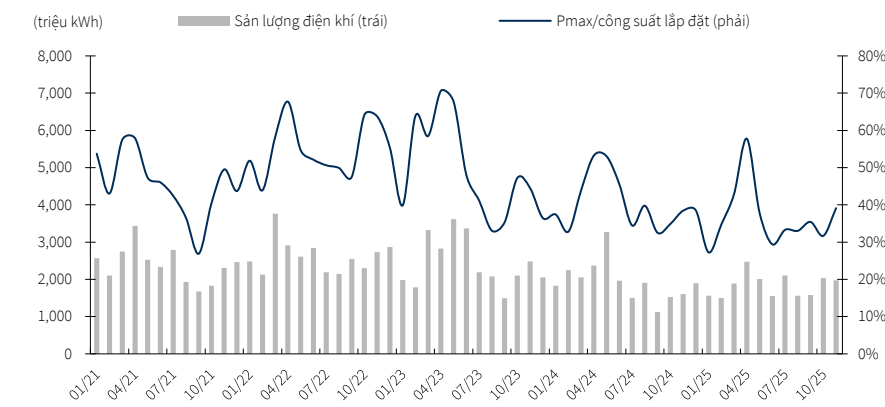


Nguồn: NSMO, KBSV tổng hợp

Nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,624 MW) là động lực hồi phục sản lượng nhóm điện khí trong 2026.

Trong 2026, Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động với công suất vận hành tối thiểu ở mức 65% (theo Nghị định 100/2025) và có khả năng được nâng lên tối thiểu 75% (theo Tờ trình của Chính phủ) là động lực chính đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ điện khí. Đối với các nhà máy điện khí khác trong khu vực Đông Nam Bộ, rủi ro cạnh tranh nguồn phát với Nhơn Trạch 3&4 là hiện hữu trong bối cảnh tiêu thụ điện khu vực không khả quan. Tuy nhiên, KBSV cho rằng áp lực cạnh tranh sẽ phần nào giảm bớt nhờ hệ thống đường dây 500kV dự kiến hoàn thành trong 5/2026 sẽ giúp giải tỏa đáng kể công suất của các nhà máy khu vực này.

Biểu đồ 8. Sản lượng điện khí cả nước và tỷ lệ Pmax/Công suất lắp đặt



Nguồn: NSMO, KBSV tổng hợp

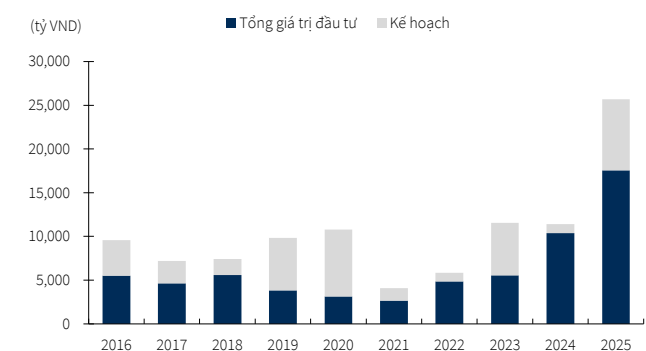
Kế hoạch gia tăng đầu tư vào hạ tầng ngành dầu khí sẽ thúc đẩy vai

Việt Nam đặt mục tiêu phát triển tổng công suất điện khí đến năm 2030 đạt 19,685 MW bao gồm 10,861 MW điện khí nội địa (chiếm 5.9% tổng công suất lắp

