Dự báo năm 2026: Vượt qua biến động

Natalie Nguyễn
Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

- Năm 2026, ngành điện Việt Nam chính thức bước vào giai đoạn thực thi, được trợ lực bởi các cải cách chính sách mang tính đột phá. Tuy nhiên, tình trạng khan hiếm nhiên liệu và hiện tượng thủy văn bất lợi đang đặt ra thách thức cho hệ thống, qua đó khẳng định tính cấp thiết cho một cơ cấu nguồn điện đa dạng và cân bằng.
- Trong bối cảnh thị trường còn nhiều thách thức, HSC ưu tiên chiến lược đa dạng hóa danh mục với các mã cổ phiếu tiêu biểu: POW được kỳ vọng hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ đối với khí LNG và nền tảng lợi nhuận ngắn hạn vững chắc; REE sở hữu vị thế tối ưu để đón đầu làn sóng năng lượng tái tạo nhờ cơ cấu lợi nhuận đa dạng. Bên cạnh đó, PC1 là đại diện sáng giá cho nhu cầu mở rộng lưới điện và cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA); GEG hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ năng lượng tái tạo và năng lực triển khai dự án năng lượng sạch rõ nét, trong khi PGV hứa hẹn bứt phá nhờ tiềm năng cải thiện sản lượng hợp đồng phân bổ.
- Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành này bao gồm POW và REE.

Giai đoạn thực thi giữa áp lực chính sách và nguồn cung

Ngành điện Việt Nam chính thức bước vào giai đoạn thực thi quan trọng trong năm 2026, được trợ lực bởi các cải cách thể chế và việc triển khai cơ chế mua bán điện trực tiếp. Những nỗ lực này không chỉ thúc đẩy tiến trình tự do hóa thị trường, thu hút dòng vốn đầu tư tư nhân mà còn kết hợp chặt chẽ với lộ trình mở rộng hạ tầng lưới điện nhằm giải tỏa các điểm nghẽn truyền tải cốt yếu. Mặc dù vậy, triển vọng các dự án LNG đang chịu áp lực từ sự cộng hưởng của chi phí đầu vào leo thang, tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng và những bất ổn địa chính trị khó lường. Song song đó, rủi ro thủy văn bất lợi dự kiến sẽ làm suy giảm đáng kể hiệu suất nhóm thủy điện, buộc hệ thống phải gia tăng mức độ phụ thuộc vào nguồn năng lượng thay thế. Nhìn chung, những biến động hiện hữu càng khẳng định tính cấp thiết của một cơ cấu nguồn điện đa dạng và năng lực thực thi quyết liệt hơn. Điều này đóng vai trò then chốt giúp ngành điện duy trì sự chủ động khi phải cân bằng giữa những trợ lực từ chính sách và cả những khó khăn bên ngoài.

Đa dạng hóa là yếu tố then chốt: POW và REE là lựa chọn hàng đầu

HSC xác định POW và REE là những lựa chọn hàng đầu nhờ vị thế cân bằng, cho phép thích ứng linh hoạt trước các chuyển dịch chính sách và biến động thị trường, với khả năng chống chịu ấn tượng trong mọi kịch bản vận hành ngành điện. POW hưởng lợi về mặt cấu trúc từ các chính sách hỗ trợ điện khí LNG, đặc biệt là sản lượng hợp đồng phân bổ cao hơn giúp cải thiện khả năng huy động vốn của dự án, trong khi lợi nhuận ngắn hạn vẫn duy trì khả năng phục hồi tốt trong giai đoạn triển khai dự án Nhơn Trạch 3 & 4. REE sở hữu vị thế tối ưu để hưởng lợi từ việc tăng mức huy động năng lượng tái tạo, trong bối cảnh thủy văn bất lợi và khan hiếm nhiên liệu khí sơ cấp. Động lực tăng trưởng này được củng cố bởi công suất mới được bổ sung từ các dự án điện gió, kết hợp cùng mô hình kinh doanh đa dạng. Trong khi đó, PC1 hưởng lợi từ việc mở rộng lưới điện và các cải cách về cơ chế mua bán điện trực tiếp, GEG hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ năng lượng tái tạo và khả năng triển khai dự án rõ ràng, và PGV hưởng lợi từ tiềm năng cải thiện sản lượng hợp đồng phân bổ.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Trong danh sách khuyến nghị, HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho POW, REE và PC1 dựa trên các giả định công suất cải thiện, tỷ suất lợi nhuận mở rộng và năng lực triển khai dự án mạnh mẽ hơn; đồng thời chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn đối với GEG và PGV do chi phí tài chính tăng cao, giá bán thủy điện giảm và nguồn cung nhiên liệu thắt chặt hơn. Nhìn chung, dù các động lực ngành vẫn vận động trong trạng thái đan xen, chúng tôi tin rằng những công ty sở hữu danh mục tài sản đa dạng và năng lực thực thi vượt trội sẽ chiếm ưu thế trong việc đón đầu đà tăng trưởng. Sự phân hóa này dự kiến sẽ là động cơ chính thúc đẩy lợi nhuận thuần của toàn ngành tăng trưởng với tốc độ CAGR lên 39% trong giai đoạn 2024–2028.

Định giá và khuyến nghị

Trong 3 tháng qua, giá của các cổ phiếu ngành Dịch vụ tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị của HSC tăng bình quân 2,6%, diễn biến tích cực hơn so với mức giảm 4% của chỉ số VN30, với PC1 tăng mạnh nhất (11,8%) và các cổ phiếu còn lại diễn biến trái chiều. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm POW và REE – cả hai đều được khuyến nghị Mua vào – với tiềm năng tăng giá lần lượt là 28,5% và 21,1%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/4.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị Mới	Khuyến nghị Cũ	Giá mục tiêu (đồng) Mới	Giá mục tiêu (đồng) Th.đổi (%)	Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần) 2026F	P/E (lần) 2027F	EV/EBITDA (lần) 2026F	EV/EBITDA (lần) 2027F	L.suất cổ tức (%) 2026F	L.suất cổ tức (%) 2027F
GEG	15,150	Tăng tỷ trọng	Mua vào	18,000	(6.25)	18.8	13.4	11.0	7.40	7.22	0	0
PC1	26,600	Tăng tỷ trọng	Mua vào	30,000	7.14	12.8	10.6	10.7	6.53	6.17	0	0
PGV	23,850	Tăng tỷ trọng	-	25,300	8.12	6.08	13.5	9.97	6.27	5.17	6.94	3.71
POW	13,150	Mua vào	-	16,900	10.5	28.5	20.4	14.4	7.12	5.86	0	0
REE	65,300	Mua vào	Tăng tỷ trọng	79,100	6.46	21.1	11.9	11.2	9.33	8.62	1.53	1.53

Giá cổ phiếu tại ngày 20/4/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Đa dạng hóa là yếu tố then chốt trong bối cảnh rủi ro gia tăng 3

Phân tích KQKD năm 2025: Năm chuyển mình của ngành năng lượng Việt Nam 3

Triển vọng năm 2026: Diễn biến và tác động dự kiến 5

Rủi ro Trung Đông + Triển vọng thời tiết: Tác động đối với ngành điện trong năm 2026 8

Các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị: Đa dạng hóa là yếu tố then chốt 10

Định giá và khuyến nghị 12

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 nhờ TSLN cải thiện 43

Báo cáo thành phần

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) 14

CTCP Cơ điện lạnh (REE) 23

CTCP Điện Gia Lai (GEG) 31

CTCP Xây lắp điện 1 (PC1) 39

Tổng Công ty Phát điện 3 - CTCP (PGV) 47

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Đa dạng hóa là yếu tố then chốt trong bối cảnh rủi ro gia tăng

Năm 2026, ngành điện Việt Nam chính thức bước vào giai đoạn thực thi, được trợ lực bởi các cải cách chính sách mang tính đột phá. Tuy nhiên, tình trạng khan hiếm nhiên liệu và hiện tượng thủy văn bất lợi đang đặt ra thách thức cho hệ thống, qua đó khẳng định tính cấp thiết cho một cơ cấu nguồn điện đa dạng và cân bằng. Trong môi trường này, việc đa dạng hóa trở thành yếu tố then chốt: POW được kỳ vọng hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ đối với khí LNG và nền tảng lợi nhuận ngắn hạn vững chắc; REE sở hữu vị thế tối ưu để đón đầu làn sóng năng lượng tái tạo nhờ cơ cấu lợi nhuận đa dạng. Bên cạnh đó, PC1 là đại diện sáng giá cho nhu cầu mở rộng lưới điện và cơ chế mua bán điện trực tiếp; GEG hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ năng lượng tái tạo và khả năng triển khai dự án, trong khi PGV hứa hẹn bứt phá nhờ tiềm năng cải thiện sản lượng hợp đồng phân bổ. Nhìn chung, những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành này bao gồm POW và REE.

Phân tích KQKD năm 2025: Năm chuyển mình của ngành năng lượng Việt Nam

Năm 2025 đánh dấu một bước ngoặt lớn đối với ngành năng lượng Việt Nam, chuyển dịch từ giai đoạn tập trung vào thảo luận chính sách và quy hoạch sang giai đoạn tập trung vào thực thi thực tế. Sự cộng hưởng giữa tăng trưởng kinh tế nhanh chóng, nhu cầu phụ tải điện leo thang cùng các rủi ro khí hậu và áp lực chuyển dịch năng lượng đang đặt hệ thống vào trạng thái cấp thiết, thúc đẩy lộ trình cải cách toàn diện, từ khung pháp lý, cơ sở hạ tầng truyền tải cho đến tái cấu trúc thị trường điện. Đồng thời, ngành cũng đối mặt với những thách thức mang tính cấu trúc như công suất lưới điện chưa đủ, các dự án bị chậm trễ và khung pháp lý đang trong quá trình hoàn thiện. Bất chấp những thách thức hiện hữu, năm 2025 đã chứng kiến bước chuyển mình mạnh mẽ trong việc kiến tạo một hệ thống năng lượng linh hoạt, cạnh tranh và hướng tới mục tiêu phát triển bền vững.

Vào cuối năm 2025, Quốc hội đã thông qua Nghị quyết (253/2025/QH15) – đưa ra các điều chỉnh linh hoạt đối với Quy hoạch điện VIII của Chính phủ, chỉ định nhà đầu tư cho các dự án chiến lược (bao gồm cả điện gió ngoài khơi), làm rõ giá đấu thầu chính là giá trong hợp đồng mua bán điện, các cơ chế thí điểm cho điện hạt nhân dùng lò phản ứng mô-đun nhỏ và mở rộng sự tham gia vào cơ chế mua bán điện trực tiếp – nhằm đẩy nhanh quá trình phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026-2030. Tuy nhiên, Nghị quyết đã dừng lại mà không bao gồm cam kết bảo đảm sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu 75% như đề xuất cho các nhà máy điện khí LNG hoặc các ưu đãi BOT cụ thể. Đà thực thi chiến lược đã được đẩy mạnh đáng kể với những bước tiến mới trong khung pháp lý: (1) Dự thảo Nghị định DPPA mở rộng phạm vi áp dụng cho các đơn vị bán lẻ tại khu công nghiệp, đồng thời cho phép cơ chế giá tự thỏa thuận đối với các giao dịch qua lưới điện tư nhân; và (2) Thông tư mới thiết lập hành lang pháp lý cho hợp đồng mua bán điện (PPA) áp dụng cho hệ thống lưu trữ năng lượng bằng pin độc lập (BESS).

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 1: Các quy định quan trọng đối với ngành điện được ban hành năm 2025

Số văn bản	Chủ đề	Những điểm/ thay đổi chính	Ngày ban hành / Ngày hiệu lực
Nghị định số 100/2025/NĐ-CP	Sửa đổi cơ chế sản lượng hợp đồng dài hạn	Nghị định sửa đổi Nghị định số 56/2025/NĐ-CP bổ sung các cập nhật đối với quy định bao tiêu khí trong nước, cũng như cơ chế chuyển ngang chi phí nhiên liệu	8/5/2025
Số văn bản: 6660/BCT-DL	Chương trình triển khai lộ trình áp dụng biểu giá bán lẻ điện hai thành phần	Bộ Công Thương (MOIT) đã lấy ý kiến đối với chương trình triển khai, trong đó đề xuất lộ trình áp dụng cơ chế giá bán lẻ điện hai thành phần.	4/9/2025
Nghị quyết số 328/NQ-CP	Chương trình hành động của Chính phủ về bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia	Chính phủ đã ban hành chương trình hành động nhằm triển khai Nghị quyết 70-NQ/TW, tập trung bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045.	13/10/2025
Thông tư số 98/2025/TT-BTC	Mẫu hồ sơ mời thầu lựa chọn nhà đầu tư	Bộ Tài chính đã ban hành các mẫu biểu chuẩn hóa và quy định mới về lựa chọn nhà đầu tư đối với các dự án PPP và dự án đầu tư kinh doanh.	27/10/2025
Quyết định số 2634/QĐ-TTg	Phê duyệt các dự án năng lượng quan trọng quốc gia	Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt danh mục các dự án năng lượng quan trọng quốc gia và dự án ưu tiên nhằm thúc đẩy phát triển ngành.	2/11/2025
Nghị quyết số 253/2025/QH15	Quốc hội đã thông qua các cơ chế, chính sách đặc thù, cấp bách nhằm tháo gỡ vướng mắc cho phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026–2030	Quốc hội đã thông qua nghị quyết nhằm tháo gỡ các điểm nghẽn mang tính cơ cấu trong công tác quy hoạch điện, chuẩn bị đầu tư và quy trình đấu thầu.	Từ T3/2026 đến 31/12/2030

Nguồn: HSC

Năm 2025, giá điện giảm nhờ thủy điện

Về mặt vận hành trong Q3/2025 (giai đoạn gần nhất có dữ liệu chi tiết được công bố), tổng sản lượng điện của Việt Nam đạt 85,7 TWh (tăng 5,7% so với cùng kỳ), với thủy điện chiếm ưu thế tuyệt đối trong cơ cấu nguồn điện suốt mùa lũ cao điểm. Sản lượng thủy điện đã tăng lên mức 38,4 TWh (tăng 3,6% so với cùng kỳ), chiếm tỷ trọng áp đảo 44,8% trong tổng sản lượng điện, nhờ mực nước các hồ chứa phục hồi mạnh ở miền Bắc và Bắc Trung Bộ. Điều kiện thủy văn thuận lợi – mực nước đầu kỳ cao, nước về sớm và mưa kéo dài – đã cho phép các nhà máy trọng điểm như Lai Châu, Sơn La và Hòa Bình vận hành gần mức công suất tối ưu, thay thế các nguồn nhiệt điện có chi phí cao hơn.

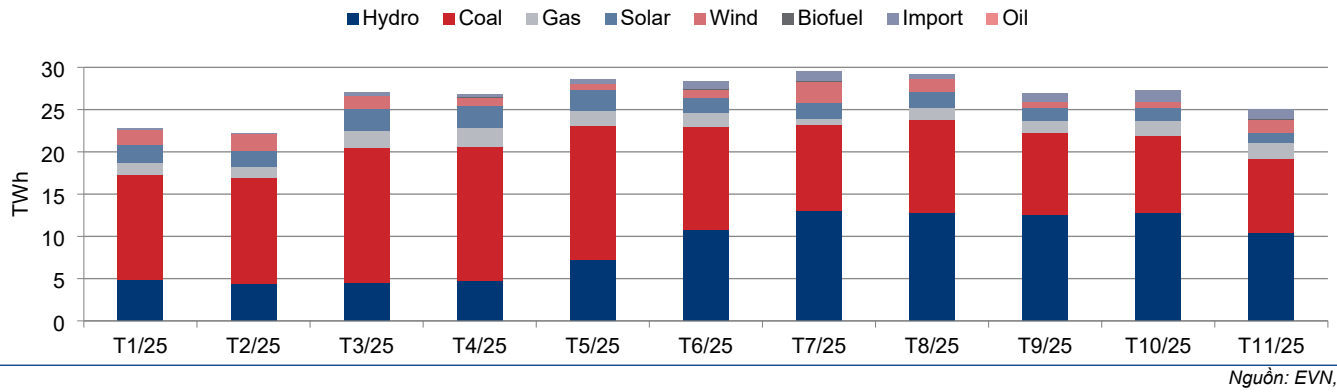
Sự bùng nổ sản lượng từ nhóm thủy điện đã trực tiếp tái định hình thứ tự huy động trên hệ thống điện quốc gia. Trong Q3/2025, sản lượng điện than tăng khiêm tốn 5,7% so với cùng kỳ lên mức 30,7 TWh nhưng giảm mạnh 30,3% so với quý trước khi các nhà máy phải giảm công suất trong mùa mưa, với tỷ trọng điện than ở mức 35,9%. Sản lượng điện khí tăng 12,9% so với cùng kỳ lên 4,6 TWh, mặc dù cũng giảm 17,7% so với quý trước khi thủy điện được ưu tiên huy động trong hệ thống. Điện gió hưởng lợi từ tốc độ gió do bão và việc bổ sung công suất mới, tăng 23,5% so với cùng kỳ và 43,1% so với quý trước lên mức 3,3 TWh. Ngược lại, sản lượng điện mặt trời giảm 16,9% so với cùng kỳ xuống còn 5,4 TWh do mưa lớn kéo dài và gián đoạn liên quan đến bão, khiến một số dự án phải tạm ngừng hoạt động. Sản lượng điện nhập khẩu tăng gấp đôi so với cùng kỳ, nhờ tăng cường mua điện thủy điện và điện gió từ Lào. Trái lại, dù đạt mức tăng trưởng phần trăm ấn tượng, đóng góp của điện sinh khối và điện rác vào tổng sản lượng hệ thống vẫn không đáng kể.

Nhìn chung, Q3/2025 đã nhấn mạnh vai trò quan trọng của thủy điện như một mỏ neo cân bằng hệ thống trong điều kiện thời tiết thuận lợi.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 2: Cơ cấu sản lượng điện hàng tháng năm 2025



Nguồn: EVN, HSC

Bảng 3: Các chỉ tiêu chính của thị trường phát điện cạnh tranh giai đoạn tài chính 2024–2026

SMP và CAN có thể tăng 3% và 169% trong năm 2026

Đồng/kWh	2024	2025	2026
SMP cap	1,510	1,682	1,725
CAN (TB)	300	48	129

Nguồn: HSC

Trong quý, giá thị trường toàn phần bình quân (FMP) ghi nhận mức giảm mạnh khoảng 40% so với cùng kỳ, xuống còn 726 đồng/kWh. Sự sụt giảm này chủ yếu do giá điện năng thị trường (SMP) suy yếu trong bối cảnh thủy văn thuận lợi, kết hợp với việc mức giá công suất (CAN) đã được ấn định trước theo khung giá của cơ quan điều tiết. Giá SMP đạt bình quân 677 đồng/kWh, giảm khoảng 22% so với cùng kỳ khi thị trường đối mặt với sự hội tụ của nhiều yếu tố gây giảm giá. Sự bùng nổ của thủy điện theo mùa tại khu vực miền Bắc và miền Trung đã thay thế nhiệt điện có chi phí cao hơn, giá than hạ nhiệt làm giảm chi phí cận biên cho các nhà máy điện than, và việc bổ sung nguồn cung từ điện gió cũng như nhập khẩu đã vượt xa tốc độ tăng trưởng nhu cầu so với mục tiêu trong Quy hoạch điện VIII.

Đối với thị trường phát điện cạnh tranh, giá điện trần (giá điện năng cao nhất thị trường điện) được điều chỉnh tăng, kỳ vọng sẽ phù hợp với biến động giá than, khí đầu vào. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo năm 2026 là năm các nhà máy thủy điện ghi nhận nhiều lợi nhuận hơn do giá công suất thị trường (CAN) cải thiện mạnh từ mức 48 đồng/kWh trong năm 2025 lên khoảng 129 đồng/kWh trong năm 2026, thúc đẩy lợi nhuận của các nhà máy phát điện khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh.

Triển vọng năm 2026: Diễn biến và tác động dự kiến

Tiếp tục sửa đổi quy định đối với cơ chế DPPA

Bộ Công Thương đã trình dự thảo luật sửa đổi một số điều của Luật Điện lực số 61/2024/QH15, nhằm thể chế hóa các nghị quyết của Bộ Chính trị về an ninh năng lượng quốc gia, phát triển năng lượng sạch và chuyển dịch hướng tới một thị trường điện cạnh tranh. Các sửa đổi đề xuất nhằm mục tiêu loại bỏ các nút thắt trong quy hoạch và đầu tư, tăng cường phân cấp bằng cách trao quyền cho các chính quyền cấp tỉnh, đồng thời đơn giản hóa các thủ tục hành chính và điều kiện kinh doanh để tạo ra một khung pháp lý minh bạch và hiệu quả hơn.

Trước đó vào tháng 10/2025, Bộ Công Thương đã đề xuất sửa đổi Nghị định 57 để đẩy nhanh việc áp dụng cơ chế DPPA bằng cách đơn giản hóa các thủ tục pháp lý và mở rộng khả năng tiếp cận thị trường. Những thay đổi chính bao gồm việc loại bỏ mức trần giá đối với cơ chế DPPA qua đường dây riêng để cho phép các mức giá được tự do thỏa thuận, cho phép các đơn vị bán lẻ điện trong các KCN giao dịch trực tiếp với các nhà phát triển năng lượng tái tạo, và nâng mức dư thừa điện mặt trời mái nhà được phép bán lên lưới điện từ 20% lên 50%. Dự thảo cũng mở rộng đối tượng tham gia theo cơ chế DPPA ảo, chẳng hạn như bao gồm các trung tâm dữ liệu, và cải thiện tính minh bạch của thị trường thông qua việc tăng cường công bố dữ liệu từ EVN.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 4: Đề xuất sửa đổi các quy định về cơ chế DPPA

	Nghị định số 57/2025/NĐ-CP	Dự thảo sửa đổi
DPPA vật lý (thông qua đường dây đấu nối riêng)		
Mở rộng đối tượng đủ điều kiện	Các bên đủ điều kiện bao gồm các doanh nghiệp phát điện năng lượng tái tạo (điện mặt trời, điện gió, sinh khối, điện rác) và khách hàng lớn có mức tiêu thụ thực tế hoặc dự kiến tối thiểu 200 MWh/tháng.	Các đơn vị bán lẻ điện trong khu công nghiệp cũng được phép mua điện trực tiếp từ các doanh nghiệp phát điện năng lượng tái tạo nằm trong cùng khu vực.
Bãi bỏ trần giá	Giá điện và giá bán phần điện dư từ điện mặt trời áp mái nhà hiện đang chịu mức trần giá mà các bên không được đàm phán vượt quá.	Các sửa đổi đề xuất bãi bỏ trần giá đối với giá PPA và giá bán phần điện dư lên lưới của điện mặt trời mái nhà (RTS), cho phép các bên đối tác tự do đàm phán mức giá trên cơ sở thương mại.
Ưu đãi đối với điện mặt trời áp mái nhà	Các doanh nghiệp phát điện năng lượng tái tạo chỉ được phép bán tối đa 20% sản lượng điện mặt trời áp mái nhà cho EVN và phải hoàn tất thủ tục đăng ký phát triển khi bán trực tiếp cho khách hàng lớn.	Các doanh nghiệp phát điện năng lượng tái tạo được phép bán tối đa 50% sản lượng điện dư từ RTS vào lưới điện của EVN và các dự án RTS theo mô hình DPPA vật lý sẽ được miễn thủ tục đăng ký phát triển.
Quy định chuyển tiếp	Các hợp đồng DPPA hiện hữu được ký kết trong giai đoạn từ ngày 03/03/2025 đến trước ngày nghị định mới có hiệu lực có thể tiếp tục thực hiện theo các điều khoản hiện hành, đồng thời có quyền lựa chọn sửa đổi để phù hợp với khung pháp lý được điều chỉnh.	
DPPA thông qua lưới điện quốc gia		
Tham gia linh hoạt	Các đơn vị bán lẻ điện trong khu công nghiệp phải được khách hàng tiêu thụ điện lớn ủy quyền để tham gia.	Các đơn vị bán lẻ điện trong khu công nghiệp có thể tham gia mà không cần sự ủy quyền từ khách hàng tiêu thụ điện lớn.
Đối tượng tham gia mới	Các bên đủ điều kiện bao gồm các doanh nghiệp phát điện năng lượng tái tạo có công suất trên 10 MW đấu nối vào lưới điện quốc gia, khách hàng lớn sử dụng điện cho sản xuất, kinh doanh hoặc sạc xe điện ở cấp điện áp trên 22 kV, và các đơn vị bán lẻ điện được ủy quyền trong khu công nghiệp.	Các trung tâm dữ liệu được chính thức xác định là bên mua điện đủ điều kiện tham gia cơ chế DPPA ảo.
Nghĩa vụ cụ thể	EVN chỉ phải báo cáo tổng chi phí liên quan đến DPPA, với thời gian báo cáo giới hạn trong 5 năm gần nhất và không có nghĩa vụ bao gồm dự báo trong tương lai.	EVN có trách nhiệm báo cáo các khoản phí dịch vụ hệ thống và chênh lệch thanh toán liên quan đến DPPA cho NSMO trước ngày 20/3 hằng năm, bao gồm dữ liệu lịch sử 10 năm và dự báo 5 năm, nhằm bảo đảm tính minh bạch về chi phí.

Nguồn: HSC

Tác động: Dưới các sửa đổi đề xuất cho cơ chế DPPA, chúng tôi nhận thấy GEG và PC1 là những đơn vị chính được hưởng lợi trực tiếp. **GEG** sẽ có vị thế tốt hơn để thực hiện các thỏa thuận DPPA cho dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 và danh mục dự án năng lượng tái tạo trong tương lai của mình, với sự cải thiện về giá bán và sự linh hoạt trong thực thi. Trong khi đó, **PC1** sẽ có thêm các động lực mạnh mẽ hơn để đóng vai trò là đơn vị bán lẻ điện trong các dự án phát triển KCN của mình, giúp nâng cao vai trò của công ty trong các giải pháp năng lượng tích hợp.

Cập nhật các xu hướng ngành: Thời điểm thực thi

Tiếp nối quan điểm trong báo cáo chiến lược: '*Cải cách đang được triển khai; GEG, PC1 và POW là các lựa chọn hàng đầu*', chúng tôi tái khẳng định các xu hướng quan trọng đang định hình ngành điện Việt Nam, bao gồm: (1) Phát triển điện khí LNG; (2) Đẩy nhanh hạ tầng truyền tải; và (3) Khởi động dự án điện gió ngoài khơi. Tiếp theo đó, chúng tôi sẽ trình bày chi tiết hơn về tình trạng thực hiện của các xu hướng ngành nêu trên và tác động của chúng đối với ngành cũng như các công ty liên quan.

Các dự án LNG đang chịu áp lực về mặt thực thi

Việc phát triển điện khí LNG tại Việt Nam cần được đẩy mạnh để đảm bảo các dự án được bàn giao đúng hạn và duy trì tính khả thi về mặt kinh tế. Các lý do chính bao gồm:

- **Thời hạn cho các biểu giá ưu đãi:** Nhiều dự án LNG giai đoạn đầu phụ thuộc vào các ưu đãi thuế quan tạm thời được thiết kế để hỗ trợ phát triển thị trường ban đầu. Nếu việc triển khai dự án bị trì hoãn, các nhà phát triển có nguy cơ lỡ mất các khung thời gian ưu đãi này, điều này không chỉ gây hệ lụy trực tiếp đến khả năng

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

huy động vốn mà còn làm gia tăng thách thức trong việc thu xếp cấu trúc tài chính. Cột mốc trước ngày 1/1/2030 hiện là thời hạn then chốt để các dự án năng lượng được hưởng các cơ chế biểu giá ưu đãi.

- **Khả năng tăng chi phí đầu tư do nhu cầu tuabin toàn cầu tăng:** Nhu cầu toàn cầu đối với tuabin khí và các thiết bị liên quan đang tăng nhanh khi nhiều nước đẩy mạnh đầu tư vào điện khí trong quá trình chuyển dịch năng lượng. Tình trạng này đã gây ra các nút thắt về nguồn cung và kéo dài chu kỳ sản xuất thiết bị, dẫn đến rủi ro đội vốn và chậm trễ tiến độ vận hành dự án nếu việc mua thiết bị bị trì hoãn.
- **Thiếu hụt nhân sự có tay nghề:** Thị trường đang ghi nhận quan ngại ngày càng lớn về tình trạng khan hiếm đội ngũ kỹ sư, chuyên gia xây dựng và nhân sự kỹ thuật có kinh nghiệm trong lĩnh vực điện khí và LNG. Việc đẩy nhanh tiến độ triển khai không chỉ giúp doanh nghiệp sớm chốt giữ nguồn nhân lực trình độ cao mà còn giảm thiểu rủi đến từ tình trạng khan hiếm lao động, ảnh hưởng đến tiến độ bàn giao dự án.

