

TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN 2H26 ĐỊNH HÌNH CHO CHU KỲ MỚI

TRUNG LẬP

- Tài liệu này được chuẩn bị bởi KIS Vietnam Securities Corp nhằm giúp các nhân viên nội bộ của chúng tôi đầu tư vào chứng khoán. Tài liệu này được bảo vệ bản quyền và không được sao chép, phân phối, chuyển tiếp hoặc thay đổi dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý của KIS Vietnam Securities Corp.
- Tài liệu này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản tài liệu này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Chúng tôi không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của tài liệu này và nó không nên được tin cậy như vậy. Công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này hoặc nội dung của tài liệu này. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và tài liệu phân tích này không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Có phiếu trong báo cáo này được lựa chọn dựa trên sự đồng thuận và các mô hình định lượng của KIS Vietnam Securities Corp, do đó có thể không trùng khớp với các khuyến nghị của KIS Vietnam Securities Corp.
- Nội dung của tài liệu này phản ánh chính xác quan điểm của nhà phân tích. Dưới bất kỳ hình thức nào, không có áp lực hoặc can thiệp từ bên ngoài trong quá trình phân tích hoặc chuẩn bị tài liệu này.

Triển vọng ngành Điện 2H26F

Định hình cho chu kỳ mới

Triển vọng ngành	TIÊU CỰC	TÍCH CỰC
Tổng quan ngành	Nhu cầu tiêu thụ điện tăng 10% n/n trong 1H26 và được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định trong 2H26F. Chúng tôi dự báo giá bán điện bình quân (FMP) sẽ tụt 30% n/n, nhờ nền nhiệt độ cao hơn và giá công suất (CAN) phục hồi mạnh (tăng 2.8 lần n/n lên 131 đồng/kWh). Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng nhóm nhiệt điện khí sẽ là điểm sáng của ngành trong 2H26F, nhờ sản lượng cải thiện và biên lợi nhuận được cải thiện.	
Triển vọng 2H26F	Trong 2H26F, tổng công suất lắp đặt của hệ thống điện Việt Nam được kỳ vọng đạt khoảng 88GW, trong khi công suất mới bổ sung chỉ đạt 703MW với 1H26, phản ánh tiến độ phát triển nguồn điện vẫn còn chậm. Nhìn chung, tốc độ bổ sung nguồn điện tiếp tục ở mức hạn chế khi nhiều dự án vẫn gặp vướng mắc về cơ chế, chính sách và khung pháp lý, qua đó làm giảm sức hấp dẫn của ngành đối với các nhà đầu tư tư nhân. Thủy điện: Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện đạt 54.3 tỷ kWh (-5% n/n), với CF giảm xuống 51% (-3 đpt n/n). Dựa trên dữ liệu lịch sử trong giai đoạn chuyển từ pha trung tính sang El Niño: (1) CF của các nhà máy thủy điện thường giảm khoảng 3-4 đpt; (2) mặc dù có thêm 506MW công suất mới, sản lượng thủy điện khả năng vẫn giảm so với cùng kỳ do điều kiện thủy văn kém thuận lợi dưới tác động của El Niño; (3) trong khi 2H25 được hưởng lợi từ pha trung tính và lưu lượng nước về hồ dồi dào hơn. Bên cạnh đó, (4) giá bán điện bình quân FMP được dự báo tăng 30% n/n, nhờ giá công suất (CAN) phục hồi mạnh (+2.8 lần n/n). Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của nhóm thủy điện sẽ giảm nhẹ trong 2H26F. Nhiệt điện than: Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng nhiệt điện than đạt 85.7 tỷ kWh (+15% n/n), với CF tăng lên 62.7% (+3.9 đpt n/n). Động lực tăng trưởng đến từ: (1) nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục duy trì ở mức cao theo Kịch bản 5 của EVN; và (2) bổ sung 2,603MW công suất mới từ BOT Vũng Áng II và Quảng Trạch I. Bên cạnh đó, (3) giá than được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao khi TKV gia tăng tỷ lệ sử dụng than pha trộn. Theo đó, chúng tôi ước tính biên LNG của nhóm nhiệt điện than sẽ thu hẹp nhẹ trong 2H26F do áp lực từ chi phí nhiên liệu. Nhiệt điện khí: Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng nhiệt điện khí đạt 12.3 tỷ kWh (+24% n/n), với CF cải thiện lên 31% (+2 đpt n/n). Động lực tăng trưởng đến từ: (1) nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục duy trì ở mức cao nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng điện thương phẩm 8.5% n/n trong năm 2026; và (2) hai nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 chính thức COD. Bên cạnh đó, (3) chúng tôi dự báo giá khí sẽ duy trì ổn định quanh mức 9.5 USD/MMBtu (+3.4% n/n) trong 2H26F. Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của nhóm nhiệt điện khí sẽ cải thiện trong 2H26F, nhờ sản lượng tăng và giá khí duy trì tương đối ổn định. Năng lượng tái tạo: Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng điện từ năng lượng tái tạo đạt 19.4 tỷ kWh (-8% n/n), với CF giảm xuống 19% (-0.9 đpt n/n). Trong đó, sản lượng điện mặt trời và điện gió lần lượt được kỳ vọng đạt 13.5 tỷ kWh (+2% n/n) và 5.9 tỷ kWh (-25% n/n).	
Khuyến nghị	Trên cơ sở các phân tích trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với ngành điện.	

DANH MỤC THEO DÕI NGÀNH ĐIỆN

Bảng 01. Danh mục theo dõi ngành điện

Mã	Khuyến nghị	GMT	Tăng giá	LNST 3Q26F		LNST 4Q26F		LNST 2026F		2026F ROE	Fw 26F PE	Fw 26F PB	Tỷ suất cổ tức
		Đồng/CP	%	Tỷ đồng	n/n, %	Tỷ đồng	n/n, %	Tỷ đồng	n/n, %	%	x	x	%
NT2	NẮM GIỮ	26,000	20	163	(23)	180	(68)	912	(20)	20.6	5.8	1.1	8.5
REE	NẮM GIỮ	64,000	38	798	(3)	663	(14)	3,076	(2)	16.1	9.0	1.4	4.4
POW	NẮM GIỮ	15,100	8	777	(18)	689	(1)	4,998	74	8.6	12.9	0.9	1.0
QTP	NẮM GIỮ	14,100	24	120	249	54	(92)	629	(41)	12.5	6.8	0.8	10.5
GEG	NẮM GIỮ	19,400	51	148	84	66	(32)	538	(43)	10.5	9.1	0.9	-
HDG	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	28,500	51	239	(29)	326	(13)	718	(24)	10.2	10.6	1.0	1.7
PC1	KHÔNG ĐÁNH GIÁ	28,000	32	455	15	524	(21)	1,455	6.6	21.8	5.7	1.1	-

Nguồn: Bloomberg, KIS ước tính

Ngành Điện 2H26F - Định hình cho chu kỳ mới

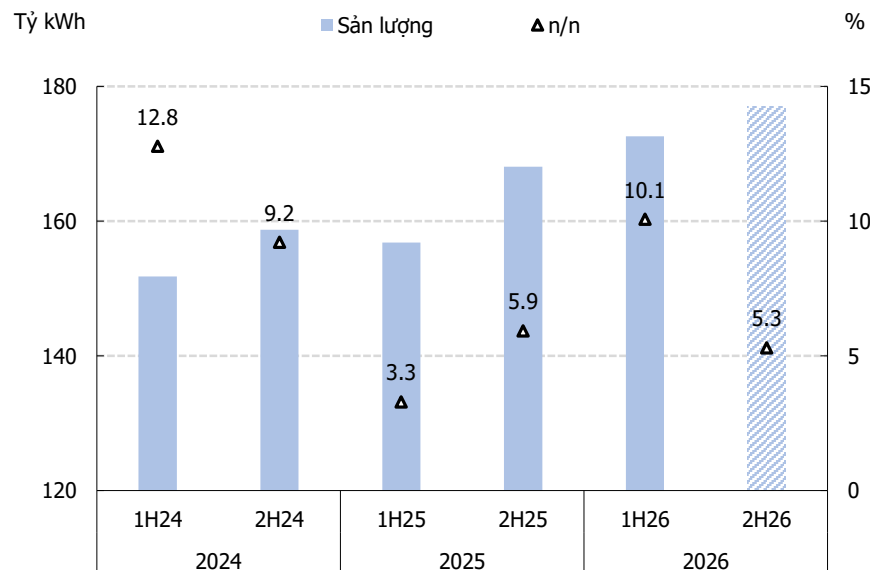
I. Phân tích Ngành

1. Nhóm thủy điện
2. Nhóm nhiệt điện than
3. Nhóm nhiệt điện khí
4. Nhóm năng lượng tái tạo

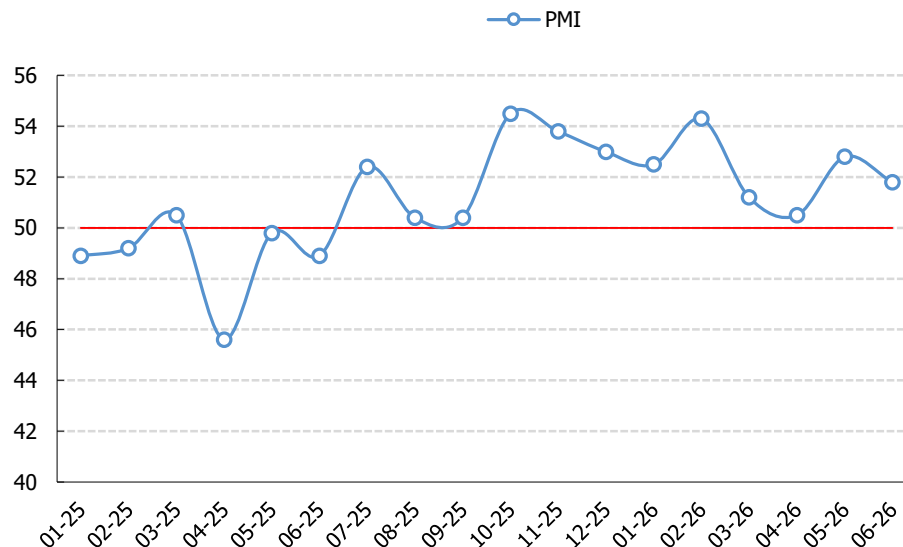
Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

2H26F – Nhu cầu tiêu thụ điện được kỳ vọng duy trì tăng trưởng ổn định

Biểu đồ 01. Kỳ vọng sản lượng tiếp tục tăng trưởng trong 2H26F, phù hợp với mục tiêu tăng trưởng theo Kịch bản 5 của EVN



Biểu đồ 02. PMI duy trì trên ngưỡng 50 điểm kể từ đầu năm 2026, cho thấy hoạt động sản xuất tiếp tục mở rộng



Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định trong 2H26F

- Sản lượng điện tăng 10.1% n/n trong 1H26, phản ánh nhu cầu tiêu thụ điện duy trì ở mức cao.
- Động lực tăng trưởng được hỗ trợ bởi chỉ số PMI ngành sản xuất, liên tục duy trì trên ngưỡng 50 điểm kể từ đầu năm 2026.
- Theo đó, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định trong 2H26F.

→ Dự báo của chúng tôi cũng dựa trên kịch bản 5 của EVN, với kỳ vọng điện thương phẩm tăng 8.5% n/n trong năm 2026.

→ Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ điện trong 2H26F đạt khoảng 177 tỷ kWh, tương ứng tăng 5.3% n/n.

Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

2H26F – Nguồn cung điện tiếp tục thắt chặt, rủi ro thiếu điện vẫn hiện hữu

Bảng 02. Danh sách các dự án điện được bổ sung trong 2026F

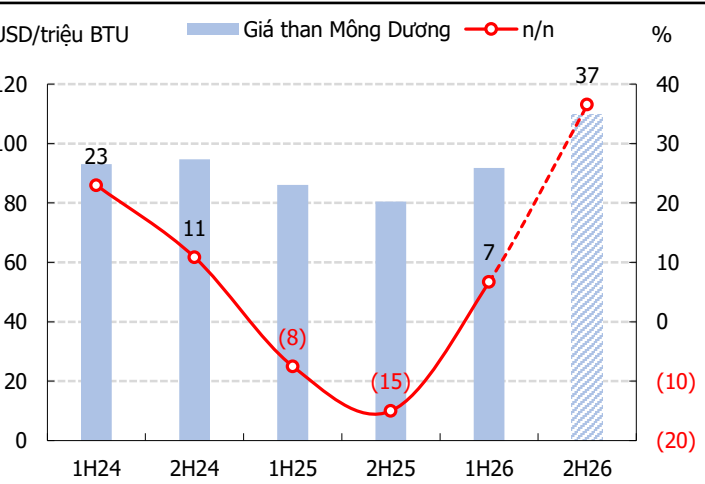
Nguồn/ Dự án	Vị trí	(MW)	Chủ đầu tư	COD	2025A	1H26	2H26F	2026F
Nguồn thủy điện					23,776	24,256	24,282	24,282
Tổng nguồn tăng thêm so với 2025						480	506	506
1. Trà Khúc 1	Quảng Ngãi	36	Doanh nghiệp tư nhân	2Q25			36	36
2. Hòa Bình MR	Hòa Bình	480	EVN	14/11/2025	40	480	480	480
3. Thác Bà 2	Yên Bái	18.9	TBC, REE	03/04/2025	19	19	19	19
Nguồn nhiệt điện than					29,021	29,421	31,224	31,224
Tổng nguồn tăng thêm so với 2025						400	2,603	2,603
1. BOT Vũng Áng II	Hà Tĩnh	1,200	BOT	18/04/2026		400	800	1200
2. Quảng Trạch I	Quảng Trạch	1,403	EVN	2026			1,403	1,403
Nguồn nhiệt điện khí					7,382	8,982	8,982	8,982
Tổng nguồn tăng thêm so với 2025						1,600		
1. Nhơn Trạch 3	Đồng Nai	800	POW	01/08/2025		800		
2. Nhơn Trạch 4	Đồng Nai	800	POW	01/11/2025		800		
Nguồn năng lượng tái tạo					24,039	24,039	24,139	24,139
Tổng nguồn tăng thêm so với 2025							100	1,331
+ Sinh khối		557						
+ Điện gió		6,961						
+ Điện mặt trời		16,721					100	1,331
Tổng nguồn tăng thêm so với 2025						2,000	2,703	3,934
Tổng nguồn công suất					84,218	86,698	88,627	88,627

- Tổng công suất lắp đặt đạt khoảng 88GW, trong khi công suất mới bổ sung trong 2H26F chỉ đạt 703MW.
 - **Thủy điện:** Bổ sung 506MW công suất mới kể từ đầu năm 2026, chủ yếu đến từ dự án thủy điện Hòa Bình mở rộng
 - **Nhiệt điện than:** Bổ sung 2,603MW công suất mới kể từ đầu năm 2026.
 - **Nhiệt điện khí:** Không ghi nhận công suất mới, ngoại trừ hai dự án LNG Nhơn Trạch 3 & 4 đã COD từ đầu năm 2026.
- ➔ **Tiến độ bổ sung nguồn điện vẫn ở mức hạn chế, cho thấy nhiều dự án tiếp tục chậm tiến độ do các vướng mắc về cơ chế, chính sách và khung pháp lý, qua đó làm giảm sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư tư nhân.**

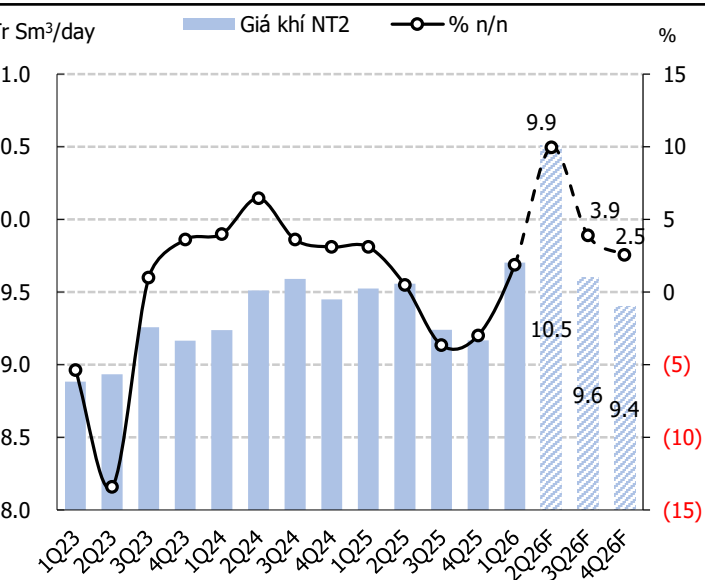
Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

2H26F – Giá bán điện bình quân FMP được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao

Biểu đồ 03. Giá than kỳ vọng tiếp tục tăng...



Biểu đồ 04. Theo PGV, nguồn cung khí được kỳ vọng cải thiện nhờ gia tăng sản lượng từ các mỏ khí mới



Bảng 03. Giá bán điện bình quân FMP được kỳ vọng tăng 30% n/n, nhờ nền nhiệt độ duy trì ở mức cao

Năm	SMP cap (Đồng/kWh)	CAN (Đồng/kWh)	FMP cap (Đồng/kWh)	FMP bình quân (Đồng/kWh)	SMP bình quân (Đồng/kWh)	%SMP bình quân/cap	% tăng trưởng sản lượng	ENSO
2020	1,342	80	1,422	886	806	43.9%	(4.1)	La Niña bắt đầu
2021	1,503	150	1,653	1,001	851	49.5%	4.3	La Niña mạnh lên
2022	1,602	293	1,895	1,534	1,241	75.9%	4.6	La Niña suy yếu – Chuyển qua El Niño
2023	1,779	293	2,072	1,396	1,103	69.0%	4.1	El Niño mạnh lên
2024	1,510	300	1,810	1,420	1,120	70.2%	10.8	Trung tính bắt đầu
2025	1,683	50	1,733	818	894	46.6%	4.7	Trung tính mạnh lên
1H26	1,725	130	1,855	1,497	1,367	79%	10.1	Trung tính suy yếu – chuyển qua EL-Nino
2H26	1,725	130	1,855	1,338	1,208	70%	5.3	El-Nino mạnh lên

Chúng tôi dự báo giá bán điện bình quân FMP sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2H26F, nhờ các yếu tố sau:

- Giá than được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao do: (1) tỷ lệ sử dụng than pha trộn gia tăng; (2) mức nền thấp trong 2H25; và (3) Indo siết chặt chính sách xuất khẩu than (Biểu đồ 3).
- Giá khí được kỳ vọng tăng nhẹ 3-4% n/n, nhờ nguồn cung khí khu vực Đông Nam Bộ được cải thiện và các hoạt động đầu tư thượng nguồn (Biểu đồ 4).
- Nền nhiệt được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao dưới tác động của pha El Niño kéo dài. Theo dữ liệu của EVN, giá trần SMP năm 2026 được kỳ vọng tăng lên 1,725 đồng/kWh (+2% n/n), trong khi giá công suất (CAN) dự kiến đạt khoảng 130 đồng/kWh (+160% n/n) (Bảng 3).

→ Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi ước tính giá trần FMP trong 2H26F đạt khoảng 1,338 đồng/kWh (+30% n/n, -11% q/q).

Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

2H26F – Động lực dẫn dắt tăng trưởng đến từ nhóm nhiệt điện

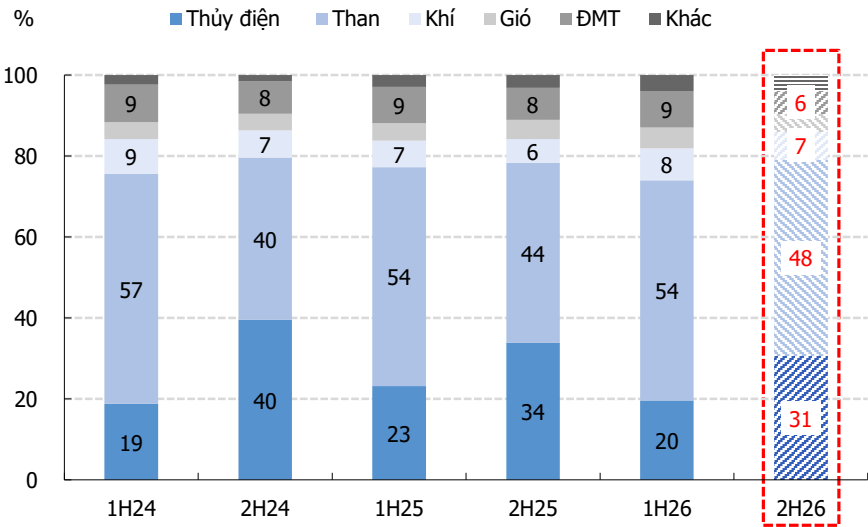
Bảng 04. CF của nhóm nhiệt điện than và nhiệt điện khí được kỳ vọng cải thiện so với cùng kỳ

% Hệ số công suất	1H25	2H25	1H26	2H26
Thủy điện	35	54	32	51
Điện than	67	59	73	63
Điện khí	32	29	35	31
Năng lượng tái tạo	20	20	23	18
+ Điện gió	23	23	29	25
+ Điện mặt trời	19	19	21	14

Bảng 05. Nhóm nhiệt điện khí và nhiệt điện than tiếp tục là điểm sáng của ngành trong 2H26F

% Tăng trưởng sản lượng	1H25	2H25	1H26	2H26
Thủy điện	27	(10)	(7)	(5)
Điện than	(2)	16	11	15
Điện khí	(22)	(7)	34	24
Năng lượng tái tạo	6	8	13	(8)
+ Điện gió	8	18	28	(4)
+ Điện mặt trời	1	2	11	(21)

Biểu đồ 05. Cơ cấu tỷ trọng sản lượng giữa các nguồn trong 2H26F



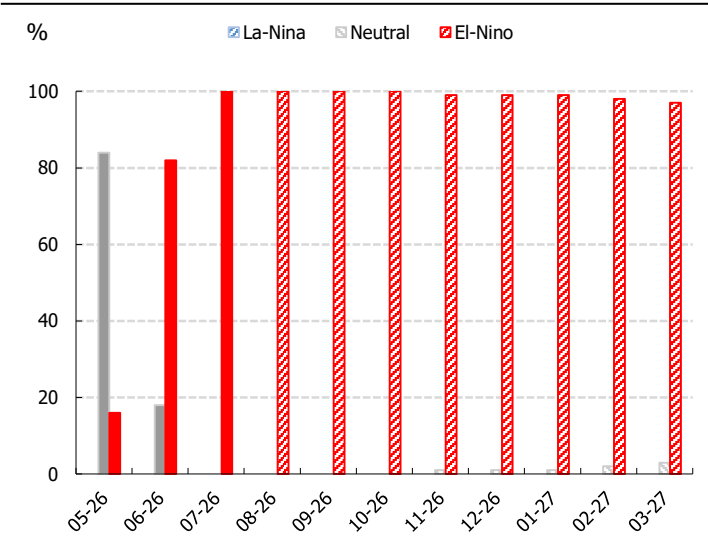
Dựa trên các phân tích ở trên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của nhóm nhiệt điện sẽ tiếp tục cải thiện trong 2H26F.

- Thủy điện:** CF được kỳ vọng đạt 51% (-3 đpt n/n), tương ứng sản lượng giảm 5% n/n. Tỷ trọng sản lượng thủy điện được kỳ vọng đạt 31% (-3 đpt n/n).
- Nhiệt điện than:** CF được kỳ vọng đạt 63% (+4 đpt n/n), tương ứng sản lượng tăng 15% n/n. Tỷ trọng sản lượng nhiệt điện than được kỳ vọng đạt 48% (+4 đpt n/n).
- Nhiệt điện khí:** CF được kỳ vọng đạt 31% (+2 đpt n/n), tương ứng sản lượng tăng 24% n/n. Tỷ trọng sản lượng nhiệt điện khí được kỳ vọng đạt 7% (+1 đpt n/n).
- Năng lượng tái tạo:** CF được kỳ vọng đạt 18% (-1.6 đpt n/n), tương ứng sản lượng giảm 8% n/n. Tỷ trọng sản lượng năng lượng tái tạo được kỳ vọng đạt 11% (-1.5 đpt n/n).

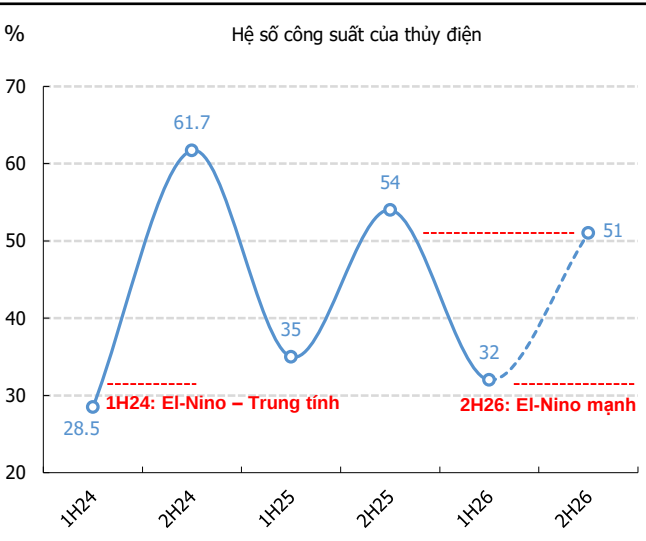
Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

2H26F – Pha El-Nino ảnh hưởng mạnh mẽ đến nhóm thủy điện

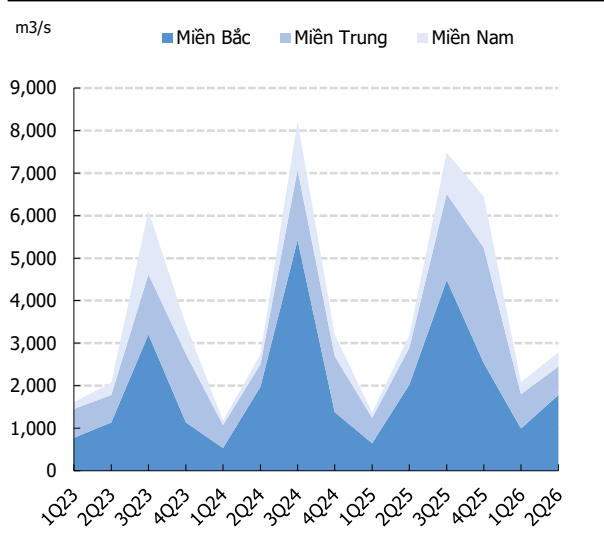
Biểu đồ 06. Theo NOAA, pha El Niño diễn biến mạnh mẽ kỳ vọng sẽ kéo dài đến đầu năm 2027



