

Ngày 07 tháng 10, 2025

Năng lượng “xanh”

Tỷ suất lợi nhuận danh mục	Tỷ suất lợi nhuận VN-Index
↑ +11.04% YoY	↑ +32.7% YoY
↑ +12.82% YTD	↑ +32.7% YTD

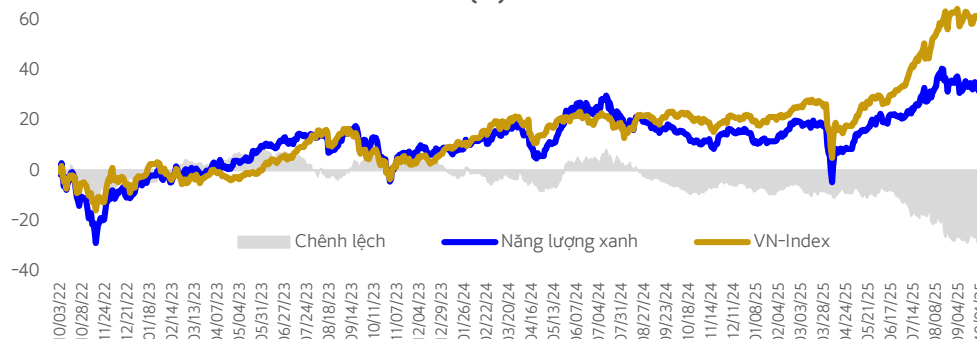
Hàng loạt chính sách thúc đẩy được ban hành

- Trong gần 6 tháng qua, VNINDEX đã có nhịp tăng điểm mạnh mẽ và chinh phục vùng điểm kỉ lục tại 1,700 điểm (+38% tính từ tháng 4/2025). Tính từ đầu năm 2025, danh mục đầu tư Năng lượng “xanh” có tỷ suất lợi nhuận +12.8% thấp hơn so với tỷ suất của VNINDEX chủ yếu do nhóm cổ phiếu họ VIC đã đóng góp phần lớn vào đà tăng của thị trường chung.
- Cập nhật Kết quả kinh doanh 1H2025, Doanh thu và lợi nhuận danh mục tăng trưởng lần lượt +7% và +43% YoY do sự phục hồi chung của hầu hết các cổ phiếu. Cụ thể, nhóm thủy điện được hưởng lợi bởi thời tiết, sản lượng điện khí NT2 phục hồi mạnh mẽ và giá bán điện gió mới cho dự án điện chuyển tiếp được áp dụng...
- Đáng chú ý, trong vòng 6 tháng qua, hàng loạt các chính sách được ban hành có tác động mạnh mẽ và tích cực đến nhóm điện tái tạo và điện khí LNG. Tiêu biểu là QHĐ VIII điều chỉnh và Kế hoạch thực hiện được phê duyệt ngay sau đó cho thấy sự quyết tâm của chính phủ; bên cạnh đó, hàng loạt khung giá phát điện cho điện tái tạo được ban hành. Trong danh mục, chúng tôi ưa thích cổ phiếu **REE** và **PC1** nhờ vào hưởng lợi mạnh mẽ từ QHĐ VIII điều chỉnh. **GAS** cũng là lựa chọn phù hợp với khối lượng công việc rất lớn từ mảng LNG trong vòng 5 năm tới. Bên cạnh đó, chúng tôi loại **CNG** ra khỏi danh mục do thanh khoản cổ phiếu trung bình 5 phiên chỉ còn khoảng 15 nghìn/phiên

Khuyến cáo hiệu quả đầu tư:

Lợi nhuận và đặc điểm của Danh mục đầu tư được tính toán dựa trên các chứng khoán riêng lẻ trong Danh mục đầu tư vào ngày báo cáo. Chứng khoán trong Danh mục đầu tư có thể thay đổi và hiệu suất đầu tư trong quá khứ không đảm bảo lợi nhuận trong tương lai. Đối với Thông báo tuần thủ và Miễn trừ trách nhiệm, vui lòng tham khảo Phụ lục ở cuối báo cáo này.