Bảng 5: Tình trạng các dự án điện khí LNG trong danh mục Quy hoạch điện VIII điều chỉnh

STT	Dự án	Khu vực	Công suất (MW)	Nhà đầu tư	Tiến độ
1	LNG Bạc Liêu	Phía Nam	3,200	Delta Offshore Energy	Đã thông qua FS, đang thu xếp vốn đầu tư
2	LNG Hải Phòng II	Phía Bắc	3,200	Vingroup (Vinenergo)	Đã chọn nhà đầu tư
3	Sơn Mỹ II	Phía Nam	2,250	AES Corporation	Đang xem xét FS
4	Sơn Mỹ I	Phía Nam	2,250	EDF, Kyushu, Sojitz, Pacific Group JSC	Đang xem xét FS
5	Nhơn Trạch 3 & 4	Phía Nam	1,624	PV Power (POW)	Khởi công vào tháng 12 năm 2025
6	LNG Hải Phòng I	Phía Bắc	1,600	Vingroup (Vinenergo)	Đã chọn nhà đầu tư
7	LNG Quảng Ninh	Phía Bắc	1,500	Marubeni, POW, Tokyo Gas, Colavi	Đang xem xét FS
8	LNG Thái Bình	Phía Bắc	1,500	Tokyo Gas, Kyuden and Truong Thanh Vietnam	Đang xem xét FS
9	LNG Nghi Sơn	Phía Bắc	1,500	JERA (proposed)	Đang lựa chọn nhà đầu tư
10	LNG Quảng Trạch II	Phía Bắc	1,500	EVN	Đang lập FS, chuẩn bị hồ sơ dự thầu EPC
11	LNG Quỳnh Lập	Phía Bắc	1,500	POW, SK Innovation Co. Ltd)	Đang lựa chọn nhà đầu tư
12	LNG Hải Lăng I	Central	1,500	T&T Group, Hanwha, KOSPO, and KOGAS	Đang xem xét FS
13	LNG Cà Ná	Phía Nam	1,500	Trungnam Group	Đã chọn nhà đầu tư
14	LNG Long An I	Phía Nam	1,500	VinaCapital, GS Energy	Đã thông qua FS, đang thu xếp vốn đầu tư
15	LNG Long An II	Phía Nam	1,500	VinaCapital, GS Energy	Đã chọn nhà đầu tư
16	LNG Vũng Áng III	Phía Bắc	1,500	POW	Đã chọn nhà đầu tư
17	LNG Hiệp Phước II	Phía Nam	1,500	Công ty Hải Linh (Hiệp Phước Power)	Đã chọn nhà đầu tư
18	LNG Hiệp Phước I	Phía Nam	1,200	Công ty Hải Linh (Hiệp Phước Power)	Đang xây dựng

Nguồn: HSC

Căng thẳng địa chính trị leo thang tại khu vực Trung Đông đang làm trầm trọng thêm tình trạng biến động của giá LNG toàn cầu và gây đứt gãy chuỗi cung ứng. Biến số này tạo ra rủi ro trực tiếp đối với các dự án điện khí tại Việt Nam. Trong bối cảnh Việt Nam mới bước vào thị trường LNG giao ngay với sự phụ thuộc lớn vào các đối tác Trung Đông như Qatar và UAE, mọi sự gián đoạn tại các tuyến vận tải huyết mạch (điển hình là Eo biển Hormuz) sẽ tạo ra tác động tiêu cực ngay lập tức. Rủi ro này không chỉ đe dọa tính ổn định của nguồn cung nhiên liệu mà còn đẩy chi phí đầu vào của các nhà máy điện khí LNG. Điều này làm gia tăng mức độ nhạy cảm của các dự án LNG trước các cú sốc bên ngoài, đặc biệt trong bối cảnh thị trường đang ở giai đoạn sơ khai.

Đối với POW, bối cảnh này gây ra rủi ro leo thang chi phí nhiên liệu đầu vào, tạo áp lực trực tiếp lên tỷ suất lợi nhuận của các dự án trọng điểm như Nhơn Trạch 3 & 4. Thách thức sẽ càng lớn nếu biến động giá LNG không được phản ánh đầy đủ vào giá bán điện và sản lượng hợp đồng phân bổ. Đồng thời, các định hướng chính sách vĩ mô với trọng tâm là an ninh năng lượng và đa dạng hóa nguồn cung khẳng định vai trò năng lượng chuyển tiếp của LNG trong cơ cấu điện quốc gia. Tuy nhiên, lộ trình này sẽ đi kèm với sự giám sát chặt chẽ hơn về cơ chế xác định giá thành, tính ổn định của chuỗi cung ứng nhiên liệu và khả năng huy động vốn dài hạn của các dự án.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tác động: Đề xuất nâng tỷ lệ cam kết sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu cho các nhà máy điện khí LNG lên mức 75% với thời hạn 15 năm (thay vì mức 65% trong 10 năm như trước đây) đang có xác suất được phê duyệt cao. Điều chỉnh này được kỳ vọng sẽ gia tăng đáng kể khả năng huy động vốn cho các dự án, đồng thời tạo động lực then chốt để các nhà phát triển đẩy nhanh lộ trình thực thi nhằm kịp tiến độ vận hành thương mại. **POW** được kỳ vọng sẽ nằm trong số những đơn vị đầu tiên hưởng lợi từ các điều chỉnh này, đặc biệt là thông qua các dự án nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4, cũng như các dự án phát triển sắp tới như nhà máy điện khí LNG Vũng Áng III.

Đẩy nhanh tiến độ phát triển hạ tầng truyền tải điện

Vào tháng 1/2026, tám dự án hạ tầng điện trọng điểm tại miền Nam đã hoàn thành và đi vào vận hành, giúp tăng cường năng lực truyền tải của lưới điện quốc gia. Các dự án này tập trung chủ yếu vào việc mở rộng mạng lưới truyền tải 500 kV và 220 kV để cải thiện dòng điện từ các trung tâm phát điện đến các trung tâm phụ tải lớn ở miền Nam. Các ví dụ điển hình bao gồm việc nâng cấp và mở rộng các đường dây truyền tải và trạm biến áp 500 kV kết nối trục xương sống Bắc – Nam, cũng như các trạm biến áp và đường dây truyền tải 220 kV mới tại các tỉnh như Đồng Nai, Bình Dương và Bà Rịa-Vũng Tàu. Các khoản đầu tư này giúp giải quyết tình trạng nghẽn mạch lưới điện, cải thiện độ tin cậy của hệ thống và hỗ trợ việc tích hợp công suất phát điện mới vào hệ thống điện.

Việc hoàn thành các dự án này có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với miền Nam, nơi nhu cầu điện tiếp tục tăng mạnh do quá trình công nghiệp hóa và việc mở rộng các khu sản xuất. Việc đẩy mạnh đầu tư và nâng cấp hạ tầng truyền tải sẽ trực tiếp giảm thiểu rủi ro thiếu hụt công suất trong giai đoạn nhu cầu tăng cao. Đồng thời, một lưới điện đồng bộ sẽ tối ưu hóa khả năng điều độ liên vùng, cho phép luân chuyển nguồn điện hiệu quả giữa các khu vực. Những diễn biến này cũng phản ánh nỗ lực của Chính phủ trong việc đẩy nhanh các khoản đầu tư lưới điện chiến lược và cải thiện an ninh năng lượng quốc gia, đồng thời chuẩn bị hệ thống điện cho sự tăng trưởng trong tương lai của năng lượng tái tạo và điện khí LNG.

Cần làm rõ rằng, việc mở rộng hạ tầng truyền tải 500 kV và 220 kV sẽ tạo ra động lực tăng trưởng tích cực cho **PC1**. Với năng lực triển khai dự án truyền tải phức tạp đã được kiểm chứng và vị thế là một trong số ít các nhà sản xuất cột thép đơn thân trong nước cho đường dây 500 kV, PC1 đang có vị thế thuận lợi để nắm bắt cơ hội ở cả hoạt động thiết kế, mua sắm và xây lắp lẫn các cơ hội cung cấp thiết bị khi Việt Nam tăng tốc phát triển lưới điện.

Rủi ro Trung Đông + Triển vọng thời tiết: Tác động đối với ngành điện trong năm 2026

Tình hình bất ổn tại Trung Đông tiếp tục gây ra những rủi ro đáng kể cho thị trường năng lượng toàn cầu năm 2026, đặc biệt là đối với chuỗi cung ứng dầu và LNG. Là một trong những vùng sản xuất năng lượng then chốt của thế giới, bất kỳ căng thẳng địa chính trị, leo thang xung đột hay gián đoạn các tuyến đường vận tải biển nào cũng có thể tạo ra biến động mạnh về giá nhiên liệu. Đối với Việt Nam, việc gia tăng mức độ lệ thuộc vào các nguồn nhiên liệu nhập khẩu như than và LNG để đáp ứng nhu cầu phụ tải leo thang đang bộc lộ những điểm yếu trước tình hình biến động bên ngoài. Những cú sốc từ thị trường quốc tế này không chỉ tác động trực tiếp đến chi phí phát điện mà còn đặt ra thách thức nghiêm trọng đối với mục tiêu đảm bảo an ninh năng lượng. Sự gia tăng mức độ rủi ro này làm nổi bật tính dễ bị tổn thương của Việt Nam trước tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu.

Trong bối cảnh đó, những bất ổn tại Trung Đông càng làm đậm nét tính cấp thiết của việc đa dạng hóa cơ cấu năng lượng. Đây là động lực bắt buộc để Việt Nam đẩy mạnh lộ trình giảm dần sự lệ thuộc vào nguồn nhiên liệu nhập khẩu. Việc tăng cường công suất năng lượng tái tạo trong nước, mở rộng hạ tầng LNG với các chiến lược tìm nguồn cung linh hoạt và xây dựng kho dự trữ nhiên liệu chiến lược là những biện pháp quan trọng. Đồng thời, việc nâng cao năng lực quản trị ngành và hoàn thiện các cơ chế thị trường sẽ gia tăng khả năng hấp thụ của hệ thống trước các biến động giá toàn cầu và đảm bảo một hệ thống năng lượng bền bỉ và an ninh hơn trong dài hạn.

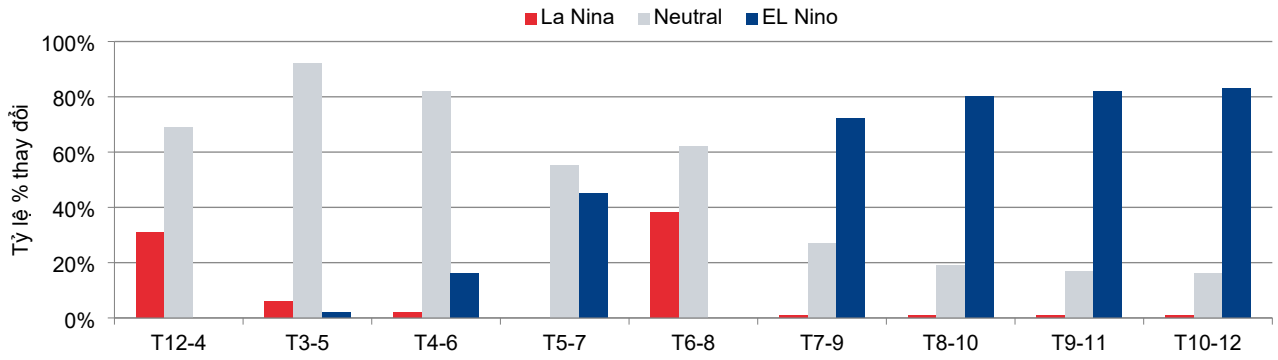
Bên cạnh các rủi ro địa chính trị, dự báo khí tượng cho năm 2026 cho thấy các điều kiện khí hậu ngày càng khó dự đoán và cực đoan, có thể ảnh hưởng đáng kể đến

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

nguồn cung điện trong nước. Sự biến động bất thường của các hình thái lượng mưa đang đặt ra rủi ro suy giảm sản lượng đối với nhóm thủy điện, loại hình nguồn vốn đã xác lập vị thế áp đảo trong cơ cấu điện năng năm 2025. Thách thức này trở nên đặc biệt nghiêm trọng trong các giai đoạn khô hạn kéo dài. Điều này tạo thêm áp lực lên hệ thống điện, đặc biệt là trong các mùa nhu cầu cao điểm khi mức tiêu thụ điện vốn đã ở mức cao. Những bất định về điều kiện thời tiết này càng làm đậm nét tính cấp thiết của việc xây dựng một hệ thống điện linh hoạt và đa dạng hóa nguồn cung. Chúng tôi kỳ vọng sẽ thấy sự tăng tốc trong việc phát triển các nguồn năng lượng tái tạo trong năm nay.

Biểu đồ 6: Xác suất dự báo El Niño và Dao động phương Nam (ENSO)



Nguồn: National Oceanic and Atmospheric Administration, HSC

Theo dự báo từ Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia, kịch bản khí hậu năm 2026 sẽ chứng kiến sự biến động mạnh khi trạng thái La Niña dần kết thúc, chuyển sang giai đoạn trung tính và có xác suất cao dịch chuyển sang El Niño từ giữa năm. Điều này làm tăng rủi ro giảm lượng nước về các hồ thủy điện, có thể gây hạn chế nguồn cung cho hệ thống. Đồng thời, các đợt nắng nóng được dự báo sẽ đến sớm hơn, lan rộng hơn và kéo dài hơn so với năm 2025, đặc biệt là trong các tháng cao điểm từ tháng 6 đến tháng 8 (sớm hơn so với dự báo ENSO trong Biểu đồ 6), dự kiến sẽ thúc đẩy nhu cầu điện tăng mạnh.

Tác động

Đối với **POW**, tác động dự kiến sẽ tương đối hạn chế trong ngắn hạn, do cụm nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 vẫn đang trong giai đoạn chạy đà. Vì vậy, chúng tôi dự báo mọi tình trạng thắt chặt nguồn cung hay biến động giá LNG cũng sẽ không ảnh hưởng đến KQKD năm 2026 của công ty.

Đối với **REE**, công ty sở hữu vị thế thuận lợi để tối ưu hóa việc tăng huy động từ mảng năng lượng tái tạo khi điều kiện thủy văn suy yếu và hiện tượng El Niño xuất hiện sớm hơn kỳ vọng, đặc biệt với việc đưa 48 MW điện gió mới vào vận hành thương mại từ tháng 2/2026. Tình trạng thắt chặt nguồn cung khí kéo dài đã gián tiếp khẳng định vai trò trọng yếu của năng lượng tái tạo trong cơ cấu điện quốc gia. Bối cảnh này trở thành 'bệ phóng' vững chắc cho chiến lược tăng tốc mở rộng danh mục năng lượng tái tạo của REE.

Đối với **PGV**, chúng tôi dự báo môi trường kinh doanh sẽ chuyển biến theo hướng khả quan hơn nhờ lợi thế sở hữu danh mục tài sản hỗn hợp giữa điện khí và điện than. Nhu cầu hệ thống cao hơn cùng với khả năng thắt chặt nguồn cung có thể dẫn đến việc cải thiện sản lượng hợp đồng phân bổ trong nửa cuối năm 2026.

Trong khi đó, **GEG** đang hội tụ các điều kiện lý tưởng để bứt phá nhờ sự kết hợp giữa tình trạng thiếu hụt sản lượng thủy điện, các cơ chế chính sách hỗ trợ và chiến lược đa dạng hóa nguồn điện quốc gia. Bối cảnh này không chỉ thúc đẩy lộ trình triển khai năng lượng tái tạo mà còn tạo tiền đề để GEG quyết liệt thực thi danh mục các dự án chuyển tiếp, từ đó củng cố triển vọng tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị: Đa dạng hóa là yếu tố then chốt

Cơ hội và thách thức trong bức tranh tổng thể

Đối với **POW**, bối cảnh chính sách đang tạo ra những chuyển biến mang tính hỗ trợ về mặt cấu trúc, trọng tâm là đề xuất nâng cao tỷ lệ cam kết sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu lên 75% trong 15 năm cho các nhà máy điện khí LNG. Cơ chế này đóng vai trò then chốt trong việc cải thiện khả năng huy động vốn, đưa POW trở thành đơn vị hưởng lợi sớm nhất thông qua dự án Nhơn Trạch 3 & 4 và tạo tiền đề vững chắc cho các dự án LNG tương lai như Vũng Áng III. Hơn nữa, tác động trong ngắn hạn được đánh giá là không đáng kể do các dự án đang trong giai đoạn chạy đà. Điều này tạo ra một 'vùng đệm' thời gian, giúp KQKD năm 2026 tránh được những ảnh hưởng trọng yếu từ sự biến động về giá hoặc rủi ro cung ứng LNG trên thị trường quốc tế.

REE đang ở vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ các động lực của hệ thống, khi tình hình thủy văn yếu và các điều kiện El Nino sớm có khả năng thúc đẩy việc huy động năng lượng tái tạo cao hơn. Việc đưa công suất điện gió mới vào vận hành trong bối cảnh khan hiếm nguồn cung khí đang mở ra cơ hội để REE bứt phá về thị phần phát điện. Sự dịch chuyển này khẳng định vai trò trụ cột của năng lượng tái tạo, tạo tiền đề để doanh nghiệp quyết liệt thực thi chiến lược mở rộng danh mục tài sản xanh và duy trì đà tăng trưởng, bất chấp những rung lắc mang tính chu kỳ của mảng thủy điện.

Đối với **PC1**, cả việc mở rộng lưới điện và các cải cách cơ chế DPPA đều mang lại những cơ hội có ý nghĩa. Việc đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng 500 kV và 220 kV hỗ trợ mảng kinh doanh thiết bị và EPC cốt lõi, trong khi việc tự do hóa cơ chế DPPA giúp tăng cường vai trò tiềm năng của công ty với tư cách là nhà cung cấp giải pháp năng lượng tích hợp trong các khu công nghiệp.

Song song đó, **GEG** nổi lên như một đơn vị hưởng lợi trực tiếp từ việc triển khai cơ chế mua bán điện trực tiếp và các chính sách hỗ trợ năng lượng tái tạo mới. Những thay đổi này không chỉ gia tăng tính linh hoạt trong cơ chế giá bán điện mà còn tạo ra lộ trình thực thi rõ nét cho các dự án trọng điểm như Đức Huệ 2 cùng danh mục dự án đầy tiềm năng của công ty.

Sau cùng, chúng tôi kỳ vọng một môi trường vận hành thuận lợi hơn đối với **PGV** trong nửa cuối năm 2026. Nhu cầu phụ tải duy trì ở mức cao kết hợp với rủi ro thắt chặt nguồn cung cục bộ sẽ là động lực thúc đẩy sản lượng hợp đồng phân bổ tăng mạnh. Điều này tạo điều kiện tối ưu để PGV khai thác hiệu quả danh mục tài sản đa dạng, bao gồm cả các tổ hợp điện khí và điện than.

Trong danh sách khuyến nghị, HSC vẫn ưa thích cổ phiếu **POW** và **REE** nhờ vị thế cân bằng của hai công ty này trong bối cảnh nguồn cung và chính sách ngày càng phức tạp. Dưới góc độ ngành, LNG giữ vai trò then chốt trong việc đảm bảo công suất chạy nền ổn định cho hệ thống điện. Tuy nhiên, sự nhạy cảm trước biến động giá năng lượng toàn cầu và các rủi ro địa chính trị vẫn là bài toán thách thức, khi các biến số này trực tiếp đẩy chi phí biên phát điện lên cao. Đây là vấn đề mà Chính phủ và EVN sẽ phải giám sát chặt chẽ nhằm cân đối giữa an ninh năng lượng và mục tiêu ổn định giá bán lẻ điện. Đồng thời, năng lượng tái tạo vẫn phải đối mặt với những rào cản nội tại về tính bất định của nguồn phát, lộ trình cải cách giá điện và áp lực từ mặt bằng lãi suất cao. Thêm vào đó, việc các nước trên thế giới đang có thái độ thận trọng hơn đối với lộ trình Net-Zero có thể dẫn đến những thay đổi khó lường về mặt chính sách, gây ra tâm lý bất định cho các nhà phát triển năng lượng tái tạo.

Theo quan điểm của chúng tôi, chiến lược năng lượng của Việt Nam có thể sẽ yêu cầu phát triển song song cả LNG và năng lượng tái tạo để đảm bảo an ninh năng lượng, đặc biệt trong bối cảnh các đứt gãy nguồn cung ứng LNG gần đây và các hình thái thời tiết ngày càng khó dự đoán. Trong bối cảnh này, POW khẳng định vị thế là đơn vị hưởng lợi trọng yếu nhờ vai trò tiên phong trong lĩnh vực nhiệt điện khí LNG, với dự án Nhơn Trạch 3 & 4 được kỳ vọng sẽ trở thành chuẩn mực vận hành cho các dự án tương lai. Song hành với đó, danh mục điện khí hiện hữu của doanh nghiệp tiếp tục duy trì hiệu quả nhờ nguồn cung khí tỏng nước tương đối ổn định. Trong khi đó, REE mang đến một vị thế đầu tư đa diện hơn trong lộ trình chuyển dịch năng lượng. Công ty không chỉ hưởng lợi trực tiếp từ sự bứt phá của năng lượng tái tạo thông qua danh mục điện gió đang được mở rộng quyết liệt, mà còn sở hữu các mảng kinh doanh cốt lõi như cơ điện (M&E), cho thuê văn phòng và nước sạch. Các mảng

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

này đóng vai trò là lớp đệm vững chắc, giúp REE trung hòa các biến động từ thị trường năng lượng và những thay đổi khó lường về mặt chính sách.

Dự báo lợi nhuận mới

Trong danh sách khuyến nghị, HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho POW, REE và PC1, dựa trên các giả định bổ sung công suất mới, mở rộng tỷ suất lợi nhuận và khả năng thực thi mạnh mẽ hơn trong các mảng cốt lõi như cơ điện (M&E) và thiết kế và EPC. Ngược lại, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng hơn đối với GEG và PGV, vốn có chi phí tài chính cao hơn, giá bán thủy điện yếu hơn và các điều kiện cung cấp nhiên liệu thắt chặt hơn được dự báo sẽ gây áp lực lên lợi nhuận ngắn hạn. Nhìn chung, mặc dù các động lực của ngành vẫn còn đan xen, những công ty có sự hiện diện đa dạng và khả năng thực thi mạnh mẽ hơn sẽ có vị thế tốt hơn để đón đầu đà tăng trưởng. Những thay đổi này giúp tổng lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 của toàn ngành ở mức 39%.

Cụ thể đối với các công ty trong danh sách khuyến nghị:

- **Đối với POW**, chúng tôi điều chỉnh tăng 8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, dự trên giả định tốt hơn cho cụm nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 sau khi nhận chứng chỉ vận hành thương mại, bao gồm hiệu suất cao hơn (62% so với mức 55% trước đó) và tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên tổng sản lượng cao hơn trong bối cảnh mức huy động giai đoạn đầu còn thấp, giúp cải thiện lợi nhuận thuần cho năm 2026 lên 1.798 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Triển vọng năm 2027 của chúng tôi nhìn chung vẫn ổn định, khi những tín hiệu tích cực về mặt vận hành được bù trừ bởi giả định sản lượng hợp đồng phân bổ thận trọng hơn. Đồng thời, HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với các chỉ số tài chính thấp hơn một chút do áp lực chi phí khí đầu vào gia tăng. Nhìn chung, trong dài hạn, chúng tôi vẫn kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận thuần của công ty vẫn sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 ấn tượng, lần lượt ở mức 14,5% và 22,4%.
- **Đối với REE**, chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 8,5%/12,1% và 16,9%/28,2% dự báo lợi nhuận và doanh thu năm 2026/2027 nhờ mảng cơ điện và cho thuê văn phòng dự kiến có KQKD khả quan hơn. Mặc dù điều kiện thủy văn bất lợi có thể gây áp lực lên sản lượng thủy điện, nhưng tác động tiêu cực này được bù đắp đáng kể nhờ đóng góp từ công suất điện gió mới và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Sự chuyển dịch cơ cấu nguồn này là yếu tố then chốt hỗ trợ đà tăng trưởng của LNTT và lãi vay. Dự báo lợi nhuận mảng M&E được nâng lên mức khoảng 5.000-6.000 tỷ đồng mỗi năm nhờ có số lượng dự án chưa triển khai dồi dào và chiến lược chuyển dịch sang các dự án hạ tầng, trong khi lợi nhuận mảng cho thuê văn phòng cải thiện nhờ tỷ lệ lấp đầy cải thiện tại E-town 6 (trên 96%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với kỳ vọng đà tăng trưởng sẽ tiếp tục được duy trì. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 dự kiến ở mức ấn tượng 15,4% và 14%.
- Đối với **GEG**, chúng tôi điều chỉnh giảm 14,8% dự báo lợi nhuận năm 2026. Thay đổi này chủ yếu phản ánh áp lực từ chi phí tài chính leo thang trong môi trường lãi suất thắt chặt (dự phóng tăng lên mức 9% so với giả định 8% trước đó). Dù vậy, tác động tiêu cực này phần nào được giảm thiểu nhờ nỗ lực tối ưu hóa chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, cùng với việc điều chỉnh kỳ vọng giá bán thủy điện thấp hơn sau khi các hợp đồng PPA hết hạn. Trong khi đó, cho năm 2027, kỳ vọng về sự phục hồi của sản lượng thủy điện dự kiến sẽ chỉ mang lại tác động hạn chế lên lợi nhuận do chi phí lãi vay vẫn duy trì ở ngưỡng cao. HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với mức tăng trưởng khiêm tốn nhờ việc trả nợ vay và đóng góp toàn bộ công suất từ các nhà máy mới, đồng thời tiếp tục kỳ vọng lợi nhuận giai đoạn 2024-2028 tăng trưởng mạnh nhờ mở rộng công suất.
- **Đối với PC1**, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Động lực chính đến từ việc mở rộng tỷ suất lợi nhuận, đặc biệt là sự chuyển dịch chiến lược trong mảng EPC sang các hợp đồng Thiết kế và Xây dựng (E&C) với tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Bên cạnh đó, KQKD còn được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng từ mảng sản xuất cột thép đơn thân, triển vọng khả quan của giá niken và việc bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án bất động sản Golden Tower. Mặc dù doanh thu chỉ được điều chỉnh tăng nhẹ (khoảng 3%), nhưng tỷ suất lợi nhuận cải thiện giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ hơn. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 khá ấn tượng ở mức 37,6%.

- **Đối với PGV**, chúng tôi giảm lần lượt 28% và 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 nhằm phản ánh sản lượng điện giảm và chi phí đầu vào tăng. Dự báo sản lượng điện khí được điều chỉnh giảm nhằm phản ánh thực trạng thắt chặt nguồn cung khí trong nước và những bất định từ thị trường LNG toàn cầu. Hệ quả tất yếu là chiến lược vận hành sẽ chuyển dịch theo hướng bám sát mức sản lượng hợp đồng phân bổ, đồng thời chủ động tiết giảm sự tham gia vào thị trường điện cạnh tranh. Đồng thời, giá khí và giá than cao hơn dự kiến sẽ thu hẹp tỷ suất lợi nhuận, với tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2026 giảm khoảng 1 điểm phần trăm, dẫn đến triển vọng lợi nhuận thận trọng hơn.

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận thuần, các công ty ngành hiện HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2024A	2025F	2026F	2027F	2028F	CAGR 4 năm
GEG	115	935	477	589	527	46%
PC1	468	872	869	951	1,219	27%
PGV	-878	2,192	2,768	3,093	2,836	N/m
POW	1,112	2,146	1,684	2,558	2,498	22%
REE	1,994	2,662	2,542	2,650	3,392	14%
Bình quân	**3,688**	**6,614**	**5,572**	**6,749**	**7,636**	**39%**

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các cổ phiếu Dịch vụ tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị nhằm phản ánh đặc điểm dài hạn của các tài sản cơ sở hạ tầng và khả năng dự báo rõ ràng về các dòng tiền trong tương lai. Những diễn biến chính sách gần đây càng hỗ trợ cho phương pháp tiếp cận này bằng cách tăng cường tính minh bạch về việc mở rộng công suất, cơ chế giá và tiến độ đầu tư. Đối với REE, do mô hình kinh doanh đa dạng, chúng tôi áp dụng phương pháp SoTP để định giá, trong đó định giá dựa trên phương pháp DCF là nền tảng cho mảng kinh doanh cốt lõi.

Trong các mô hình DCF, chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro ở mức 4% và phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 8,75%, nhưng điều chỉnh giảm hệ số beta cho bốn mã cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị (PC1 – xuống 0,8; POW – xuống 0,9; PGV – xuống 0,6; và GEG – xuống 0,6) trong khi giữ nguyên hệ số này cho REE ở mức 0,8. Theo đó, giả định WACC của PC1, POW, PGV, REE và GEG lần lượt ở mức 9,2%, 9,1%, 8,4%, 7,9-10,7% và 8,9%.

Bối cảnh định giá

Các cổ phiếu ngành điện đã tăng bình quân 2,6% và 25,2% trong 3 tháng và 12 tháng qua, diễn biến tích cực hơn chỉ số VN30 trong ngắn hạn (giảm 4%) nhưng diễn biến kém tích cực hơn chỉ số này trong 12 tháng qua (tăng mạnh 49,1%). Trong nhóm cổ phiếu năng lượng, PC1 ghi nhận hiệu suất vượt trội với mức tăng ấn tượng 11,8% trong 3 tháng qua và lũy kế đạt 44,6% trong vòng 12 tháng qua. Ngược lại, POW ghi nhận sự điều chỉnh nhẹ 8% trong 3 tháng qua nhưng vẫn bảo toàn được thành quả tăng trưởng 32,6% trong 12 tháng qua. Trong khi đó, các mã PGV, GEG và REE duy trì được phong độ ổn định với xu hướng tăng trưởng đồng nhất ở cả hai khung thời gian khảo sát. Giá của hầu hết các mã cổ phiếu, ngoại trừ POW vẫn không đổi, đều đã sụt giảm trong 1 tháng qua. Nhìn chung, sự phân hóa về hiệu suất phản ánh tiến độ dự án khác nhau và những khó khăn trong ngắn hạn, mặc dù tâm lý dài hạn đối với ngành vẫn được hỗ trợ bởi động lực từ chính sách.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 8: Diễn biến giá cổ phiếu, các công ty ngành hiện HSC khuyến nghị

PC1 và REE có diễn biến giá tích cực nhất trong 3 tháng qua

%	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PC1	-0.2%	11.8%	44.6%
REE	-3.1%	5.7%	16.5%
PGV	-4.2%	2.4%	25.2%
GEG	-8.7%	1.0%	7.1%
POW	0.0%	-8.0%	32.6%
Bình quân	**-3.2%**	**2.6%**	**25.2%**
VN30 Index	10.3%	-4.0%	49.1%

Nguồn: HSC

Bảng 9: So sánh định giá, các công ty ngành hiện HSC khuyến nghị

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2026
Gialai Electricity JSC (GEG)	206.1	7.4	7.2	14.0	11.6	1.0	7.9%
Power Construction JSC (PC1)	415.4	6.5	6.2	11.7	11.8	1.4	14.7%
Power Generation JSC 3 (PGV)	1,017.5	6.2	5.2	14.7	10.7	1.4	10.8%
PetroVietnam Power (POW)	1,169.4	7.1	5.9	20.3	14.4	1.0	5.2%
Refrigeration Electrical Eng. (REE)	1,343.1	9.3	8.6	11.9	11.2	1.5	13.4%
Bình quân ngành	**830.3**	**7.3**	**6.6**	**14.5**	**11.9**	**1.3**	**10.4%**

Nguồn: HSC

Chúng tôi trình bày giả định định giá tại thời điểm cuối năm 2025 và cuối năm 2026 của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị trong Bảng 9. Trong khi đó, xét đến mức định giá trượt dự phóng 1 năm và định giá của các công ty cùng ngành:

- POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 31,7 lần. Trong khi đó, xét về chỉ số EV/EBITDA dự phóng năm cho năm 2027, POW đang giao dịch ở mức chiết khấu 14% so với mức bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị (chúng tôi sử dụng chỉ số EV/EBITDA để đánh giá một cách công bằng các dự án mới sắp đi vào vận hành, cụ thể là Nhơn Trạch 3 & 4). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu lựa chọn hàng đầu POW, với tiềm năng tăng giá là 28,5% so với giá mục tiêu 16.900đ (sau khi điều chỉnh tăng 10,5%).
- REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,6 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 thấp hơn 22% so với bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị. Chúng tôi khuyến nghị Mua vào đối với REE (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá 21,1% tại giá mục tiêu 79.100đ (sau khi điều chỉnh tăng 6%).
- GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,9 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 thấp hơn 4% so với bình quân của các công ty cùng ngành. Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với GEG (từ Mua vào), với tiềm năng tăng giá 18,8% tại giá mục tiêu 18.000đ (sau khi điều chỉnh giảm 6%).
- PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 19,8 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 thấp hơn 23% so với bình quân của các công ty cùng ngành. Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PC1 (từ Mua vào), với tiềm năng tăng giá 12,8% tại giá mục tiêu 30.000đ (sau khi điều chỉnh tăng 7%).
- PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 cao hơn 2% so với bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PGV, với tiềm năng tăng giá là 6,1% tại giá mục tiêu 25.300đ (sau khi điều chỉnh tăng 8,1%).