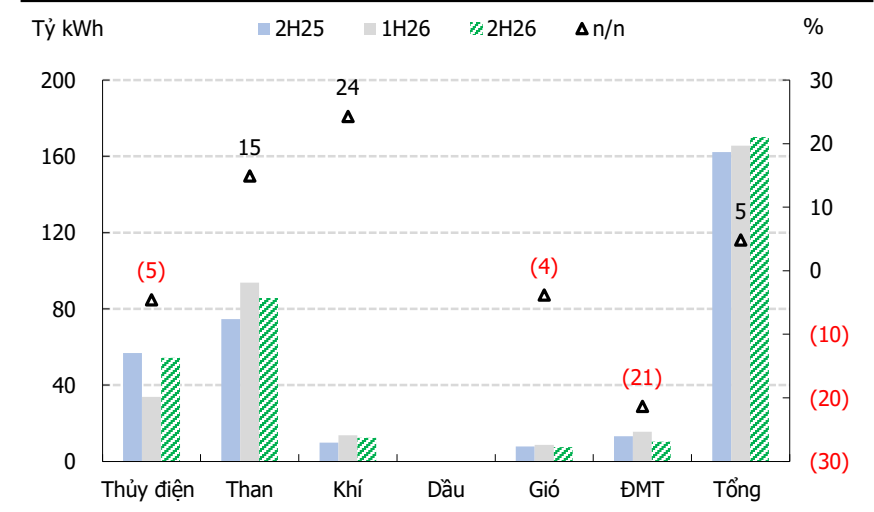
Biểu đồ 07. CF của nhóm thủy điện được khả năng giảm xuống 51% trong 2H26F, chủ yếu do tác động của pha El Niño



Biểu đồ 08. Dựa trên lịch sử, lưu lượng nước về hồ giảm 13% n/n trong 2Q26 và được kỳ vọng sẽ tiếp tục giảm



Biểu đồ 9. Sản lượng thủy điện sụt giảm, trong khi nhóm nhiệt điện tiếp tục là điểm sáng trong 2H26



Thủy điện: Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện đạt 54.3 tỷ kWh (-5% n/n), với CF giảm xuống 51% (-3 đpt n/n).

- Dữ liệu lịch sử cho thấy CF của các nhà máy thủy điện thường giảm khoảng 3-4 đpt trong giai đoạn chuyển từ pha trung tính sang El Niño.
- 506MW công suất thủy điện mới dự kiến được bổ sung, chủ yếu đến từ dự án thủy điện Hòa Bình MR.
- Sản lượng thủy điện vẫn được kỳ vọng giảm so với cùng kỳ, khi 2H25 được hưởng lợi từ pha trung tính và lưu lượng nước về hồ cải thiện hơn.
- Giá bán điện bình quân FMP được dự báo tăng 30% n/n trong 2H26F, nhờ giá công suất (CAN) phục hồi mạnh (tăng 2.8 lần n/n) và mức nền nhiệt độ cải thiện.

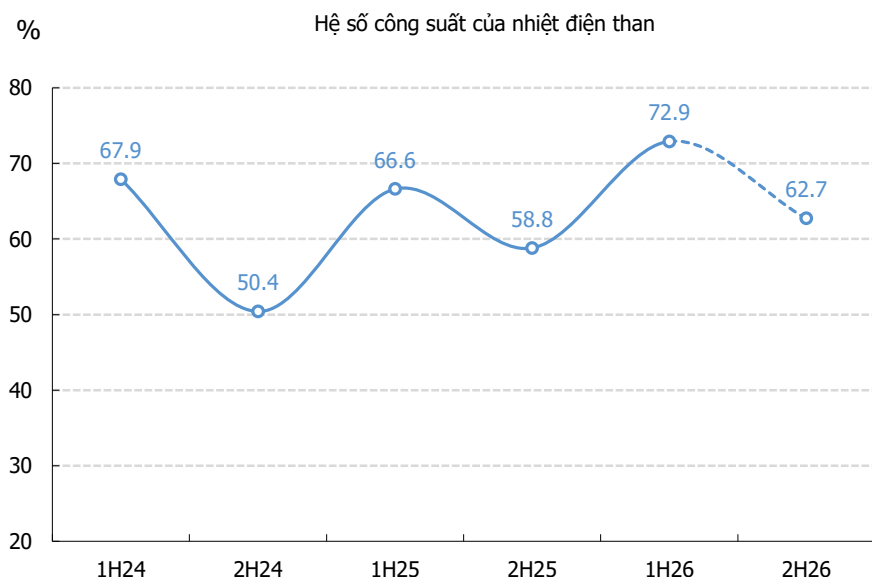
→ Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của nhóm thủy điện sẽ giảm nhẹ trong 2H26F.

Nguồn: NOAA, EVN, KIS Research

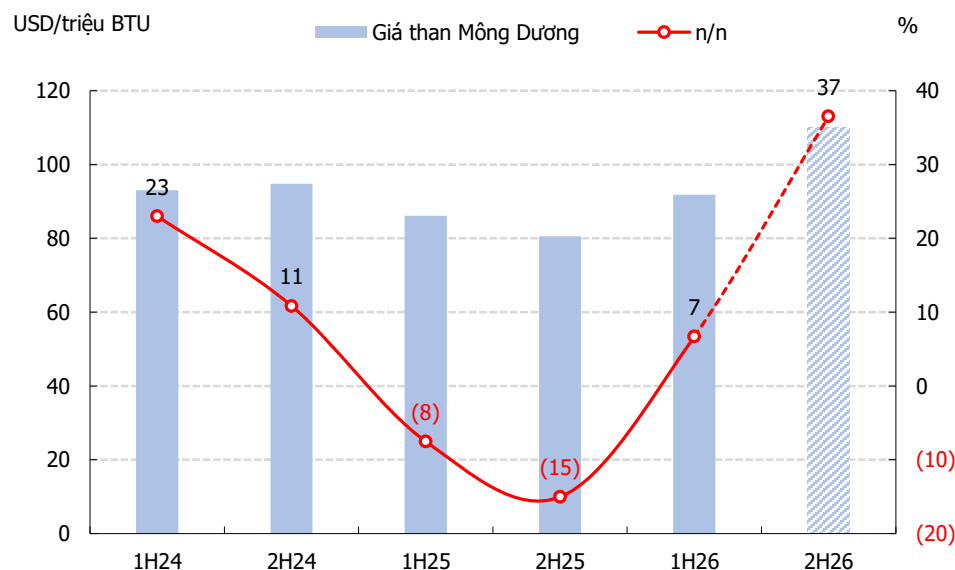
Ngành Điện 2H26– Định hình cho chu kỳ mới

2H26F – Triển vọng nhóm nhiệt điện than kém tích cực do giá than duy trì ở mức cao

Biểu đồ 10. CF nhóm điện than được kỳ vọng duy trì ở mức 63% (+3.9 đpt n/n) trong 2H26F



Biểu đồ 11. Giá than được kỳ vọng tiếp tục tăng trong 2H26F, do tỷ lệ sử dụng than pha trộn gia tăng và mức nền thấp của 2H25



Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng nhiệt điện than đạt 85.7 tỷ kWh (+15% n/n), với CF tăng lên 62.7% (+3.9 đpt n/n).

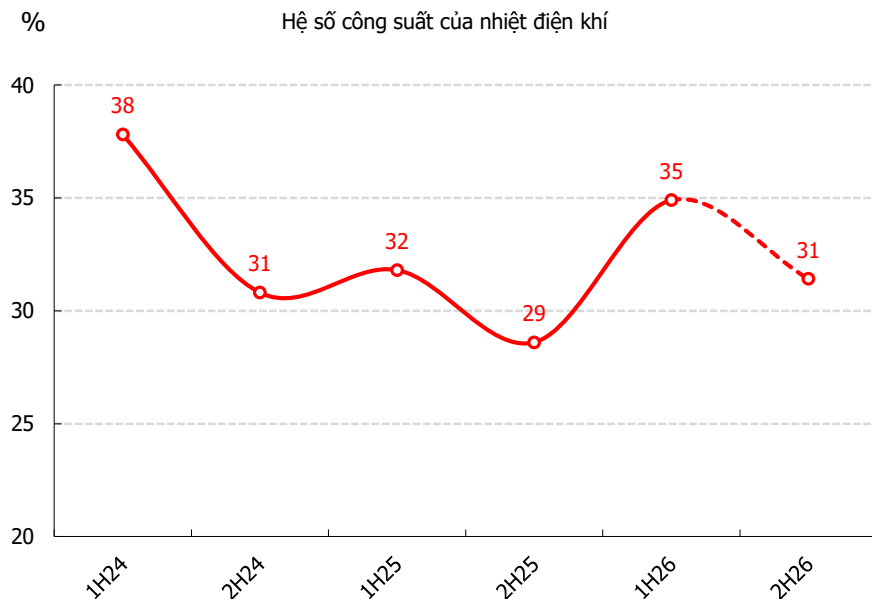
- Nhu cầu tiêu thụ điện cả nước được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định trong 2H26F, phù hợp với kịch bản 5 của EVN.
- Khoảng 2,603MW công suất mới dự kiến được bổ sung từ BOT Vũng Áng II (1,200MW) và Quảng Trạch I (1,403MW).
- Giá than được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2H26F, do TKV gia tăng tỷ lệ sử dụng than pha trộn.

→ Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của nhóm nhiệt điện than sẽ giảm nhẹ trong 2H26F.

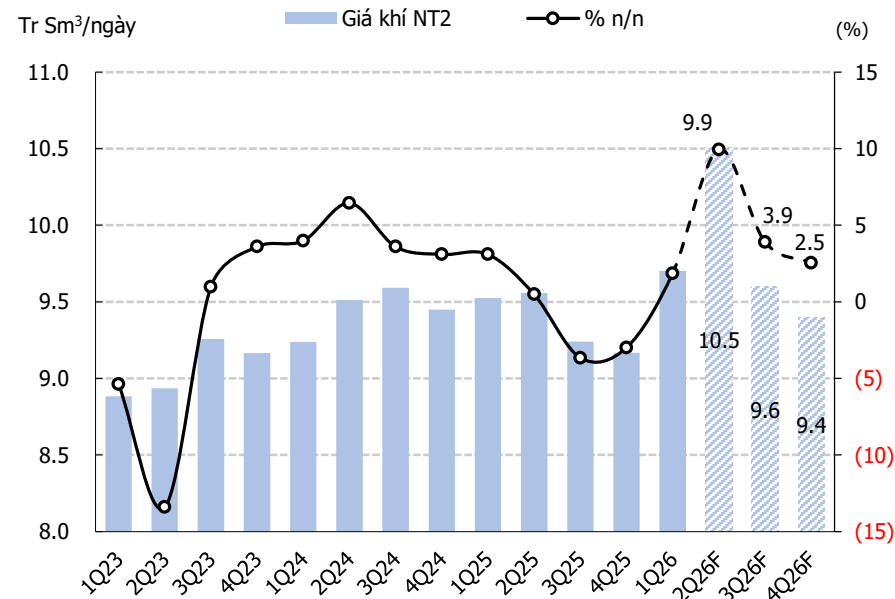
Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

2H26F – Điện khí duy trì ổn định

Biểu đồ 12. CF nhóm điện khí trong 2H26F kỳ vọng cải thiện nhờ hai nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 COD từ đầu năm 2026



Biểu đồ 13. Theo PGV, nguồn cung khí được kỳ vọng cải thiện nhờ sản lượng khai thác từ các mỏ khí mới gia tăng



Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng nhiệt điện khí đạt 12.3 tỷ kWh (+24% n/n), với CF tăng lên 31% (+2 đpt n/n).

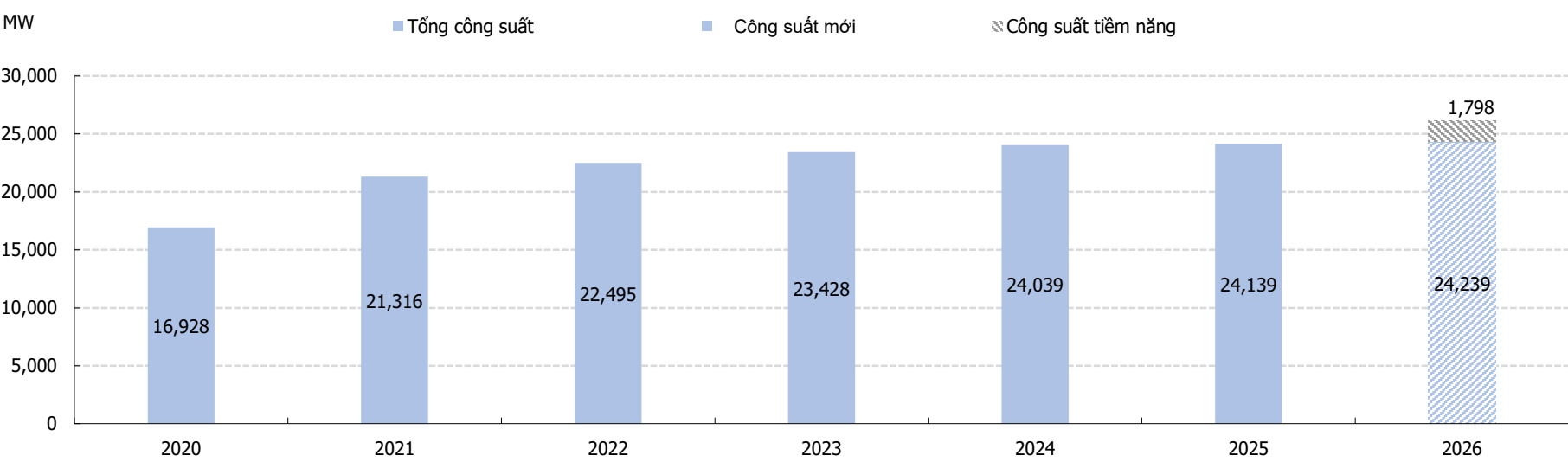
- Nhóm nhiệt điện khí được kỳ vọng tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo vận hành hệ thống điện và đáp ứng mục tiêu tăng trưởng sản lượng điện cả nước ước đạt 8.5% n/n trong năm 2026.
- Hai nhà máy LNG Nhơn Trạch 3 & 4 chính thức COD từ 2026, gia tăng công suất cho nhóm nhiệt điện khí.
- Chúng tôi dự báo giá khí duy trì ở khoảng 9.5 USD/triệu BTU trong 2H26F (+3.4% n/n).