Tỷ suất lợi nhuận của danh mục đầu tư Năng lượng “xanh” và VN-Index (%)



Phân tích danh mục

	Danh mục	VN-Index
P/E (x)	18.04	14.96
P/B (x)	1.59	2.04
Lợi suất cổ tức	2.91	2.16
Tăng trưởng EPS (5Y) (%)	0.1	10.3
ROE (%)	9.28	13.87
ROA (%)	3.7	2.17
Beta	0.91	1.00
Tỷ suất lợi nhuận (1Y) (%)	11.04	30.37
Độ lệch chuẩn (%)	20.22	18.27
Tỷ số Sharpe	0.2	0.84

Tổng quan chiến lược

Danh mục đầu tư Năng lượng “xanh” được thiết kế với những cổ phiếu hoạt động trong/liên quan đến lĩnh vực năng lượng xanh tại Việt Nam. Chúng tôi lựa chọn những cổ phiếu trong danh mục với những tiêu chí sau:

- Doanh thu từ ngành phụ trợ, sản xuất năng lượng xanh đóng góp chủ đạo trong doanh thu của doanh nghiệp.
- Các yếu tố cơ bản vững mạnh, được quản trị hiệu quả.
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

Hoàng Nam

☎ (84-28) 6299-7603

✉ nam.h@shinhan.com

Theo dõi Zalo của SSV,
Cập nhật báo cáo mới nhất



Bấm vào hình hoặc quét QR

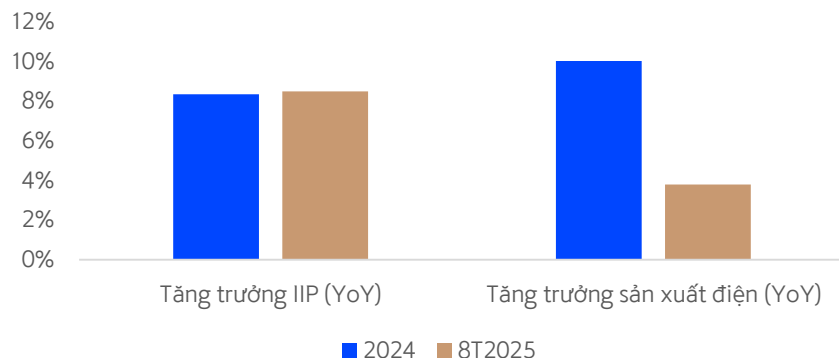
Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

Nguồn: SSV, Bloomberg

COD (Commercial operation date)	Công nhận vận hành thương mại
CAN (Capacity Add-on Price)	Giá công suất thị trường điện
CfD (Contract for Difference)	Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác
EPTC (Electricity Power Trading Company)	Công ty mua bán điện
ERAV (Electricity Regulatory Authority of Vietnam)	Cục điều tiết Điện lực
EVN (Vietnam Electricity Corporation)	Tập đoàn Điện lực Việt Nam
FDP (Field Development Plan)	Kế hoạch phát triển mỏ
FID (Final Investment Decision)	Quyết định đầu tư cuối cùng
FMP (Full Market Price)	Giá toàn phần thị trường điện
GSA (Gas Sales Agreement)	Hợp đồng mua bán khí
IEA (International Energy Agency)	Cơ quan Năng lượng Quốc tế
LNG (Liquefied Natural Gas)	Khí hóa lỏng
MOIT (Ministry of Industry and Trade)	Bộ Công Thương
ODP (Outline Development Plan)	Kế hoạch đại cương phát triển mỏ
Pc (Contractual Price)	Giá điện hợp đồng
Pmax	Công suất cực đại (MW)
PPA (Power Purchase Agreement (signed between EVN/EPTC))	Hợp đồng mua bán điện được ký kết giữa EVN/EPTC
PSC (Production Sharing Contract)	Hợp đồng phân chia sản phẩm
PVN (Vietnam Oil and Gas Group)	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
Qc (Contract Quantity)	Sản lượng điện hợp đồng
Qm (Metered Quantity)	Sản lượng điện năng của đơn vị phát điện
SMP (System Marginal Price)	Giá điện năng thị trường áp dụng cho đơn vị phát điện trong chu kỳ giao dịch
TKV (Vietnam National Coal and Mineral Industries Group)	Tập đoàn Công nghiệp Than – khoáng sản Việt Nam
VCGM	Thị trường phát điện cạnh tranh