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

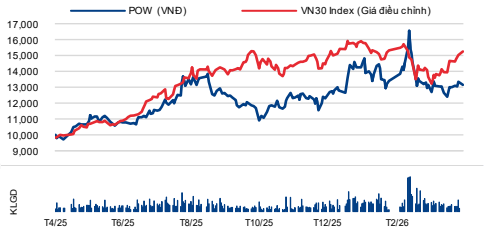
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ16,900 *(từ VNĐ15,291)*
Tiềm năng tăng/giảm: 28.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/4/2026)	13,150
Mã Bloomberg	POW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,711-16,550
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	13,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	30,796
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,170
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,342
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,148
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,059
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.78%
Tỷ lệ freefloat	18.8%
Cổ đông lớn	PVN (79.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0	(8.04)	32.6
So với chỉ số	(10.5)	(4.54)	(13.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	645	726	(11.1)
2027F	916	1,050	(12.7)
2028F	896	1,051	(14.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

POW đang vận hành công suất phát điện 4.2GW, khoảng 6% tổng công suất đặt của VN, và sẽ có thêm 1.6 GW điện LNG vận hành cuối năm 2025.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn
Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyên Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Biến động trong tầm kiểm soát; duy trì k/n Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với POW và tăng 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 16.900đ (tiềm năng tăng giá: 28,5%), dựa trên việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2026 và thay đổi các giả định định giá.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2026, nhờ tăng các giả định cho nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 sau khi đạt được chứng chỉ vận hành thương mại. Tuy nhiên, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho năm 2027. Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi (bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028) cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 ở mức 22,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 1 tháng qua, POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 31,7 lần.

Sự kiện: Chịu ít tác động từ tình trạng thiếu hụt LNG trong giai đoạn đầu

POW đã chứng minh khả năng vận hành ổn định trong 2 tháng đầu năm 2026 nhờ sự đóng góp đồng đều từ danh mục tài sản đa dạng. Việc duy trì mức huy động cao tại các nhà máy điện khí và điện than, kết hợp với sự hỗ trợ từ mảng thủy điện. Mặc dù rủi ro từ thị trường LNG toàn cầu đang có xu hướng gia tăng, tác động trong ngắn hạn được đánh giá là không đáng kể, nhờ duy trì nguồn cung ổn định trong hệ thống, cùng với việc chuyển phần tăng thêm của chi phí đầu vào vào giá bán. Thêm vào đó, việc dự án Nhơn Trạch 3 & 4 đang trong giai đoạn chạy đà, giúp duy trì mức độ nhạy cảm đối với biến động giá LNG ở ngưỡng tương đối thấp.

Tác động: Tăng 7% dự báo lợi nhuận năm 2026

HSC điều chỉnh tăng 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2026, dựa trên việc tăng các giả định cho nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 sau khi hai nhà máy này đạt chứng chỉ vận hành thương mại. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất nhà máy sẽ đạt mức 62% (so với giả định 55% trước đây). Đồng thời, việc nâng tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên tổng sản lượng điện nhằm phản ánh mức huy động thấp trong giai đoạn đầu – điều này giúp cải thiện nhẹ cả doanh thu và tỷ suất lợi nhuận. Trong khi đó, dự báo cho năm 2027 gần như được giữ nguyên, khi những đóng góp tích cực từ tổ hợp Nhơn Trạch 3 & 4 có khả năng bị triệt tiêu bởi các giả định thận trọng hơn về tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng phân bổ trên tổng sản lượng điện thực tế. Sự điều chỉnh này nhằm phản ánh những biến số khó lường trong cơ chế huy động và điều kiện thị trường năng lượng có nhiều biến động. Cùng với việc đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 (dựa trên các giả định có phần thận trọng), dự báo mới của chúng tôi cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 đạt 14,5% và 22,4%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 31,7 lần. HSC tăng 10,5% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 16.900đ. Giá mục tiêu mới theo phương pháp SoTP cho thấy tiềm năng tăng giá là 28,5% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 26,2 lần và 18,4 lần.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tiếp tục duy trì quan điểm tích cực đối với POW trong bối cảnh thị trường năng lượng toàn cầu đầy biến động, nhờ vào vị thế vững chắc của công ty trong lộ trình mở rộng điện khí LNG tại Việt Nam. Với việc cụm nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 là những dự án LNG duy nhất đảm bảo đúng tiến độ, cùng với các động lực hỗ trợ từ chính sách giúp cải thiện sản lượng hợp đồng phân bổ và khả năng huy động vốn, POW đang ở vị thế thuận lợi để nắm bắt đà tăng trưởng dài hạn, đồng thời cung cấp nguồn điện chạy nền ổn định để bổ trợ cho các nguồn năng lượng tái tạo.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,503	6,466	9,237	10,027	9,833
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,112	2,427	1,798 ▲	2,553	2,498
EPS ĐC (đồng)	89.4	873	645 ▲	916	896
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	13,668	12,277	12,862	13,715	14,559
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.7	9.09	7.12	5.86	5.21
P/E ĐC (lần)	147	15.1	20.4	14.4	14.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.96	1.07	1.02	0.96	0.90
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(75.1)	876	(26.1)	42.0	(2.16)
ROAE (%)	3.51	7.33	5.13	6.89	6.34

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Khả năng chống chịu trước tình trạng thiếu hụt năng lượng trong ngắn hạn

Đáng chú ý, POW đã duy trì trạng thái vận hành ổn định trong hai tháng đầu năm 2026. Những rủi ro từ thị trường LNG toàn cầu hiện chỉ gây ra tác động hạn chế trong ngắn hạn nhờ nguồn cung nội tại dồi dào và cơ chế chuyển chi phí vào giá bán điện. Thêm vào đó, việc nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 đang trong giai đoạn bắt đầu vận hành đóng vai trò như một yếu tố kiểm soát, giúp giảm thiểu đáng kể mức độ nhạy cảm của công ty trước sự biến động giá nhiên liệu. Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2026 dựa trên các giả định tích cực hơn về hiệu quả hoạt động và mức huy động của các nhà máy. Tuy nhiên, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2027. Cùng với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 (với các giả định thận trọng hơn), các dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 đạt 22,4%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu cao hơn là 16.900đ, nhờ công ty có vị thế dẫn đầu trong mảng điện khí LNG cũng như có nhiều chính sách thuận lợi. Mặc dù giá cổ phiếu giảm trong thời gian gần đây, POW vẫn đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức thấp hơn bình quân quá khứ.

Vận hành ổn định do ít chịu tác động từ tình trạng thiếu hụt LNG trong ngắn hạn

POW ghi nhận KQKD vững chắc trong 2 tháng đầu năm 2026, với cả sản lượng hợp đồng phân bổ và sản lượng thực tế đều tăng mạnh mẽ so với cùng kỳ, nhờ mức huy động ổn định xuyên suốt danh mục tài sản đa dạng của công ty. Các nhà máy điện khí gần như vận hành bám sát sản lượng hợp đồng phân bổ, trong khi nhà máy Cà Mau 1 & 2 đã tối ưu hóa vận hành trong điều kiện thiếu hụt nguồn cung khí. Nhờ khai thác hiệu quả khối lượng khí trả trước, các nhà máy này không chỉ duy trì vận hành ổn định mà còn phát vượt mức sản lượng hợp đồng phân bổ. Các nhà máy điện than và thủy điện cũng hoạt động tốt, hưởng lợi từ giá thị trường và điều kiện thủy văn thuận lợi, giúp củng cố tính linh hoạt của toàn danh mục.

Nhìn về dài dạn, dù thị trường LNG toàn cầu đang đứng trước những phép thử lớn từ căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông, tác động ngắn hạn đối với POW vẫn còn hạn chế. Nguồn cung LNG được đảm bảo đầy đủ trong nửa đầu năm 2026, và tác động của chi phí đầu vào tăng cao được giảm thiểu nhờ cơ chế chuyển chi phí sang giá bán. Thêm vào đó, việc nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 đang trong giai đoạn chạy đà với mức huy động công suất ban đầu chưa cao vô hình trung tạo ra cơ chế tự bảo vệ. Trạng thái vận hành này giúp POW hạn chế đáng kể mức độ tiếp xúc rủi ro trước đà leo thang của chi phí LNG.

Bất chấp những biến động năng lượng toàn cầu, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực đối với POW nhờ có vị thế vững chắc trong lộ trình mở rộng điện khí LNG tại Việt Nam. Khi LNG trở thành trụ cột chính trong quá trình chuyển dịch năng lượng quốc gia, POW trở thành đơn vị tiên phong với các nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 – hiện là những dự án LNG duy nhất đảm bảo đúng tiến độ tại Việt Nam – tạo ra cả công suất ngắn hạn và triển vọng tăng trưởng trong dài hạn.

Quan trọng hơn hết, các diễn biến chính sách hỗ trợ, bao gồm đề xuất tăng mức sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu, sẽ giúp tăng cường khả năng huy động vốn của dự án và củng cố tính minh bạch trong dự báo lợi nhuận. Sự cộng hưởng giữa năng lực thực triển khai dự án đã kiểm chứng và vai trò then chốt trong việc trung hòa tính chập chờn của năng lượng tái tạo giúp POW trở thành trụ cột điện chạy nền tin cậy. HSC tin rằng, với vị thế chiến lược này, công ty không chỉ sở hữu khả năng chống chịu vượt trội trước các cuộc khủng hoảng năng lượng mà còn sẵn sàng nắm bắt trọn vẹn đà tăng trưởng mang tính cấu trúc của ngành điện Việt Nam.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 10: Sản lượng hợp đồng phân bổ 2 tháng đầu năm 2026, POW

Triệu kWh	HĐ phân bổ		Sản lượng đầu ra	
	2T26	So với cùng kỳ	2T26	So với cùng kỳ
Điện điện khí	**2,237**	**98%**	**2,197**	**76%**
Cà Mau 1 & 2	624	-20%	856	-6%
Nhơn Trạch 2 (NT2)	568	92%	574	83%
Nhơn Trạch 1 (NT1)	181	213%	186	565%
Nhơn Trạch 3 & 4 (NT3&4)	863	n/m	581	n/m
Nhiệt điện than	**698**	**-24%**	**1,108**	**12%**
Vũng Áng 1	698	-24%	1,108	12%
Thủy điện	**200**	**55%**	**235**	**13%**
Hua Na	85	90%	117	49%
Dak drink	115	36%	118	-9%
Tổng cộng	***3,135***	***44%***	***3,539***	***45%***

*Ghi chú: *Giả định Tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng thực tế Nhơn Trạch 3 & 4 là 200% trong T2/2026*
Nguồn: HSC

Phân tích sâu hơn về KQKD 2 tháng đầu năm 2026: Sản lượng hợp đồng phân bổ ổn định + sản lượng điện tăng trưởng vững chắc

Các nhà máy điện của POW ghi nhận KQKD trái chiều trong 2 tháng đầu năm 2026, với cả sản lượng hợp đồng phân bổ và sản lượng thực tế ước tính tăng khoảng 45% so với cùng kỳ. Các nhà máy điện khí như Nhơn Trạch 1 & 2 về cơ bản vận hành bám sát sản lượng hợp đồng phân bổ, mặc dù mức huy động phần nào bị hạn chế do giá thị trường thấp hơn. Trong khi đó, cụm nhà máy Cà Mau 1 & 2 đang phải đối mặt với thực trạng nguồn cung khí thắt chặt (duy trì ở mức xấp xỉ 3,2 triệu m3 tiêu chuẩn/ngày). Để thích ứng, công ty đã chủ động chuyển đổi sang cấu hình vận hành tối ưu 1-1-1 (gồm một tuabin khí, một lò hơi thu hồi nhiệt và một tuabin hơi). Các nhà máy này thực hiện chiến lược chào giá linh hoạt, bám sát sản lượng hợp đồng phân bổ (263,6 triệu kWh) để đảm bảo khả năng huy động. Việc khai thác hiệu quả khối lượng khí trả trước trở thành đòn bẩy giúp POW phát điện vượt mức sản lượng hợp đồng cam kết. Cơ chế này giúp duy trì sản lượng huy động ở mức cao bất chấp tình trạng thắt chặt nguồn cung nhiên liệu. Ngược lại, mặc dù tổ hợp nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 đã được phân bổ sản lượng hợp đồng, nhưng mức độ huy động thực tế từ hệ thống vẫn còn khiêm tốn do điều kiện nhu cầu yếu.

Ở mảng điện than, nhà máy Vũng Áng 1 đã khai thác triệt để các điều kiện thị trường thuận lợi để đạt mức huy động ấn tượng. Việc giá thị trường điện tăng vọt trong các khung giờ cao điểm đã tạo động lực cho nhà máy đẩy mạnh sản lượng phát thực tế, không chỉ hoàn thành vượt mức phân bổ và thúc đẩy sản lượng. Ở mảng thủy điện, các nhà máy Hủa Na và Đakdrinh ghi nhận tình hình thủy văn thuận lợi với lưu lượng nước về hồ vượt mức trung bình nhiều năm. Tận dụng lợi thế này, các nhà máy đã tối ưu hóa kế hoạch phát điện để tham gia tích cực vào các khung giờ có giá thị trường cao điểm, đồng thời thực hiện chiến lược quản lý mực nước hồ chứa linh hoạt nhằm tích trữ cho mùa khô sắp tới.

Nhìn chung, danh mục tài sản đa dạng của POW hỗ trợ tính linh hoạt trong vận hành. Nhóm nhiệt điện đóng vai trò điều tiết, chủ động hiệu chỉnh mức huy động theo tín hiệu thị trường và thực trạng cung ứng nhiên liệu. Trong khi đó, mảng thủy điện đóng vai trò gia tăng hiệu suất lợi nhuận bằng cách tận dụng tối ưu điều kiện thủy văn thuận lợi để đẩy mạnh sản lượng và doanh thu.

Triển vọng năm 2026: Áp lực ngắn hạn từ nguồn cung năng lượng đầu vào

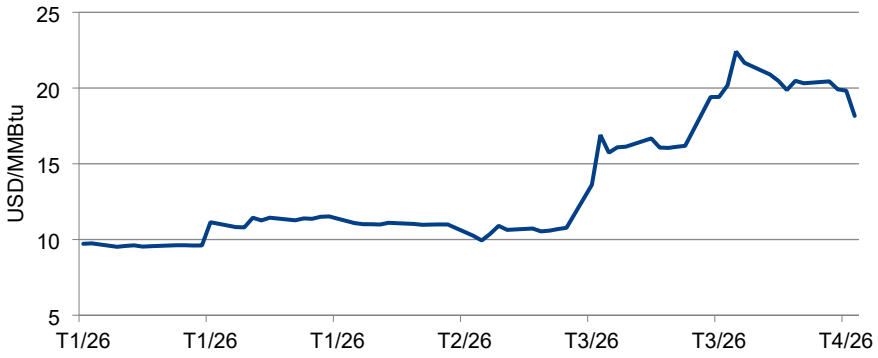
Xung đột Trung Đông đe dọa nguồn cung LNG toàn cầu

Tình hình căng thẳng tại Trung Đông đang đặt ra mối đe dọa đáng kể đối với nguồn cung năng lượng toàn cầu. Theo IMF, khoảng 25-30% lượng dầu mỏ và 20% dòng chảy LNG của thế giới đi qua Eo biển Hormuz, biến nơi đây trở thành "điểm nghẽn" cực kỳ quan trọng đối với tình hình giao thương năng lượng. Trong bối cảnh tình hình gián đoạn chuỗi cung ứng ngày càng leo thang, các quốc gia phụ thuộc lớn vào nhập khẩu năng lượng tại Châu Á và Châu Âu đang phải đối mặt với tình trạng chi phí nhiên liệu đầu vào tăng vọt (Biểu đồ 11).

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 11: Giá LNG Nhật Bản và Hàn Quốc (bao gồm chi phí vận chuyển)



Nguồn: HSC

Từ năm 2023, Việt Nam đã chính thức gia nhập thị trường nhập khẩu LNG, với nguồn cung một phần đến từ Qatar và UAE – hai quốc gia nằm ở trung tâm của căng thẳng địa chính trị đang diễn ra tại Trung Đông. Sự phụ thuộc này khiến Việt Nam dễ bị tổn thương trước các rủi ro bên ngoài gắn liền với sự bất ổn của khu vực.

Sự phụ thuộc này bộc lộ lỗ hổng chiến lược trong an ninh năng lượng quốc gia, đặc biệt là khi dòng chảy LNG nhập khẩu buộc phải đi qua các điểm nghẽn hàng hải chiến lược, vốn đang bị gián đoạn hoặc đối mặt với rủi ro an ninh cao. Bất kỳ sự phong tỏa hoặc leo thang xung đột nào trên các tuyến đường này cũng có thể làm chậm trễ việc giao hàng, gây rủi ro cho hoạt động của các kho cảng LNG trọng điểm như Thị Vải.

Tình hình gián đoạn nguồn cung LNG có vẻ vẫn trong tầm kiểm soát trong nửa đầu năm 2026

Tính đến giữa tháng 3, ban lãnh đạo PV Gas (GAS; giá mục tiêu 120.000đ) cho biết công ty đã tích cực đa dạng hóa các nguồn nhập khẩu LNG để đảm bảo sự ổn định nguồn cung. Công ty có kế hoạch nhập khẩu ba chuyến tàu LNG trong nửa đầu năm 2026 và đã đảm bảo được hai chuyến (mỗi chuyến khoảng 70.000 tấn) từ Qatar và Đông Nam Á. Đáng chú ý, vào ngày 10/3, tàu chở LNG mang tên FAT'H AL KHAIR đã bàn giao khoảng 63.000 tấn LNG (khoảng 87 triệu m^3 tiêu chuẩn khí tự nhiên) cho kho cảng Thị Vải, đánh dấu chuyến nhập khẩu LNG đầu tiên trong năm của công ty. Chuyến hàng này đã được sắp xếp từ trước (bốc hàng vào tháng 2) và bàn giao thành công, phản ánh chiến lược thu mua chủ động của GAS.

Quan trọng hơn hết, công ty này đã chốt được mức giá cạnh tranh, được báo cáo là thấp hơn 50% so với mức giá thị trường hiện hành, nhờ việc khóa các hợp đồng trước khi căng thẳng địa chính trị leo thang. Công ty hiện đang tìm kiếm nhà cung cấp cho chuyến hàng thứ ba, trong khi vẫn duy trì lượng hàng tồn kho sẵn có khoảng 15.000 tấn và một lịch trình nhập khẩu có cấu trúc rõ ràng.

POW được kỳ vọng sẽ là đơn vị tiêu thụ LNG chính của GAS sau khi cụm nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 vận hành thương mại. Dựa trên dữ liệu mới nhất từ công ty, nguồn cung LNG hiện tại đã được đảm bảo đầy đủ để phục vụ hoạt động vận hành xuyên suốt mùa cao điểm nửa đầu năm 2026. Điều này cho thấy các rủi ro gián đoạn nguồn cung trong ngắn hạn hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát, giúp POW duy trì sự ổn định trước những biến động khó lường của thị trường năng lượng toàn cầu.

Cơ chế chuyển chi phí giúp giảm bớt tác động từ giá LNG

Trước những biến động phức tạp của thị trường năng lượng quốc tế, HSC thực hiện điều chỉnh dự phóng giá LNG đầu vào cho POW. Các giả định mới được chuẩn hóa dựa trên mức dự báo bình quân từ dữ liệu Bloomberg (cập nhật tính đến ngày 1/4/2026) (Bảng 12).

Tuy nhiên, tác động từ việc tăng giá LNG đã được giảm thiểu đáng kể nhờ cơ chế chuyển chi phí, cho phép các biến động tăng của chi phí nhiên liệu đầu vào được phản ánh trực tiếp vào giá bán điện, từ đó bảo vệ tỷ suất lợi nhuận của các nhà sản xuất điện.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 12: Giá đầu vào LNG dự kiến, POW

USD/MMBtu	2026F	2027F	2028F
Old	12.9	11.9	12.4
New	16.8	12.8	9.6
Revision	***30%***	***7%***	***-22%***

Nguồn: Bloomberg forecasts, HSC

Bảng 13: Dự báo cơ cấu san điện đầu ra, POW

triệu kWh	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2025A	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Nhiệt điện khí (gồm LNG)	10,869	13,750	17,058	14,200	17,308	17,308	3%	1%
Nhiệt điện than	5,973	5,800	5,800	5,800	5,800	5,800	0%	0%
Thủy điện	1,752	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	0%	0%
Điện mặt trời	6	6	6	6	6	6	0%	0%
Tổng cộng	**18,594**	**20,570**	**23,878**	**21,026**	**24,134**	**24,134**	**2%**	**1%**

Nguồn: HSC

Bảng 14: Điều chỉnh tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng thực tế, POW

%	Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2025A	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Nhơn Trạch 1	115%	80%	80%	100%	100%	100%
Nhơn Trạch 2	112%	92%	92%	91%	86%	86%
Nhơn Trạch 3 & 4	100%	100%	100%	129%	122%	122%

Nguồn: HSC

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận Q1/2026 của POW sẽ duy trì ở mức ổn định, được hỗ trợ bởi mức huy động tương đối thấp của cụm nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4. Trong tháng 2/2026, các nhà máy này ghi nhận mức huy động thấp hơn nhiều so với sản lượng hợp đồng phân bổ do tác động từ nhu cầu phụ tải yếu, giúp hạn chế rủi ro trước chi phí đầu vào LNG tăng cao trong giai đoạn đầu vận hành.

Tuy nhiên, trong dài hạn, kế hoạch phân bổ sản lượng hợp đồng cho nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 trong nửa cuối năm 2026 có thể đối mặt với rủi ro điều chỉnh giảm do Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NSMO) thực hiện cân đối lại chi phí hệ thống trong bối cảnh giá LNG tăng cao theo cơ chế chuyển chi phí. Hiện tại, thị trường vẫn thiếu nhất quán trong việc áp dụng mức sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu 65%. Điểm mấu chốt nằm ở chỗ liệu tỷ lệ này sẽ được ấn định cố định trên cơ sở hàng năm hay tính mức bình quân trong kỳ hạn 10 năm của hợp đồng PPA. Điều này cho thấy mức sản lượng hợp đồng phân bổ thực tế có thể thay đổi đáng kể theo từng năm. Các công ty phát điện đã đề xuất áp dụng mức sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu cố định hàng năm là 65% để quản lý tốt hơn việc thu mua nhiên liệu và lập kế hoạch vận hành vào đầu mỗi năm.

Tuy nhiên, dựa trên quan điểm thận trọng và do năm 2026 là năm vận hành đầu tiên của cụm nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4, HSC giả định mức sản lượng hợp đồng phân bổ ở ngưỡng 45% nhằm phản ánh thời gian chạy đà cần thiết và tính đến khả năng hệ thống điện sẽ thực hiện tái cơ cấu nguồn cung nhằm hấp thụ dần nguồn điện khí LNG vốn có giá thành cao hơn so với mặt bằng chung.

Dự báo mới: Tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng thực tế và hiệu suất tại nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 cao hơn kỳ vọng

HSC điều chỉnh tăng 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2026, phản ánh sự đóng góp tích cực từ tổ hợp nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 sau khi chính thức đi vào vận hành thương mại từ đầu năm. Cho năm 2027, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận do đóng góp tích cực từ việc điều chỉnh hiệu suất vận hành tại nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 đã bị bù trừ bởi áp lực sụt giảm tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ/sản lượng thực tế tại nhà máy Nhơn Trạch 2. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu thuần đạt 52.166 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 2.498 tỷ đồng (giảm 2% so với cùng kỳ), chủ yếu do chúng tôi đưa ra giả định thận trọng rằng tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng thực tế sẽ ổn định ở mức dưới 100%, trong bối cảnh giá khí đầu vào có khả năng tăng cao.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Dựa trên các giả định đã được điều chỉnh, HSC kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 lần lượt ở mức 14,5% và 22,4%.

Chi tiết như sau:

Yếu tố hiệu suất của các nhà máy điện khí được định nghĩa là tỷ lệ phần trăm năng lượng sơ cấp từ khí tự nhiên được chuyển hóa thành điện năng hữu dụng, thay vì bị thất thoát dưới dạng nhiệt.

- **Nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4:** Chúng tôi tăng giả định hiệu suất tại hai nhà máy này lên mức 62% (so với mức 55% trước đó) dựa trên thông tin công bố từ nhà cung cấp tuabin GE Vernova. Sự thay đổi này trực tiếp giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của các nhà máy thêm 130 điểm cơ bản (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi). Đồng thời, chúng tôi cũng tăng dự báo tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng thực tế lần lượt lên mức 129%/122% cho chính 2026-2027 (so với mức 100% trước đó). Điều này dựa trên quan sát của chúng tôi trong 2 tháng đầu năm 2026, cho thấy mức huy động thực tế của hai nhà máy này đang ở mức thấp trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện còn yếu.
- **Điều chỉnh sản lượng đầu ra sau điều chỉnh sản lượng điện khí:** HSC tăng lần lượt 25% và 8% dự báo sản lượng của nhà máy Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 sau khi các nhà máy này ghi nhận sản lượng thực tế trong năm 2025 cao hơn kỳ vọng. Điều này dẫn đến việc điều chỉnh tăng lần lượt 2% và 5% dự báo tổng sản lượng của POW cho năm 2026 và 2027.

Bảng 15: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, POW

		Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**34,151**	**47,054**	**54,336**	**48,038**	**55,085**	**52,166**	**2%**	**1%**
Lợi nhuận gộp	4,327	4,792	5,641	5,003	5,686	5,424	4%	1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*12.7%*	*10.2%*	*10.4%*	*10.4%*	*10.3%*	*10.4%*	*+0.2ppt*	*-0.1ppt*
LNTT	3,080	2,165	3,289	2,338	3,319	3,247	8%	1%
Lợi nhuận thuần	**2,341**	**1,684**	**2,558**	**1,798**	**2,553**	**2,498**	**7%**	**0%**
Lợi nhuận 'cốt lõi'	***2,562***	***1,684***	***2,558***	***1,798***	***2,553***	***2,498***	***7%***	***0%***

Nguồn: HSC

- **Tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng thực tế:** Đối với nhà máy Nhơn Trạch 1, chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng thực tế lên mức 100% (so với mức 80% trước đây), do nhà máy này sẽ chỉ phát điện dựa trên sản lượng đã được ấn định trước. Đối với nhà máy Nhơn Trạch 2, chúng tôi giảm tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên sản lượng thực tế xuống mức 91% và 86% lần lượt cho năm 2026 và 2027, dựa trên kỳ vọng nhà máy Nhơn Trạch 2 sẽ tăng cường chào giá trên thị trường phát điện cạnh tranh trong bối cảnh giá thị trường điện bắt đầu tăng trở lại vào năm 2026 (dự kiến tăng 30% so với cùng kỳ).
- **Hỗ trợ từ cơ chế thị trường:** Trong bối cảnh hiện tại, EVN và Petrovietnam đang thúc đẩy sự linh hoạt hơn trong việc đàm phán các thông số vận hành như sản lượng hợp đồng phân bổ, cơ chế điều độ, và khả năng chuyển đổi nhiên liệu giữa khí trong nước và LNG nhập khẩu. Bên cạnh đó, các bên cũng đề xuất chu kỳ điều chỉnh giá ngắn hơn (theo tuần thay vì theo tháng) và nâng mức trần giá nhiệt điện. Nhờ đó, POW sẽ có vị thế tốt hơn để tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh với cơ chế giá linh hoạt hơn và tiềm năng đạt mức giá cao hơn.

Duy trì khuyến nghị Mua vào, tăng nhẹ 5% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 10,5% giá mục tiêu lên 16.900đ (so với mức 15.290đ trước đây), cho thấy tiềm năng tăng giá là 28,5%. Cổ phiếu đang được giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 26,2 lần và 18,4 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với POW trong bối cảnh cải cách quy định theo hướng tích cực.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá POW vì công ty tiếp tục tạo ra dòng tiền bền vững từ danh mục các nhà máy điện đa dạng và đang hưởng lợi từ việc tăng sản lượng hợp đồng phân bổ. Các giả định cơ bản chính như sau:

- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 8,75%, nhưng điều chỉnh giảm nhẹ hệ số beta xuống còn 0,9

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

lần. Theo đó, giả định WACC giảm xuống còn 9,1% (so với mức 9,3% trước đó).

Theo đó, tỷ trọng giá trị hiện tại của giá trị cuối kỳ trong tổng giá trị doanh nghiệp dự kiến ở mức 61% (so với 67% trước đó).