trò trụ cột của nhiệt điện khí trong việc đảm bảo năng lượng

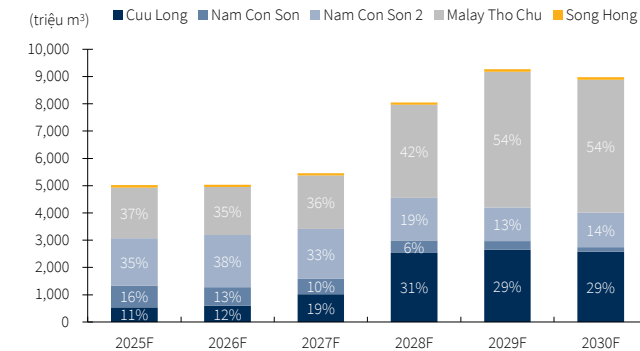
đặt) và 8,824 MW điện khí LNG (chiếm 4.8% tổng công suất lắp đặt). Tuy nhiên, những khó khăn đáng kể đang thách thức Việt Nam đạt được mục tiêu trên trước 2030 bao gồm: i) Cơ chế giá bán và sản lượng chưa rõ ràng, chưa đủ hấp dẫn khiến nhà đầu tư ít quan tâm tới dự án yêu cầu vốn lớn và thời gian hoàn vốn kéo dài; ii) Thời gian xây dựng kéo dài do khó khăn trong khâu lựa chọn nhà thầu, giải phóng mặt bằng và đặc biệt là khó khăn mua sắm vật tư do nguồn cung toàn cầu khan hiếm và iii) Giá bán và nguồn cung LNG toàn cầu vô cùng biến động làm gia tăng rủi ro hoạt động. Trong bối cảnh đó, Việt Nam đã triển khai hàng loạt chính sách quan trọng giúp thực hiện hóa mục tiêu đưa điện khí trở thành trụ cột năng lượng bao gồm 3 giải pháp chính: i) Gia tăng tự chủ nhiên liệu trong nước với kế hoạch chi tiêu đầu tư hạ tầng dầu khí cao kỷ lục trong 2025, đạt hơn 25,000 tỷ VND (+125% YoY); ii) Thúc đẩy tiến độ các dự án ở khâu hạ nguồn thông qua rút ngắn thủ tục cấp phép, chủ trương đầu tư và giải phóng mặt bằng và iii) Cho phép hạ tầng điện khí sẵn có chuyển đổi sang sử dụng LNG thông qua xây dựng và sớm ban hành khung giá. KBSV cho rằng 2026 sẽ chứng kiến nhiều dự án lớn được triển khai để đưa vào hoạt động trong 2027, giúp cho điện khí gia tăng đáng kể công suất trong hệ thống năng lượng quốc gia.

Biểu đồ 9. Tổng giá trị đầu tư thực hiện và kế hoạch của PVEP



Nguồn: PVEP, KBSV tổng hợp

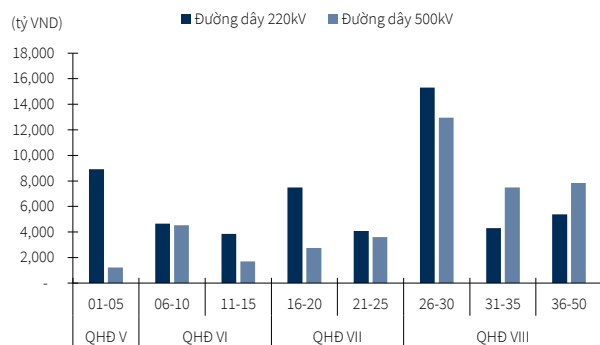
Biểu đồ 10. Dự kiến nguồn cung khí nội địa 2025-2030



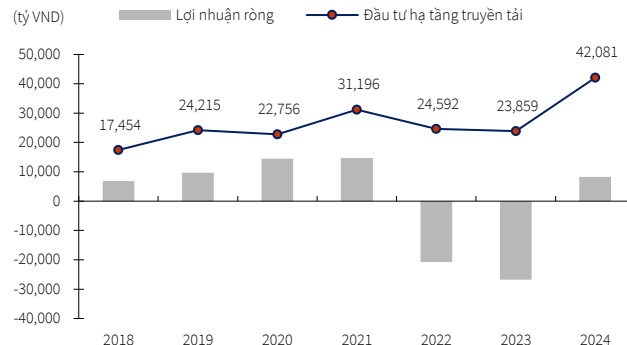
Nguồn: PV GAS, KBSV tổng hợp và dự phóng

Kế hoạch đầu tư các dự án hạ tầng điện mới

Trong bối cảnh phát triển hạ tầng năng lượng tái tạo là trọng tâm của QHĐ VIII, Việt Nam cần xây dựng hạ tầng lưới điện có quy mô tương xứng với mục tiêu phát triển thị trường điện năng công bằng, ổn định và bền vững. Cụ thể, QHĐ VIII điều chỉnh đặt ra mục tiêu xây dựng hơn 15,000 km đường dây 220 kV và gần 13,000 km đường dây 500Kv, với mục tiêu giải tỏa/tăng liên kết công suất các nguồn điện lớn, tăng cường khả năng nhập khẩu điện từ nước ngoài. Với nhu cầu thi công và nguyên vật liệu lớn như vậy, KBSV cho rằng các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực tư vấn, thi công xây lắp nổi bật như PC1, TV2, PVS và các doanh nghiệp cung cấp vật tư ngành điện như GEX sẽ hưởng lợi lớn nhờ năng lực chuyên môn và kinh nghiệm được chứng minh qua các dự án có quy mô tương tự.