Tăng trưởng sản lượng điện chậm lại trong 8T/2025

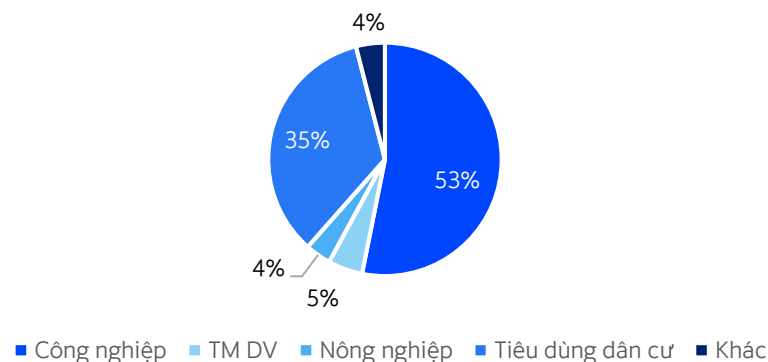
Tăng trưởng sản lượng điện sản xuất và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)



Nguồn: EVN, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

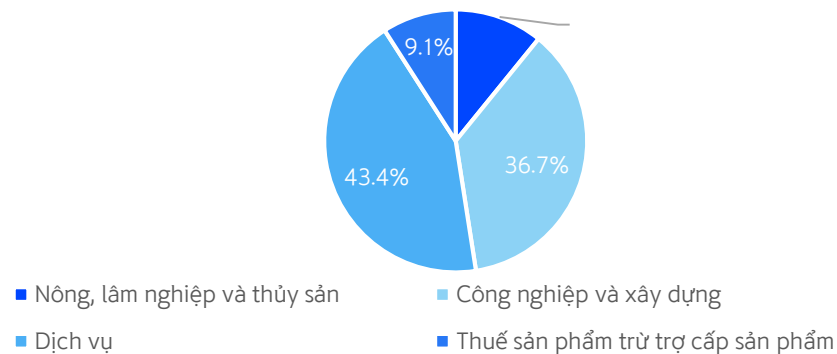
- Chỉ số IIP duy trì tăng trưởng trên 8% từ 2024 cho đến nay, trong khi sản lượng điện sản xuất lũy kế 8T/2025 chỉ đạt 214.5 tỷ kWh (+3.8% YoY), tương đương 62% kế hoạch năm 2025 là 347.5 tỷ kWh của Bộ Công Thương. Nguyên nhân chủ yếu là do nền nhiệt độ toàn quốc thấp hơn so với cùng kỳ và cả năm quá khứ, nhu cầu phụ tải không tăng cao như dự báo từ đầu năm. Trung bình 2020-2024, tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm đến từ nhóm công nghiệp là chủ yếu (chiếm 53%).

Cơ cấu sản lượng điện thương phẩm trung bình 2020-2024



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

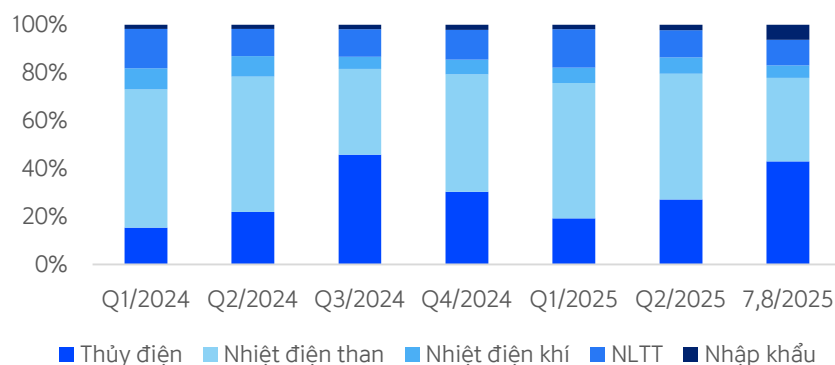
Cơ cấu GDP 2024



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

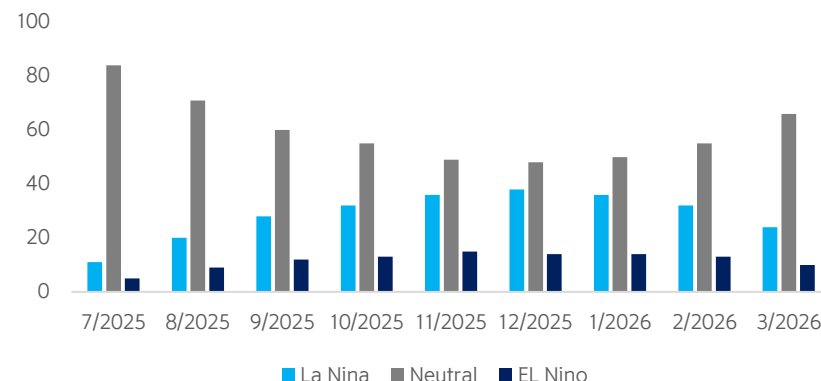
Thủy điện phục hồi đáng kể trong 8T2025

Tỷ trọng huy động thủy điện tăng dần trong suốt 2025



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Dự báo xác suất ENSO chính thức của NOAA CPC (%)