➔ Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi kỳ vọng biên LNG của nhóm nhiệt điện khí sẽ cải thiện trong 2H26F.

Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

Nhóm năng lượng tái tạo duy trì ổn định, với điện mặt trời là điểm sáng

Biểu đồ 14: Theo dữ liệu của EVN, khoảng 100MW công suất mới được kỳ vọng sẽ được bổ sung trong năm 2H26F



Trong 2H26F, chúng tôi dự phóng sản lượng năng lượng tái tạo đạt 19.4 tỷ kWh (-4% n/n), với CF giảm xuống 19%, chủ yếu do sản lượng điện gió suy giảm dưới tác động mạnh mẽ của pha El Niño kéo dài.

- **Điện gió:** Chúng tôi dự phóng sản lượng đạt 5.9 tỷ kWh (-25% n/n).
- **Điện mặt trời:** Chúng tôi dự phóng sản lượng đạt 13.5 tỷ kWh (+2% n/n).
- Dự kiến bổ sung khoảng 100MW công suất từ 85 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp đã ký PPA.
- Tính đến tháng 7/2025, khoảng 1,798MW công suất đã ký PPA và đang trong quá trình hoàn thiện hồ sơ, thử nghiệm để chuẩn bị COD.

Ngành Điện 2H26 - Định hình cho chu kỳ mới

II. Phân tích doanh nghiệp

1. QTP - Doanh thu tăng trưởng vững chắc
2. HDG - Chờ đợi câu chuyện bứt phá
3. PC1 - Chờ đợi câu chuyện tăng trưởng mới
4. REE - Mạng điện tiếp tục gây áp lực lên biên LNG
5. POW - Kỳ vọng thay đổi cơ chế Qc từ NT3 & NT4
6. NT2 - Đối mặt nhiều thách thức trong 2H26F
7. GEG - Chờ đợi động lực tăng trưởng mới

1. QTP – NĂM GIỮ

2H26 - Doanh thu tăng trưởng vững chắc

Luận điểm đầu tư

- Doanh thu 2H26F được kỳ vọng tăng trưởng hai chữ số, nhờ sản lượng và giá bán điện bình quân cùng cải thiện.
- Sản lượng điện được kỳ vọng tăng trưởng n/n, được hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ điện duy trì tích cực trong 2H26F.
- Tuy nhiên, LNST 2H26F được kỳ vọng sụt giảm, **do không còn ghi nhận khoản thu nhập bất thường như trong 2H25.**

Rủi ro cần xem xét

- Biến động giá than.
- Suất hao nhiệt có thể cao hơn kỳ vọng do tỷ lệ sử dụng than pha trộn gia tăng.
- Hoạt động nâng cấp các nhà máy xử lý khí có thể khiến một số tổ máy phải tạm ngừng vận hành.

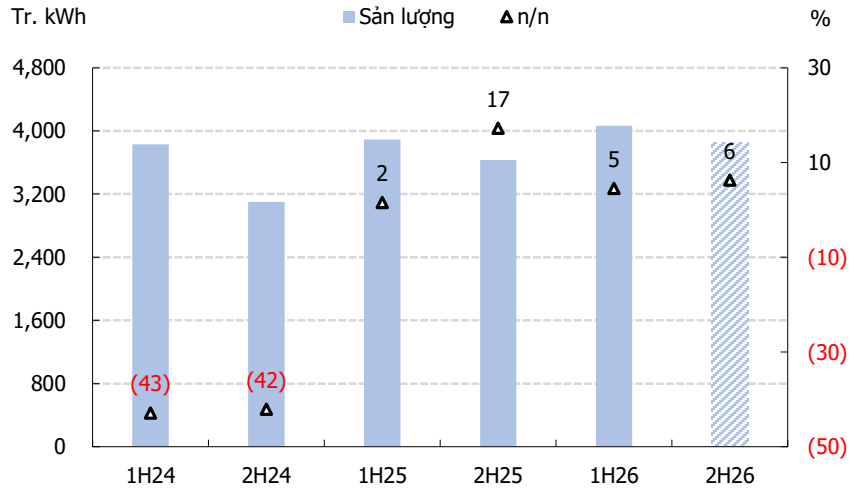
Bảng 06. Dự phóng KQKD của QTP, 2026F

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024A	2025	2026F
Doanh thu thuần	2,734	3,681	2,890	3,272	11,908	10,786	12,806
Tăng trưởng	(6)	29	41	11	(1)	(9)	19
Lợi nhuận gộp	252	337	171	67	824	1,526	858
% n/n	5	26	167	(93)	(93)	85	(44)
% Biên LNG	9.2	9.2	5.9	2.0	6.9	14.1	6.7
Lợi nhuận hoạt động	248	320	150	41	691	1,353	785
% n/n	15	34	256	(95)	7	96	(42)
% Biên LNHD	9.1	8.7	5.2	1.2	5.8	12.5	6.1
LNST	199	256	120	32	625	1,058	629
% n/n	14	33	249	(95)	2	69	(41)
% Biên LNR	7.3	7.0	4.1	1.0	5.3	9.8	4.9
% ROE					12.5	18.8	12.5
Tỷ số							
PE					8.7	5.4	6.8
PB					1.2	0.9	0.8
DY					10.5	9.6	10.5

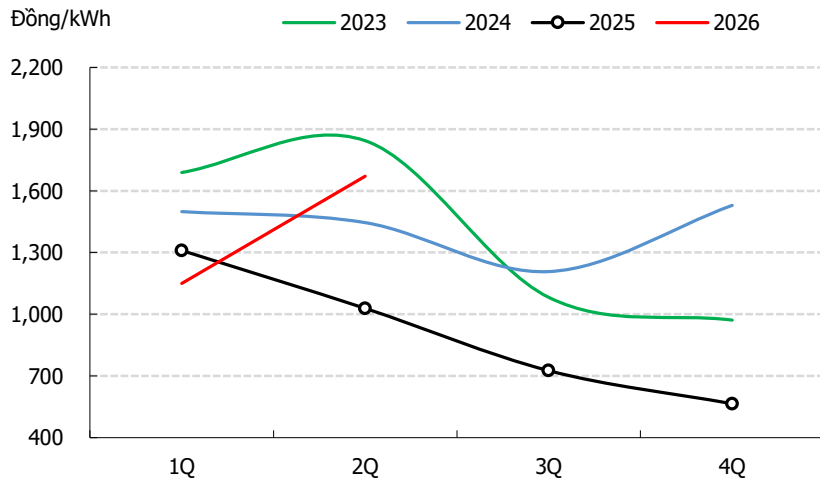
1. QTP – NĂM GIỮ

Doanh thu 2H26F tăng trưởng vững chắc

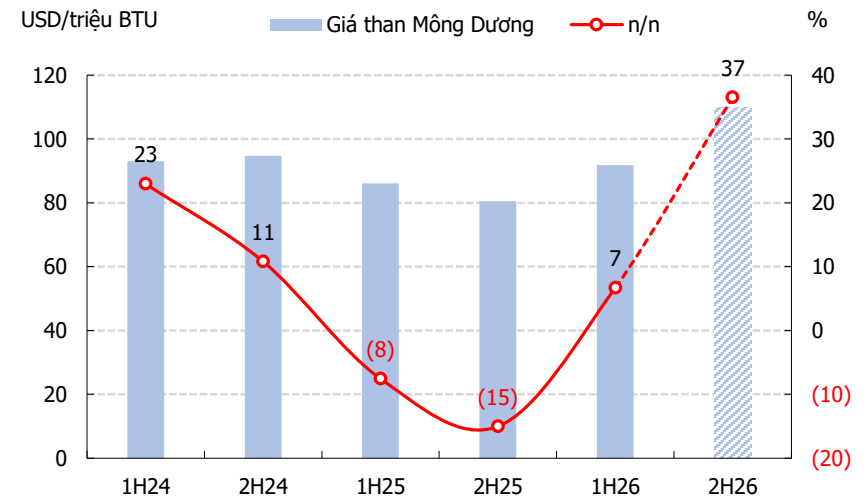
Biểu đồ 15. Theo kế hoạch huy động của EVN, sản lượng của QTP được kỳ vọng duy trì ổn định trong 2H26F



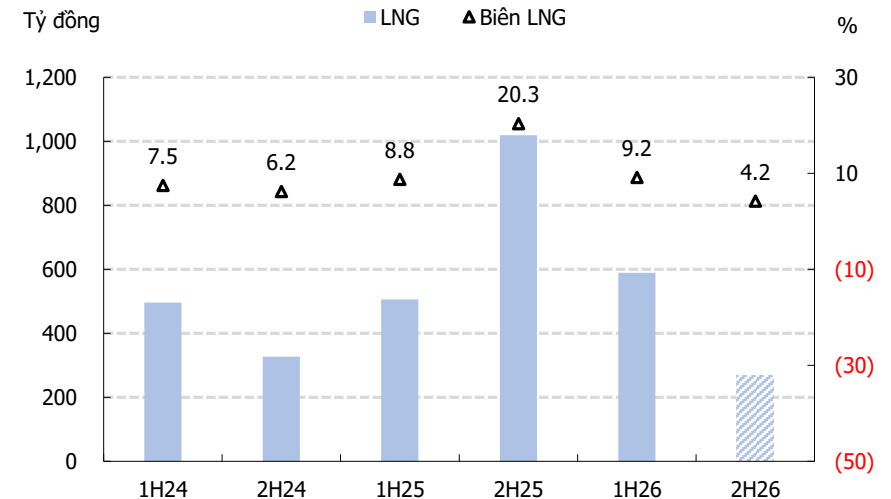
Biểu đồ 17. Giá bán điện bình quân FMP được kỳ vọng phục hồi trong năm 2026, nhờ giá công suất (CAN) cải thiện mạnh



Biểu đồ 16. Giá than được kỳ vọng duy trì ở mức cao trong 2H26F, do tỷ lệ sử dụng than pha trộn gia tăng



Biểu đồ 18. Lợi nhuận gộp 2H26F kỳ vọng giảm mạnh do mức nền cao của 2H25, khi cùng kỳ ghi nhận lợi nhuận bất thường



2. REE – NẮM GIỮ

Mảng điện tiếp tục gây áp lực lên biên LNG

Luận điểm đầu tư

- **Mảng điện:** Sản lượng chịu tác động đáng kể từ pha El Niño, khiến doanh thu mảng điện trong 2H26F giảm 29% n/n
 - **Mảng bất động sản:** Tỷ lệ lấp đầy văn phòng được kỳ vọng đạt 86% (+2 đpt n/n) trong 2H26F, nhờ kỳ vọng Etown 6 nâng tỷ lệ lấp đầy lên 62% (2H25: 56%).
 - **Mảng M&E:** Giá trị hợp đồng ký mới đạt 4,865 tỷ đồng tính đến 1Q26, với tiến độ thi công và ghi nhận doanh thu được kỳ vọng sẽ tăng tốc từ năm 2027.
- **Triển vọng dài hạn:** Hai dự án ĐMT Duyên Hải 2 (48MW) và Duyên Hải 3 (50MW) kỳ vọng sẽ COD trong năm 2027

Rủi ro cần xem xét

- Điều kiện thủy văn diễn biến kém thuận lợi.
- Thị trường bất động sản phục hồi chậm có thể làm trì hoãn tiến độ triển khai các dự án mới.
- Tiến độ xây dựng và đưa vào vận hành các dự án điện có thể chậm hơn kỳ vọng.