Biểu đồ 11. Tổng vốn đầu tư ước tính trong các QHĐ

Nguồn: QHĐ các thời kì, KBSV tổng hợp

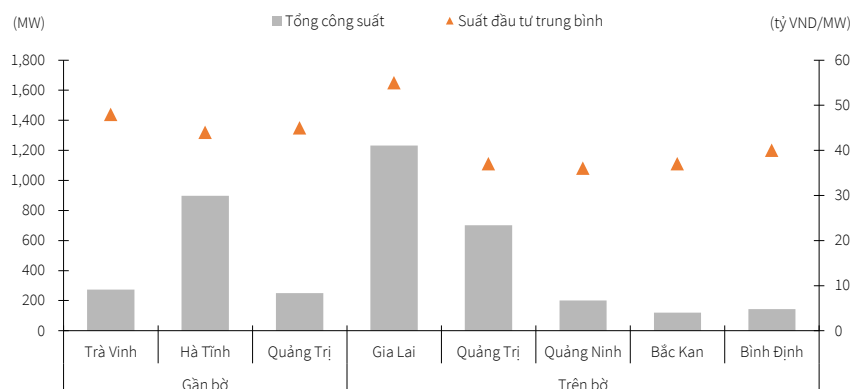
Biểu đồ 12. Lợi nhuận ròng EVN và dòng tiền đầu tư CAPEX

Nguồn: EVN, KBSV tổng hợp

Công suất năng lượng tái tạo bổ sung trầm lắng trong 2025, dự kiến dần hồi phục từ 2026-2027

Tổng công suất điện gió được UBND các tỉnh mở mời quan tâm đấu thầu trong năm 2025 đạt 3,819 MW, phân bổ chủ yếu tại Gia Lai, Hà Tĩnh và Quảng Trị. Đây là dấu hiệu tích cực cho thấy dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực này đang phục hồi khi con số này xấp xỉ 56% tổng công suất điện gió cả nước đã đi vào vận hành. Được triển khai bởi các doanh nghiệp lớn với nguồn lực tài chính dồi dào và năng lực triển khai nhiều dự án lớn, các dự án này theo kế hoạch sẽ đi vào hoạt động trong 2027-2028, bổ sung lượng công suất đáng kể vào mục tiêu chuyển đổi năng lượng sạch.

Tuy nhiên, cơ chế đấu thầu hiện nay mới chỉ thu hút được các nhà đầu tư lớn quan tâm, trong khi suất đầu tư thực tế cao hơn so với tham số tính toán khung giá khiến cho các nhà đầu tư vừa và nhỏ khó tham gia. Do đó trên cơ sở khung giá đàm phán điện sẽ được điều chỉnh hằng năm nhằm phù hợp với tình hình suất đầu tư dự án có xu hướng tăng, KBSV kỳ vọng khung giá điện gió sẽ được gia tăng trong các năm tới, giúp thu hút thêm nguồn vốn từ các nhà đầu tư.

Biểu đồ 13. Phân bố công suất và suất đầu tư điện gió mới nhất của các tỉnh

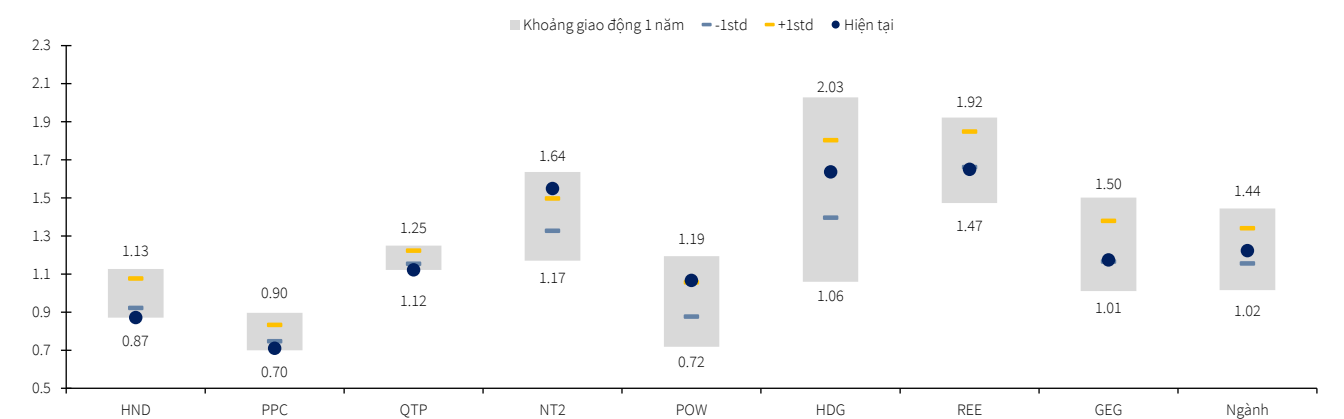
Nguồn: KBSV tổng hợp

Triển vọng của các doanh nghiệp

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện sẽ hồi phục và sự xuất hiện của những văn bản pháp lý giúp hiện thực hóa kế hoạch QHĐ VIII đề ra. Tuy nhiên, KBSV lưu ý rằng triển vọng cho từng nhóm sẽ khác biệt như đã trình bày ở trên. Về diễn biến giá, đa phần các