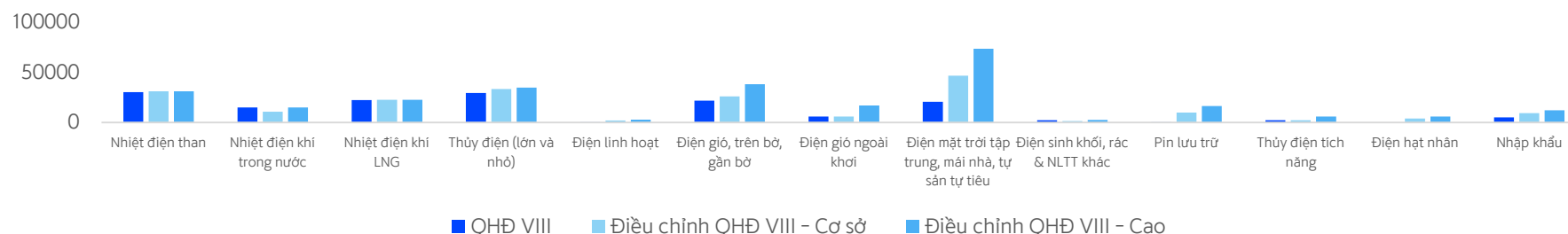


Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng thủy điện được huy động mạnh mẽ từ đầu năm 2025.** Trong 8T/2025, sản lượng thủy điện đạt 62.45 tỷ kWh (+33% YoY) chiếm tỷ trọng 29%, sản lượng điện than đạt 105.71 tỷ kWh (-5% YoY) chiếm tỷ trọng 49%. Sản lượng điện NLTT duy trì ổn định đạt 27.41 tỷ kWh (+2% YoY)
- Theo IRI, pha trung tính chiếm xu hướng chủ đạo có xác suất cao nhất từ 50-60% trong 2025, và càng về cuối 2025, xác suất La Nina càng tăng dần. Trong giai đoạn từ khoảng tháng 9 đến nay, các đợt mưa lũ kéo dài diện rộng đã khiến cho lượng nước về các hồ thủy điện rất lớn thậm chí khiến nhiều hồ chứa phải đồng loạt xả nước để đảm bảo an toàn. Chúng tôi cho rằng thủy điện sẽ tiếp tục được huy động cao trong giai đoạn cuối năm 2025.

Quy hoạch điện VIII điều chỉnh tâm đẩy mạnh điện NLTT

Công suất các nguồn điện 2023-2030 (MW)



Nguồn: MoIT, Shinhan Securities Vietnam

_ Theo QHĐ VIII điều chỉnh, tổng công suất nguồn điện phục vụ nhu cầu trong nước (không bao gồm xuất khẩu, nguồn đồng phát và nhiệt điện rủi ro) là 183,291-236,363 MW, tăng thêm khoảng 27,747-80,819 MW so với QHĐ VIII cũ. Trong đó, những điểm thay đổi chính như sau:

_ **Điện mặt trời:** Đến năm 2030, tổng công suất nguồn điện mặt trời tập trung đạt khoảng 46,459-73,416 MW, tăng khoảng 25,867-52,825 MW so với QHĐ VIII. Với nhu cầu điện tăng cao, điện mặt trời được quay lại tập trung phát triển nhờ ưu điểm triển khai nhanh.

_ **Điện gió ngoài khơi:** Điều chỉnh QHĐ VIII vẫn giữ nguyên công suất phát triển đạt khoảng 6,000 MW – 17,032 MW nhưng dời qua giai đoạn 2030 – 2035. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khó có thể đạt được mục tiêu 6,000 MW trong 2030, vì chi phí đầu tư cao và thời gian triển khai loại hình này rất lâu.

_ **Nhiệt điện sử dụng khí LNG nhập khẩu:** gần như giữ nguyên so với QHĐ VIII (Tổng công suất đến năm 2030 đạt 22,524 MW).