Bảng 16: Định giá DCF, POW

Giá mục tiêu mới là 16.900đ

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm 2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của UFCF	28,986
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	50,434
Giá trị DN	**79,420**
Cộng: tiền	6,188
Trừ: tổng nợ	(35,285)
Giá trị vốn CSH	**47,172**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	2,787
Giá mục tiêu (đồng /cp)	**16,900**

Nguồn: HSC

Bảng 17: Tính toán WACC, POW

Điều chỉnh WACC

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.4%
Chi phí nợ	6.8%
WACC	**9.1%**

Nguồn: HSC

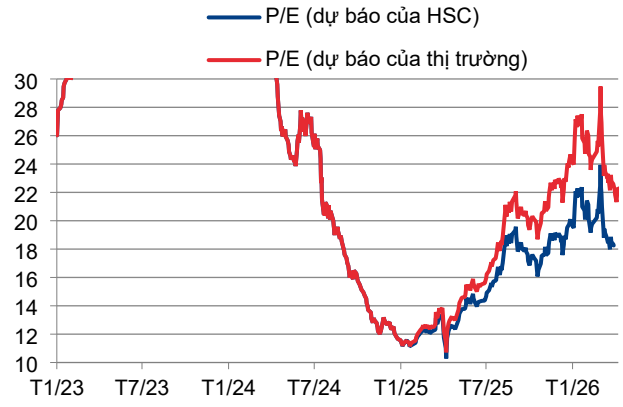
Bảng 18: Diễn biến giá cổ phiếu, POW

%	1 tháng	3 tháng	12 tháng
POW	0.0	-8.0	32.6
VN30 Index	10.3	-4.0	49.1

Nguồn: HSC

Biểu đồ 19: P/B trượt dự phóng 1 năm, POW

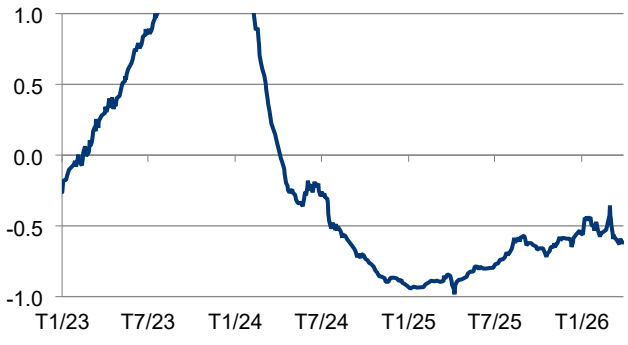
POW đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần…



Nguồn: HSC

Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với bình quân, POW

… thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 31,7 lần



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 18,1 lần, thấp hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 17,2 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có EV/EBITDA dự phóng năm 2027 thấp hơn 14% so với bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 21: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, POW

Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2026
REE	1,343.1	9.3	8.6	11.9	11.2	1.5	13%
PGV	1,017.5	6.2	5.2	14.7	10.7	1.4	11%
PC1	415.4	6.5	6.2	11.7	11.8	1.4	15%
GEG	206.1	7.4	7.2	14.0	11.6	1.0	8%
Bình quân toàn ngành	**745.5**	**7.3**	**6.8**	**13.1**	**11.3**	**1.3**	**12%**
POW	**1,169.4**	**7.1**	**5.9**	**20.3**	**14.4**	**1.0**	**5%**
Chênh lệch so với bình quân	57%	-4%	-14%	55%	27%	-23%	-7ppt

Nguồn: HSC

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Nhu cầu tiêu thụ điện thấp do hoạt động xuất khẩu còn yếu
- Sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy của POW thấp hơn trong nửa cuối năm 2026 trong bối cảnh giá đầu vào tăng cao do chiến tranh tại Trung Đông kéo dài.
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá.

Trong khi đó, rủi ro lợi nhuận và đinh giá cao hơn kỳ vọng chính (ít nhất là đối với lợi nhuận) là khả năng ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên. Cụ thể, công ty có thể được hoàn nhập lỗ tỷ giá lũy kế liên quan đến dự án Vũng Áng 1 với giá trị khoảng 1.596 tỷ đồng. Nếu việc thanh toán từ phía EVN được thực hiện trong năm 2026 như kỳ vọng, đây sẽ là một cú hích lớn đối với lợi nhuận của POW.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	30,306	34,306	48,038	55,085	52,166
Lợi nhuận gộp	1,998	4,479	5,003	5,686	5,424
Chi phí BH&QL	(878)	(1,247)	(1,201)	(1,102)	(1,043)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**1,120**	**3,231**	**3,802**	**4,584**	**4,381**
Lãi vay thuần	(279)	(1.93)	(1,516)	(1,317)	(1,186)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	42.2	4.82	51.0	51.8	52.8
Lợi nhuận khác	500	0.07	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	**1,383**	**3,234**	**2,338**	**3,319**	**3,247**
Chi phí thuế TNDN	(172)	(227)	(222)	(315)	(309)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(99.8)	(580)	(317)	(451)	(441)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**1,112**	**2,427**	**1,798**	**2,553**	**2,498**
Lợi nhuận thuần ĐC	**209**	**2,433**	**1,798**	**2,553**	**2,498**
EBITDA ĐC	**2,503**	**6,466**	**9,237**	**10,027**	**9,833**
EPS (đồng)	475	871	645	916	896
EPS ĐC (đồng)	89.4	873	645	916	896
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,342	2,787	2,787	2,787	2,787
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,342	2,787	2,787	2,787	2,787
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,342	2,787	2,787	2,787	2,787

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,120	3,231	3,802	4,584	4,381
Khấu hao	(1,383)	(3,234)	(5,435)	(5,443)	(5,452)
Lãi vay thuần	(279)	(1.93)	(1,516)	(1,317)	(1,186)
Thuế TNDN đã nộp	(172)	(227)	(222)	(315)	(309)
Thay đổi vốn lưu động	941	(3,650)	(791)	(448)	176
Khác	1,351	(492)	2,913	203	(2,909)
LCT thuần từ HĐKD	**4,344**	**2,094**	**9,621**	**8,151**	**5,605**
Đầu tư TS dài hạn	(9,793)	(5,180)	(12,798)	(163)	(163)
Góp vốn & đầu tư	(6,452)	(14,777)	0	0	0
Thanh lý	4,730	6,366	0	0	0
Khác	542	852	626	708	641
LCT thuần từ HĐĐT	**(10,973)**	**(12,739)**	**(12,172)**	**546**	**478**
Cổ tức trả cho CSH	(132)	(230)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	21.0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	9,866	6,054	2,000	(1,000)	(3,000)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**9,754**	**5,825**	**2,000**	**(1,000)**	**(3,000)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,440	11,564	6,738	6,188	13,884
LCT thuần trong kỳ	**3,125**	**(4,820)**	**(550)**	**7,697**	**3,083**
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.06	(6.40)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**11,564**	**6,738**	**6,188**	**13,884**	**16,967**
Dòng tiền tự do	**(5,449)**	**(3,086)**	**(3,177)**	**7,988**	**5,442**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	11,564	6,738	6,188	13,884	16,967
Đầu tư ngắn hạn	4,112	12,531	12,531	12,531	12,531
Phải thu khách hàng	11,873	14,578	22,947	26,386	24,961
Hàng tồn kho	1,795	2,174	3,443	3,952	3,739
Các tài sản ngắn hạn khác	636	987	1,476	1,695	1,604
Tổng tài sản ngắn hạn	**29,981**	**37,008**	**46,585**	**58,448**	**59,802**
TSCĐ hữu hình	44,029	46,646	54,017	48,745	43,464
TSCĐ vô hình	51.4	51.7	44.2	36.0	27.0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	678	679	342	325	309
Đầu tư vào Cty LD,LK	88.1	169	677	711	747
Tài sản dài hạn khác	5,088	4,058	4,001	4,001	4,001
Tổng tài sản dài hạn	**49,934**	**51,604**	**59,082**	**53,818**	**48,548**
Tổng cộng tài sản	**79,915**	**88,612**	**105,667**	**112,266**	**108,351**
Nợ ngắn hạn	13,508	11,250	15,647	17,392	15,949
Phả trả người bán	15.7	14.9	23.7	27.2	25.7
Nợ ngắn hạn khác	19,768	20,180	29,642	33,299	31,631
Tổng nợ ngắn hạn	**33,457**	**31,612**	**45,494**	**50,981**	**47,840**
Nợ dài hạn	9,151	17,637	19,637	18,637	15,637
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	119	113	116	122	128
Tổng nợ dài hạn	**9,270**	**17,751**	**19,753**	**18,759**	**15,765**
Tổng nợ phải trả	**45,234**	**51,396**	**66,671**	**70,737**	**64,303**
Vốn chủ sở hữu	32,009	34,215	35,845	38,221	40,574
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,671	3,001	3,151	3,308	3,474
Tổng vốn chủ sở hữu	**34,681**	**37,216**	**38,996**	**41,530**	**44,048**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**79,915**	**88,612**	**105,667**	**112,266**	**108,351**
BVPS (đ)	13,668	12,277	12,862	13,715	14,559
Nợ thuần*/(tiền mặt)	11,095	22,149	29,097	22,145	14,619

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.59	13.1	10.4	10.3	10.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.26	18.8	19.2	18.2	18.8
Tỷ suất LNT (%)	3.67	7.07	3.74	4.64	4.79
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.4	7.02	9.50	9.50	9.50
Tăng trưởng doanh thu (%)	6.98	13.2	40.0	14.7	(5.30)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(13.0)	158	42.9	8.56	(1.94)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(75.1)	1,062	(26.1)	42.0	(2.16)
Tăng trưởng EPS (%)	7.05	83.5	(25.9)	42.0	(2.16)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(75.1)	876	(26.1)	42.0	(2.16)
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.51	7.33	5.13	6.89	6.34
ROACE (%)	2.49	6.25	6.49	7.55	7.19
Vòng quay tài sản (lần)	0.40	0.41	0.49	0.51	0.47
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	3.88	0.65	2.53	1.78	1.28
Số ngày tồn kho	23.1	26.6	29.2	29.2	29.2
Số ngày phải thu	153	178	195	195	195
Số ngày phải trả	0.20	0.18	0.20	0.20	0.20
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	34.9	64.8	81.4	58.2	36.2
Nợ/tài sản (%)	28.5	32.6	33.5	32.2	29.2
EBIT/lãi vay (lần)	4.01	1,674	2.51	3.48	3.69
Nợ/EBITDA (lần)	9.09	4.47	3.83	3.60	3.22
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.90	1.17	1.02	1.15	1.25
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.38	1.71	1.37	1.07	0.98
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.7	9.09	7.12	5.86	5.21
P/E (lần)	27.7	15.1	20.4	14.4	14.7
P/E ĐC (lần)	147	15.1	20.4	14.4	14.7
P/B (lần)	0.96	1.07	1.02	0.96	0.90
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

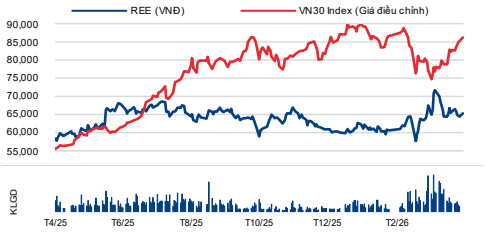
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mua vào *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ79,100 *(từ VNĐ74,300)*
Tiềm năng tăng/giảm: 21.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/4/2026)	65,300
Mã Bloomberg	REE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	57,700-71,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	64,733
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	35,370
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,343
Slg CP lưu hành (tr.đv)	542
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	265
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	34.8%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(3.12)	5.66	16.5
So với chỉ số	(13.3)	9.69	(24.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	5,468	5,089	7.4
2027F	5,844	5,696	2.6
2028F	6,263	5,697	9.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

REE là tập đoàn đa ngành đầu tư chuyên về các ngành dịch vụ tiện tích. Công ty đang dần mở rộng sang phát triển năng lượng tái tạo bên cạnh các mảng kinh doanh khác như cho thuê văn phòng, bất động sản và xây lắp điện.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn
Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyên Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Kỳ vọng lấy lại đà tăng trưởng nhờ các mảng kinh doanh cốt lõi

- HSC nâng khuyến nghị đối với REE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 6% giá mục tiêu lên 79.100đ. Chúng tôi đánh giá cao chiến lược nâng cấp của công ty và định hướng tăng cường mở rộng mảng năng lượng tái tạo.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 8,5% và 12,1% dự báo lợi nhuận năm 2026/2027, sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận của mảng cơ điện (M&E) và cho thuê văn phòng, qua đó bù đắp cho mảng điện vốn đang đối mặt với tình trạng suy yếu về sản lượng. Dự báo mới của chúng tôi, bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 ở mức 14%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,9% trong 3 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,6 lần.

Sự kiện: Đa dạng hóa có tính chiến lược + năng lực triển khai dự án xuất sắc

REE bước sang năm 2026 với vị thế tăng trưởng vững chắc hơn nhờ sự cộng hưởng mạnh mẽ từ hai trụ cột cơ điện (M&E) và năng lượng. Kết quả này là minh chứng cho sự chuyển dịch chiến lược sang mảng hạ tầng, được bảo chứng bởi giá trị hợp đồng ký mới vững chắc và danh mục dự án chưa triển khai dồi dào. Trong khi đó, mảng năng lượng đang chuyển trọng tâm sang điện gió để bù đắp cho sản lượng thủy điện có khả năng suy yếu. Nhìn chung, sự kết hợp giữa năng lực thực thi được nâng cấp và một định hướng chiến lược minh bạch là tiền đề quan trọng giúp REE duy trì quỹ đạo tăng trưởng bền vững bất chấp những khó khăn trong ngắn hạn từ điều kiện thủy văn bất lợi cho thủy điện.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận nhờ mảng Cơ điện và cho thuê văn phòng

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 8,5%/12,1% và 16,9%/28,2% dự báo lợi nhuận và doanh thu năm 2026/2027 sau khi tăng giả định lợi nhuận từ mảng cơ điện và cho thuê văn phòng. Đối với mảng điện, điều kiện thủy văn bất lợi dự kiến sẽ làm giảm sản lượng thủy điện, dù được bù đắp một phần nhờ công suất điện gió mới. Điều này dẫn đến doanh thu giảm nhẹ nhưng EBIT tăng nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng thủy điện cải thiện.

Chúng tôi điều chỉnh tăng mạnh dự báo cho mảng cơ điện, với kỳ vọng doanh thu hàng năm sẽ đạt khoảng 5 nghìn - 6 nghìn tỷ đồng. Động lực tăng trưởng này đến từ danh mục dự án chưa triển khai dồi dào và sự chuyển dịch chiến lược sang mảng hạ tầng. Đồng thời, mảng cho thuê văn phòng tiếp tục duy trì vị thế vững chắc nhờ tỷ lệ lấp đầy ấn tượng tại tòa nhà E-town 6, qua đó đẩy tỷ lệ lấp đầy bình quân toàn danh mục vượt ngưỡng 96%.

Cùng với việc đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 (lợi nhuận thuần tăng trưởng 7,2%), dự báo mới của chúng tôi cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 đạt 15,4% và 14%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,7% trong 3 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. HSC tăng 6% giá mục tiêu lên 79.100đ sau khi tăng dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2027, cho thấy mức tăng trưởng 23% và cổ phiếu có P/E dự phóng lần lượt là 14,5 lần và 13,6 lần.

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu REE vì công ty còn nhiều tiềm năng tăng trưởng chưa được phản ánh hết vào giá, đến từ kế hoạch mở rộng dài hạn cho các nhà máy điện mới (với công suất có thể tăng gấp ba sau năm 2030), chiến lược đa dạng hóa mảng cơ điện và mảng cho thuê văn phòng.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,727	4,385	4,650 ▲	4,864 ▲	5,145
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,013	2,529	2,962 ▲	3,166 ▲	3,392
EPS ĐC (đồng)	4,575	4,670	5,468 ▲	5,844 ▲	6,263
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
BVPS (đồng)	40,127	38,670	43,000	47,835	53,088
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.53	9.85	9.33	8.62	7.77
P/E ĐC (lần)	14.3	14.0	11.9	11.2	10.4
Lợi suất cổ tức (%)	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
P/B (lần)	1.63	1.69	1.52	1.37	1.23
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(14.5)	2.06	17.1	6.89	7.16
ROAE (%)	11.1	12.7	13.4	12.9	12.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Động lực tăng trưởng mới từ các mảng kinh doanh cốt lõi

REE bước vào năm 2026 với động lực mạnh mẽ hơn nhờ chiến lược đa dạng hóa sang các dự án hạ tầng M&E và chiến lược chuyển dịch mảng năng lượng sang điện gió, giúp duy trì đà tăng trưởng bất chấp những khó khăn trong ngắn hạn của mảng thủy điện. Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 8,5% và 12,1% dự báo lợi nhuận cho năm 2026/2027, chủ yếu dựa trên các giả định tích cực hơn cho mảng M&E và cho thuê văn phòng. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận mảng thủy điện cải thiện giúp bù đắp cho phần sụt giảm sản lượng của mảng năng lượng. Dự báo mới của chúng tôi, bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028, cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 đạt 15,4% và 14%. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 6% giá mục tiêu lên 79.100đ. Tuy nhiên, những thông tin tích cực về triển vọng doanh nghiệp hiện vẫn chưa được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu.

Mảng thủy điện thúc đẩy KQKD năm 2025

Lợi nhuận thuần Q4/2025 của REE đạt 619 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ và tăng 8% so với quý trước) và lợi nhuận thuần của cả năm 2025 đạt 2,5 nghìn tỷ đồng (giảm 27% so với cùng kỳ, hoàn thành 92% dự báo cho cả năm của HSC). Đà tăng trưởng này chủ yếu đến từ mảng năng lượng nhờ tận dụng tối ưu điều kiện thủy văn thuận lợi. Việc chủ động tham gia sâu rộng vào thị trường phát điện cạnh tranh đã giúp lợi nhuận thuần của mảng này đạt 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 40%), được củng cố bởi sự gia tăng 30% về sản lượng từ các nhà máy thủy điện.

Bảng 22: Doanh thu và lợi nhuận thuần, REE

Tỷ đồng	Q4/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	2025	Tăng trưởng	% dự báo của HSC
Doanh thu						
Năng lượng	1,282	-1%	1%	4,979	17%	95%
BĐS	310	14%	4%	1,155	16%	97%
Nước & Môi trường	48	-31%	144%	174	53%	127%
M&E	1,237	78%	28%	3,521	22%	113%
Tổng	**2,878**	**23%**	**13%**	**10,012**	**19%**	**101%**
Doanh thu thuần						
Năng lượng	398	-2%	10%	1,412	40%	110%
BĐS	47	-59%	-68%	513	1%	71%
Nước & Môi trường	103	47%	13%	355	33%	101%
M&E	53	-32%	-22%	164	9%	93%
Mảng khác	18	35%	133%	84	38%	38%
Tổng	**619**	**-9%**	**-8%**	**2,528**	**27%**	**92%**

Nguồn: HSC ước tính

KQKD của các mảng khác diễn biến trái chiều: Mảng cơ điện giành được các hợp đồng giá trị 3,8 nghìn tỷ (giảm 14% so với cùng kỳ). Các dự án mới như sân bay Phú Quốc và Cát Bi đã bù đắp một phần cho sự thiếu vắng các hợp đồng lớn như Sân bay Quốc tế Long Thành. Trong khi đó, lợi nhuận mảng nước tiếp tục ổn định. Trái lại, HĐKD của mảng BĐS kém hiệu quả do tỷ lệ lấp đầy tại tòa nhà E-town 6 còn thấp (ở mức giữa 50%) và tiến độ bàn giao tại dự án Thái Bình chậm hơn dự kiến. Điều này cũng dẫn đến sự chậm trễ trong việc phát triển các dự án văn phòng mới như Phú Hữu (Quận 9, TP.HCM).

Triển vọng năm 2026: Nâng cấp chiến lược và đẩy mạnh công tác triển khai

REE bước vào năm 2026 với động lực tăng trưởng mạnh mẽ hơn ở các mảng kinh doanh cốt lõi, đặc biệt là cơ điện và năng lượng. Ở mảng cơ điện, công ty đang đẩy nhanh quá trình chuyển dịch chiến lược sang các dự án hạ tầng và công nghiệp. Với danh mục dự án chưa triển khai và lượng hợp đồng ký mới dồi dào, doanh thu mảng

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

này được kỳ vọng sẽ tăng trưởng khoảng 40% so với cùng kỳ. Ở mảng năng lượng, mặc dù điều kiện thủy văn kém thuận lợi có khả năng gây áp lực lên sản lượng thủy điện trong năm 2026, nhưng tác động này sẽ được giảm thiểu một phần nhờ đóng góp từ công suất điện gió mới và danh mục các dự án điện gió đang phát triển. Điều này phản ánh sự chuyển dịch dần trong cơ cấu nguồn điện của REE. Nhìn chung, chiến lược nâng cấp và năng lực thực thi được cải thiện trên cả hai mảng kinh doanh chủ chốt được kỳ vọng sẽ giúp công ty duy trì đà tăng trưởng bền vững, bất chấp những khó khăn ngắn hạn của mảng thủy điện.

Mảng cơ điện Định hướng đa dạng hóa HĐKD

REE đang thực hiện tái cấu trúc trọng tâm mảng cơ điện, hướng đến các lĩnh vực có tốc độ tăng trưởng cao. Chiến lược này tập trung vào mảng xây lắp công nghiệp và sản xuất công nghệ cao nhằm đón đầu làn sóng FDI, cùng với các dự án năng lượng tái tạo quy mô lớn. Song song đó, công ty cũng đang tích cực khai thác dư địa từ hạ tầng công cộng như sân bay, các trụ sở chính phủ, bệnh viện, trung tâm dữ liệu và các nhà máy xử lý chất thải.

Năm ngoái, mảng M&E của REE đã giành được các hợp đồng với tổng giá trị 3.809 tỷ đồng, với các dự án lớn như Sân bay Quốc tế Phú Quốc, Trung tâm Hội nghị APEC và Trung tâm Dữ liệu Viettel Hoàng Hoa Thám. Những dự án này đã nâng tổng giá trị các dự án chưa triển khai lên 5.913 tỷ đồng, tạo ra nền tảng vững chắc cho doanh thu năm 2026. Các dự án trọng điểm như Sân bay Quốc tế Phú Quốc (tiêu chuẩn ICAO 4E, công suất thiết kế 20 triệu hành khách vào năm 2027) và khu phức hợp biểu diễn đa năng S3 (công trình phục vụ APEC 2027) thể hiện sự tham gia của REE vào các dự án quy mô lớn và có mức độ phức tạp cao về kỹ thuật. Tuy nhiên, hoạt động M&E trong mảng năng lượng tái tạo của REE chủ yếu tập trung vào các dự án nội bộ, cho thấy BLĐ có quan điểm thận trọng trong việc mở rộng dịch vụ M&E cho bên thứ ba hơn các công ty cùng ngành vốn có năng lực triển khai tốt hơn.

Cho năm 2026, HSC dự báo doanh thu mảng M&E sẽ tăng trưởng trên 40%. Động lực chính đến từ số lượng hợp đồng chưa triển khai khá lớn được chuyển tiếp từ cuối năm 2025 (đạt 5.913 tỷ đồng) và giá trị hợp đồng mới ký (tăng trưởng ấn tượng 58% so với cùng kỳ, chạm mốc 6.000 tỷ đồng). Một yếu tố thúc đẩy tăng trưởng tiềm năng khác đến từ các dự án phục vụ hội nghị APEC 2027. Dưới áp lực hoàn thiện hạ tầng trước thềm sự kiện, tiến độ thi công tại các công trình liên quan dự kiến sẽ được đẩy mạnh quyết liệt. Điều này tạo cơ hội cho REE rút ngắn chu kỳ nghiệm thu và ghi nhận doanh thu sớm hơn đáng kể so với kỳ vọng ban đầu.

Mảng năng lượng: Bổ sung công suất mới + điều kiện thủy văn suy yếu

Tổng sản lượng điện của REE trong năm 2025 tăng 6,5% so với cùng kỳ, đạt khoảng 11.352 triệu kWh, chủ yếu nhờ sản lượng thủy điện tăng vọt 30% khi điều kiện *La Niña* tạo ra lượng nước dồi dào. Tuy nhiên, sự dồi dào của nguồn cung nước đồng thời tạo ra áp lực giảm phát mạnh lên giá thị trường điện giao ngay. Mức giá này đã điều chỉnh giảm khoảng 550 đồng/kWh, xác lập mặt bằng bình quân 980 đồng/kWh. Nguyên nhân chủ yếu đến từ tình trạng dư thừa công suất cục bộ, buộc các nhà máy phải chấp nhận mức giá huy động tiệm cận bằng 0 trong một số thời điểm nhằm ưu tiên mục tiêu xả nước để đảm bảo an toàn đập. Bất chấp áp lực sụt giảm từ giá thị trường, mảng năng lượng vẫn ghi nhận KQKD tích cực, với doanh thu đạt 4.979 tỷ đồng (tăng trưởng 17,4%) và lợi nhuận thuần 1.411 tỷ đồng (tăng trưởng 40,2%). Thành quả này được củng cố bởi chiến lược điều độ thủy điện tối ưu và sự đóng góp tích cực từ nhà máy Thác Bà 2 kể từ khi đi vào vận hành thương mại vào tháng 4/2025.

Thủy điện tiếp tục là mảng đóng góp chính trong năm 2025, chiếm 62% tổng sản lượng với 7.055 triệu kWh và mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ (tăng 45,6%) bất chấp giá điện giảm. Ngược lại, sản lượng nhiệt điện giảm 20,2% xuống còn 3.652 triệu kWh do hệ thống ưu tiên huy động thủy điện và việc thoái vốn tại nhà máy Nhiệt điện Ninh Bình. Đồng thời, các tài sản lâu năm như Nhiệt điện Phả Lại vốn đang đối mặt với bài toán suy giảm hiệu suất vận hành, củng cố định hướng tiếp tục thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh kém hiệu quả. Sản lượng mảng điện gió vẫn ổn định ở mức 365 triệu kWh, khi điều kiện khí hậu thuận lợi tại một số địa điểm đã bù đắp hiệu quả cho kết quả vận hành thấp hơn kỳ vọng tại dự án Trà Vinh V1-3. Doanh thu mảng này tăng trưởng khiêm tốn 3,5%, trong khi lợi nhuận giảm nhẹ 1,7%.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Cho năm 2026, chúng tôi dự báo điều kiện thủy văn sẽ kém thuận lợi hơn, gây áp lực lên mảng thủy điện của REE. Sản lượng thủy điện dự kiến giảm khoảng 10%, được bù đắp một phần nhờ giá bán bình quân tăng nhẹ 2%. Cùng lúc đó, công suất điện gió mới từ nhà máy Duyên Hải (Trà Vinh 1-4, công suất 48 MW, REE sở hữu 70%, vận hành thương mại từ tháng 2/2026) dự kiến sẽ đóng góp khoảng 125 triệu kWh trong năm 2026, tương ứng khoảng 25% tổng sản lượng điện gió. Tuy nhiên, phần sụt giảm của thủy điện có khả năng sẽ lớn hơn phần đóng góp tăng thêm từ điện gió do thủy điện có tỷ lệ áp đảo trong cơ cấu năng lượng của REE, mặc dù điện gió được hưởng mức giá bán điện cao hơn.

Nhìn về dài hạn, REE đang đẩy nhanh lộ trình mở rộng điện gió với thêm 128 MW dự kiến vận hành thương mại vào Q4/2026 từ dự án V1-3 Giai đoạn 2 và V1-5 & V1-6 Giai đoạn 2 (tổng vốn đầu tư khoảng 6.121 tỷ đồng, sản lượng hàng năm khoảng 350 triệu kWh). Sau năm 2026, danh mục dự án tiềm năng tiếp tục mở rộng với các cụm điện gió Phú Cường (200 MW) và dự án điện gió Vĩnh Tân (200 MW). Trái lại, dư địa mở rộng quy mô mảng thủy điện đang dần trở nên hạn chế, với dự án Trà Khúc 2 (công suất 30 MW, tổng vốn đầu tư khoảng 1.200 tỷ đồng, dự kiến vận hành thương mại vào Q1/2027) là dự án duy nhất đang được triển khai. Điều này phản ánh sự chuyển dịch chiến lược sang điện gió – mảng có mức giá bán điện cao hơn và ít bão hòa hơn so với thủy điện. Chúng tôi hiện chưa phản ánh ba dự án tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 8,5%/12,1% và 16,9%/28,2% dự báo lợi nhuận và doanh thu thuần cho năm 2026/2027. Trong số các công ty trong danh sách khuyến nghị, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

- **Mảng điện**: Chúng tôi dự báo điều kiện thủy văn kém thuận lợi do thời tiết bất lợi dự kiến sẽ gây áp lực lên mảng thủy điện của REE. Sản lượng được dự báo giảm khoảng 10% so với cùng kỳ, và chỉ được bù đắp một phần nhờ giá bán bình quân tăng nhẹ 2%. Trong khi đó, công suất điện gió mới từ dự án Duyên Hải (vận hành thương mại từ tháng 2/2026) dự kiến đóng góp khoảng 125 triệu kWh trong năm 2026 (chiếm khoảng 25% tổng sản lượng điện gió). Tuy nhiên, con số này không đủ để bù đắp hoàn toàn sự sụt giảm của mảng thủy điện do có tỷ trọng cao trong cơ cấu năng lượng.

  Nhìn chung, chúng tôi dự báo doanh thu mảng điện sẽ giảm lần lượt 4,2% và 3,6% trong năm 2026 và 2027. Tuy nhiên, LNTT và EBIT của mảng này dự kiến vẫn tăng trưởng 6,5% và 7,5%, sau khi chúng tôi điều chỉnh tăng tỷ suất lợi nhuận mảng thủy điện lên 46,9% (so với mức 42,5% trong dự báo trước đó), do các nhà máy đóng góp lớn như VSH ghi nhận tỷ suất lợi nhuận cao hơn kỳ vọng trong năm 2025.