cổ phiếu đều đã phản ánh triển vọng tăng trưởng vào giá cổ phiếu gồm nhóm thủy điện (REE, VCP, TTA) đang trên đà điều chỉnh trước thách thức tăng trưởng trong điều kiện thời tiết không thuận lợi của 2026, nhóm điện khí (POW, NT2, PGV) tăng tốt nhờ triển vọng khôi phục sản lượng toàn ngành. Trong khi đó, KBSV nhận thấy triển vọng khả quan đến từ nhóm cổ phiếu nhiệt điện than, năng lượng tái tạo và xây lắp hạ tầng điện khi giá cổ phiếu đã phản ánh hết những yếu tố tiêu cực hoặc chưa phản ánh đầy đủ triển vọng KQKD trong 2026. Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu là đại diện tiêu biểu của nhóm ngành như: i) Điện than với đại diện QTP, PPC (đang được giao dịch thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn của trung bình P/B 1 năm) sở hữu vị trí nhà máy thuận lợi cho việc phát điện; ii) Điện tái tạo với đại diện HDG (P/B đang giao dịch quanh trung bình 1 năm), GEG (P/B giao dịch quanh mức thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn trung bình 1 năm) được định giá rẻ so với giá trị tiềm năng của các dự án hưởng giá FIT; iii) Xây lắp điện với đại diện PC1 hưởng lợi từ xu hướng gia tăng đầu hạ tầng truyền tải và điện tái tạo.

Biểu đồ 14. Tương quan P/B của các doanh nghiệp sản xuất điện



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

Điều kiện huy động tiếp tục gặp thuận lợi

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh

anhnv3@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

Doanh thu và LNST công ty mẹ Quý 3/2025 tiếp tục tăng trưởng

Trong Quý 3/2025, POW ghi nhận Doanh thu và LNST công ty mẹ đạt lần lượt 7,855 tỷ VNĐ (30% YoY/-16.4% QoQ) và 809 tỷ VNĐ (104% YoY /34.4% QoQ). Tất cả các mảng phát điện đều ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực, với trụ cột đóng góp doanh thu đến từ mảng điện khí đạt 5,008 tỷ VNĐ (+14% YoY). Doanh thu điện than tăng trưởng ấn tượng, đạt 2,258 tỷ VNĐ (+55% YoY) nhờ EVN gia tăng huy động.

Môi trường vận hành thuận lợi của Nhơn Trạch 2 dự kiến được duy trì sang 2026 giúp các nhà máy tăng trưởng sản lượng

Giá bán trung bình tăng cao nhờ tỷ lệ Qc được cải thiện của NT2 sẽ giúp POW gia tăng lợi nhuận gộp lên 3,924 tỷ VNĐ (+101% YoY) trong 2025. Ngoài ra, nguồn cung khí trong nước tiếp tục ổn định sẽ là cơ sở duy trì sản lượng phát điện mảng điện khí của POW (không bao gồm Nhơn Trạch 3&4) ở mức cao, đạt 10,239 triệu kWh (+3% YoY).

Cơ chế đàm phán lại giá bán cho các dự án điện khí sử dụng LNG làm nhiên liệu thay thế sẽ duy trì triển vọng tăng trưởng của POW từ 2027

Thông tư 54/2025/TT-BCT mới được ban hành sẽ đóng vai trò thúc đẩy tiến độ đàm phán giá bán mới cho các dự án nhiệt điện khí sau khi kết thúc hợp đồng mua bán điện, đặc biệt là cơ sở để các nhà máy này chuyển đổi sang nhiên liệu LNG trong bối cảnh suy giảm nguồn cung khí trong nước dự kiến từ 2027. Trong bối cảnh các nhà máy điện LNG có rủi ro chậm tiến độ triển khai, các nhà máy điện khu vực Nhơn Trạch của POW sẽ được tăng huy động bằng nguồn khí LNG bổ sung.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 16,400 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 16,400 VNĐ/cổ phiếu.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND 16,400
Tăng/giảm (%)	9.0%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 15,050
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 16,520
Vốn hóa thị trường	34.9/1.3
(nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	166.4/6.7
Sở hữu nước ngoài (%)	7.4%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí (79.9%)