Bảng 07. Dự phóng KQKD của REE, 2027 - 2028F

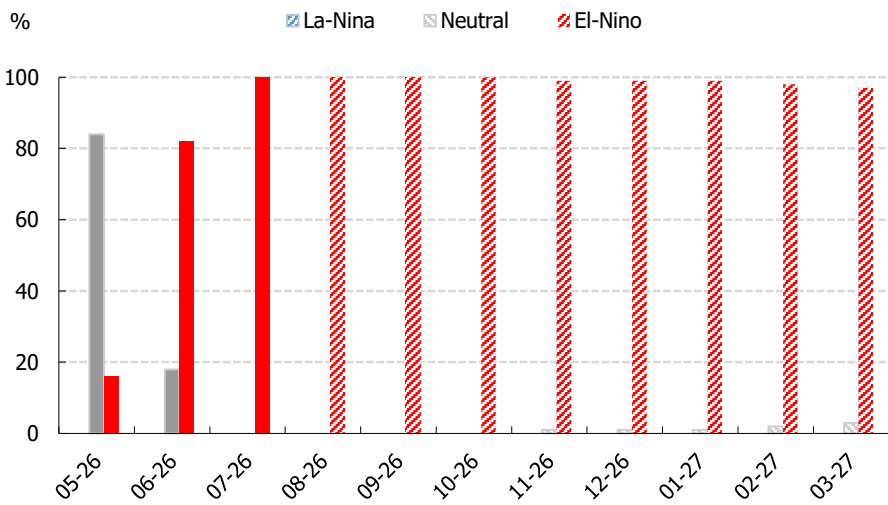
	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	2,471	2,146	2,498	2,590	10,012	9,705	10,677	10,836
Điện	1,394	863	919	888	4,979	4,064	4,415	4,866
Nước	48	48	48	48	174	192	206	217
Văn phòng cho thuê	313	317	324	331	1,155	1,285	1,296	1,296
Cơ điện lạnh	716	919	1,206	1,324	3,519	4,164	4,759	4,457
Bất động sản nhà ở	0	0	0	0	183	0	0	0
Tăng trưởng	19	(15)	(2)	(10)	19	(3)	10	1
% Điện	8	(25)	(27)	(31)	12	(18)	9	10
% Nước	7	(21)	153	(2)	53	10	8	5
% Văn phòng cho thuê	15	12	9	10	8	11	1	0
% Cơ điện lạnh	59	6	24	7	24	18	14	(6)
% Bất động sản nhà ở	(99)	(100)	(90)	(99)	66	(100)	0	0
LNG	1,046	712	836	836	3,775	3,429	4,253	4,695
% n/n	10	(17)	(10)	(20)	21	(9)	24	10
% Biên LNG	42.3	33.2	33.5	32.3	37.7	35.3	39.8	43.3
Biên LNHD	1,059	753	888	738	3,543	3,439	3,468	3,899
% n/n	17	(10)	(6)	(15)	31	(3)	1	12
% Biên LNHD	42.9	35.1	35.6	28.5	35.4	35.4	32.5	36.0
LNST	939	677	798	663	3,149	3,076	4,136	4,529
% n/n	15	(8)	(3)	(14)	31	(2)	34	9
% Biên LNST	38.0	31.5	31.9	25.6	31.5	31.7	38.7	41.8
% ROE					12.7	16.1	17.0	16.8
Tỷ số								
PE					10.5	9.0	7.7	7.0
PB					1.6	1.4	1.2	1.1
DY					3.0	4.4	5.1	5.6

Nguồn: FiinPro-X, Dữ liệu doanh nghiệp , KIS Research

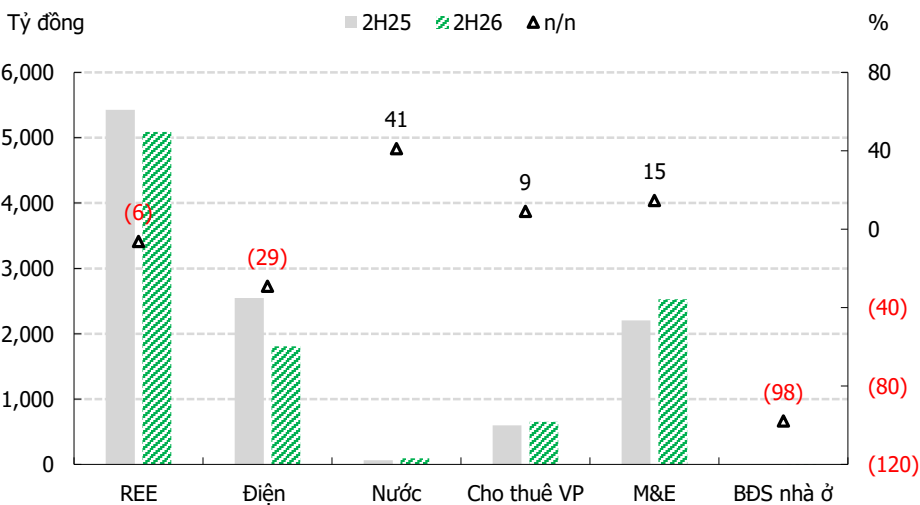
2. REE – NẮM GIỮ

Mảng điện tiếp tục gây áp lực lên biên LNG

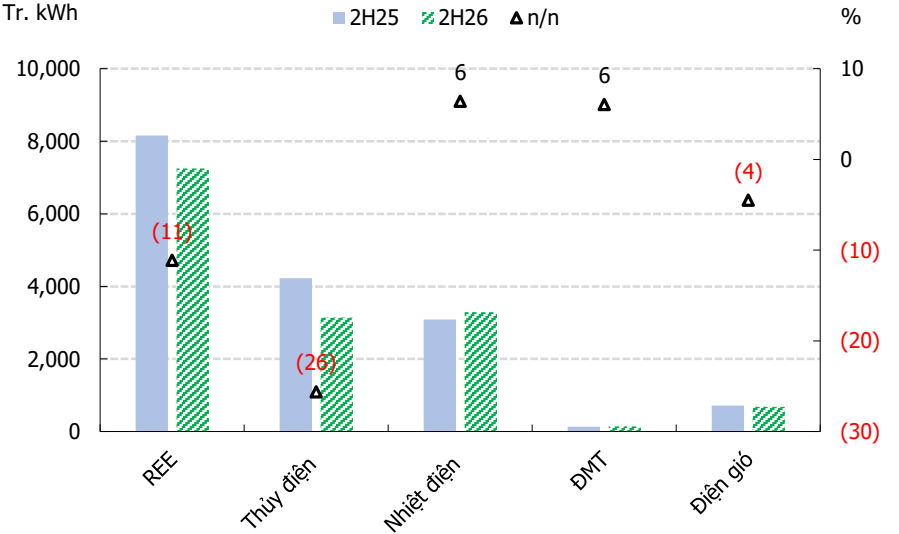
Biểu đồ 19. Theo NOAA, pha El Niño diễn biến mạnh mẽ kỳ vọng sẽ kéo dài đến đầu năm 2027



Biểu đồ 21. Động lực tăng trưởng trong 2H26F đến từ mảng nước và M&E trong 2H26F



Biểu đồ 20. Sự suy giảm của sản lượng thủy điện được kỳ vọng sẽ khiến tổng sản lượng giảm 11% n/n trong 2H26F



- Theo NOAA, pha El Niño diễn biến mạnh mẽ kỳ vọng sẽ kéo dài đến đầu năm 2027, **gây áp lực lên sản lượng thủy điện.**
- Trong bối cảnh mảng điện chịu nhiều áp lực, **chúng tôi kỳ vọng mảng M&E sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính.**
- ETown 6 vẫn chưa ghi nhận sự cải thiện đáng kể về tốc độ lấp đầy.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy sẽ **tăng từ 56% trong 2H25 lên 62% trong 2H26F.**

3. POW – NĂM GIỮ

Kỳ vọng thay đổi cơ chế Qc từ NT3 & NT4

Luận điểm đầu tư

- Doanh thu 2H26F được kỳ vọng tăng trưởng mạnh, nhờ sản lượng tăng 49% n/n và **giá bán điện bình quân FMP tăng 30% n/n**.
- Nhơn Trạch 3 & 4 chính thức COD trong năm 2026 được kỳ vọng sẽ hỗ trợ sản lượng điện cải thiện svck.
- **Biên LNG của nhóm nhiệt điện than và nhiệt điện khí khả năng thu hẹp** do suất hao nhiệt gia tăng và chi phí nhiên liệu đầu vào tăng cao.

→ **Triển vọng dài hạn:** Tỷ lệ Qc của NT3 & 4 được kỳ vọng đạt khoảng 75% trong giai đoạn 2027–2028, nhờ nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục gia tăng trong những năm tới. Theo đó, dự án có thể bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ giai đoạn này.

Rủi ro cần xem xét

- Thách thức từ chi phí nguyên vật liệu đầu vào cao.
- Nguồn cung khí tự nhiên tại khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm.
- Rủi ro từ NT3 & 4 do chỉ được đảm bảo sản lượng hợp đồng tối thiểu (Qc) ở mức 65%.

Bảng 08. Dự phóng KQKD của POW, 2025 - 2027F

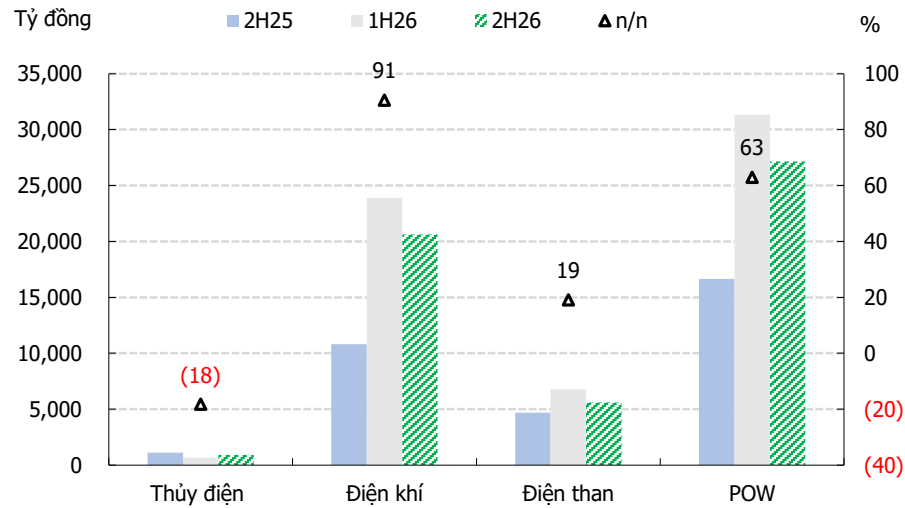
	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
Doanh thu thuần	12,046	19,283	11,269	15,876	34,151	58,474
Thủy điện	340	312	445	481	1,888	1,578
Nhiệt điện khí	8,646	15,242	8,437	12,188	20,759	44,512
Nhiệt điện than	3,060	3,729	2,387	3,207	11,368	12,383
Tăng trưởng	48	105	43	82	13	71
% Thủy điện	(10)	(18)	(31)	(1)	42	(16)
% Nhiệt điện khí	91	182	71	107	15	114
% Nhiệt điện than	(3)	6	6	31	5	9
Lợi nhuận gộp	1,804	3,524	156	859	4,327	3,544
% n/n	121	202	(88)	(18)	117	(18)
% Biên LNG	15.0	18.3	1.4	5.4	74	5
LNHĐ	1,409	2,424	844	749	3,079	5,427
% n/n	176	199	(16)	(0)	91	76
% Biên LNHĐ	11.7	12.6	7.5	4.7	9.0	9.3
LNST	1,302	2,230	777	689	2,866	4,998
% n/n	176	194	(18)	(1)	136	74
% Biên LNR	10.8	11.6	6.9	4.3	8.4	8.5
% ROE					7.3	8.6
Tỷ số						
PE					10.6	12.9
PB					0.8	0.9
DY					1	1

Nguồn: FiinPro-X, Dữ liệu doanh nghiệp , KIS Research

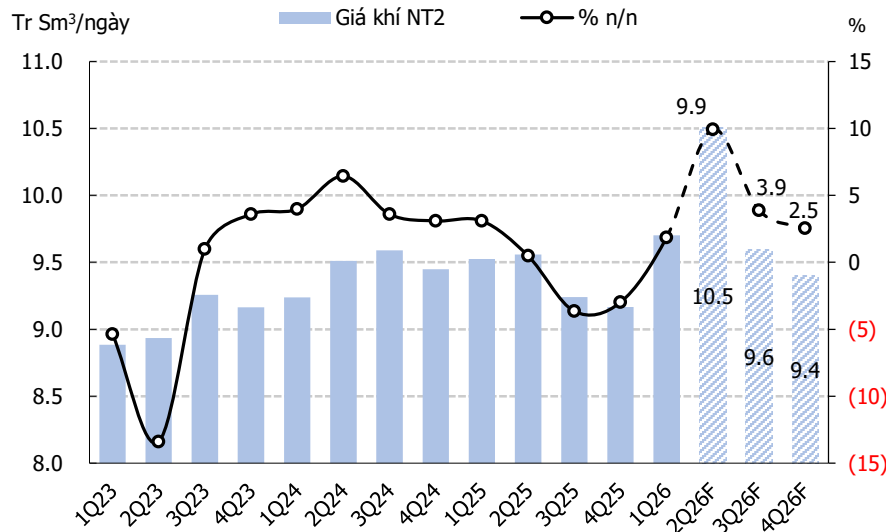
3. POW – NẮM GIỮ

Kỳ vọng thay đổi cơ chế Qc từ NT3 & NT4

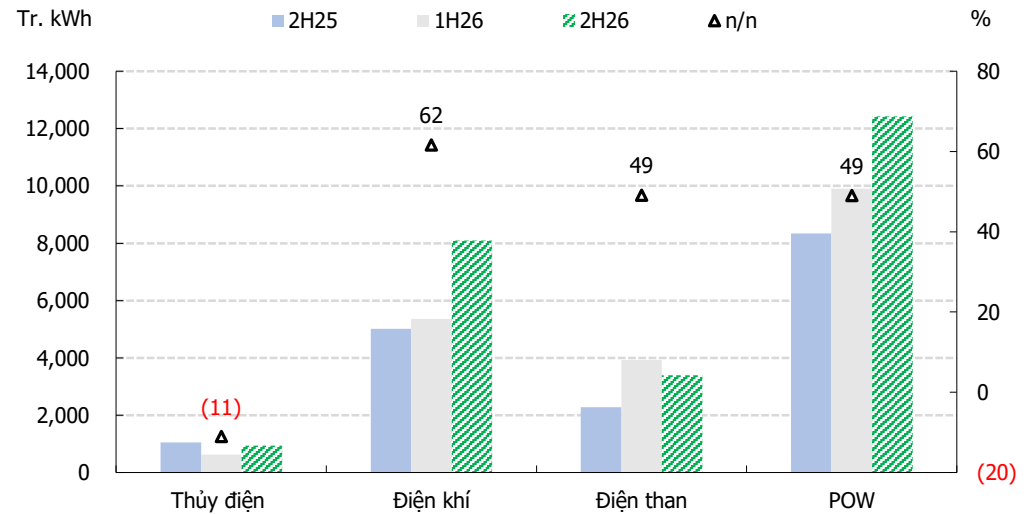
Biểu đồ 22. Doanh thu 2H26F được kỳ vọng tăng trưởng mạnh, nhờ việc Nhựa Trách 3 & 4 đi vào vận hành trong năm 2026