_ **Điện gió trên bờ:** Được đẩy mạnh phát triển với công suất từ 26,066 – 38,029 MW so với công suất 21,880 MW của QHĐ VIII

_ **Các nguồn lưu trữ và linh hoạt:** QHĐ VIII phê duyệt 2 dự án TĐTN Bắc Ái và Phước Hòa vận hành 2026-2030. Với pin lưu trữ BESS có thời gian lắp đặt nhanh (khoảng 3 tháng) nên tiến độ dự kiến vào 2026-2027.

_ **Điện hạt nhân:** Chương trình điện hạt nhân đã được Quốc hội khóa 15 chấp thuận. Hai dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1&2 (4,400 MW) có kế hoạch triển khai hoàn thành sau 2030.

_ **Điện nhập khẩu:** Nhập khẩu điện từ Lào, Trung Quốc khoảng 9,360 – 12,100 MW (chiếm 4-5.1% tổng công suất) gia tăng mạnh mẽ so với mức 5,000 MW của QHĐ VIII

Danh mục đầu tư Năng lượng “xanh”

Thông tin chung				Tỷ trọng (%)		Giá cổ phiếu					Chỉ số tài chính (**)				Định giá 26F	
Stt	Mã	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa được điều chỉnh (tỷ VND) ***	Kỳ trước	Kỳ hiện tại	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	1M (%)	YTD (%)	NPM (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	P/B (x)	P/E (x)
1	REE	CTCP Cơ Điện Lạnh	13,438	15.0	15.0	64,900	71,800	10.6	-3.9	9.4	33.5	0.58	6.56	12.55	1.9	16.4
2	GAS	Tổng Công ty Khí Việt Nam – CTCP	6,227	15.0	15.0	60,900	70,100	15.1	-5.0	-8.3	11.5	0.29	19.4	14.02	2.4	15.6
3	PC1	CTCP Tập Đoàn PC1	5,281	15.0	15.0	24,800	29,100	17.3	-7.6	8.5	7.3	1.83	1.96	7.59	2.0	16.0
4	POW	Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – CTCP	6,716	15.0	15.0	14,300	16,600	16.1	-11.1	19.6	5.5	1.42	1.79	4.53	1.1	32.2
5	HDG	CTCP Tập đoàn Hà Đô	6,115	15.0	15.0	31,500	32,300	2.5	0.5	21.0	12.7	1.03	5.48	11.62	1.8	13.9
6	VSH	CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh	1,849	8.3	6.5	46,800	53,200	13.7	-0.2	-4.7	37.2	0.71	9.47	16.93	2.0	17.0
7	NT2	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2	2,161	5.7	7.6	23,250	24,000	3.2	5.0	11.0	6.8	1.03	5.48	11.62	1.6	11.3
8	GEG	CTCP Điện Gia Lai	2,015	6.4	7.1	15,850	18,800	18.6	0.6	32.9	25.9	1.34	3.53	11.79	1.4	33.4
9	TV2	CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2	1,061	3.1	3.7	34,450	43,700	26.9	-7.9	3.3	5.8	0.56	2.86	4.56	1.7	15.7

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

** Số liệu 12 tháng tính tới Q2/2025

*** Vốn hóa được điều chỉnh bởi free float = Vốn hóa x tỉ lệ freefloat

Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

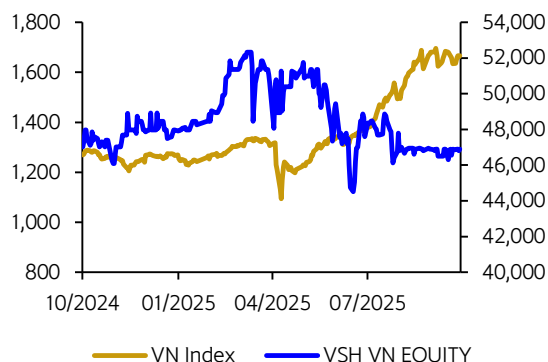
Giá mục tiêu (12 tháng) 53,200VND

Giá hiện tại (06/10/2025) 46,800VND

Suất sinh lời (%) +13.7%

VNINDEX	1,669
P/E thị trường (25F,x)	14.2
Vốn hóa (tỷ VND)	11,080
SLCP lưu hành (triệu CP)	236
Tự do giao dịch (triệu CP)	40
Cao nhất 52 tuần (VND)	54,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	44,600
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.04
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	1
Hệ số Beta	0.4

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	-5.3	-10.3	-6.4
So với VNIndex(%)	-26.4	-50.6	-40.1



Luận điểm đầu tư:

CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn – Sông Hinh là một trong những công ty sở hữu những nhà máy thủy điện (NMTĐ) có công suất thiết kế lớn nhất (356 MW) niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Trong khi điện mặt trời và điện gió phụ thuộc nhiều vào điều kiện thời tiết. Thủy điện đang được ưu tiên huy động nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi trong năm 2025.