Bảng 23: Dự báo mới và dự báo cũ, REE

		Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		
Tỷ đồng	**2025A**	**2026**	**2027**	**2026F**	**2027F**	**2028F**	**2026F**	**2027F**	**4Y CAGR**
Doanh thu thuần	10,012	10,253	10,536	11,982	13,510	14,850	16.9%	28.2%	15.4%
Thu nhập từ công ty liên kết	840	851	884	912	952	993	7.2%	7.7%	8.5%
Lợi nhuận thuần	**2,529**	**2,730**	**2,825**	**2,962**	**3,166**	**3,392**	**8.5%**	**12.1%**	**14.0%**
Tăng trưởng									
Doanh thu thuần	*19%*	*-1%*	*3%*	*20%*	*7%*	*7%*			
Thu nhập từ công ty liên kết	*17%*	*4%*	*4%*	*9%*	*4%*	*4%*			
Lợi nhuận thuần	*26%*	*-1%*	*3%*	*17%*	*7%*	*7%*			

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 24: Doanh thu, EBIT của các mảng kinh doanh, REE

		dự báo cũ		Dự báo mới		
Tỷ đồng	2025A	2026	2027	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	**10,012**	**10,253**	**10,536**	**11,982**	**13,510**	**14,850**
Điện	4,970	5,465	5,686	5,238	5,480	5,698
M&E	3,521	3,152	3,152	4,940	6,191	7,275
Cho thuê văn phòng	1,155	1,209	1,263	1,338	1,365	1,392
BĐS	183	283	283	283	283	283
Nước & Môi trường	174	144	151	183	192	201
EBIT	**3,000**	**3,152**	**3,231**	**3,418**	**3,605**	**3,756**
Điện	2,088	1,981	2,008	2,111	2,158	2,184
M&E	311	267	267	381	493	591
Cho thuê văn phòng	658	738	789	827	851	876
BĐS	68	127	127	127	127	127
Nước & Môi trường	45	37	39	48	50	52
Lợi nhuận tài chính	-293	-418	-377	-438	-380	-269
Lợi nhuận thuần từ công ty liên kết	840	851	884	912	952	993
Thu nhập khác	-27	0	0	0	0	0
LNTT	3,520	3,585	3,738	3,892	4,177	4,480
Thuế	-369	-359	-374	-389	-418	-448
Lợi ích cổ đông thiểu số	-621	-497	-539	-541	-593	-639
Lợi nhuận thuần	**2,529**	**2,730**	**2,825**	**2,962**	**3,166**	**3,392**

Nguồn: HSC ước tính

- **Mảng cơ điện** HSC tăng mạnh 57% và 96% dự báo doanh thu mảng cơ điện cho năm 2026 và 2027 lên mức 5.000 - 6.000 tỷ đồng mỗi năm (so với khoảng 3.000 tỷ đồng trước đây), dựa trên giá trị hợp đồng mới ký (khoảng 6.000 tỷ đồng, tăng 58% so với cùng kỳ) và việc tiếp tục ghi nhận doanh thu từ số lượng hợp đồng chưa triển khai khá lớn được chuyển tiếp từ cuối năm 2025 (đạt 5.913 tỷ đồng). Điều này phản ánh quan điểm cập nhật của chúng tôi về sự tái định vị chiến lược của REE trong mảng M&E. Việc chủ động chuyển dịch trọng tâm sang các dự án hạ tầng quy mô lớn là một bước đi phù hợp với xu hướng chung của thị trường, giúp doanh nghiệp thoát ly khỏi sự phụ thuộc quá mức vào mảng BĐS như trước đây.
- **Mảng cho thuê văn phòng:** HSC kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy tại tòa nhà E-town 6 sẽ cải thiện đáng kể, tăng từ mức 53% trong năm 2025 lên 90% trong năm 2026 (so với mức 70% trong dự báo trước đó). Con số này vẫn được xem là thận trọng so với mục tiêu 100% của BLĐ công ty. Sự cải thiện này sẽ nâng tỷ lệ lấp đầy bình quân toàn danh mục văn phòng cho thuê của REE lên trên mức 96% (so với mức 92% trước đây). Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 9% và 10% dự báo doanh thu và EBIT) của mảng này lần lượt cho năm 2026 và 2027.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu đạt 14.850 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) và lợi nhuận thuần đạt 3.393 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Kết quả này dựa trên đà tăng trưởng tiếp diễn của mảng cơ điện và mảng năng lượng nhờ việc đẩy mạnh thực hiện Quy hoạch điện VIII sửa đổi. Với các điều chỉnh này, dự báo mới của chúng tôi cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 đạt 15,4% và 14%.

Nâng khuyến nghị lên Mua vào, tăng 6% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), đồng thời tăng 6% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 79.100đ, sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận – cụ thể là điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận mảng cơ điện và cho thuê văn phòng, qua đó bù đắp hiệu quả cho mảng điện vốn đang đối mặt với rủi ro sụt giảm sản lượng trong ngắn hạn.

Mặc dù giữ nguyên giả định WACC và tốc độ tăng trưởng dài dạn, chúng tôi xác định giá trị vốn CSH đạt 43 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 6,8% so với định giá gần nhất (40.200 tỷ đồng). Giá trị vốn CSH mới được cấu thành từ mảng điện (20,6 nghìn tỷ đồng, chiếm 48% tổng giá trị), cho thuê văn phòng 11,3 nghìn tỷ đồng (26% tổng giá

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

trị), các khoản đầu tư 6 nghìn tỷ đồng (14% tổng giá trị), M&E 3,8 nghìn tỷ đồng (9% tổng giá trị), và BĐS nhà ở 0,6 nghìn tỷ đồng (1% tổng giá trị).

Bảng 25: Định giá từng phần, REE

Tỷ đồng	Phương pháp	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ lệ sở hữu của REE	Giá trị vốn CSH – tương ứng với REE
Điện				**19,105**
TBC	DCF	2,161	60.4%	1,305
VSH	DCF	17,493	52.6%	9,198
Thủy điện Mường Hum	DCF	1,058	79.8%	845
Thủy điện Nậm Ban 2	DCF	527	100%	527
Điện gió Thuận Bình	DCF	3,447	50%	1,724
Điện gió Trà Vinh số 3	DCF	2,540	100%	2,540
Điện mặt trời áp mái	DCF	2,025	100%	2,025
DTV	DCF	992	66.3%	657
Duyên Hải (V1-4)	DCF	404	70.0%	283
Cho thuê văn phòng	**Tỷ lệ vốn hóa**	**12,164**	**100%**	**12,164**
Đầu tư	**Giá trị vốn CSH**	**6,044**	**100%**	**6,044**
Cơ điện	**DCF**	**4,579**	**100%**	**4,579**
BĐS nhà ở	**Giá trị sổ sách**	**591**	**100.0%**	**591**
Nước & môi trường	**DCF**	**543**	**65.0%**	**353**
RNAV				42,836
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				542
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**79,100**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Diễn biến giá cổ phiếu, REE

%	1 tháng	3 tháng	12 tháng
REE	-3.1	5.7	16.5
VN30 Index	10.3	-4.0	49.1

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu REE đã cải thiện 5,7% trong 3 tháng qua (Bảng 26), có khả năng được hỗ trợ bởi tâm lý tích cực xoay quanh việc tăng cường huy động năng lượng tái tạo trong bối cảnh thiếu hụt năng lượng và điều kiện thủy văn suy yếu. Theo đó, cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,6 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 thấp hơn 22% so với bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

Mặc dù REE hiện đang giao dịch với định giá cao hơn so với bình quân quá khứ, HSC tin rằng điều này là hợp lý nhờ công ty có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn, vốn chưa được phản ánh đầy đủ vào mô hình dự báo lợi nhuận. Cụ thể, danh mục các dự án điện đang mở rộng của REE, với tiềm năng đạt khoảng 3GW vào năm 2030 từ mức khoảng 1GW tính đến cuối năm 2025, làm nổi bật triển vọng tăng trưởng lợi nhuận đáng kể nhờ gia tăng công suất mà phần lớn vẫn chưa được phản ánh vào giá. Điều này, kết hợp với mô hình kinh doanh đa dạng và năng lực thực thi vững chắc, hỗ trợ cho một đợt tái định giá về mặt cấu trúc (structural re-rating), khi thị trường bắt đầu tính đến các yếu tố về triển vọng tăng trưởng dài hạn thay vì chỉ tập trung vào lợi nhuận hiện tại.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 27: So sánh với các công ty cùng ngành điện HSC khuyến nghị, REE

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2026
POW	1,169.4	7.1	5.9	20.3	14.4	1.0	5%
PGV	1,017.5	6.2	5.2	14.7	10.7	1.4	11%
PC1	415.4	6.5	6.2	11.7	11.8	1.4	15%
GEG	206.1	7.4	7.2	14.0	11.6	1.0	8%
Bình quân ngành	**702.1**	**6.8**	**6.1**	**15.2**	**12.1**	**1.2**	**10%**
REE	**1,343.1**	**9.3**	**8.6**	**11.9**	**11.2**	**1.5**	**13%**
Chênh lệch so với bình quân	*91%*	*37%*	*41%*	*-22%*	*-8%*	*26%*	*+3ppts*

Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Trì hoãn phát triển các dự án năng lượng tái tạo do thay đổi chính sách.
- Tỷ lệ lấp đầy tại E-town 6 chậm hơn dự kiến.
- Năng lực thực thi hạn chế trong việc giành các hợp đồng M&E bên ngoài cho các dự án năng lượng tái tạo.

Mặt khác, rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng nằm ở khả năng các dự án năng lượng mới được đưa vào vận hành thương mại sớm hơn dự kiến. Tiêu điểm là dự án thủy điện Trà Khúc 2 (30 MW) và đặc biệt là dự án điện gió Phú Cường (200 MW). Các dự án này chưa được phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận của chúng tôi.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	8,384	10,012	11,982	13,510	14,850
Lợi nhuận gộp	3,124	3,775	4,394	4,719	4,991
Chi phí BH&QL	(696)	(775)	(988)	(1,128)	(1,249)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	**2,428**	**3,000**	**3,406**	**3,591**	**3,742**
Lãi vay thuần	(473)	(293)	(438)	(380)	(269)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	717	840	912	952	993
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	34.4	(27.1)	0	0	0
LNTT	**2,707**	**3,520**	**3,880**	**4,163**	**4,466**
Chi phí thuế TNDN	(292)	(369)	(388)	(416)	(447)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(403)	(621)	(531)	(581)	(627)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**2,013**	**2,529**	**2,962**	**3,166**	**3,392**
Lợi nhuận thuần ĐC	**2,013**	**2,529**	**2,962**	**3,166**	**3,392**
EBITDA ĐC	**3,727**	**4,385**	**4,650**	**4,864**	**5,145**
EPS (đồng)	4,575	4,670	5,468	5,844	6,263
EPS ĐC (đồng)	4,575	4,670	5,468	5,844	6,263
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	440	542	542	542	542
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	471	542	542	542	542
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	471	542	542	542	542

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,428	3,000	3,406	3,591	3,742
Khấu hao	(1,298)	(1,385)	(1,244)	(1,273)	(1,403)
Lãi vay thuần	(473)	(293)	(438)	(380)	(269)
Thuế TNDN đã nộp	(292)	(369)	(388)	(416)	(447)
Thay đổi vốn lưu động	244	(1,435)	(2,387)	(2,435)	(2,171)
Khác	577	423	1,341	1,322	1,250
LCT thuần từ HĐKD	**3,784**	**2,711**	**2,778**	**2,956**	**3,509**
Đầu tư TS dài hạn	(1,035)	(2,022)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Góp vốn & đầu tư	(761)	(5,197)	0	0	0
Thanh lý	723	1,713	(1,295)	218	62.5
Khác	1,279	951	326	368	405
LCT thuần từ HĐĐT	**205**	**(4,556)**	**(2,469)**	**(914)**	**(1,033)**
Cổ tức trả cho CSH	(1,027)	(966)	(542)	(542)	(542)
Thu từ phát hành CP	27.7	85.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(376)	135	(300)	(200)	(300)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(1,375)**	**(745)**	**(842)**	**(742)**	**(842)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	3,023	5,636	3,046	2,513	3,813
LCT thuần trong kỳ	**2,613**	**(2,590)**	**(533)**	**1,300**	**1,635**
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.02	0.01	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**5,636**	**3,046**	**2,513**	**3,813**	**5,448**
Dòng tiền tự do	**2,748**	**688**	**1,278**	**1,456**	**2,009**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	5,636	3,046	2,513	3,813	5,448
Đầu tư ngắn hạn	1,060	4,652	4,652	4,652	4,652
Phải thu khách hàng	3,130	4,192	5,268	5,925	6,501
Hàng tồn kho	1,277	1,524	2,065	2,402	2,701
Các tài sản ngắn hạn khác	183	288	360	417	467
Tổng tài sản ngắn hạn	**11,286**	**13,701**	**14,857**	**17,208**	**19,769**
TSCĐ hữu hình	13,890	14,059	16,758	16,996	17,109
TSCĐ vô hình	71.0	70.4	62.2	51.3	36.8
Bất động sản đầu tư	2,542	2,478	2,383	2,288	2,193
Đầu tư dài hạn	266	266	279	293	308
Đầu tư vào Cty LD,LK	5,933	6,046	6,288	6,539	6,801
Tài sản dài hạn khác	2,374	3,454	1,233	1,386	1,520
Tổng tài sản dài hạn	**25,077**	**26,373**	**27,003**	**27,554**	**27,967**
Tổng cộng tài sản	**36,362**	**40,075**	**41,860**	**44,762**	**47,736**
Nợ ngắn hạn	1,254	1,473	1,473	1,473	1,473
Phả trả người bán	724	1,258	986	1,143	1,282
Nợ ngắn hạn khác	922	921	1,528	1,744	1,929
Tổng nợ ngắn hạn	**4,070**	**5,147**	**4,903**	**5,398**	**5,834**
Nợ dài hạn	9,143	9,380	9,080	8,880	8,580
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	189	189	189	189	189
Nợ dài hạn khác	460	508	508	508	508
Tổng nợ dài hạn	**9,792**	**10,077**	**9,777**	**9,577**	**9,277**
Tổng nợ phải trả	**13,908**	**15,278**	**14,718**	**15,001**	**15,129**
Vốn chủ sở hữu	18,900	20,946	23,292	25,910	28,756
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,555	3,850	3,850	3,850	3,850
Tổng vốn chủ sở hữu	**22,455**	**24,797**	**27,142**	**29,761**	**32,606**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**36,362**	**40,075**	**41,860**	**44,762**	**47,736**
BVPS (đ)	40,127	38,670	43,000	47,835	53,088
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,761	7,806	8,039	6,539	4,604

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	37.3	37.7	36.7	34.9	33.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	44.5	43.8	38.8	36.0	34.6
Tỷ suất LNT (%)	24.0	25.3	24.7	23.4	22.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.8	10.5	10.0	10.0	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.17)	19.4	19.7	12.8	9.92
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(11.7)	17.7	6.04	4.60	5.78
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(8.03)	25.7	17.1	6.89	7.16
Tăng trưởng EPS (%)	(14.5)	2.06	17.1	6.89	7.16
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(14.5)	2.06	17.1	6.89	7.16
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	21.9	21.4	18.3	17.1	16.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.1	12.7	13.4	12.9	12.4
ROACE (%)	7.68	8.93	9.48	9.41	9.21
Vòng quay tài sản (lần)	0.24	0.26	0.29	0.31	0.32
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.56	0.90	0.82	0.82	0.94
Số ngày tồn kho	88.6	89.2	99.3	99.7	100
Số ngày phải thu	217	245	253	246	241
Số ngày phải trả	50.3	73.6	47.5	47.4	47.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	30.5	42.9	37.3	28.1	18.9
Nợ/tài sản (%)	31.3	30.0	26.7	24.8	22.8
EBIT/lãi vay (lần)	5.13	10.2	7.78	9.45	13.9
Nợ/EBITDA (lần)	3.06	2.75	2.41	2.28	2.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.77	2.66	3.03	3.19	3.39
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.24	4.31	3.62	3.10	2.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.53	9.85	9.33	8.62	7.77
P/E (lần)	14.3	14.0	11.9	11.2	10.4
P/E ĐC (lần)	14.3	14.0	11.9	11.2	10.4
P/B (lần)	1.63	1.69	1.52	1.37	1.23
Lợi suất cổ tức (%)	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

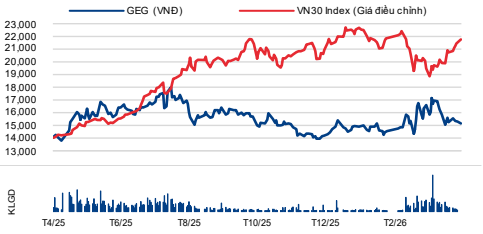
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(từ Mua vào)*
Giá mục tiêu: VNĐ18,000 *(từ VNĐ19,200)*
Tiềm năng tăng/giảm: 18.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/4/2026)	15,150
Mã Bloomberg	GEG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,650-18,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,428
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	206
Slg CP lưu hành (tr.đv)	358
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	176
Slg CP NN được mua (tr.đv)	18.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.7%
Tỷ lệ freefloat	41.8%
Cổ đông lớn	JERA (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(8.73)	1.00	7.07
So với chỉ số	(18.3)	4.85	(30.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,078	1,271	(15.2)
2027F	1,306	1,537	(15.1)
2028F	1,398	1,538	(9.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

GEG là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng tái tạo ở Việt Nam với 81 MW thủy điện, hơn 300 MWp điện mặt trời và 230 MW điện gió vào cuối năm 2024.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn
Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyên Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Áp lực tài chính thu hẹp dư địa tăng trưởng

- HSC giảm 6% giá mục tiêu xuống 18.000đ (tiềm năng tăng giá: 18,8%) và hạ khuyến nghị đối với GEG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do chi phí tài chính tăng cao, làm suy giảm khả năng của công ty trong việc tối ưu hóa lợi ích từ đà tăng trưởng của mảng năng lượng tái tạo.
- Chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận bình quân cho năm 2026-2027, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng cao. Mặc dù vậy, dự báo mới của chúng tôi (bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028) cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 ở mức vững chắc 45,5%, nhờ mở rộng công suất và đà hồi phục dần dần của tỷ suất lợi nhuận.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 3 tháng qua, GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023.

Sự kiện: Yếu tố thuận lợi của mảng năng lượng tái tạo bị kìm hãm bởi áp lực lãi suất

GEG vẫn giữ được vị thế thuận lợi để đón đầu sự chuyển dịch cơ cấu ngành điện tại Việt Nam. Triển vọng tăng trưởng của công ty được củng cố mạnh mẽ bởi kỳ vọng hoàn thiện cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), việc tăng cường huy động các nguồn năng tái tạo khi thủy điện dần trở lại mức bình thường. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ cải thiện nhờ cơ cấu nguồn điện thuận lợi hơn với tỷ trọng nghiêng về điện gió và điện mặt trời có giá cao hơn, cùng với tiến độ triển khai khả quan tại các dự án trọng điểm như Đức Huệ 2 và VPL2. Tuy nhiên, lãi suất neo ở mức cao có thể bù trừ một phần cho những thuận lợi này bằng cách làm tăng chi phí tài chính, từ đó kìm hãm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bất chấp các động lực hỗ trợ từ ngành.

Tác động: Giảm 14,8% dự báo lợi nhuận năm 2026

HSC giảm 14,8% báo lợi nhuận năm 2026 nhằm phản ánh chi phí tài chính tăng cao trong bối cảnh lãi suất tăng (9% so với mức 8% trước đây), mặc dù phần nào được bù đắp từ mức chi phí bán hàng & quản lý thấp hơn do một phần chi phí đã được hạch toán trước vào Q4/2025. Chúng tôi cũng phản ánh mức giá thủy điện thấp hơn sau khi các hợp đồng PPA hết hạn vào năm 2025, dẫn đến doanh thu mảng thủy điện giảm nhẹ. Cho năm 2027, chúng tôi tăng nhẹ giả định sản lượng thủy điện mặc dù tác động tích cực này dự kiến sẽ bị bù trừ hoàn toàn bởi áp lực kéo dài từ chi phí lãi vay cao.

Nếu tính cả dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 (với đà tăng trưởng doanh thu khiêm tốn và khả năng sinh lời cải thiện, được hỗ trợ bởi việc trả nợ vay và đóng góp công suất tối đa từ các nhà máy mới so với sự suy giảm hiệu suất dần dần của các nhà máy hiện hữu), dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận tăng trưởng tích cực nhờ tiếp tục mở rộng công suất.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 3 tháng qua, GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. HSC giảm 6% giá mục tiêu xuống 18.000đ. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 18,8% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 16,7 lần và 13,8 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Mặc dù ghi nhận nhiều tín hiệu khả quan về các yếu tố nền tảng, chúng tôi cho rằng triển vọng của GEG sẽ bị kìm hãm đáng kể bởi áp lực tài chính trong môi trường lãi suất cao.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,742	2,314	1,990	2,074	2,054 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	115	709	407 ▼	492 ▼	527 ▼
EPS ĐC (đồng)	304	1,879	1,078 ▼	1,306 ▼	1,398 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	600
BVPS (đồng)	12,350	13,856	14,978 ▼	16,236 ▼	17,706 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.30	5.91	7.40	7.22	6.76
P/E ĐC (lần)	49.8	8.06	14.1	11.6	10.8
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	3.96
P/B (lần)	1.23	1.09	1.01	0.93	0.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(17.1)	517	(42.6)	21.1	7.10
ROAE (%)	2.62	15.1	7.87	8.81	8.67

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Yếu tố thuận lợi của mảng năng lượng tái tạo vs yếu tố bất lợi từ lãi suất

GEG đang có vị thế chiến lược để hưởng lợi từ những yếu tố thuận lợi của mảng năng lượng tái tạo theo Quy hoạch điện VIII. Triển vọng của doanh nghiệp được củng cố bởi tiến trình hoàn thiện cơ chế mua bán điện trực tiếp và sự chuyển dịch trọng tâm sang phân khúc điện gió, điện mặt trời mặc dù mặt bằng lãi suất neo ở mức cao có thể sẽ kìm hãm đà tăng trưởng lợi nhuận. Chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận bình quân cho năm 2026-2027, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng cao. Mặc dù vậy, các dự báo mới của chúng tôi (bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028) cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 ở mức vững chắc 45,5%. Đà tăng trưởng này được củng cố bởi lộ trình gia tăng công suất nguồn điện. Chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu xuống 18.000đ và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (tiềm năng tăng giá: 18,8%.

Triển vọng năm 2026: Hoàn tất cơ chế DPPA + huy động thêm năng lượng tái tạo

GEG đang ở vị thế chiến lược để hưởng lợi từ việc cải cách ngành điện Việt Nam theo Quy hoạch điện VIII sửa đổi và khung pháp lý sắp tới nhằm hỗ trợ các cơ chế như hợp đồng mua bán điện trực tiếp. Trong bối cảnh thị trường điện Việt Nam đang tiến tới lộ trình tự do hóa, áp dụng cơ chế định giá thị trường và khuyến khích sự tham gia sâu rộng của khu vực tư nhân, GEG đang nắm giữ những ưu thế chiến lược rõ rệt. Danh mục năng lượng tái tạo có tính linh hoạt cao cùng quy trình thực thi dự án kỷ luật là những nhân tố then chốt giúp doanh nghiệp chủ động nắm bắt các vận hội mới. GEG đã chứng minh được khả năng thích ứng tốt trước các quy định pháp lý, đáng chú ý là việc kết thúc thành công các cuộc đàm phán giá chuyển tiếp với EVN ở mức giá hấp dẫn, giúp củng cố khả năng sinh lời cho các tài sản năng lượng tái tạo hiện hữu.

Nhìn về dài hạn, công ty cũng có thể trở thành một trong những đơn vị phát triển năng lượng tái tạo đầu tiên tại Việt Nam ký kết hợp đồng DPPA với một doanh nghiệp FDI. Đây sẽ là một cột mốc quan trọng khi Việt Nam đang hướng đến thị trường điện cạnh tranh hơn. Bên cạnh đó, các động lực tăng trưởng ngành trong năm 2026 được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho mảng năng lượng tái tạo. Sau khi đạt mức cao đột biến vào năm 2025, sản lượng thủy điện dự kiến sẽ bình ổn trở lại, làm gia tăng sự phụ thuộc của lưới điện quốc gia vào nguồn điện gió và điện mặt trời. Với việc đưa vào vận hành thương mại hai dự án năng lượng tái tạo trọng điểm ngay trong năm nay, GEG đang hội tụ đầy đủ các điều kiện để bứt phá. Vị thế của công ty được củng cố bởi sự giao thoa giữa hành lang pháp lý thông thoáng hơn và những chuyển dịch tích cực trong quan hệ cung - cầu trong hệ thống điện Việt Nam.

Đề xuất sửa đổi Nghị định 57 nhằm đẩy nhanh việc áp dụng cơ chế DPPA

Vào tháng 10/2025, Bộ Công Thương đề xuất sửa đổi Nghị định 57 nhằm đẩy nhanh việc áp dụng cơ chế mua bán điện trực tiếp tại Việt Nam. Nội dung sửa đổi tập trung vào việc đơn giản hóa các yêu cầu tuân thủ, tăng cường tính linh hoạt trong thương mại và mở rộng khả năng tiếp cận thị trường cho cả đơn vị phát điện và khách hàng sử dụng điện. Mặc dù đang trong giai đoạn hoàn thiện cuối cùng, nghị định sửa đổi dự kiến sẽ chính thức được ban hành trong nửa đầu năm 2026. Đây là tín hiệu rõ nét cho nỗ lực điều hành chính sách nhằm khai thông các giao dịch năng lượng tái tạo trong khu vực tư nhân, đáp ứng nhu cầu điện sạch cấp thiết của khối doanh nghiệp. Đồng thời, nghị định này sẽ mở ra một phương thức mới để phát triển các dự án năng lượng tái tạo tại Việt Nam bên cạnh hình thức đấu thầu.

Theo mô hình **DPPA vật lý (mô hình đường dây tư nhân)**, các sửa đổi đưa ra những biện pháp tự do hóa đáng kể. Việc loại bỏ mức trần giá PPA cho phép các công ty phát điện tái tạo và khách hàng, đặc biệt là các cụm công nghiệp, tự do đàm phán giá bán điện, tách rời khỏi các khung giá quy định. Khả năng tiếp cận thị trường cũng được mở rộng, khi các đơn vị bán lẻ điện trong KCN được phép giao dịch trực tiếp với các đơn vị phát điện tái tạo. Ngoài ra, các dự án điện mặt trời áp mái cũng hưởng lợi từ việc giảm bớt các rào cản pháp lý, bao gồm việc miễn trừ một số yêu cầu đăng ký phát triển, trong khi tỷ lệ điện dư cho phép bán lên lưới được tăng từ 20% lên 50%

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

sản lượng thực tế. Nhìn chung, mô hình DPPA vật lý nhấn mạnh vào các giao dịch song phương trực tiếp và cung ứng điện cục bộ thông qua hạ tầng tư nhân.

Ngược lại, mô hình DPPA ảo (mô hình lưới điện quốc gia) tập trung vào việc thực hiện các giao dịch tài chính thông qua lưới điện tập trung mà không yêu cầu kết nối vật lý trực tiếp. Các sửa đổi mới đã nới rộng biên độ áp dụng bằng cách chính thức đưa trung tâm dữ liệu vào danh mục khách hàng sử dụng điện lớn đủ điều kiện tham gia cơ chế. Đồng thời, chính sách này cũng trao quyền tự chủ đáng kể cho các đơn vị bán lẻ điện trong KCN, cho phép những đơn vị này chủ động mua điện độc lập mà không cần thông qua các quy trình phê duyệt phức tạp từ các cấp hạ nguồn. Cải thiện then chốt nằm ở tính minh bạch của thị trường: Tập đoàn Điện lực Việt Nam đã được yêu cầu công khai dữ liệu lịch sử và dự báo dài hạn về phí dịch vụ hệ thống cũng như cơ chế phí bù chênh lệch, giúp các nhà đầu tư đánh giá rủi ro về giá một cách khách quan hơn. So với mô hình vật lý, DPPA ảo có khả năng mở rộng và linh hoạt hơn, tận dụng lưới điện quốc gia và dựa trên cơ chế thanh toán tài chính thay vì chuyển giao điện trực tiếp.

GEG hưởng lợi trực tiếp nhờ mở rộng danh mục năng lượng tái tạo

Dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp, tỉnh Tây Ninh)

Tính đến tháng 11/2025, dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 đã chính thức trở thành dự án tiên phong trên thị trường DPPA ảo tại Việt Nam. Đây là cột mốc quan trọng khi lần đầu tiên một giao dịch vượt qua giai đoạn biên bản ghi nhớ sơ bộ để tiến tới bước đăng ký chính thức, tuân thủ nghiêm ngặt khung quy định vận hành của lưới điện quốc gia. Trong khi hầu hết các bên tham gia thị trường vẫn đang dừng lại ở các cuộc thảo luận giai đoạn đầu, Đức Huệ 2 đã thành công trong việc định vị mình ở vị trí dẫn đầu trong việc thực hiện DPPA.

Dự án hiện đang tiến hành thỏa thuận song phương với một doanh nghiệp FDI lớn tại tỉnh Thái Nguyên. Hồ sơ đăng ký đã được nộp vào cuối tháng 10/2025 và đang được NSMO xem xét. Trong quá trình này, GEG đã phối hợp chặt chẽ với các cơ quan hữu quan, trong đó NSMO phối hợp với EVN và EVNNPC để đánh giá tính đầy đủ của hồ sơ, đảm bảo tuân thủ các yêu cầu kỹ thuật và pháp lý, cũng như đánh giá tính khả thi của việc chuyển đổi hợp đồng PPA hiện tại sang cấu trúc DPPA ảo.

Theo BLĐ GEG, tất cả các công tác chuẩn bị then chốt cho dự án đã hoàn tất và Đức Huệ 2 đã sẵn sàng vận hành. Tuy nhiên, dự án dự kiến sẽ chính thức vận hành thương mại sau khi các sửa đổi đề xuất đối với cơ chế DPPA được ban hành, nhằm cung cấp cơ sở pháp lý cần thiết cho việc triển khai thương mại đầy đủ. Chúng tôi giữ nguyên dự báo giá bán sẽ vào khoảng 0,04 USD/kWh (chưa bao gồm phí truyền tải), đây là mức giá trần cho các dự án điện mặt trời mặt đất tích hợp hệ thống lưu trữ năng lượng. Thời điểm vận hành thương mại chính thức dự kiến vào cuối Q2/2026. Chúng tôi đã phản ánh các khoản lợi nhuận tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Dự án điện gió gần bờ VPL2 (30 MW, tỉnh Vĩnh Long)

Tất cả hồ sơ pháp lý quan trọng đã được hoàn tất, và thiết kế kỹ thuật đã được thẩm định và phê duyệt đầy đủ. Dự án VPL2 đã chính thức bước vào giai đoạn triển khai toàn diện sau khi thương thảo thành công hợp đồng mua bán điện với EVN, ký kết hợp đồng tổng thầu EPC và thỏa thuận cung cấp turbine và chính thức khởi công xây dựng vào tháng 3/2026. Mục tiêu là có thể vận hành thương mại vào cuối tháng 10/2026. Chúng tôi kỳ vọng giá PPA sẽ tiệm cận mức giá trần cho các dự án điện gió gần bờ tại miền Nam, vào khoảng 1.840 đồng/kWh (tương đương khoảng 0,07 USD/kWh). Chúng tôi đã phản ánh các khoản lợi nhuận tiềm năng này vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Năng lượng tái tạo bù đắp cho sự thiếu hụt tiềm tàng của thủy điện

Dự báo thời tiết cho năm 2026 chỉ ra một chu kỳ khí hậu biến động mạnh với các hiện tượng thời tiết cực đoan gia tăng tần suất. Sự bất ổn này được dự báo sẽ gây áp lực trực tiếp lên nguồn cung điện trong nước. Các hình thái mưa không ổn định có khả năng làm giảm sản lượng thủy điện, một thành phần quan trọng trong cơ cấu nguồn điện trong năm 2025, đặc biệt là trong các đợt khô hạn kéo dài. Hệ quả tất yếu là trạng thái căng thẳng nguồn cung trên toàn hệ thống sẽ trở nên trầm trọng hơn, buộc lưới điện quốc gia phải gia tăng mức độ phụ thuộc vào các nguồn phát điện thay thế.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

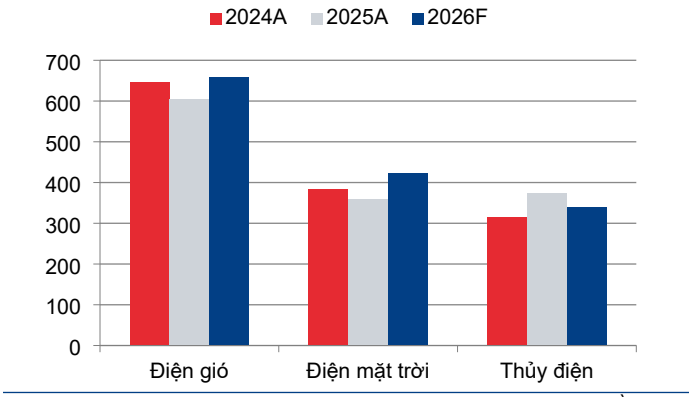
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Trong bối cảnh chuyển dịch năng lượng và thắt chặt nguồn cung hiện hữu, chúng tôi nhận thấy một môi trường vận hành cực kỳ thuận lợi cho các doanh nghiệp năng lượng tái tạo như GEG. Sự sụt giảm sản lượng thủy điện dưới tác động của các hình thái thời tiết cực đoan là minh chứng rõ nét cho nhu cầu cấp thiết về một hệ thống điện đa dạng và linh hoạt hơn, điều này sẽ thúc đẩy việc triển khai năng lượng tái tạo. Động lực này được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc triênnr khai danh mục dự án của GEG tích cực hơn, cũng như cải thiện triển vọng tăng trưởng của công ty trong năm 2026.