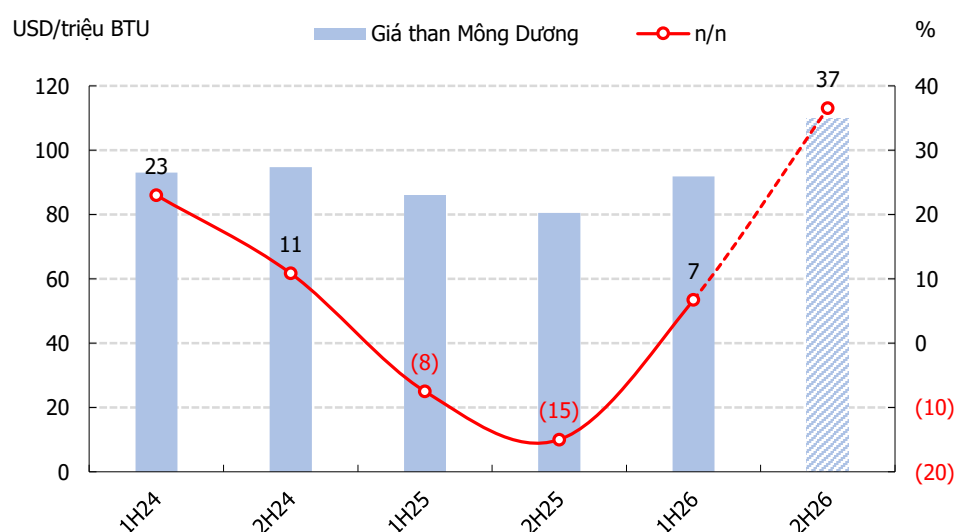
Biểu đồ 24. Theo PGV, nguồn cung khí được kỳ vọng sẽ cải thiện, được hỗ trợ bởi sản lượng gia tăng từ các mỏ khí mới



Biểu đồ 23. Tổng sản lượng điện của POW được kỳ vọng sẽ tăng đáng kể trong 2H26F



Biểu đồ 25. Giá than được kỳ vọng duy trì ở mức cao trong 2H26F, do tỷ lệ sử dụng than pha trộn gia tăng



4. GEG – NĂM GIỮ

Chờ đợi động lực tăng trưởng mới

Luận điểm đầu tư

- Doanh thu được kỳ vọng cải thiện, nhờ động lực dẫn dắt đến từ phân khúc điện gió và điện mặt trời, với dự án **Đức Huệ 2 kỳ vọng đi vào vận hành trong 2Q26**.
- **Lợi nhuận từ thủy điện khả năng giảm mạnh** do ảnh hưởng mạnh mẽ của pha El Niño, được dự báo sẽ kéo dài đến đầu năm 2027.
- **Triển vọng dài hạn:** Các dự án mới – Điện gió VPL.

Rủi ro cần xem xét

- Thách thức từ điều kiện thủy văn thay đổi
- Rủi ro liên quan đến các dự án năng lượng tái tạo của GEG do vi phạm Quy hoạch phát triển điện (CCA), làm dấy lên lo ngại về khả năng điều chỉnh hồi tố doanh thu.

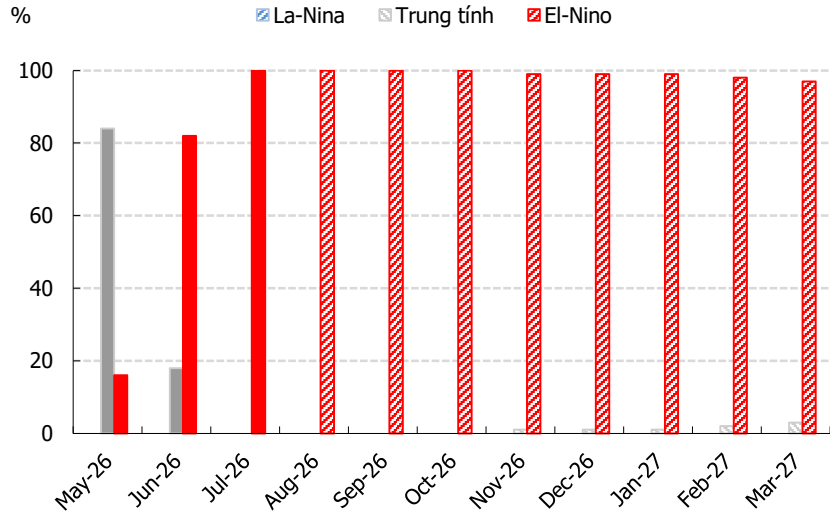
Bảng 09. Dự phóng KQKD của GEG, 2026F

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F
Doanh thu thuần	767	647	701	629	2,999	2,745
Thủy điện	89	74	102	114	440	379
Điện mặt trời	236	276	268	219	821	999
Điện gió	440	276	326	309	1,672	1,351
Tăng trưởng	(31.0)	3.7	4.4	6.6	29.0	(8.5)
% thủy điện	45.9	(1.2)	5.9	(45.1)	32.8	(13.8)
% điện mặt trời	12.4	11.3	22.0	53.2	(4.3)	21.7
% điện gió	(46.5)	(1.7)	2.8	22.8	54.5	(19.2)
LNG	487.0	265.1	357.4	308.5	1,714	1,418
% tăng trưởng	(41.1)	(2.9)	10.8	5.4	59.7	(17.3)
% biên LNG	63.5	41.0	51.0	49.0	57.2	51.7
LNHD	285	70	164	73	977.8	1,221.7
% tăng trưởng	(53.0)	(61.7)	66.7	(19.8)	443.3	24.9
% biên LNHD	37.1	10.9	23.4	11.6	32.6	44.5
LNST	264	63	148	66	946.8	538.2
% tăng trưởng	(57.0)	(59.9)	84.3	(31.7)	928.3	(43.2)
% biên LNST	34.4	9.8	21.0	10.4	31.6	19.6
% ROE					15.0	10.5
Tỷ số						
PE					5.7	10.1
PB					1.1	1.0
DY					0.0	0.0

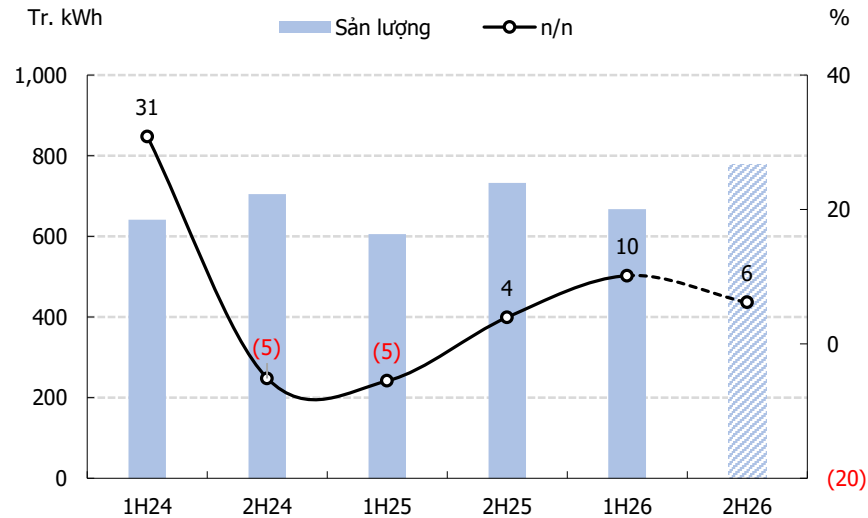
4. GEG – NĂM GIỮ

Chờ đợi động lực tăng trưởng mới

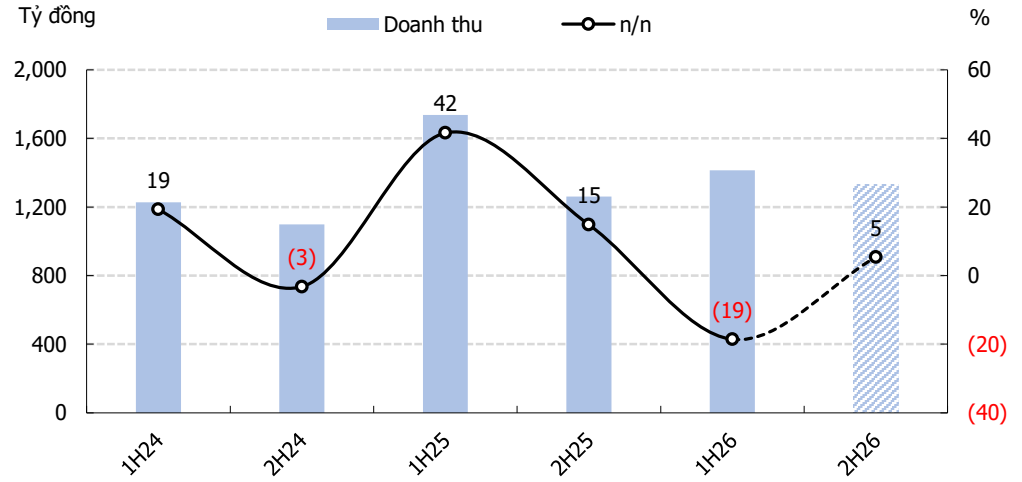
Biểu đồ 26. Theo NOAA, pha El Niño diễn biến mạnh mẽ kỳ vọng sẽ kéo dài đến đầu năm 2027



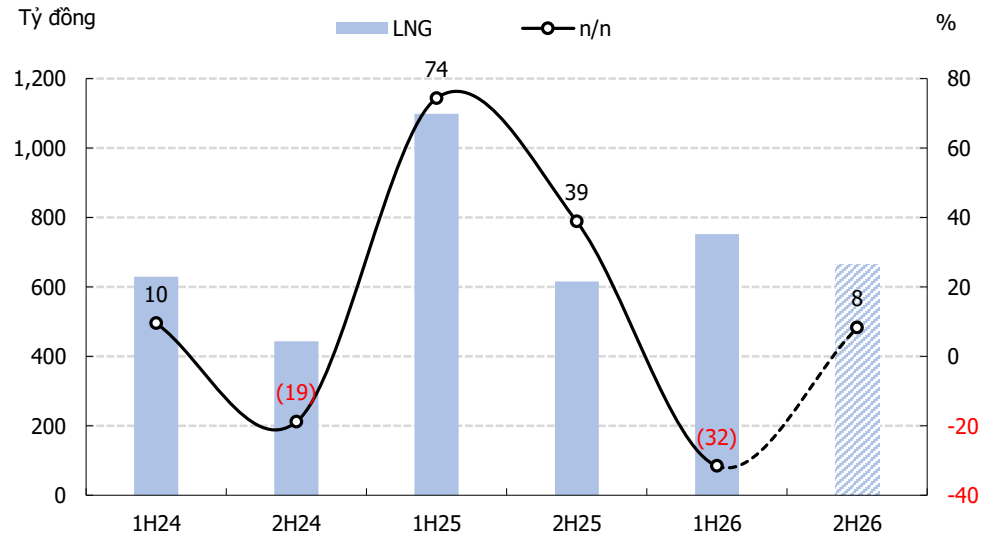
Biểu đồ 28. Production is expected to maintain steady growth in 2H26F, supported by the COD of Duc Hue 2 in 2Q26



Biểu đồ 27. Doanh thu được kỳ vọng duy trì tăng trưởng ổn định trong 2H26F, được hỗ trợ bởi sản lượng điện cao hơn



Biểu đồ 29. Lợi nhuận gộp được kỳ vọng tăng nhẹ so với cùng kỳ



5. NT2 – NẮM GIỮ Đổi mặt nhiều thách thức trong 2H26F

Theme Luận điểm đầu tư

- Doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng, **hỗ trợ bởi sản lượng điện cao hơn trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện duy trì mạnh mẽ trong 2H26 và giá FMP bình quân cải thiện.**
- **LNST 2H26F được kỳ vọng giảm so với cùng kỳ**, do NT2 đã ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ khoản bồi thường phí môi trường trong 2H25.