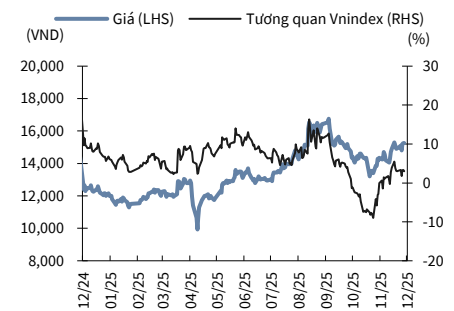
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	6.3	10.4	12.1	9.5
Tương đối	3.17	-10.4	-15.1	-19.5

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,329	30,180	33,468	53,001
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	1,436	1,074	2,953	3,065
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,038	1,252	2,319	2,012
EPS (VNĐ)	443	535	857	656
Tăng trưởng EPS (%)	-49.0	0.0	58.0	-23.0
P/E (x)	37.0	30.7	14.6	19.1
P/B (x)	1.1	1.1	0.9	0.9
ROE (%)	3.8	3.9	6.6	5.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	2.4	0.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

Thực hiện hóa tham vọng mở rộng công suất

05/12/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh

anhnv3@kbsec.com.vn[\(+84\) 24-7303-5333](tel:+842473035333)

Doanh thu và lợi nhuận công ty mẹ cải thiện trong 3Q/25, lần lượt tăng 26% YoY và 40% YoY

Doanh thu Quý 3/2025 đạt 2,555 tỷ VND (26% YoY/1.5% QoQ) và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 674 tỷ VND (40% YoY/8.2% QoQ), với đóng góp chính đến từ mảng năng lượng đạt doanh thu 1,065 tỷ VND (27% YoY/13.4% QoQ).

Tổng sản lượng điện tăng mạnh nhờ thủy điện và điện tái tạo cải thiện công suất

Trong Q3/2025, sản lượng điện của công ty mẹ, công ty con và công ty liên kết đạt 3.2 tỷ kWh (18% YoY) nhờ lưu lượng nước về hồ được cải thiện. Trong mảng năng lượng tái tạo, sản lượng tốt hơn của điện gió Thuận Bình, đạt 80 triệu kWh (+19% YoY) đóng góp chính vào tăng trưởng sản lượng của mảng điện tái tạo, đạt 149 triệu kWh (+9% YoY).

Mảng điện tái tạo: Dự án điện gió Duyên Hải (48MW) hoàn thành lắp đặt các trụ điện gió

Theo thông báo từ nhà thầu xây lắp dự án điện gió Duyên Hải (48MW), REE đã hoàn thành lắp đặt 10 trụ tuabin gió tại vùng biển, là dấu mốc cho sự trở lại của doanh nghiệp sau nhiều năm không mở rộng dự án mới. Chúng tôi kì vọng dự án sẽ được đàm phán giá bán bằng với khung giá tối đa là 1,815 VND/kWh, nhờ đó đóng góp 127 tỷ VND/70 triệu kWh doanh thu và sản lượng trong 2026.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 66,500 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 66,500 VND/cổ phiếu, cao hơn 4.1% so với giá tại ngày 04/12/2025.

TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND 66,500
Tăng/giảm (%)	4.1%
Giá hiện tại (04/12/2025)	VND 63,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 77,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	34.9/1.3

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	50.4/2.0
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.7%)

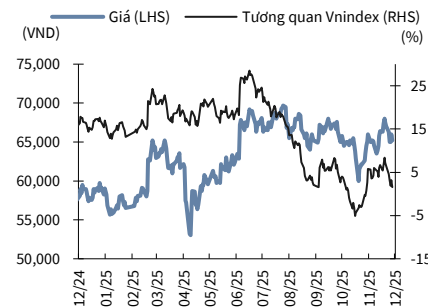
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.2	-3.8	5.5	14.7
Tương đối	-4.3	-24.6	-21.7	-14.3

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,570	8,384	9,528	10,262
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	2,954	2,429	3,121	3,100
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	2,188	1,994	2,565	2,529
EPS (VND)	5,354	4,234	5,064	4,667
Tăng trưởng EPS (%)	-29.3	-20.9	13.0	-8.0
P/E (x)	12.4	15.7	13.1	14.3
P/B (x)	1.6	1.7	1.7	1.6
ROE (%)	13.4	10.7	12.6	11.3
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3	1.3	1.2	1.4

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Hotline: 1900 1711

Email: info@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(Dựa trên kì vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kì mục đích nào khác.