Như được thể hiện trong Biểu đồ 28-29, HSC kỳ vọng GEG sẽ hưởng lợi từ sự chuyển dịch trong cơ cấu nguồn phát giữa bối cảnh sản lượng thủy điện yếu đi. Mảng điện gió (đóng góp 46% tổng sản lượng) được dự báo tăng trưởng 9% so với cùng kỳ, trong khi điện mặt trời (30% tổng sản lượng) dự kiến tăng trưởng mạnh mẽ hơn ở mức 18% so với cùng kỳ. Ngược lại, thủy điện (24% tổng sản lượng) được dự báo sẽ giảm 9% so với cùng kỳ. Sự thay đổi cơ cấu nguồn điện đang tạo ra lợi thế kinh tế rõ rệt cho GEG, khi dòng tiền dần dịch chuyển sang mảng điện gió và điện mặt trời, vốn có giá bán ưu đãi và ổn định hơn so với thủy điện, đặc biệt là khi một số nhà máy thủy điện của GEG đã bị giảm giá bán sau khi hết hạn hợp đồng PPA. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sự đóng góp ngày càng lớn từ mảng điện gió và điện mặt trời sẽ là động lực chính thúc đẩy doanh thu cốt lõi của GEG tăng trưởng 10% trong năm tới. Cần lưu ý rằng đây là mức tăng trưởng thực tế đã loại trừ các khoản thu nhập bất thường từ truy thu giá tạm thời của dự án Tân Phú Đông 1 trong năm 2025.

Biểu đồ 28: Sản lượng điện đầu ra của mỗi loại hình (triệu kWh), GEG

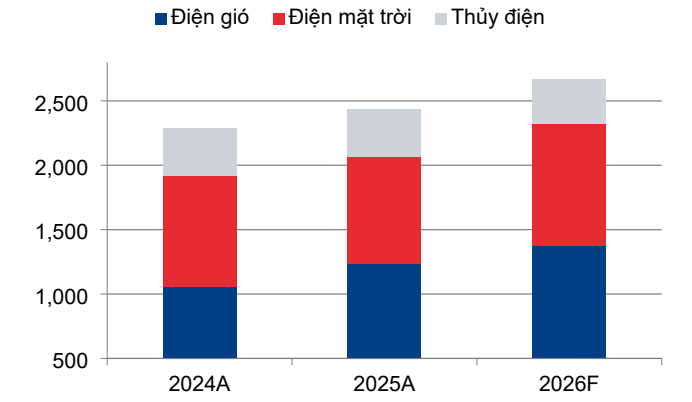
Điện gió và điện mặt trời sẽ ở mức ngang nhau vào năm 2026



Nguồn: HSC

Biểu đồ 29: Doanh thu HĐKD cốt lõi đối với mỗi loại hình (tỷ đồng), GEG

Đóng góp từ năng lượng gió và năng lượng mặt trời tăng lên sẽ thúc đẩy doanh thu.



Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

HSC điều chỉnh giảm 14,8% dự báo lợi nhuận năm 2026, chủ yếu phản ánh chi phí tài chính tăng cao mặc dù đã được bù đắp một phần từ chi phí vận hành thấp hơn. Chúng tôi ghi nhận sự sụt giảm 4,8% trong chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp, chủ yếu do các khoản chi phí trọng yếu đã được hạch toán sớm vào Q4/2025. Tuy nhiên, lợi thế này bị trung hòa bởi chi phí lãi vay thuần tăng mạnh 15,4%. Sự gia tăng này phản ánh thực tế mặt bằng lãi suất thả nổi đã đẩy chi phí vốn bình quân lên mức 9% (từ mức 8% trước đây), phù hợp với xu hướng thắt chặt tiền tệ trên thị trường hiện nay. Ngoài ra, chúng tôi giảm giá bán thủy điện sau khi các hợp đồng PPA hết hạn vào năm 2025, dẫn đến doanh thu mảng thủy điện giảm nhẹ. Trong khi đó, cho năm 2027, chúng tôi thực hiện điều chỉnh tăng nhẹ giả định sản lượng thủy điện. Tuy nhiên, tác động tích cực này vẫn còn hạn chế do tỷ trọng đóng góp của mảng thủy điện trong cơ cấu tổng thể đã thu hẹp đáng kể. Hơn nữa, lợi thế về sản lượng dự kiến sẽ bị trung hòa hoàn toàn bởi áp lực chi phí lãi vay tăng mạnh (cao hơn 23,9% so với dự báo trước đó), dựa trên giả định mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục neo ở mức cao.

Mô hình dự báo mới của chúng tôi (bao gồm dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028) phác thảo một quỹ đạo tăng trưởng bứt phá với lợi nhuận thuần tăng trưởng

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 đạt 45,5%, khẳng định sức bật lợi nhuận đến từ chiến lược mở rộng công suất. Mặc dù doanh thu tăng trưởng khiêm tốn, nhưng khả năng sinh lời sẽ được cải thiện rõ nét nhờ tiến trình giảm đòn bẩy tài chính và sự đóng góp tối ưu từ dự án điện gió VPL2.

Bảng 30: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, GEG

Tỷ đồng		Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2026	2027	2028	2026	2027
Doanh thu thuần	**2,999**	**2,945**	**3,152**	**2,933**	**3,151**	**3,129**	**-0.4%**	**0.0%**
Lợi nhuận gộp	1,714	1,429	1,519	1,417	1,518	1,475	-0.8%	-0.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*57.2%*	*48.5%*	*48.2%*	*48.3%*	*48.2%*	*47.1%*	*-0.2ppts*	*0ppts*
Chi phí BH&QL	(200)	(201)	(209)	(191)	(208)	(198)	-4.8%	0.0%
Chi phí lãi vay ròng	(541)	(598)	(539)	(691)	(668)	(622)	15.4%	23.9%
Thu nhập từ lãi	142	134	142	133	142	138	-0.8%	-0.1%
Chi phí lãi vay	(683)	(732)	(682)	(823)	(810)	(760)	12.4%	18.9%
Lợi nhuận thuần	**709**	**477**	**589**	**407**	**492**	**527**	**-14.8%**	**-16.5%**
Lợi nhuận 'cốt lõi'	***301***	***477***	***589***	***407***	***492***	***527***	***-14.8%***	***-16.5%***
Tổng sản lượng (triệu kWh)	1,348	1,424	1,530	1,423	1,546	1,534	0.0%	1.1%

Nguồn: HSC

Bảng 31: Cơ cấu doanh thu, GEG

		Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh	
Tỷ đồng	**2025A**	**2026**	**2027**	**2026**	**2027**	**2028**	**2026**	**2027**
Thủy điện	371	348	352	340	358	362	-3%	2%
Điện mặt trời	829	964	1,026	964	1,026	1,021	0%	0%
Điện gió	1,679	1,404	1,546	1,401	1,539	1,518	0%	0%
Khác	121	228	228	228	228	228	0%	0%
Tổng	**2,999**	**2,945**	**3,152**	**2,933**	**3,151**	**3,129**	**-0.4%**	**0%**

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 6% giá mục tiêu đối với GEG xuống 18.000đ (so với 19.200đ trước đó), cho thấy tiềm năng tăng giá 18,8%. Cổ phiếu đang được giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 16,7 lần và 13,8 lần. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống mức Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do gánh nặng tài chính ngày càng gia tăng.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá GEG vì công ty tiếp tục cải thiện danh mục dự án điện gió và điện mặt trời.

- Lợi nhuận thuần của GEG dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2024-2028 ở mức tích cực là 45,5%, làm nổi bật sự tăng trưởng công suất từ các dự án mới bao gồm điện mặt trời Đức Huệ 2 và điện gió gần bờ VPL2.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Lãi suất phi rủi ro được giữ nguyên ở mức 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%, nhưng điều chỉnh giảm hệ số beta xuống 0,6 lần (so với 0,9 lần trước đây) (hệ số beta điều chỉnh 2 năm, theo Bloomberg). Theo đó, giả định WACC giảm xuống còn 8,9% (so với mức 9,7%).
- Chúng tôi cũng tăng giả định tổng vốn đầu tư trong năm cuối của giai đoạn dự báo (năm 2030) để phần lớn tương ứng với tổng chi phí khấu hao, do chúng tôi kỳ vọng GEG sẽ cần đầu tư vào chi phí bảo trì cho các nhà máy điện hiện hữu của mình.

Theo đó, giá trị hiện tại của định giá cuối kỳ chiếm 71% (so với 77% trước đây) giá trị công ty của GEG (chưa được điều chỉnh cho phần nợ thuần của công ty).

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 32: Định giá DCF, GEG

Giá mục tiêu mới là 18.000đ

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm-2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của UFCF	4,763
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,443
Tổng giá trị hiện tại	**16,206**
Cộng: tiền	86
Trừ: tổng nợ	(8,343)
Giá trị vốn CSH	**6,416**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	358
Giá mục tiêu (đồng/cp)	**18,000**

Nguồn: HSC

Bảng 33: Tính toán WACC, GEG

WACC giảm xuống mức 8,9%, từ mức 9.7% trong dự báo cũ

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.6
Chi phí vốn CSH	9.3%
Chi phí nợ	8.7%
WACC	**8.9%**

Nguồn: HSC

Bảng 34: Diễn biến giá cổ phiếu, GEG

%	1 tháng	3 tháng	12 tháng
GEG	-8.7	1.0	7.1
VN30 Index	10.3	-4.0	49.1

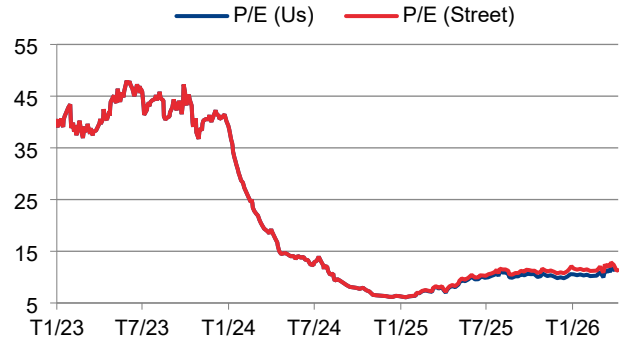
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 3 tháng qua, GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 20,9 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 thấp hơn 4% so với bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

Biểu đồ 35: P/E trượt dự phóng 1 năm, GEG

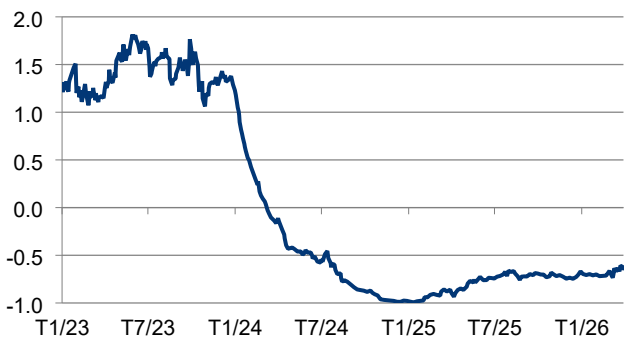
GEG đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần…



Nguồn: HSC

Biểu đồ 36: Độ lệch chuẩn so với bình quân, GEG

… thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 20,9 lần



Nguồn: HSC

Bảng 37: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, GEG

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2026
REE	1,343.1	9.3	8.6	11.9	11.2	1.5	13%
POW	1,169.4	7.1	5.9	20.3	14.4	1.0	5%
PGV	1,017.5	6.2	5.2	14.7	10.7	1.4	11%
PC1	415.4	6.5	6.2	11.7	11.8	1.4	15%
Bình quân toàn ngành	**986.3**	**7.3**	**6.5**	**14.6**	**12.0**	**1.3**	**11%**
GEG	**206.1**	**7.4**	**7.2**	**14.0**	**11.6**	**1.0**	**8%**
Chênh lệch so với các công ty khác	*-79%*	*1%*	*12%*	*-4%*	*-3%*	*-24%*	*-3ppt*

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Việc triển khai các dự án mới chậm hơn dự kiến.
- Sự bất định về mặt chính sách, bao gồm tiến độ chậm hơn hoặc những thay đổi trong các quy định về năng lượng tái tạo và phát thải ròng bằng không.
- Lãi suất cao hơn dự kiến có thể làm tăng chi phí tài chính và gây áp lực lên tỷ suất sinh lời.

Trong khi đó, rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng đến từ mức giá đàm phán sắp tới cho dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 và dự án điện gió gần bờ VPL2 cao hơn so với kỳ vọng của chúng tôi.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	2,325	2,999	2,933	3,151	3,129
Lợi nhuận gộp	1,073	1,714	1,417	1,518	1,475
Chi phí BH&QL	(136)	(200)	(191)	(208)	(198)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**938**	**1,514**	**1,226**	**1,309**	**1,277**
Lãi vay thuần	(763)	(541)	(691)	(668)	(622)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	5.37	4.99	8.75	17.8	18.2
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	1.57	0.65	0	0	0
LNTT	**182**	**979**	**544**	**659**	**674**
Chi phí thuế TNDN	(89.5)	(31.9)	(54.4)	(65.9)	(67.4)
Lợi ích cổ đông thiểu số	22.7	(238)	(83.3)	(101)	(78.8)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**115**	**709**	**407**	**492**	**527**
Lợi nhuận thuần ĐC	**109**	**673**	**386**	**468**	**501**
EBITDA ĐC	**1,742**	**2,314**	**1,990**	**2,074**	**2,054**
EPS (đồng)	320	1,977	1,135	1,374	1,472
EPS ĐC (đồng)	304	1,879	1,078	1,306	1,398
DPS (đồng)	0	0	0	0	600
Slg CP bình quân (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	938	1,514	1,226	1,309	1,277
Khấu hao	(804)	(800)	(764)	(764)	(777)
Lãi vay thuần	(763)	(541)	(691)	(668)	(622)
Thuế TNDN đã nộp	(89.5)	(31.9)	(54.4)	(65.9)	(67.4)
Thay đổi vốn lưu động	24.4	(636)	(243)	(48.7)	(12.2)
Khác	(1.13)	(172)	500	25.5	102
LCT thuần từ HĐKD	**913**	**933**	**1,502**	**1,317**	**1,455**
Đầu tư TS dài hạn	(102)	(409)	(1,838)	(1,504)	(274)
Góp vốn & đầu tư	(14.5)	(247)	(33.5)	(36.9)	(40.6)
Thanh lý	98.0	237	0	0	0
Khác	31.0	421	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	**12.4**	**1.92**	**(1,871)**	**(1,541)**	**(315)**
Cổ tức trả cho CSH	(76.2)	(76.8)	(33.9)	(38.5)	(38.5)
Thu từ phát hành CP	0.20	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(906)	(839)	1,031	(428)	(920)
Khác	(8.46)	(95.9)	(1.58)	(1.58)	(1.58)
LCT thuần từ HĐTC	**(990)**	**(1,012)**	**995**	**(468)**	**(960)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	229	164	86.4	712	19.3
LCT thuần trong kỳ	**(65.4)**	**(77.4)**	**625**	**(693)**	**180**
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.05	0.08	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**164**	**86.4**	**712**	**19.3**	**200**
Dòng tiền tự do	**811**	**524**	**(336)**	**(188)**	**1,180**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	164	86.4	712	19.3	200
Đầu tư ngắn hạn	239	335	369	406	446
Phải thu khách hàng	823	1,263	1,333	1,396	1,375
Hàng tồn kho	119	46.1	185	200	204
Các tài sản ngắn hạn khác	36.5	45.7	46.5	47.3	44.0
Tổng tài sản ngắn hạn	**1,382**	**1,776**	**2,646**	**2,068**	**2,268**
TSCĐ hữu hình	13,477	13,098	14,173	14,915	14,413
TSCĐ vô hình	21.4	20.2	20.7	21.0	21.1
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	3.13	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	174	54.5	178	182	186
Tài sản dài hạn khác	120	159	126	125	120
Tổng tài sản dài hạn	**13,792**	**13,335**	**14,498**	**15,243**	**14,740**
Tổng cộng tài sản	**15,174**	**15,111**	**17,144**	**17,311**	**17,008**
Nợ ngắn hạn	597	616	1,173	945	626
Phả trả người bán	32.3	14.8	15.4	15.6	15.9
Nợ ngắn hạn khác	106	178	69.7	72.6	65.6
Tổng nợ ngắn hạn	**785**	**884**	**1,309**	**1,110**	**758**
Nợ dài hạn	8,596	7,727	8,827	8,627	8,027
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	25.6	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.29	0.19	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	**8,624**	**7,729**	**8,828**	**8,628**	**8,028**
Tổng nợ phải trả	**9,409**	**8,613**	**10,137**	**9,738**	**8,785**
Vốn chủ sở hữu	4,425	4,965	5,367	5,817	6,344
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,339	1,533	1,640	1,755	1,878
Tổng vốn chủ sở hữu	**5,764**	**6,498**	**7,007**	**7,573**	**8,222**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**15,174**	**15,111**	**17,144**	**17,311**	**17,008**
BVPS (đ)	12,350	13,856	14,978	16,236	17,706
Nợ thuần*/(tiền mặt)	9,029	8,257	9,288	9,553	8,453

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	46.2	57.2	48.3	48.2	47.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	74.9	77.2	67.8	65.8	65.7
Tỷ suất LNT (%)	4.94	23.6	13.9	15.6	16.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	49.3	3.26	10.0	10.0	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.48	29.0	(2.19)	7.44	(0.70)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	4.93	32.8	(14.0)	4.21	(0.93)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(17.1)	517	(42.6)	21.1	7.10
Tăng trưởng EPS (%)	(16.3)	517	(42.6)	21.1	7.10
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(17.1)	517	(42.6)	21.1	7.10
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	40.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	2.62	15.1	7.87	8.81	8.67
ROACE (%)	6.50	10.6	8.16	8.17	7.87
Vòng quay tài sản (lần)	0.15	0.20	0.18	0.18	0.18
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.97	0.62	1.22	1.01	1.14
Số ngày tồn kho	34.6	13.1	44.7	44.8	44.9
Số ngày phải thu	240	359	321	312	303
Số ngày phải trả	9.41	4.21	3.70	3.49	3.50
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	204	166	173	164	133
Nợ/tài sản (%)	60.6	55.2	58.3	55.3	50.9
EBIT/lãi vay (lần)	1.23	2.80	1.78	1.96	2.05
Nợ/EBITDA (lần)	5.28	3.61	5.03	4.62	4.21
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.76	2.01	2.02	1.86	2.99
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.22	4.56	5.02	4.75	4.44
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.30	5.91	7.40	7.22	6.76
P/E (lần)	47.3	7.66	13.4	11.0	10.3
P/E ĐC (lần)	49.8	8.06	14.1	11.6	10.8
P/B (lần)	1.23	1.09	1.01	0.93	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	3.96

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

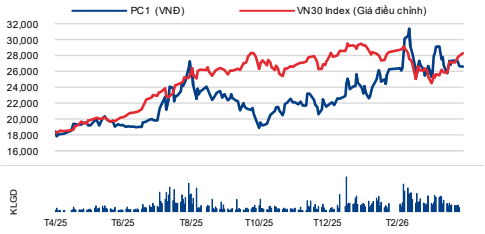
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(từ Mua vào)*
Giá mục tiêu: VNĐ30,000 *(từ VNĐ28,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 12.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/4/2026)	26,600
Mã Bloomberg	PC1 VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,827-31,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,750
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,940
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	415
Slg CP lưu hành (tr.đv)	411
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	179
Slg CP NN được mua (tr.đv)	134
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.8%
Tỷ lệ freefloat	71.2%
Cổ đông lớn	Trịnh Văn Tuấn (21.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.19)	11.8	44.6
So với chỉ số	(10.7)	16.0	(5.97)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,262	2,161	4.7
2027F	2,246	2,989	(24.9)
2028F	2,668	2,990	(10.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Từ một công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng điện, PC1 đang dần mở rộng sang đầu tư vào các dự án phát điện tái tạo. Ngoài ra, PC1 cũng có một số dự án phát triển bất động sản.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn
Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyên Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Hưởng lợi từ chủ trương nâng cấp hạ tầng

- HSC tăng 7% giá mục tiêu đối với PC1 lên 30.000đ, dựa trên sự gia tăng đáng kể của giá trị hợp đồng chưa triển khai ở mảng EPC, trong giữa bối cảnh Chính phủ đang quyết liệt đẩy nhanh tiến độ đầu tư hạ tầng truyền tải điện quốc gia. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giá cổ phiếu tăng trong thời gian gần đây.
- Chúng tôi tăng bình quân khoảng 13% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, nhờ tỷ suất lợi nhuận ở các mảng kinh doanh chủ chốt cải thiện, đặc biệt là mảng EPC (nhờ mảng xây lắp có tỷ suất lợi nhuận cao hơn), cùng với mức đóng góp cao hơn của mảng sản xuất công nghiệp, khai khoáng và bất động sản.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 11,8% trong 3 tháng qua, PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 19,8 lần.

Sự kiện: Đà tăng trưởng tích cực ở các mảng kinh doanh cốt lõi

Hạ tầng truyền tải điện của Việt Nam đang bước vào giai đoạn bứt phá về quy mô, với trọng tâm là các dự án 500 kV và 220 kV trọng điểm. Sự gia tăng công suất lưới điện không chỉ giúp tối ưu hóa độ tin cậy của hệ thống mà còn trực tiếp giải tỏa tình trạng nghẽn mạch tại các nút thắt kỹ thuật. Đây là nền tảng cốt lõi để đáp ứng nhu cầu phụ tải đang leo thang, đặc biệt là tại các thủ phủ công nghiệp. Trong bối cảnh này, PC1 có vị thế thuận lợi để hưởng lợi nhờ bề dày thành tích triển khai các dự án truyền tải phức tạp và năng lực độc đáo trong việc sản xuất cột thép đơn thân cho các đường dây 500 kV. Công ty cũng đang tích cực mở rộng dấu ấn EPC trong lĩnh vực năng lượng tái tạo, đặc biệt là các dự án điện mặt trời và điện gió quy mô lớn. Việc chủ động theo đuổi các cơ hội trong phân khúc điện gió ngoài khơi định hình triển vọng tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện

HSC điều chỉnh tăng bình quân khoảng 13% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, dựa trên kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận ở các mảng kinh doanh cốt lõi cải thiện (đặc biệt là mảng EPC, sau khi chuyển dịch sang các hoạt động xây lắp có tỷ suất lợi nhuận cao hơn), cùng với sự đóng góp mạnh mẽ hơn từ mảng sản xuất cột thép đơn thân và giá niken tăng cao, cũng như việc ghi nhận doanh thu từ dự án BĐS nhà ở Golden Tower. Mặc dù doanh thu chỉ được điều chỉnh tăng nhẹ (bình quân khoảng 3%), tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ cải thiện đáng kể, hỗ trợ hiệu quả hơn cho đà tăng trưởng lợi nhuận.

Cùng với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028 (lợi nhuận thuần tăng trưởng 19%, nhờ đà tăng trưởng của mảng EPC và bất động sản), dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 đạt 37,6%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11,8% trong 3 tháng qua, PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 19,8 lần. HSC tăng 7% giá mục tiêu lên 30.000đ (so với 28.000đ trước đây), nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do giá cổ phiếu đã tăng mạnh trong thời gian gần đây. Giá mục tiêu mới của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 12,8% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 11,9 lần và 12 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,414	2,953	2,953 ▲	2,954 ▲	3,159
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	468	1,041	1,034 ▲	1,026 ▲	1,219
EPS ĐC (đồng)	1,023	2,279	2,262 ▲	2,246 ▲	2,668
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	13,436	15,828	18,619 ▲	21,159 ▲	24,169
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.05	6.38	6.53	6.17	5.29
P/E ĐC (lần)	26.0	11.7	11.8	11.8	9.97
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.98	1.68	1.43	1.26	1.10
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	383	123	(0.72)	(0.72)	18.8
ROAE (%)	8.82	17.3	14.6	12.5	13.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Triển vọng tăng trưởng còn nguyên vẹn; năng lực thực thi là yếu tố then chốt

PC1 có vẻ sẽ tiếp tục hưởng lợi từ đà tăng trưởng tích cực của tất cả các mảng kinh doanh chính, nhờ đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng truyền tải điện và vị thế của công ty trong các dự án EPC phức tạp cũng và hoạt động sản xuất cột thép đơn thân, đồng thời mở rộng HĐKD sang lĩnh vực năng lượng tái tạo. HSC tăng bình quân khoảng 13% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027 dựa trên kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận cải thiện, nhờ các hợp đồng EPC có giá trị cao hơn, cùng với sự đóng góp từ mảng sản xuất và khai khoáng. Đà tăng trưởng được kỳ vọng sẽ được giữ vững trong dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028. Mặc dù tăng 7% giá mục tiêu lên 30.000đ (tương ứng với tiềm năng tăng giá 12,8% và P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt ở mức 13,7 lần và 12,8 lần), chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh trong thời gian gần đây.

Vị thế thuận tốt để hưởng lợi từ đà tăng trưởng của hạ tầng điện

Hạ tầng truyền tải điện của Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng tốc nhanh chóng, được đánh dấu bằng việc hoàn thành 8 dự án điện trọng điểm tại miền Nam vào tháng 1/2026. Các dự án này chủ yếu mở rộng mạng lưới 500 kV và 220 kV, giúp cải thiện dòng luân chuyển điện năng từ các trung tâm phát điện đến các trung tâm tiêu thụ lớn. Các dự án điển hình bao gồm việc nâng cấp đường dây truyền tải Bắc- Nam, cũng như các trạm biến áp và đường dây truyền tải mới tại các tỉnh như Đồng Nai, Bình Dương và Bà Rịa-Vũng Tàu. Nhìn chung, các khoản đầu tư này giúp giải quyết tình trạng nghẽn mạch lưới điện, cải thiện độ tin cậy của hệ thống và hỗ trợ việc tích hợp công suất phát điện mới vào lưới điện.

Sự mở rộng này có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với miền Nam, nơi nhu cầu điện năng tiếp tục tăng trưởng nhanh chóng song song với nhu cầu phát triển công nghiệp. Việc đẩy mạnh đầu tư và nâng cấp hạ tầng truyền tải sẽ trực tiếp giảm thiểu rủi ro thiếu hụt công suất trong các giai đoạn phụ tải đỉnh. Đồng thời, một lưới điện đồng bộ sẽ tối ưu hóa khả năng điều độ liên vùng, cho phép luân chuyển nguồn điện hiệu quả giữa các khu vực. Điều này cũng phản ánh nỗ lực của Chính phủ trong việc đẩy mạnh đầu tư lưới điện nhằm chuẩn bị cho nhu cầu tăng trưởng trong tương lai ở mảng năng lượng tái tạo và điện khí LNG. Trong bối cảnh này, PC1 sẽ hưởng lợi lớn nhờ có bề dày thành tích trong việc triển khai các dự án truyền tải phức tạp và năng lực độc đáo trong sản xuất cột thép đơn thân cho các đường dây truyền tải 500 kV. Điều này mang lại cho công ty vị thế tốt để nắm bắt cả cơ hội từ mảng EPC lẫn cung cấp thiết bị.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy sự tăng tốc nhanh chóng này không chỉ là thách thức mà còn là cơ hội để PC1 tối ưu hóa hơn nữa cơ cấu danh mục dự án. Với thời hạn hoàn thành gấp rút và độ phức tạp ngày càng tăng của các dự án truyền tải, PC1 có vị thế thuận lợi để tập trung có chọn lọc vào các mảng kinh doanh có giá trị cao và yêu cầu kỹ thuật khắt khe, đặc biệt là mảng thiết kế và xây dựng (E&C) vốn có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Bằng cách ưu tiên các dự án 500 kV phức tạp và các công việc chuyên biệt mà công ty có lợi thế cạnh tranh rõ rệt, PC1 có thể nâng cao khả năng sinh lời trong khi vẫn duy trì kỷ luật thực thi, từ đó nắm bắt được những cơ hội hấp dẫn nhất trong làn sóng bùng nổ hạ tầng hiện nay.

Ngoài mảng truyền tải, PC1 cũng đang tích cực thúc đẩy các hoạt động EPC và dịch vụ vận hành, bảo trì trong lĩnh vực năng lượng tái tạo, bao gồm cả các dự án điện mặt trời và điện gió. Công ty hiện đang theo đuổi một dự án điện gió ngoài khơi – một trong ba xu hướng ngành sẽ được triển khai trong ngắn hạn – với tiến độ đàm phán được ghi nhận là rất tích cực. Điều này giúp đa dạng hóa các động lực tăng trưởng của PC1 và củng cố vị thế của công ty trên cả phương diện hạ tầng lưới điện lẫn phát triển năng lượng tái tạo.