Rủi ro cần xem xét

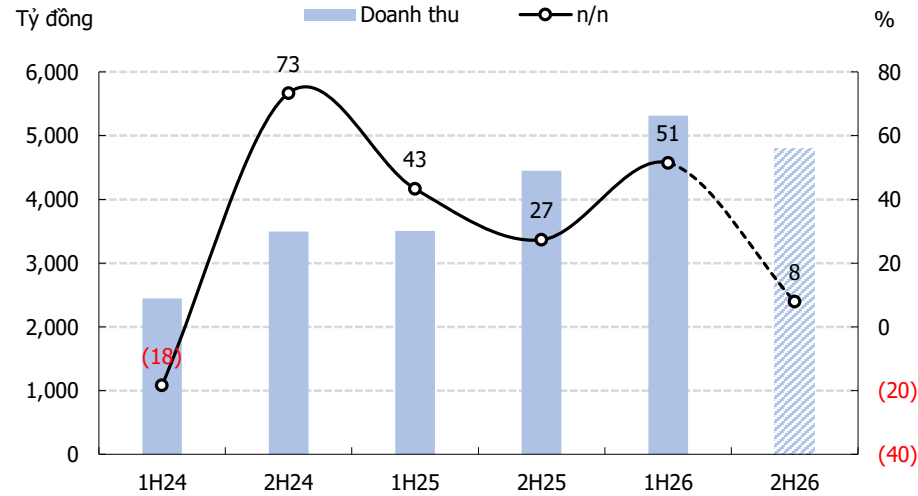
- Thay đổi trong điều kiện thủy văn.
- Giá khí duy trì ở mức cao.
- Rủi ro từ nguồn cung khí tại khu vực Đông Nam Bộ suy giảm.

Bảng 10. Dự phóng KQKD của NT2, 2026F

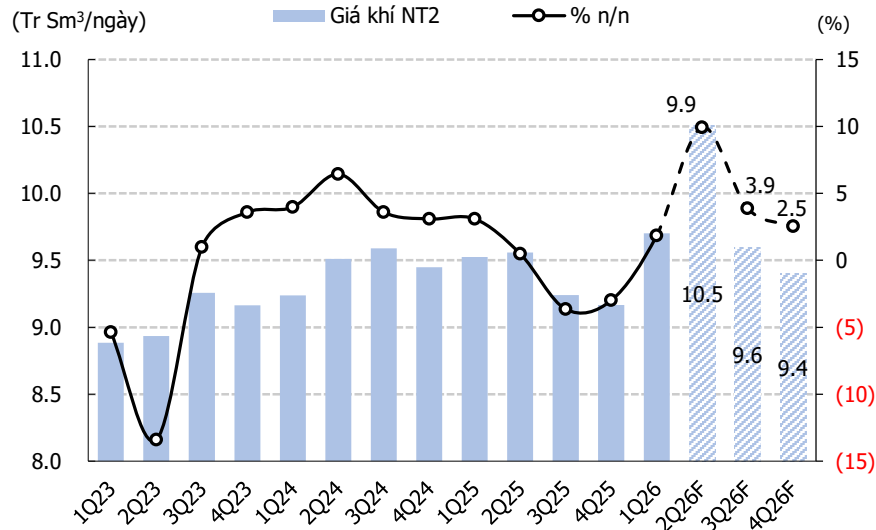
	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F
Doanh thu thuần	2,172	3,141	2,475	2,326	7,958	10,114
Tăng trưởng	52	51	28	(8)	34	27
LNG	218	476	195	213	1,248	1,102
% n/n	387	30	(5)	(66)	2,323	(12)
% Biên LNG	10.0	15.1	7.9	9.2	15.7	10.9
LNHD	182	424	155	175	1,267	936
% n/n	317	16	(35)	(72)	3,905	(26)
% Biên LNHD	8.4	13.5	6.2	7.5	15.9	9.3
LNST	178	390	163	180	1,136	912
% n/n	376	20	(23)	(68)	1,256	(20)
% Biên LNST	8.2	12.4	6.6	7.8	14.3	9.0
% ROE					25.0	20.6
Tỷ số						
PE					6.2	5.8
PB					1.4	1.1
DY					6.2	8.5

5. NT2 – NẮM GIỮ ĐỐI MẶT NHIỀU THÁCH THỨC TRONG 2H26F

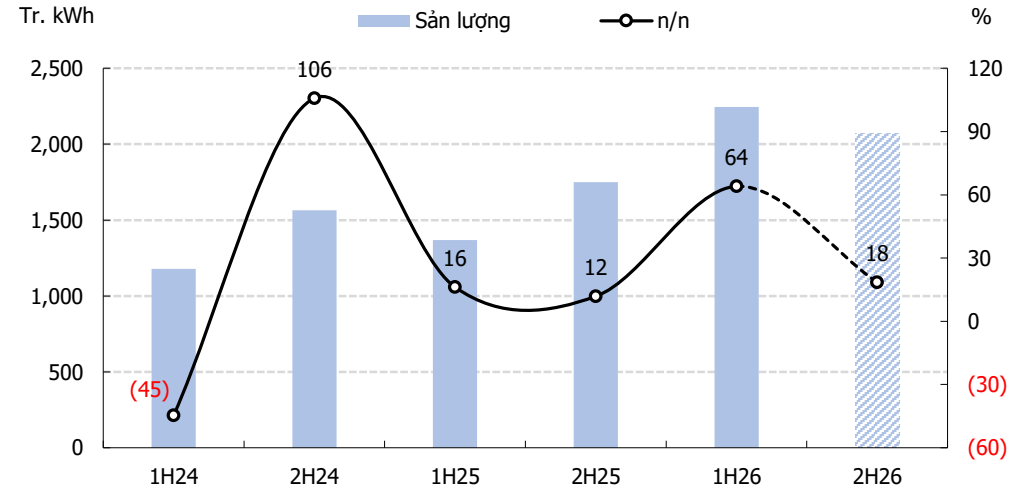
Biểu đồ 30. Doanh thu duy trì tăng trưởng ổn định. Tuy nhiên, lợi nhuận giảm do không còn ghi nhận lợi nhuận bất thường



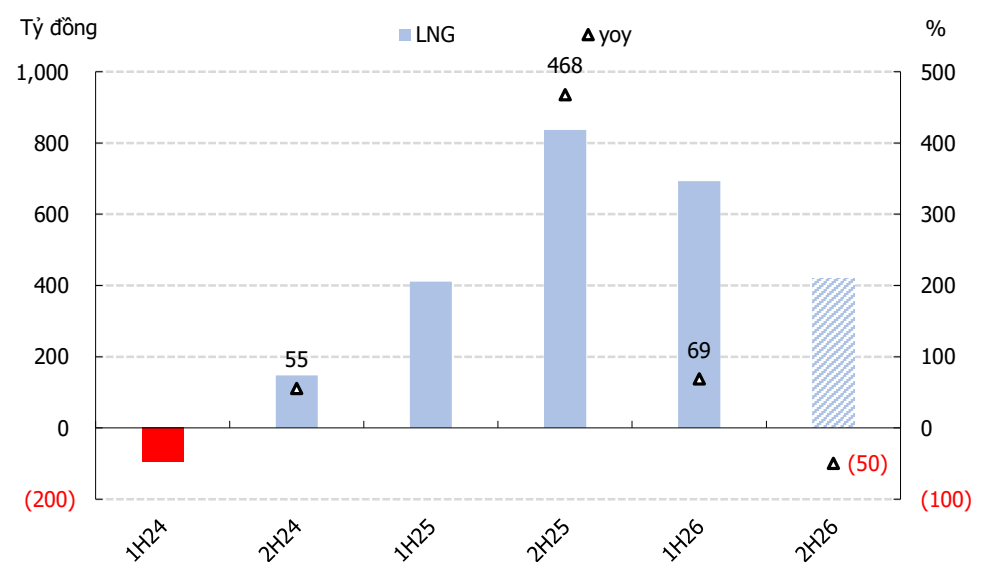
Biểu đồ 32. Theo PGV, nguồn cung khí được kỳ vọng sẽ cải thiện, được hỗ trợ bởi sản lượng gia tăng từ các mỏ khí mới



Biểu đồ 31. Sản lượng điện của NT2 được kỳ vọng duy trì ổn định trong 2H26F, được hỗ trợ bởi nhu cầu điện cả nước tăng trưởng mạnh mẽ



Biểu đồ 33. Lợi nhuận gộp được kỳ vọng giảm trong 2H26F do mức nền cao trong 2H25



6. HDG – KHÔNG XẾP HẠNG

Chờ đợi câu chuyện bất phá

Luận điểm đầu tư

- **Mảng Điện:** Triển vọng kém khả quan do mảng thủy điện được kỳ vọng tiếp tục chịu áp lực từ pha El Niño, được dự báo kéo dài đến đầu năm 2027.
- **Bất động sản & Xây lắp:** Tỷ lệ hấp thụ thấp tại dự án Charm Villas giai đoạn 3 được kỳ vọng khó tạo động lực tăng trưởng đáng kể trong 2H26.
- **LNST 2H26F** được kỳ vọng giảm 21% so với cùng kỳ.

Rủi ro cần xem xét

- Tiến độ mở bán dự án Charm Villas giai đoạn 3 chậm hơn kỳ vọng do triển vọng thị trường bất động sản kém khả quan.
- Thay đổi trong điều kiện thủy văn.

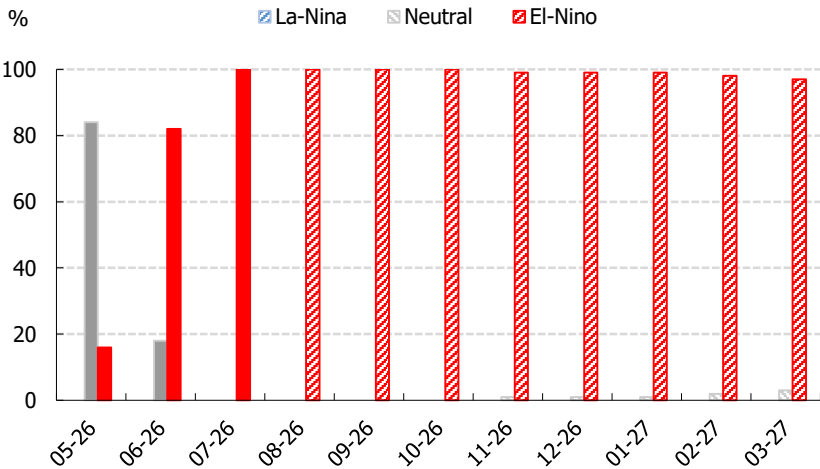
Bảng 11. Dự phóng KQKD của HDG, 2026F

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F
Doanh thu thuần	689	626	802	899	2,790	3,016
Điện	508	456	641	744	2,274	2,349
Bất động sản	49	39	30	20	47	137
Doanh thu xây lắp	0	4	4	4	8	13
Cung cấp dịch vụ & cho thuê BĐS	87	86	86	86	334	346
Dịch vụ khách sạn	45	40	40	45	152	171
Tăng trưởng	15	7	10	2	0.6	8
% Điện	(1)	0	10	3	20	3
% Bất động sản	-	-	22	(14)	(89)	192
% Xây lắp	(90)	-	-		(39)	67
% Cung cấp dịch vụ & cho thuê BĐS	10	5	1	(1)	2	4
% Dịch vụ khách sạn	22	14	10	4	19	12
Lợi nhuận gộp	447	211	400	499	1,783	1,557
% n/n	12	(17)	(20)	(17)	8	(13)
% Biên LNG	64.9	33.7	49.9	55.5	63.9	51.6
Lợi nhuận sau thuế	104	50	239	326	951	718
% n/n	(50)	46	(29)	(13)	113	(24)
% Biên LNST	15	8	30	36	34	24
% ROE					10.9	10.2
Tỷ số						
PE					10.4	10.6
PB					1.5	1.0
DY					1.3	1.7

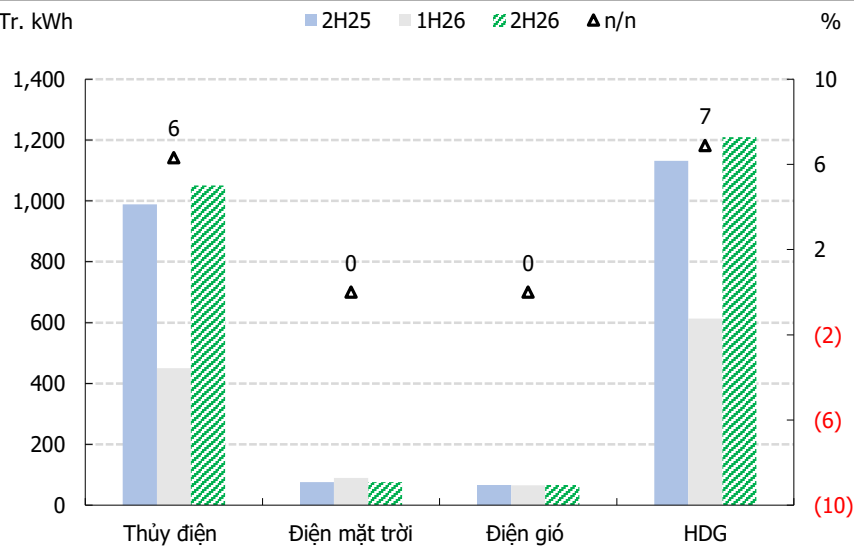
6. HDG – KHÔNG XẾP HẠNG

Chờ đợi câu chuyện bất phá

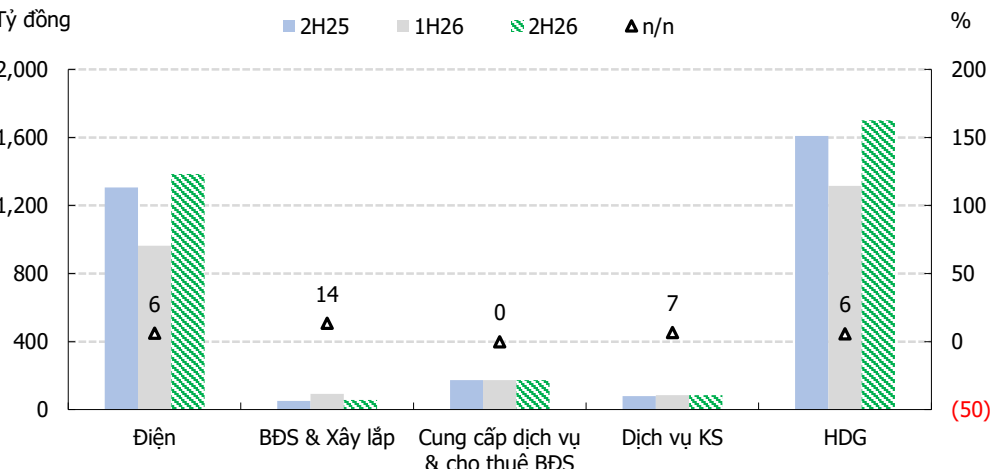
Biểu đồ 34. Theo NOAA, pha El Niño diễn biến mạnh mẽ kỳ vọng sẽ kéo dài đến đầu năm 2027



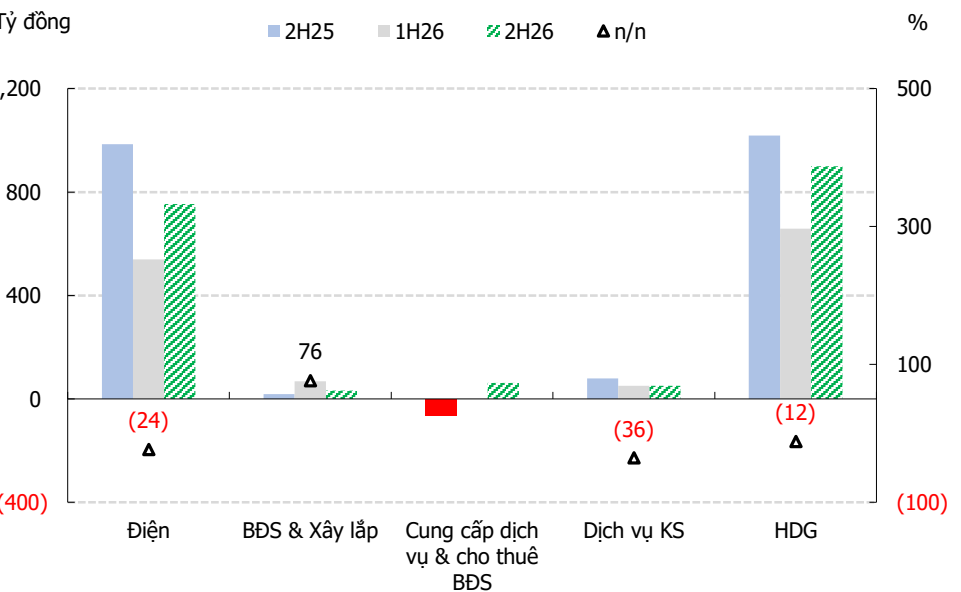
Biểu đồ 36. Dựa trên dữ liệu huy động của EVN, sản lượng thủy điện của HDG được kỳ vọng tăng nhẹ



Biểu đồ 35. Doanh thu 2H26F được kỳ vọng tăng nhẹ, nhờ sự đóng góp từ các mảng bất động sản và xây lắp



Biểu đồ 37. Lợi nhuận gộp 2H26F ước tính giảm nhẹ



Nguồn: FiinPro-X, Dữ liệu doanh nghiệp , KIS Research

7. PC1 – KHÔNG XẾP HẠNG

Chờ đợi câu chuyện tăng trưởng mới

Luận điểm đầu tư

- **Điện:** Mảng thủy điện được kỳ vọng tiếp tục chịu áp lực do tác động của pha El Niño kéo dài.
 - **Nickel:** Lợi nhuận được kỳ vọng duy trì ổn định trong 2H26F, nhờ giá nickel tiếp tục duy trì ở mức cao so với cùng kỳ.
 - **Bất động sản:** Tiếp tục chờ đợi sự phục hồi của thị trường bất động sản, chưa có dự án mới dự kiến đi vào hoạt động trong 2H26F.
- ➔ **Triển vọng dài hạn:** Hai dự án Thủy điện Bảo Lạc A (30MW) và Thủy điện Thượng Hà (13MW) kỳ vọng COD trong năm 2027, qua đó hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.

Rủi ro cần xem xét

- Rủi ro từ việc giá nickel giảm.
- Thách thức do sự thay đổi trong điều kiện thủy văn.
- Tiến độ mở bán và cho thuê các dự án bị trì hoãn.

Bảng 12. KIS forecast on PC1, 2025-2027F

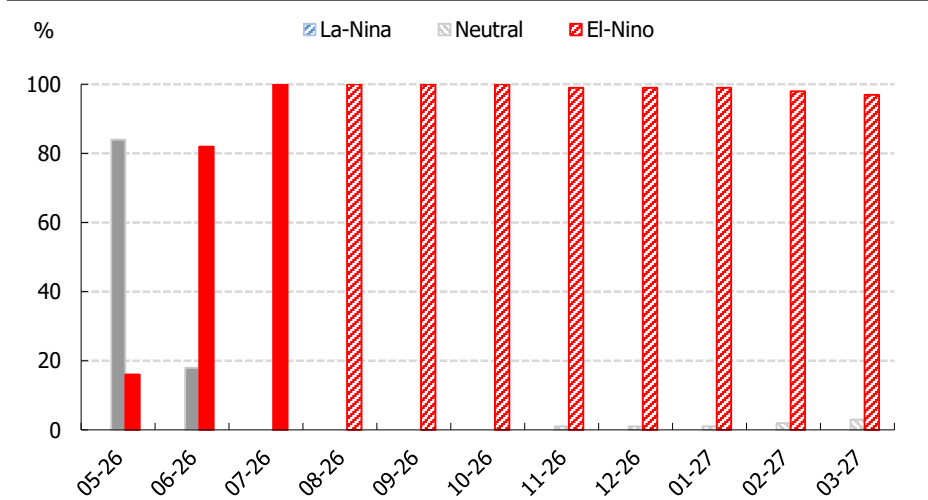
	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F
Doanh thu thuần	2,167	3,498	3,884	5,040	13,077	14,590
Điện	405	339	552	544	1,802	1,840
Xây lắp	957	2,036	2,172	3,331	6,698	8,496
Niken	242	255	490	289	1,140	1,276
Bất động sản	320	248	240	232	1,434	1,041
Sản xuất CN	83	76	87	216	534	462
Sản xuất hàng hoá vật tư - Khác	160	544	343	428	1,469	1,476
Growth	17	19	19	1	30	12
% Điện	(6)	(5)	15	1	6	2
% Xây lắp	31	30	25	25	82	27
% Niken	6	10	10	22	(31)	12
% Bất động sản	134	45	29	(75)	125	(27)
% Sản xuất CN	(47)	0	0	0	(40)	(14)
% Sản xuất hàng hoá vật tư - Khác	(11)	2	2	2	1	0
Lợi nhuận gộp	400	537	815	1,001	2,592	2,754
% n/n	12	15	21	(9)	39	6
% Biên LNG	18.5	15.3	21.0	19.9	19.8	18.9
LNST	270	207	455	524	1,365	1,455
% n/n	86	26	15	(21)	92	7
% Biên LNR	12.4	5.9	11.7	10.4	10.4	10.0
% ROE					17.5	21.8
Tỷ số						
PE					6.8	5.7
PB						
DY						

Nguồn: FiinPro-X, Dữ liệu doanh nghiệp , KIS Research

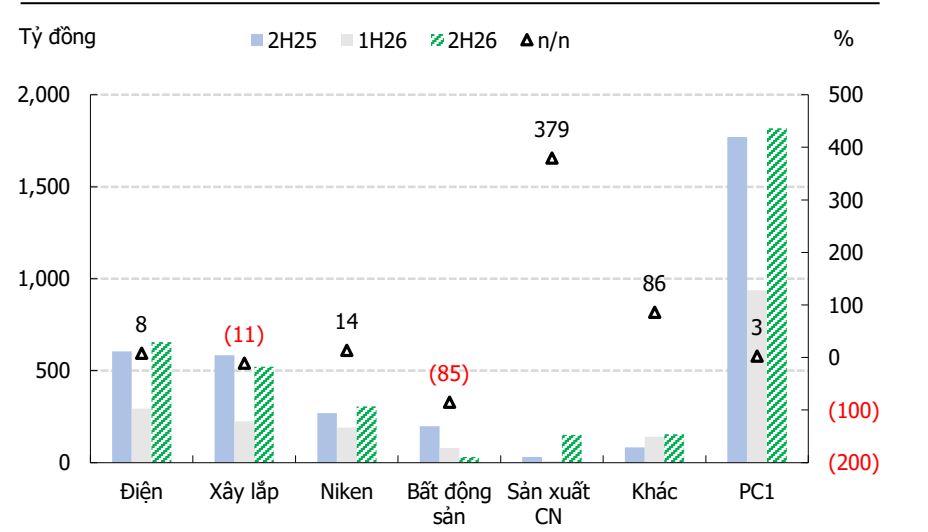
7. PC1 – KHÔNG XẾP HẠNG

Chờ đợi câu chuyện tăng trưởng mới

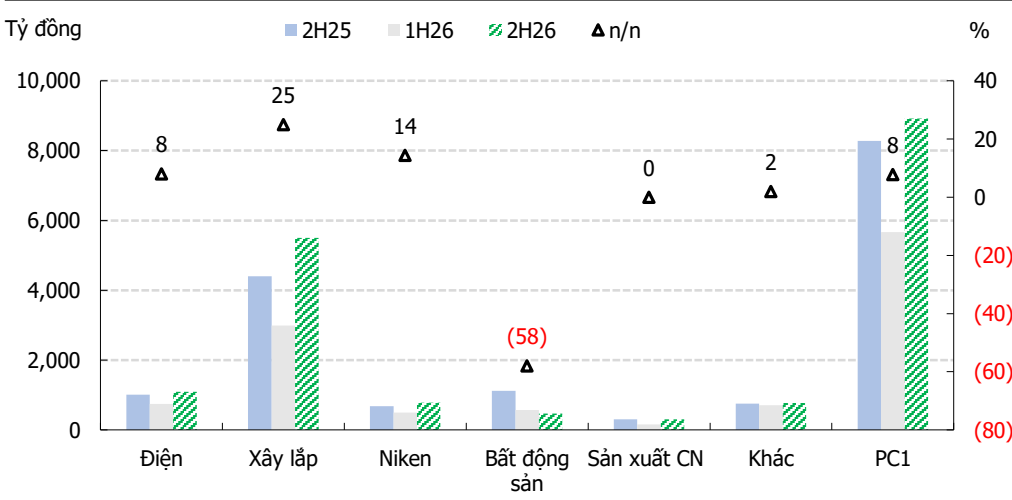
Biểu đồ 38. Theo NOAA, pha El Niño diễn biến mạnh mẽ kỳ vọng sẽ kéo dài đến đầu năm 2027



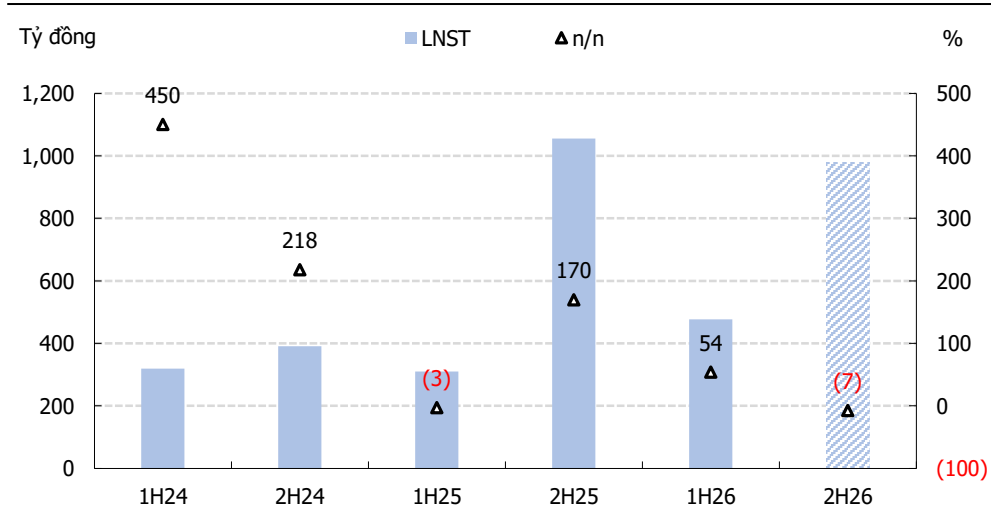
Biểu đồ 40. Lợi nhuận gộp 2H26F được kỳ vọng duy trì ổn định



Biểu đồ 39. Doanh thu 2H26F được kỳ vọng tăng 8% so với cùng kỳ, nhờ sự đóng góp từ mảng nickel và xây dựng



Biểu đồ 41. LNST 2H26F được kỳ vọng giảm so với cùng kỳ do mức nền cao từ việc bàn giao dự án Thấp Vàng và thoái vốn công ty con



Nguồn: FiinPro-X, Dữ liệu doanh nghiệp , KIS Research