EPC (đóng góp 51% doanh thu năm 2025): Giá trị dự án chưa triển khai lớn và đà thực thi mạnh mẽ

Năm 2025, doanh thu mảng EPC của PC1 đạt 6.698 tỷ đồng (tăng trưởng 82%), với tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng thêm 4,4 điểm phần trăm lên mức 11,4%. Kết quả ấn tượng này phản ánh (1) sự phù hợp với tốc độ phát triển hạ tầng truyền tải điện đang tăng tốc của Việt Nam, nhờ khối lượng hợp đồng chưa triển khai cao kỷ lục hơn 8 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ các dự án liên quan đến Quy hoạch điện VIII sửa đổi

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

(dự kiến sẽ được thực hiện trong giai đoạn 2026-2030) (2) sự chuyển dịch chiến lược sang các hoạt động thiết kế và xây lắp vốn có giá trị cao hơn, chẳng hạn như các đường dây truyền tải 500 kV và các hợp đồng EPC chuyên biệt, thay vì các công việc mua sắm có tỷ suất lợi nhuận. PC1 đang ngày càng tập trung vào các dự án quy mô lớn, kỹ thuật phức tạp, bao gồm đường dây 500 kV Lào Cai - Vĩnh Yên và dự án cáp ngầm vượt biển ra Côn Đảo, cho thấy công ty đang tập trung vào các phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao và có rào cản gia nhập khó hơn.

Tính đến cuối Q4/2025, số lượng hợp đồng chưa triển khai của PC1 đạt khoảng 8.250 tỷ đồng, nhờ có năng lực thi công vững chắc. Việc đưa dự án cáp ngầm Côn Đảo về đích sớm hơn kế hoạch là minh chứng sắc nét cho năng lực bàn giao hạ tầng phức tạp trước thời hạn của doanh nghiệp. Cùng với việc vận hành thành công đường dây truyền tải 500 kV Lào Cai - Vĩnh Yên, những thành tựu này không chỉ khẳng định vị thế dẫn đầu mà còn làm dày thêm bề dày thành tích trong lĩnh vực EPC của công ty. Trong thời gian tới, PC1 sẽ thực hiện chiến lược mở rộng chiều ngang sang các phân khúc cận biên giàu tiềm năng như hạ tầng khu công nghiệp, xây dựng nhà máy và hệ thống cơ điện cho đường sắt đô thị. Việc thâm nhập vào các mảng bổ trợ này, giúp đa dạng hóa danh mục dự án tiềm năng.

Mảng phát điện (đóng góp 14% doanh thu): Dòng tiền ổn định cùng với đà mở rộng của năng lượng tái tạo

Mảng phát điện của PC1 tiếp tục mang về dòng tiền ổn định, nhờ có danh mục đầu tư đa dạng. Công ty đang tích cực mở rộng công suất năng lượng tái tạo với hai dự án thủy điện: Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW) hiện đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ bắt đầu vận hành thương mại vào nửa cuối năm 2026. Cụ thể, dự án Bảo Lạc A dự kiến sẽ đưa tổ máy 1 vào vận hành trong tháng 6/2026 và tổ máy 2 vào tháng 8/2026, trong khi dự án Thượng Hà dự kiến sẽ hòa lưới tổ máy 1 vào tháng 11/2026 và tổ máy 2 vào tháng 12/2026. HSC kỳ vọng các dự án này sẽ đóng góp thêm 40 triệu kWh vào tổng sản lượng điện của PC1 trong năm 2026 và 150 triệu kWh hàng năm kể từ năm 2027 trở đi.

Đồng thời, công ty cũng đang phát triển dự án điện mặt trời nổi Trung Thu, hiện đang trong giai đoạn lập báo cáo nghiên cứu khả thi. Công ty đặt mục tiêu khởi công dự án trong năm 2026, với thời điểm hoàn thành dự kiến vào cuối năm 2026 hoặc đầu năm 2027. Đáng chú ý, dự án được kế hoạch tích hợp hệ thống lưu trữ năng lượng bằng pin (BESS), giúp tăng cường khả năng điều độ và cải thiện hiệu suất tổng thể của hệ thống. Vì dự án điện mặt trời nổi này vẫn đang trong quá trình triển khai, chúng tôi chưa phản ánh vào mô hình dự báo lợi nhuận do chưa có đầy đủ thông tin về thời điểm vận hành thương mại và giả định giá bán điện. Ngoài ra, PC1 đang nghiên cứu tham gia chương trình thí điểm DPPA tại Việt Nam. Việc này cho phép công ty bán điện trực tiếp cho các khách hàng lớn với mức giá đàm phán. Chúng tôi kỳ vọng DPPA sẽ là lộ trình tiềm năng cho dự án điện mặt trời nổi này sau khi khung pháp lý được hoàn thiện.t

Sản xuất công nghiệp (đóng góp 11% doanh thu): Cột thép đơn thân trở thành xu hướng mới

Mảng sản xuất công nghiệp của PC1, với tâm điểm là dòng sản phẩm cột thép đơn thân, đang khẳng định vai trò là trụ cột tăng trưởng chiến lược, nhờ tận dụng tối đa làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào hạ tầng truyền tải điện quốc gia. Công ty hiện đang vận hành hai nhà máy với tổng công suất khoảng 70.000 tấn/năm (Đông Anh: 50.000 tấn; Thái Nguyên: 20.000 tấn). Mảng này đã ghi nhận sức hút lớn trên thị trường sau khi triển khai thành công cột thép đơn thân dạng ống tại các dự án trọng điểm như đường dây truyền tải 500 kV Quảng Trạch - Phố Nối, nhờ tiếp nhận chuyển giao công nghệ và năng lực thiết kế từ Nhật Bản.

Để nắm bắt nhu cầu đang gia tăng, PC1 đang đầu tư một nhà máy mới tại Thái Nguyên với công suất tối đa 40.000 tấn/năm, nâng tổng công suất lắp đặt của cả ba nhà máy lên khoảng 110.000 tấn/năm. Tuy nhiên, sản lượng thực tế sẽ phụ thuộc vào các đơn hàng đã được ký kết và tiến độ thi công dự án. Chiến lược mở rộng này hoàn toàn tương thích với triển vọng nhu cầu hạ tầng trong Quy hoạch điện VIII. Trong đó, dòng cột thép đơn thân dạng ống đang dần trở thành tiêu chuẩn mới nhờ ưu thế vượt trội về hiệu suất vận hành và tối ưu hóa chi phí so với tháp lưới truyền thống, dự kiến sẽ được áp dụng rộng rãi hơn. Đáng chú ý, PC1 hiện là đơn vị trong nước duy nhất có

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

khả năng sản xuất các cấu kiện này ở quy mô lớn, tạo ra lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ khi chưa có đối thủ cạnh tranh trực tiếp trong nước.

Mặc dù tỷ suất lợi nhuận của cột thép đơn thân tương đối cao, khả năng sinh lời có thể bị hạn chế phần nào trong ngắn hạn do việc phân bổ các chi phí đầu tư ban đầu. Bên cạnh cột đơn thân, PC1 vẫn tiếp tục sản xuất các kết cấu thép truyền thống, dù hoạt động xuất khẩu hiện còn hạn chế. Công ty đang nghiên cứu thâm nhập các thị trường mới như Australia, nơi nhu cầu tìm kiếm các nhà cung cấp thay thế đang tăng lên, mở ra cơ hội tăng trưởng xa hơn cho mảng sản xuất.

Mảng khai khoáng (đóng góp 9% doanh thu): Tiềm năng tăng giá bán quặng niken

Quyết định của Indonesia về việc cắt giảm hạn ngạch sản xuất quặng niken năm 2026 xuống còn 260–270 triệu tấn (so với mức 379 triệu tấn năm 2025) phản ánh sự thay đổi lớn trong chính sách hướng tới kiểm soát nguồn cung chặt chẽ hơn và chú trọng vào chế biến sâu. Với tư cách là nước giữ vai trò then chốt trong chuỗi cung ứng xe điện toàn cầu, Indonesia đang cân bằng giữa nhu cầu ngăn chặn tình trạng dư cung và đảm bảo đủ nguyên liệu cho ngành công nghiệp luyện kim trong nước. Đồng thời, việc áp dụng các loại thuế liên quan đến xuất khẩu đối với các lô hàng niken được kỳ vọng sẽ thắt chặt hơn nữa nguồn cung toàn cầu và hỗ trợ mặt bằng giá cao hơn, khi nước này ưu tiên chế biến giá trị gia tăng thay vì xuất khẩu thô.

Bảng 38: Dự báo giá Nickel, PC1

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Giá Nickel (USD/tấn)	18,699	15,349	16,527	16,819	16,939
Tăng trưởng	-24%	-18%	8%	2%	1%

Nguồn: HSC

Trong bối cảnh đó, mảng khai khoáng của PC1 có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ môi trường giá cả khả quan hơn. Cho năm 2026, PC1 đặt mục tiêu sản lượng xuất khẩu đạt 53.500 tấn quặng niken đã làm giàu (giảm 3% so với cùng kỳ), với kế hoạch doanh thu vượt mức 1,3 nghìn tỷ đồng, cho thấy giá bán bình quân tăng khoảng 17%. Phù hợp với dự báo của Bloomberg về việc giá niken sẽ tăng 8% (Bảng 38), chúng tôi đưa ra giả định thận trọng hơn với mức tăng giá bán bình quân của PC1 là 10% so với cùng kỳ, tương ứng với doanh thu dự phóng đạt 1.220 tỷ đồng (tăng trưởng 8%) trong năm 2026.

Bất động sản (đóng góp 6% doanh thu): Triển khai thận trọng danh mục dự án trong bối cảnh thị trường biến động

Mảng BĐS của PC1 được kỳ vọng sẽ trở nên rõ ràng hơn về triển vọng trong vài năm tới. Trong năm 2026, chúng tôi dự báo công ty sẽ hoàn tất việc ghi nhận doanh thu cho 50% còn lại của dự án Golden Tower (khoảng 700 tỷ đồng). Ngoài ra, công ty đã hoàn tất việc thoái vốn khỏi dự án CT2 trong Q1/2026, ghi nhận khoản lợi nhuận ước tính khoảng 100 tỷ đồng (giá vốn 300 tỷ đồng so với giá trị thoái vốn là 420 tỷ đồng). PC1 cũng đang đẩy mạnh hai dự án tại Hà Nội với tổng doanh thu dự kiến khoảng 2 nghìn tỷ đồng, dự kiến sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2027-2028.

Sản xuất công nghiệp (đóng góp 5% doanh thu): Tăng tốc với mô hình phân phối điện tích hợp

Đối với mảng mảng BĐS KCN của PC1, dự án Nomura 2 dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2027, do công tác xây dựng chỉ mới bắt đầu vào cuối năm 2025 sau khi cơ bản hoàn tất giải phóng mặt bằng. Việc phát triển cơ sở hạ tầng được lên kế hoạch tăng tốc từ đầu năm 2026, với các biên bản ghi nhớ sơ bộ đã được ký kết vào cuối năm 2025. BLĐ đặt mục tiêu tỷ lệ lấp đầy đạt khoảng 65% thông qua đàm phán trong năm 2026, đây được coi là điểm hòa vốn.

Mô hình kinh doanh tập trung vào việc cho các khách thuê FDI thuê đất để tự phát triển nhà máy, trong khi PC1 cung cấp các dịch vụ tiện ích tích hợp trong mỗi KCN. Mô hình này bao gồm hoạt động phân phối điện nội khu (bán buôn và bán lẻ) nhờ có các trạm biến áp chuyên dụng, cũng như các giải pháp điện mặt trời áp mái, giúp tăng cường các dịch vụ giá trị gia tăng và tạo ra dòng doanh thu định kỳ.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Trong khi dự án KCN Nomura 1 liên quan đến việc mua lại và vận hành một nền tảng KCN hiện hữu, Nomura 2 tập trung vào việc mở rộng tỷ lệ lấp đầy bằng cách tận dụng cơ sở khách thuê sẵn có, giúp giảm thiểu rủi ro tìm kiếm khách hàng và các thủ tục hành chính. Việc ghi nhận doanh thu sẽ phụ thuộc vào tiến độ bàn giao đất, với mức giá hiện đang được đàm phán. Tuy nhiên, với định vị là một KCN "xanh và thông minh", dự án được kỳ vọng sẽ đạt mức giá thuê cao cấp trong khoảng 200-250 USD/m², so với các mức tham chiếu thấp hơn tại các khu công nghiệp cạnh tranh như Đình Vũ, Deep C và Tràng Duệ 3.

Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 nhờ TSLN cải thiện

HSC điều chỉnh tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận ở các mảng kinh doanh cốt lõi cải thiện. Chúng tôi tăng dự báo nhằm phản ánh: (1) Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPC cải thiện (tăng 0,5 điểm phần trăm so với dự báo trước đó) sau khi công ty có sự chuyển dịch chiến lược sang hoạt động thiết kế và xây lắp vốn có tỷ suất lợi nhuận cao hơn; (2) ghi nhận 50% còn lại của dự án bất động sản nhà ở Golden Tower (khoảng 700 tỷ đồng); (3) sản lượng từ mảng sản xuất công nghiệp cải thiện với sự đóng góp ngày càng tăng từ các sản phẩm cột thép đơn thân vốn có tỷ suất lợi nhuận cao; và (4) giá bán quặng niken cao hơn.

Dự báo tổng doanh thu cho năm 2026-2027 được điều chỉnh tăng nhẹ bình quân 3%, chủ yếu nhờ bàn giao dự án Golden Tower. Đáng chú ý, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ mở rộng thêm 1,5 điểm phần trăm trong năm 2026, nhờ: (1) tỷ suất lợi nhuận mảng EPC dự kiến cải thiện lên mức 9% (so với mức 8,5% trước đây), (2) lợi nhuận gộp từ phân khúc sản xuất công nghiệp dự kiến tăng 27% phù hợp với việc mở rộng công suất sản xuất cột thép đơn thân, và (3) giá bán niken dự kiến tăng 6%, tương ứng với mức tăng 24% trong lợi nhuận gộp mảng khai khoáng so với các dự báo trước đó.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với lợi nhuận thuần tăng trưởng 18,8%, dựa trên đà tăng trưởng ở mảng EPC, phù hợp với sự tăng tốc của các đường dây truyền tải và các dự án năng lượng tái tạo khi tiến gần hơn đến thời hạn của Quy hoạch điện VIII sửa đổi vào năm 2030.

Bảng 39: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận, PC1

Tỷ đồng		Dự báo cũ			Dự báo mới		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2026	2027	2028	2026	2027
Doanh thu thuần	**13,085**	**14,694**	**15,671**	**15,227**	**15,770**	**16,412**	**4%**	**1%**
Điện	1,802	1,896	1,914	1,848	1,909	1,909	-3%	-1%
Xây dựng	6,698	7,833	8,616	7,833	8,616	9,047	0%	0%
Sản xuất công nghiệp	1,469	1,683	1,683	1,836	2,020	2,222	9%	20%
Khai khoáng	1,140	1,441	1,509	1,220	1,276	1,285	-15%	-15%
BĐS	791	150	150	800	150	150	433%	0%
Khu công nghiệp	642	615	615	615	615	615	0%	0%
Thương mại & mảng khác	542	1,076	1,183	1,076	1,183	1,183	0%	0%
Lợi nhuận gộp	**2,716**	**2,441**	**2,603**	**2,752**	**2,756**	**2,953**	**13%**	**6%**
Điện	1,046	993	1,019	1,001	1,041	1,050	1%	2%
Xây dựng	766	666	732	705	732	905	6%	0%
Sản xuất công nghiệp	181	151	151	184	202	222	21%	33%
Khai khoáng	441	401	469	527	550	544	31%	17%
BĐS	149	54	54	160	54	54	196%	0%
Khu công nghiệp	117	154	154	154	154	154	0%	0%
Thương mại & mảng khác	45	22	24	22	24	24	0%	0%
Lợi nhuận thuần	***1,050***	***869***	***951***	***1,034***	***1,026***	***1,219***	***19%***	***7%***

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 40: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, PC1

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2026	2027	2028	2026	2027
Doanh thu thuần	**13,085**	**14,694**	**15,671**	**15,227**	**15,770**	**16,412**	**4%**	**1%**
Lợi nhuận gộp	2,716	2,441	2,603	2,752	2,756	2,953	13%	6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*20.8%*	*16.6%*	*16.6%*	*18.1%*	*17.5%*	*18.0%*	*+1.5ppt*	*+0.9ppt*
Chi phí lãi vay ròng	(568)	(415)	(372)	(400)	(363)	(288)	-4%	-2%
LNTT	1,565	1,381	1,541	1,723	1,738	1,985	25%	13%
Lợi nhuận thuần	**1,050**	**869**	**951**	**1,034**	**1,026**	**1,219**	**19%**	**8%**

Nguồn: HSC

Dựa trên các giả định mới, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2028 ở mức 37,6%, chủ yếu nhờ lợi nhuận gộp của mảng EPC và mảng BĐS tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR là 52% và 37%.

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng nhưng giảm 7% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PC1 vì công ty tiếp tục cải thiện danh mục dự án ở tất cả các mảng kinh doanh.

Chúng tôi đang thực hiện một số điều chỉnh đối với các giả định trước đây:

- Chúng tôi giữ nguyên giả định về lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%, nhưng cắt giảm hệ số beta xuống 0,9 lần từ mức 1,2 lần (theo hệ số beta beta điều chỉnh 2 năm của Bloomberg). Theo đó, WACC của PC1 đạt 9,2% (so với 10,3% trước đó).
- Chúng tôi cũng tăng giả định tổng vốn đầu tư trong năm cuối của giai đoạn dự báo (năm 2029) để tương ứng với tổng chi phí khấu hao, do kỳ vọng PC1 sẽ cần đầu tư vào chi phí bảo trì cho các nhà máy điện hiện hữu của mình.

Theo đó, giá trị hiện tại của định giá cuối kỳ chiếm 78% (so với 69% trước đó) giá trị công ty của PC1 (chưa được điều chỉnh cho phần nợ thuần của công ty).

Bảng 41: Định giá DCF, PC1

Giá mục tiêu mới là 30.000đ

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm-2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
Giá trị hiện tại của UFCF	5,091
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	17,476
Tổng giá trị hiện tại	**22,567**
Cộng: tiền	3,811
Trừ: tổng nợ	(11,706)
Giá trị vốn CSH	12,305
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	411
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	**30,000**

Nguồn: HSC

Bảng 42: Tính toán WACC, PC1

WACC giảm xuống mức 9,2%, từ mức 10,3% trước đó

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	12.2%
Chi phí nợ	6.8%
WACC	**9.2%**

Nguồn: HSC

Bảng 43: Diễn biến giá cổ phiếu, PC1

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PC1	-0.2	11.8	44.6
VN30 Index	10.3	-4.0	49.1

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của PC1 đã cải thiện 11,8% trong 1 tháng qua, có thể nhờ tâm lý tích cực liên quan đến chủ trương cải cách ngành điện, đặc biệt là với nhiều dự án đường dây truyền tải và phát triển hạ tầng điện.

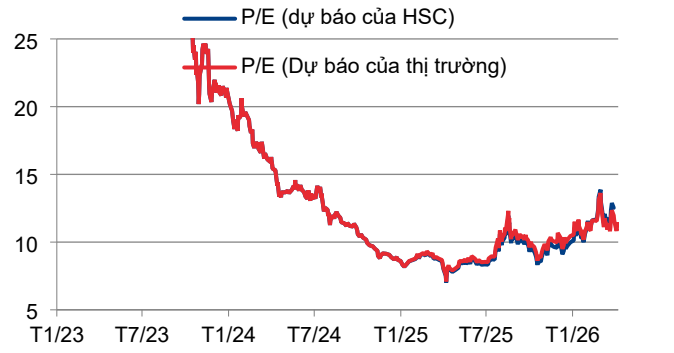
Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Theo đó, cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 19,8 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 thấp hơn 23% so với bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, PC1

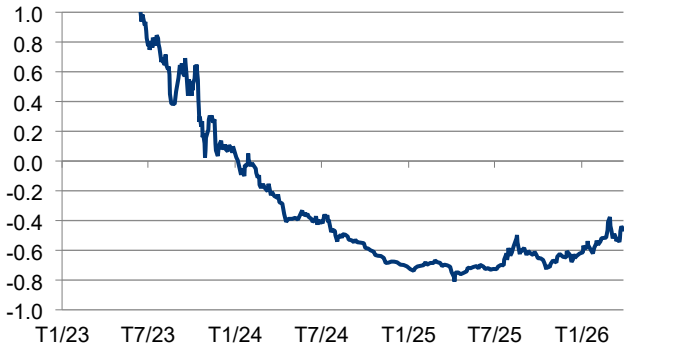
PC1 đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,8 lần…



Nguồn: HSC

Biểu đồ 45: P/E trượt dự phóng 1 năm, PC1

… thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 19,8 lần



Nguồn: HSC

Bảng 46: So sánh định giá với các công ty cùng ngành, PC1

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2026
REE	1,343.1	9.3	8.6	11.9	11.2	1.5	13%
POW	1,169.4	7.1	5.9	20.3	14.4	1.0	5%
PGV	1,017.5	6.2	5.2	14.7	10.7	1.4	11%
GEG	206.1	7.4	7.2	14.0	11.6	1.0	8%
Bình quân ngành	**934.0**	**7.5**	**6.7**	**15.2**	**11.9**	**1.2**	**9%**
PC1	**415.4**	**6.5**	**6.2**	**11.7**	**11.8**	**1.4**	**15%**
Chênh lệch so với các công ty khác	*-56%*	*-13%*	*-8%*	*-23%*	*-1%*	*16%*	*5ppt*

Nguồn: HSC

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Sản lượng quặng niken thấp hơn dự kiến do khó khăn trong khai thác.
- Trì hoãn phát triển các dự án năng lượng tái tạo do thay đổi chính sách.
- Tiến độ phát triển các đường dây truyền tải chậm hơn dự kiến.
- Giá bán quặng niken thấp hơn kỳ vọng.

Trong khi đó, rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng đến từ việc PC1 thoái vốn thành công tại công ty liên kết mà đơn vị này sở hữu 49% (CTCP Đầu tư Bất động sản CT2). Số tiền thu về dự kiến là 420 tỷ đồng và ghi nhận khoảng 120 tỷ đồng lợi nhuận từ thoái vốn, dự kiến sẽ được hạch toán vào Q1/2026.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	10,089	13,085	15,227	15,770	16,412
Lợi nhuận gộp	2,092	2,719	2,752	2,756	2,953
Chi phí BH&QL	(566)	(661)	(728)	(756)	(780)
Thu nhập khác	19.3	30.8	0	0	0
Chi phí khác	(8.72)	(17.1)	0	0	0
EBIT	**1,537**	**2,071**	**2,023**	**2,000**	**2,173**
Lãi vay thuần	(743)	(568)	(400)	(363)	(288)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	45.8	55.6	100	100	100
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	**839**	**1,559**	**1,723**	**1,738**	**1,985**
Chi phí thuế TNDN	(129)	(203)	(345)	(348)	(397)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(242)	(315)	(345)	(364)	(369)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**468**	**1,041**	**1,034**	**1,026**	**1,219**
Lợi nhuận thuần ĐC	**421**	**937**	**931**	**924**	**1,097**
EBITDA ĐC	**2,414**	**2,953**	**2,953**	**2,954**	**3,159**
EPS (đồng)	1,137	2,532	2,514	2,496	2,964
EPS ĐC (đồng)	1,023	2,279	2,262	2,246	2,668
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	411	411	411	411	411
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	411	411	411	411	411
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	411	411	411	411	411

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,537	2,071	2,023	2,000	2,173
Khấu hao	(878)	(882)	(930)	(954)	(986)
Lãi vay thuần	(743)	(568)	(400)	(363)	(288)
Thuế TNDN đã nộp	(129)	(203)	(345)	(348)	(397)
Thay đổi vốn lưu động	(568)	(82.8)	(777)	(382)	(174)
Khác	117	173	16.3	(349)	(303)
LCT thuần từ HĐKD	**1,090**	**2,273**	**1,447**	**1,513**	**1,996**
Đầu tư TS dài hạn	(446)	(1,352)	(1,413)	(289)	(305)
Góp vốn & đầu tư	(1,685)	(597)	(146)	(161)	(177)
Thanh lý	49.1	181	0	0	0
Khác	1,436	294	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	**(646)**	**(1,474)**	**(1,559)**	**(450)**	**(482)**
Cổ tức trả cho CSH	(203)	(204)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	44.2	105	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(109)	828	(2,154)	(48.8)	(775)
Khác	(1.45)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(268)**	**729**	**(2,154)**	**(48.8)**	**(775)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,082	2,277	3,811	1,546	2,560
LCT thuần trong kỳ	**175**	**1,528**	**(2,266)**	**1,014**	**739**
Ảnh hưởng của tỷ giá	19.6	6.49	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**2,277**	**3,811**	**1,546**	**2,560**	**3,299**
Dòng tiền tự do	**643**	**921**	**34.7**	**1,224**	**1,691**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,277	3,811	1,546	2,560	3,299
Đầu tư ngắn hạn	1,017	1,459	1,605	1,766	1,942
Phải thu khách hàng	3,112	4,414	5,223	5,577	5,825
Hàng tồn kho	1,588	1,483	1,818	1,913	1,970
Các tài sản ngắn hạn khác	92.3	130	242	233	251
Tổng tài sản ngắn hạn	**8,086**	**11,299**	**10,434**	**12,049**	**13,287**
TSCĐ hữu hình	9,343	9,719	10,283	9,723	9,180
TSCĐ vô hình	1,176	1,123	1,042	936	799
Bất động sản đầu tư	112	93.8	146	146	146
Đầu tư dài hạn	0.82	0.82	4.82	4.82	4.82
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,708	1,781	1,605	1,605	1,605
Tài sản dài hạn khác	561	547	651	682	716
Tổng tài sản dài hạn	**12,902**	**13,264**	**13,731**	**13,098**	**12,451**
Tổng cộng tài sản	**20,988**	**24,563**	**24,164**	**25,146**	**25,738**
Nợ ngắn hạn	2,950	4,263	4,568	5,519	5,744
Phả trả người bán	1,121	1,804	1,805	1,805	1,805
Nợ ngắn hạn khác	478	636	889	856	894
Tổng nợ ngắn hạn	**5,078**	**7,788**	**8,406**	**9,372**	**9,745**
Nợ dài hạn	7,831	7,443	5,331	4,331	3,331
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	305	308	308	308	308
Nợ dài hạn khác	12.5	12.0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	**8,148**	**7,763**	**5,638**	**4,638**	**3,638**
Tổng nợ phải trả	**13,272**	**15,685**	**14,139**	**14,077**	**13,430**
Vốn chủ sở hữu	5,526	6,510	7,658	8,702	9,940
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,190	2,367	2,367	2,367	2,367
Tổng vốn chủ sở hữu	**7,716**	**8,877**	**10,025**	**11,070**	**12,308**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**20,988**	**24,563**	**24,164**	**25,146**	**25,738**
BVPS (đ)	13,436	15,828	18,619	21,159	24,169
Nợ thuần*/(tiền mặt)	8,504	7,894	8,353	7,290	5,776

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	20.7	20.8	18.1	17.5	18.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.9	22.6	19.4	18.7	19.2
Tỷ suất LNT (%)	4.63	7.96	6.79	6.51	7.43
Thuế TNDN hiện hành (%)	15.4	13.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	31.1	29.7	16.4	3.56	4.07
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	33.3	22.3	0.01	0.03	6.91
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	383	123	(0.72)	(0.72)	18.8
Tăng trưởng EPS (%)	1,189	123	(0.72)	(0.72)	18.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	383	123	(0.72)	(0.72)	18.8
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.82	17.3	14.6	12.5	13.1
ROACE (%)	9.82	12.7	12.4	12.7	13.7
Vòng quay tài sản (lần)	0.49	0.57	0.63	0.64	0.65
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.71	1.10	0.72	0.76	0.92
Số ngày tồn kho	72.5	52.2	53.2	53.7	53.4
Số ngày phải thu	142	155	153	156	158
Số ngày phải trả	51.2	63.5	52.8	50.6	48.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	159	133	115	88.7	62.7
Nợ/tài sản (%)	52.8	50.9	42.7	40.9	37.0
EBIT/lãi vay (lần)	2.07	3.65	5.05	5.52	7.55
Nợ/EBITDA (lần)	4.59	4.23	3.50	3.48	3.02
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.59	1.45	1.24	1.29	1.36
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.93	1.44	1.27	1.16	1.02
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.05	6.38	6.53	6.17	5.29
P/E (lần)	23.4	10.5	10.6	10.7	8.97
P/E ĐC (lần)	26.0	11.7	11.8	11.8	9.97
P/B (lần)	1.98	1.68	1.43	1.26	1.10
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

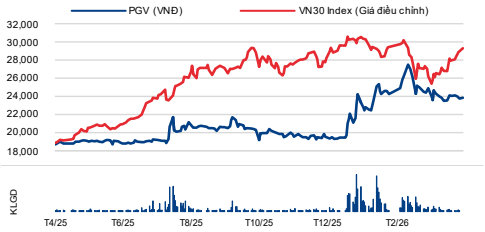
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ25,300 *(từ VNĐ23,400)*
Tiềm năng tăng/giảm: 6.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (20/4/2026)	23,850
Mã Bloomberg	PGV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,700-27,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,850
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	26,795
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,018
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,123
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	562
Slg CP NN được mua (tr.đv)	562
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.02%
Tỷ lệ freefloat	0.81%
Cổ đông lớn	EVN (99.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.22)	2.36	25.2
So với chỉ số	(14.3)	6.26	(18.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,615	2,309	(30.0)
2027F	2,238	2,598	(13.9)
2028F	2,370	2,370	0.0

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Tổng công ty phát điện lớn thứ 2 Việt Nam với tổng công suất đặt 6,0 GW gồm cả thủy điện, điện khí, điện than, và điện mặt trời.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn
Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyên Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Triển vọng hạn chế trước áp lực nguồn cung; duy trì k/n Tăng tỷ trọng

- HSC tăng 8,1% giá mục tiêu đối với PGV lên 25.300đ, do tác động tích cực từ việc giảm giả định WACC bù trừ cho tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận, trong bối cảnh nguồn cung nhiên liệu bị thắt chặt. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 6,1%.
- Chúng tôi giảm lần lượt 28% và 13% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, sau khi điều chỉnh giảm các giả định về sản lượng điện khí và tăng giả định chi phí đầu vào (khí và than), dẫn đến tỷ suất lợi nhuận thu hẹp (giảm khoảng 1 điểm phần trăm trong năm 2026).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,4% trong 3 tháng qua, PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,8 lần. Giá mục tiêu mới cho thấy P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt ở mức 15,7 lần và 11,3 lần.

Sự kiện: Nguồn cung khan hiếm trong năm 2026

Trong năm 2025, nguồn cung khí trong nước về cơ bản đã đủ để đáp ứng nhu cầu vận hành các nhà máy Phú Mỹ của PGV, trong khi khí LNG chỉ được sử dụng như một nguồn bổ trợ khi nhu cầu điện tăng cao và điều kiện thủy văn thuận lợi. Mặc dù nhu cầu điện dự báo tăng trưởng mạnh mẽ, triển vọng năm 2026 của công ty đang đối mặt với những thách thức lớn từ cơ cấu nguồn nhiên liệu. Tình trạng thiếu hụt khí trong nước buộc hệ thống phải cân nhắc các phương án thay thế, song việc chuyển sang LNG vẫn gặp rào cản từ chi phí đầu vào đắt đỏ và tính bất ổn trong cung ứng toàn cầu. Hệ quả là tỷ suất lợi nhuận bị thu hẹp đáng kể, bất chấp mảng nhiệt điện than vẫn duy trì được tính ổn định và đóng vai trò là 'vùng đệm' hỗ trợ chi phí.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận do sản lượng giảm và áp lực chi phí

HSC giảm lần lượt 28% và 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 nhằm phản ánh giả định sản lượng điện giảm và chi phí đầu vào tăng. Dự báo sản lượng điện khí được điều chỉnh giảm nhằm phản ánh thực trạng thắt chặt nguồn cung khí trong nước và những bất định từ thị trường LNG toàn cầu. Hệ quả tất yếu là chiến lược vận hành sẽ chuyển dịch theo hướng bám sát mức sản lượng hợp đồng phân bổ, đồng thời chủ động tiết giảm sự tham gia vào thị trường điện cạnh tranh. Đồng thời, chi phí đầu vào dự kiến sẽ có xu hướng tăng. Tình trạng khan hiếm nguồn cung khí trong nước không chỉ đẩy giá khí lên cao mà còn cộng hưởng với xu hướng tăng giá của thị trường than thế giới. Các yếu tố này cộng hưởng làm thu hẹp tỷ suất lợi nhuận, với tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2026 dự kiến giảm khoảng 1 điểm phần trăm, dẫn đến triển vọng lợi nhuận thận trọng hơn trong giai đoạn dự báo.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,4% trong 3 tháng qua, PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần. Chúng tôi tăng 8,1% giá mục tiêu lên 25.300đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá là 6,1% tại giá mục tiêu mới.

Mặc dù chịu những hạn chế về nhiên liệu trong ngắn hạn và dự báo lợi nhuận năm 2026 được điều chỉnh giảm 28%, chúng tôi tin rằng PGV vẫn có vị thế tốt cho việc mở rộng công suất điện khí trong dài hạn; những áp lực hiện tại mang tính chu kỳ hơn là mang tính cấu trúc.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	6,816	10,631	8,502 ▼	9,327	9,253
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	(878)	3,721	1,989 ▼	2,689 ▼	2,836
EPS ĐC (đồng)	(920)	3,169	1,615 ▼	2,238 ▼	2,370
DPS (đồng)	666	0	1,656 ▲	885 ▼	1,197
BVPS (đồng)	12,683	15,646	17,427	19,754	22,242
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.52	4.93	6.27	5.17	4.65
P/E ĐC (lần)	N/a	7.52	14.8	10.7	10.1
Lợi suất cổ tức (%)	2.79	0	6.94	3.71	5.02
P/B (lần)	1.88	1.52	1.37	1.21	1.07
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(215)	444	(49.0)	38.5	5.89
ROAE (%)	(5.92)	23.4	10.7	12.9	12.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Sản lượng có khả năng chững lại trong bối cảnh nguồn cung năng lượng bị thắt chặt

PGV đối mặt với triển vọng khan hiếm nguồn cung nhiên liệu hơn trong năm 2026 khi nhu cầu điện tăng cao đối mặt với tình trạng nguồn cung khí trong nước còn hạn chế. Việc chuyển sang sử dụng LNG đối mặt với rào cản lớn từ chi phí đầu vào đắt đỏ và những rủi ro tiềm ẩn trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Những nhân tố này trực tiếp gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của công ty, làm lu mờ sự đóng góp ổn định từ mảng nhiệt điện than. Do đó, chúng tôi lần lượt giảm 28% và 13% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, dựa trên giả định sản lượng điện khí thấp hơn và chi phí đầu vào cao hơn. Điều này đồng nghĩa với việc hoạt động của các nhà máy sẽ tiệm cận mức sản lượng hợp đồng phân bổ và tỷ suất lợi nhuận bị thu hẹp khoảng 1 điểm phần trăm. Chúng tôi tăng 8,1% giá mục tiêu lên 25.300đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PGV.

Động lực nguồn cung khí: Sự ổn định trong năm 2025 so với những hạn chế trong năm 2026

Trong năm 2025, nguồn cung khí thiên nhiên trong nước mặc dù đang trên đà sụt giảm nhưng về cơ bản vẫn đủ để hỗ trợ hoạt động tại các nhà máy điện Phú Mỹ của PGV. Khí LNG nhập khẩu đã được sử dụng như một nguồn bổ trợ trong các giai đoạn cao điểm, nhưng nhờ các điều kiện thuận lợi như nhu cầu điện thấp hơn và tình hình thủy văn khả quan đã giúp giảm bớt nhu cầu huy động điện khí. Kết quả là, sự phụ thuộc vào LNG vẫn ở mức hạn chế và áp lực chi phí đầu vào được kiểm soát tương đối tốt.

Triển vọng của công ty trong năm 2026 trở nên thách thức hơn khi nhu cầu điện tăng mạnh trong khi nguồn cung khí trong nước vẫn bị thắt chặt. Điều này dự kiến sẽ làm tăng sự phụ thuộc vào LNG – vốn đi kèm với chi phí cao và rủi ro về nguồn cung. Do đó, chúng tôi hạ giảm báo sản lượng điện khí và tăng giả định về chi phí đầu vào để phản ánh thị trường nhiên liệu đang thắt chặt hơn. Mặc dù mảng điện than vẫn duy trì sự ổn định và đóng vai trò là "vùng đệm", tỷ suất lợi nhuận tổng thể có khả năng phải đối mặt với áp lực từ chi phí nhiên liệu tăng cao và những hạn chế về nguồn cung.

Đánh giá KQKD năm 2025: Nguồn cung khí trong nước đủ đáp ứng cho các nhà máy điện Phú Mỹ

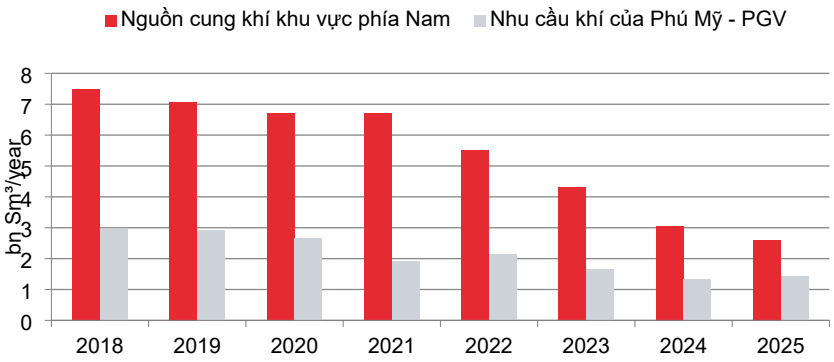
Một trong những rào cản trọng yếu đối với các nhà máy nhiệt điện trong giai đoạn gần đây là tình trạng thắt chặt nguồn cung nhiên liệu, đặc biệt là sự sụt giảm sản lượng khí trong nước. Trong năm 2025, nguồn cung khí từ khu vực Đông Nam Bộ đã giảm mạnh xuống còn khoảng 2,6 tỷ m3 tiêu chuẩn mỗi năm (tương đương khoảng 6,0 - 8,5 triệu Sm^3/ngày), giảm đáng kể so với mức khoảng 6,7 tỷ Sm^3/ngày vào năm 2020. Mức tiêu thụ khí bình quân tại các nhà máy điện ở Đông Nam Bộ đạt khoảng 6,4 triệu Sm^3/ngày, trong khi các nhà máy Phú Mỹ của PGV tiêu thụ bình quân khoảng 3,9 triệu Sm^3/ngày, cho thấy sự cân bằng cung - cầu tương đối thắt chặt.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 47: Nguồn cung khí trong nước (khu vực phía Nam) so với nhu cầu của PGV

Nguồn cung khí trong nước giảm mạnh trong vài năm trở lại đây



Nguồn: HSC

Để bù đắp cho sự thiếu hụt trong nước, công ty đưa vào sử dụng khí LNG nhập khẩu, với 4 chuyến tàu đạt tổng cộng khoảng 364 triệu Sm³ được ký kết trong năm 2025. Lượng tiêu thụ LNG tái hóa khí tại Phú Mỹ đạt khoảng 275,5 triệu Sm³, bao gồm Phú Mỹ 3 (khoảng 105,3 triệu Sm³), Phú Mỹ 2.2 (khoảng 123,2 triệu Sm³) và các nhà máy khác thuộc EVNGENCO3 (khoảng 47 triệu Sm³). Mặc dù vậy, giá khí bình quân đã giảm xuống còn khoảng 8,33 USD/mmBTU (giảm 2,9% so với cùng kỳ), phần nào giảm bớt áp lực chi phí đầu vào.

Nhìn chung, mặc dù khí trong nước về cơ bản đã đủ để đáp ứng yêu cầu huy động, các hạn chế về nguồn cung vẫn xuất hiện trong các giai đoạn cao điểm mùa khô, dẫn đến việc phải sử dụng LNG. Tuy nhiên, các điều kiện thuận lợi trong năm 2025 – nhờ nhu cầu điện thấp hơn và tình hình thủy văn thuận lợi – đã làm giảm nhu cầu huy động điện khí, dẫn đến nguồn cung nhiên liệu vẫn đầy đủ và sự phụ thuộc vào LNG trên thực tế là không đáng kể.

Triển vọng năm 2026: Nhu cầu tăng cao nhưng nguồn cung khí đầu vào hạn chế

Nhu cầu điện đã tăng mạnh vào đầu năm 2026, với phụ tải quốc gia tăng khoảng 7,1% so với cùng kỳ trong 2 tháng đầu năm và khu vực miền Bắc ghi nhận mức tăng mạnh hơn, khoảng 9,7%. Vào mùa khô cao điểm, công suất cực đại dự kiến sẽ tăng hơn 12% so với cùng kỳ, dấy lên rủi ro thiết lập mức đỉnh mới so với năm 2025. Bối cảnh nhu cầu tăng cao này làm gia tăng áp lực lên nguồn cung nhiên liệu, đặc biệt là đối với sản xuất điện khí.

Đồng thời, những lo ngại về việc thắt chặt nguồn cung khí trong nước đang thúc đẩy sự phụ thuộc lớn hơn vào LNG như một nguồn đầu vào thay thế. Tuy nhiên, LNG lại mang đến cả rủi ro gián đoạn nguồn cung lẫn chi phí đầu vào cao hơn, đặc biệt là trong các giai đoạn biến động địa chính trị. Trong quá khứ, vào các đợt cao điểm mùa khô, tình trạng thiếu hụt khí đã buộc các nhà máy như Phú Mỹ phải chuyển sang sử dụng LNG tái hóa khí, cho thấy hệ thống đang phải đối mặt với những hạn chế về nhiên liệu.

Đối với PGV, sản lượng điện hợp đồng phân bổ đạt khoảng 4,7 tỷ kWh trong nửa đầu năm 2026 (tăng 10% so với cùng kỳ), và theo dự báo của chúng tôi, sản lượng hợp đồng phân bổ của cả năm dự kiến sẽ duy trì ổn định khoảng 9 tỷ kWh, tương đương với năm 2025. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 23% dự báo sản lượng điện khí do nguồn cung khí trong nước còn hạn chế cũng như những bất định xung quanh khả năng cung ứng và giá thành của LNG khi dùng làm nhiên liệu thay thế.

Ngược lại, mảng điện than vẫn được hỗ trợ tốt nhờ nguồn cung đầu vào ổn định (100% nguồn than của PGV là nguồn trong nước). Các nhà máy nhiệt điện than trọng điểm như Mông Dương hưởng lợi từ các hợp đồng mua bán than dài hạn với Vinacomin (TKV; chưa niêm yết) (khoảng 3 triệu tấn/năm đến năm 2039) cùng với lượng hàng tồn kho ở mức an toàn. Tương tự, nhà máy nhiệt điện than Vĩnh Tân duy trì mức tồn kho than cao (khoảng 300.000 tấn) và đã đảm bảo đủ nguồn cung để đáp

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

ứng nhu cầu mùa khô. Nguồn cung than ổn định này tạo ra một nền tảng phát điện tin cậy, giúp bù đắp một phần rủi ro từ sự biến động của khí gas và LỢI NHUẬN GỘP.

Bảng 48: Điều chỉnh dự báo sản lượng đầu ra, PGV

Triệu kWh	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2026	2027	2028	2026	2027
Điện khí	7,624	13,890	14,304	10,669	10,989	11,318	-23%	-23%
Điện than	12,503	15,019	15,310	15,019	15,310	15,310	0%	0%
Thủy điện	3,137	2,669	2,723	2,666	2,720	2,774	0%	0%
Điện mặt trời	57	60	60	60	60	60	0%	0%
Tổng	**23,321**	**31,638**	**32,396**	**28,415**	**29,079**	**29,462**	**-10%**	**-10%**

Nguồn: HSC

Bảng 49: Dự báo giá đầu vào, PGV

		2025FA	2026F	2027F	2028F
Dự báo cũ	Giá khí (USD/MMBTU)	9.0	9.1	9.3	N/m
	Giá than (nghìn đồng/tấn)	2,233	2,421	2,421	N/m
Dự báo mới	**Giá khí**	**9.0**	**9.9**	**9.9**	**10.1**
	Giá than	**2,233**	**2,501**	**2,501**	**2,501**
Điều chỉnh	*Giá khí*	*N/m*	*8.9%*	*6.3%*	*N/m*
	Giá than	*N/m*	*3.3%*	*3.3%*	*N/m*

Nguồn: HSC

HSC điều chỉnh tăng giả định chi phí đầu vào của PGV để phản ánh các điều kiện thắt chặt nguồn cung trong bối cảnh nhu cầu điện tăng cao. Cụ thể, chúng tôi tăng lần lượt 8,9% và 6,3% dự báo giá khí cho năm 2026 và 2027 do nguồn cung trong nước hạn chế và khả năng phải phụ thuộc vào LNG giá cao. Bên cạnh đó, chúng tôi tăng bình quân 3,3% giả định giá than cho năm 2026-2027, nhằm phản ánh chi phí đầu vào ổn định nhưng đang dần thắt chặt hơn (với giả định PGV vẫn sử dụng 100% than trong nước).

Những điều chỉnh này nhằm phản ánh sự dịch chuyển mang tính cấu trúc sang một thị trường nhiên liệu thắt chặt hơn, nơi nhu cầu mạnh mẽ và các rào cản nguồn cung có khả năng giữ giá đầu vào ở mức cao, từ đó gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận phát điện bất chấp các giả định về sản lượng tương đối ổn định.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Xét đến quan điểm cập nhật về bức tranh toàn cảnh giai đoạn 2026-2027, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần, chủ yếu do kỳ vọng sản lượng giảm và chi phí đầu vào tăng. Cụ thể, chúng tôi tăng 28% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và tăng 13% dự báo cho năm 2027, dựa trên các giả định đã được điều chỉnh như sau:

- Sản lượng thấp hơn dự kiến do hạn chế về nguồn cung: Chúng tôi giảm bình quân 23% dự báo sản lượng điện khí trong giai đoạn 2026-2027 nhằm phản ánh tình trạng nguồn cung khí trong nước thắt chặt hơn và những bất định xung quanh khả năng cung ứng LNG. Điều này tương ứng với việc tổng sản lượng phát điện giảm khoảng 10%, cho thấy PGV có khả năng sẽ hoạt động sát với mức sản lượng hợp đồng phân bổ và hạn chế tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh, với tỷ lệ sản lượng hợp đồng phân bổ trên tổng sản lượng của các nhà máy điện khí Phú Mỹ duy trì ở mức khoảng 80% trong giai đoạn 2026-2027.
- Giá đầu vào tăng gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp: Giá khí tăng do hạn chế nguồn cung và khả năng phải phụ thuộc vào LNG, cùng với giá than ổn định ở mức cao, khiến chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp, trong đó tỷ suất lợi nhuận năm 2026 giảm khoảng 1 điểm phần trăm. Nhìn chung, dưới tác động tổng hợp giữa sản lượng bị hạn chế và áp lực chi phí, chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn về triển vọng lợi nhuận cho năm 2026-2027.

Đối với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 58,5 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 2,8 nghìn tỷ đồng, nhờ sản lượng tăng cao, đặc biệt là từ các nhà máy điện khí, với sản lượng của cụm Phú Mỹ dự kiến tăng lên 11.303 triệu kWh, tương đương hiệu suất sử dụng công suất khoảng 68% (so với mức dự báo 66% của chúng tôi cho năm 2026).

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 50: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, PGV

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2026	2027	2028	2026	2027
Doanh thu thuần	**43,561**	**59,829**	**62,339**	**54,450**	**56,613**	**58,460**	**-9%**	**-9%**
Tỷ suất lợi nhuận gộp	*16.0%*	*10.1%*	*9.7%*	*9.1%*	*9.8%*	*9.4%*	*-1.0ppts*	*0.0ppts*
Thu nhập/(chi phí) lãi vay	(2,358)	(1,595)	(1,487)	(1,577)	(1,540)	(1,307)	-1%	4%
LNTT	4,297	3,502	3,913	2,517	3,402	3,588	-28%	-13%
Lợi nhuận thuần	**3,721**	**2,768**	**3,093**	**1,989**	**2,689**	**2,836**	**-28%**	**-13%**
Lợi nhuận 'cốt lõi'	3,376	2,768	3,093	1,989	2,689	2,836	-28%	-13%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	25,203	31,638	32,396	28,415	29,079	29,462	-10%	-10%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 8,1% giá mục tiêu đối với PGV lên 25.300đ, cho thấy tiềm năng tăng giá là 8,1%. Cổ phiếu đang được giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 15,7 lần và 11,3 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PGV.

Mặc dù chịu những hạn chế về nguồn cung nhiên liệu trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng PGV vẫn giữ vị thế thuận lợi để tiếp tục mở rộng công suất điện khí, xét đến tầm quan trọng không ngừng của nguồn phát điện chạy nền trong hệ thống điện Việt Nam. Mặc dù tình trạng khan hiếm nhiên liệu và chi phí đầu vào tăng cao dự kiến sẽ gây áp lực lên khả năng sinh lời – khiến chúng tôi phải giảm 28% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 – nhưng những áp lực này mang tính chu kỳ nhiều hơn là mang tính cấu trúc.

Nhìn về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng các điều kiện cung ứng sẽ dần cải thiện từ năm 2027, hỗ trợ sự phục hồi công suất hoạt động và tỷ suất lợi nhuận. Đặc biệt, việc phát triển dự án Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B được kỳ vọng sẽ tăng cường nguồn cung khí cho khu vực Đông Nam Bộ trong dài hạn, tạo ra nền tảng nhiên liệu ổn định hơn và giúp PGV quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng bình thường.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PGV vì công ty tiếp tục tạo ra dòng tiền bền vững từ danh mục các nhà máy điện đa dạng và đang hưởng lợi từ việc tăng sản lượng hợp đồng phân bổ. Các giả định cơ bản chính như sau:

- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 8,75%, nhưng điều chỉnh giảm nhẹ hệ số beta xuống còn 0,6 (so với 0,9 lần). Theo đó, giả định WACC giảm xuống còn 8,4% (so với mức 10% trước đó).

Theo đó, giá trị hiện tại của định giá cuối kỳ đóng góp 48% (so với 56% trước đây) giá trị doanh nghiệp của PGV (chưa được điều chỉnh cho phần nợ thuần của công ty).

Bảng 51: Định giá DCF, PGV

Giá mục tiêu mới là 25.300

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm-2026)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của UFCF	28,811
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	26,487
Tổng giá trị hiện tại	**55,299**
Cộng: tiền	615
Trừ: tổng nợ	(27,156)
Giá trị vốn CSH	**28,429**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,123
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	**25,300**

Nguồn: HSC

Bảng 52: Tính toán WACC, PGV

WACC giảm xuống mức 8,4%, từ 10.0% trước đó

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.6
Chi phí vốn CSH	9.0%
Chi phí nợ	7.0%
WACC	**8.4%**

Nguồn: HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

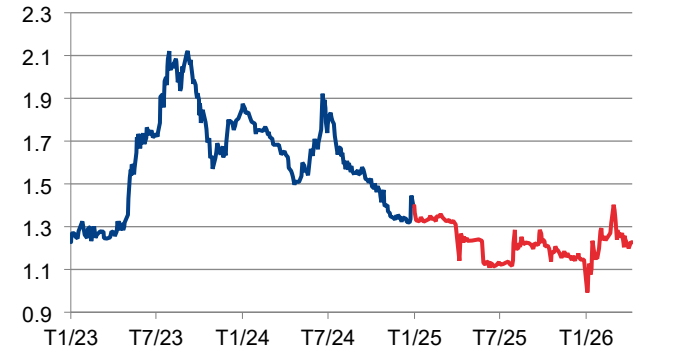
Bảng 53: Diễn biến giá cổ phiếu, PC1

%	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PGV	-4.2	2.4	25.2
VN30 Index	10.3	-4.0	49.1

Nguồn: HSC

Bảng 54: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV

PGV đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần…



Nguồn: HSC

Bảng 55: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PGV

… thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 1,6 lần

Nguồn: HSC

Bảng 56: So sánh định giá với các công ty cùng ngành, PGV

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi nhuận/vốn CSH TB 2026
REE	1,343.1	9.3	8.6	11.9	11.2	1.5	13%
POW	1,169.4	7.1	5.9	20.3	14.4	1.0	5%
PC1	415.4	6.5	6.2	11.7	11.8	1.4	15%
GEG	206.1	7.4	7.2	14.0	11.6	1.0	8%
Bình quân ngành	**783.5**	**7.6**	**7.0**	**14.5**	**12.2**	**1.2**	**10%**
PGV	**1,017.5**	**6.2**	**5.2**	**14.7**	**10.7**	**1.4**	**11%**
Chênh lệch so với bình quân	*30%*	*-17%*	*-26%*	*2%*	*-13%*	*10%*	*1ppts*

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,4% trong 3 tháng qua, PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng có P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần. Trong khi đó, cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 cao hơn 2% so với bình quân của các công ty Dịch vụ tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

Rủi ro

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng bao gồm:

- Nhu cầu tiêu thụ điện thấp do hoạt động xuất khẩu còn yếu
- Sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy của PGV thấp hơn trong nửa cuối năm 2026 trong bối cảnh giá đầu vào tăng cao do chiến tranh tại Trung Đông kéo dài
- Giá khí đốt/than đầu vào cao hơn dự kiến
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng đến từ việc các dự án mới đi vào hoạt động sớm hơn kỳ vọng của chúng tôi. Các dự án đang phát triển bao gồm: (1) dự án điện mặt trời nổi trong các nhà máy thủy điện Srepok 3 (80 MW) với tổng vốn đầu tư 1.935 tỷ đồng và (2) nhà máy điện linh hoạt tại Ninh Bình (300 MW) với tổng vốn đầu tư 6.758 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ vận hành thương mại trong năm 2026-2027, nhưng theo PGV, các dự án này có thể vận hành thương mại sớm hơn sau khi nhận được tất cả các phê duyệt và thỏa thuận cần thiết, chẳng hạn như

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

hợp đồng mua bán điện trực tiếp cho dự án điện mặt trời nổi. Chúng tôi không phản ánh các khoản lợi nhuận tiềm năng này vào mô hình dự báo.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	40,690	43,561	54,450	56,613	58,460
Lợi nhuận gộp	2,980	6,987	4,942	5,527	5,481
Chi phí BH&QL	(672)	(683)	(1,089)	(849)	(877)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**2,308**	**6,304**	**3,853**	**4,678**	**4,604**
Lãi vay thuần	(3,361)	(2,358)	(1,577)	(1,540)	(1,307)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	208	367	240	264	291
Lợi nhuận khác	(24.7)	(15.9)	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	**(871)**	**4,297**	**2,517**	**3,402**	**3,588**
Chi phí thuế TNDN	(5.05)	(564)	(503)	(680)	(718)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.82)	(11.2)	(24.2)	(32.7)	(34.4)
LNST không thường xuyên	(5.05)	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	**(878)**	**3,721**	**1,989**	**2,689**	**2,836**
Lợi nhuận thuần ĐC	**(1,034)**	**3,561**	**1,815**	**2,514**	**2,662**
EBITDA ĐC	**6,816**	**10,631**	**8,502**	**9,327**	**9,253**
EPS (đồng)	(782)	3,312	1,771	2,393	2,524
EPS ĐC (đồng)	(920)	3,169	1,615	2,238	2,370
DPS (đồng)	666	0	1,656	885	1,197
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	2,308	6,304	3,853	4,678	4,604
Khấu hao	(4,509)	(4,327)	(4,649)	(4,649)	(4,649)
Lãi vay thuần	(3,361)	(2,358)	(1,577)	(1,540)	(1,307)
Thuế TNDN đã nộp	(17.6)	(1.76)	(503)	(680)	(718)
Thay đổi vốn lưu động	(7,502)	(8,383)	(2,410)	(1,339)	(1,037)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐKD	**351**	**2,842**	**5,393**	**7,555**	**7,646**
Đầu tư TS dài hạn	(422)	(696)	(1,745)	(1,200)	(1,200)
Góp vốn & đầu tư	(3,465)	(3,002)	(1,501)	(1,501)	(1,501)
Thanh lý	3,520	2,625	0	0	0
Khác	602	495	324	232	237
LCT thuần từ HĐĐT	**236**	**(578)**	**(2,922)**	**(2,469)**	**(2,464)**
Cổ tức trả cho CSH	(50.7)	(4.04)	(186)	(99.5)	(134)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(2,616)	(1,844)	(4,000)	(3,000)	(5,000)
Khác	2,189	1,110	186	(1,901)	134
LCT thuần từ HĐTC	**(478)**	**(739)**	**(4,000)**	**(5,000)**	**(5,000)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	510	619	2,144	615	701
LCT thuần trong kỳ	**109**	**1,525**	**(1,529)**	**86.0**	**182**
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**619**	**2,144**	**615**	**701**	**883**
Dòng tiền tự do	**(71.0)**	**2,145**	**3,648**	**6,355**	**6,446**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	619	2,144	615	701	883
Đầu tư ngắn hạn	2,880	3,257	3,257	3,257	3,257
Phải thu khách hàng	10,331	12,683	11,979	12,455	12,861
Hàng tồn kho	2,454	2,386	3,462	3,572	3,705
Các tài sản ngắn hạn khác	537	382	429	443	460
Tổng tài sản ngắn hạn	**16,821**	**20,852**	**19,743**	**20,429**	**21,166**
TSCĐ hữu hình	33,037	28,758	25,868	22,435	19,005
TSCĐ vô hình	590	594	580	564	545
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	537	534	537	537	537
Đầu tư vào Cty LD,LK	2,010	2,177	2,642	2,906	3,197
Tài sản dài hạn khác	2,272	2,117	2,803	2,979	3,015
Tổng tài sản dài hạn	**38,446**	**34,180**	**32,429**	**29,421**	**26,298**
Tổng cộng tài sản	**55,267**	**55,032**	**52,172**	**49,849**	**47,464**
Nợ ngắn hạn	5,885	5,885	5,885	5,885	5,885
Phả trả người bán	5,610	5,824	4,951	5,109	5,298
Nợ ngắn hạn khác	2,218	1,880	(800)	(942)	(1,325)
Tổng nợ ngắn hạn	**13,814**	**14,370**	**10,161**	**10,221**	**10,037**
Nợ dài hạn	26,010	21,926	21,271	16,271	11,271
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	873	832	832	832	832
Tổng nợ dài hạn	**26,883**	**22,759**	**22,103**	**17,103**	**12,103**
Tổng nợ phải trả	**40,697**	**37,128**	**32,264**	**27,325**	**22,140**
Vốn chủ sở hữu	14,249	17,578	19,579	22,192	24,988
Lợi ích cổ đông thiểu số	320	326	329	332	335
Tổng vốn chủ sở hữu	**14,570**	**17,903**	**19,908**	**22,525**	**25,324**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**55,267**	**55,032**	**52,172**	**49,849**	**47,464**
BVPS (đ)	12,683	15,646	17,427	19,754	22,242
Nợ thuần*/(tiền mặt)	31,276	25,667	26,541	21,455	16,273

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	7.32	16.0	9.08	9.76	9.38
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	16.8	24.4	15.6	16.5	15.8
Tỷ suất LNT (%)	(2.16)	8.54	3.65	4.75	4.85
Thuế TNDN hiện hành (%)	(0.58)	13.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.3)	7.06	25.0	3.97	3.26
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(18.7)	56.0	(20.0)	9.69	(0.79)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(215)	444	(49.0)	38.5	5.89
Tăng trưởng EPS (%)	(182)	524	(46.5)	35.2	5.48
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(215)	444	(49.0)	38.5	5.89
Tăng trưởng DPS (%)	(68.4)	(100)	nm	(46.5)	35.2
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	(85.2)	0	93.5	37.0	47.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	(5.92)	23.4	10.7	12.9	12.0
ROACE (%)	5.20	15.4	9.32	11.5	11.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.71	0.79	1.02	1.11	1.20
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	0.15	0.45	1.40	1.62	1.66
Số ngày tồn kho	23.8	23.8	25.5	25.5	25.5
Số ngày phải thu	100.0	127	88.3	89.0	88.6
Số ngày phải trả	54.3	58.1	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	219	146	136	96.7	65.1
Nợ/tài sản (%)	57.7	50.5	52.1	44.4	36.1
EBIT/lãi vay (lần)	0.69	2.67	2.44	3.04	3.52
Nợ/EBITDA (lần)	4.68	2.62	3.19	2.38	1.85
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.22	1.45	1.94	2.00	2.11
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.43	1.20	0.98	0.85	0.74
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.52	4.93	6.27	5.17	4.65
P/E (lần)	N/a	7.20	13.5	9.97	9.45
P/E ĐC (lần)	N/a	7.52	14.8	10.7	10.1
P/B (lần)	1.88	1.52	1.37	1.21	1.07
Lợi suất cổ tức (%)	2.79	0	6.94	3.71	5.02

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH
Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)