Cập nhật KQKD Q2/2025: VSH ghi nhận doanh thu Q2/2025 đạt 502 tỷ đồng (+21.5% YoY), và LNST công ty mẹ đạt 166 tỷ đồng (+147.7% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do sản lượng điện đạt 132.21 triệu kWh (+33.26% YoY) do mưa nhiều tại khu vực miền Trung. Lũy kế 1H2025, doanh thu đạt 1,126.19 tỷ đồng, LNST đạt 434.95 tỷ đồng, (+531.05% YoY).

Mặc dù tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng của nhóm thủy điện là 98% nhưng tỷ lệ thực tế chỉ khoảng 70%, khiến VSH có giá bán điện trung bình cao hơn. Chúng tôi kì vọng 2025 sản lượng điện VSH đạt 2.091 tỷ kWh (+23% YoY) và giá bán trung bình đạt 1,002 đồng/kWh (-8% YoY) do giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh có xu hướng thấp hơn trong 2025

Công ty vẫn trong quá trình đàm phán lại giá bán điện PPA cho nhà máy Thượng Kon Tum phải cao hơn mức 922 đồng/kWh và thấp hơn giá trần 1,110 đồng/kWh

Dự án Thủy điện Vĩnh Sơn mở rộng và dự án Thủy điện sông Hinh mở rộng đều không có tên trong Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII của Thủ tướng Chính phủ ký tháng 4/2024, nên việc tiếp tục đầu tư là không khả thi,

Rủi ro: (1) Rủi ro động đất gần nhà máy TĐTKT; (2) Rủi ro El Nino ảnh hưởng sản lượng điện; (3) Giá bán điện giảm sút (4) Giá bán điện mới cho Thượng Kon Tum bị trì hoãn.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,085	2,572	1,825	2,095	2,075
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,022	1,559	873	1,074	1,065
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,264	994	448	705	742
EPS (đồng)	5,349	4,208	1,898	2,986	3,140
BPS (đồng)	21,271	19,450	19,824	26,188	27,272
OPM (%)	65.6	60.6	47.9	51.3	51.3
NPM (%)	41.0	38.6	24.6	33.7	35.8
ROE (%)	25.1	21.6	9.6	11.4	11.5
P/E (x)	5.9	10.7	25.9	17.8	17.0
P/B (x)	1.5	2.3	2.5	2.0	2.0
EV/EBITDA (x)	4.5	6.8	10.3	7.4	7.0

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

Giá mục tiêu (12 tháng) **71,800 VND**

Giá hiện tại (06/10/2025) **64,900 VND**

Suất sinh lời (%) **+10.6%**

VNINDEX 1,678

P/E thị trường (25F,x) 14.2

Vốn hóa (tỷ VND) 34,937

SLCP lưu hành (triệu CP) 542

Tự do giao dịch (triệu CP) 207

Cao nhất 52 tuần (VND) 71,200

Thấp nhất 52 tuần (VND) 49,652

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.00

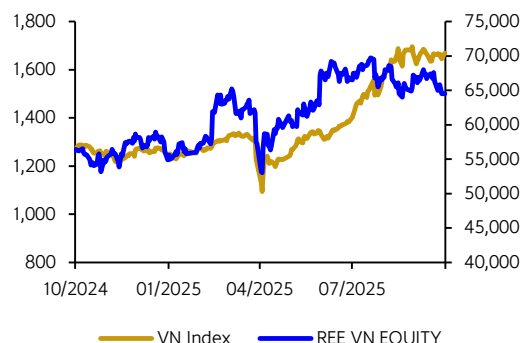
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 68

Hệ số Beta 0.9

Biến động giá **3M** **6M** **12M**

Tuyệt đối (%) -2.6 13.3 13.3

So với VNIndex(%) -23.7 -27.0 -20.5



Luận điểm đầu tư:

REE là công ty hoạt động trong ba lĩnh vực chính: M&E (Cơ điện lạnh), năng lượng và cho thuê văn phòng. Ngoài ra, REE còn hoạt động trong lĩnh vực nước và bất động sản thương mại. Ở mảng năng lượng, REE sở hữu các nhà máy với công suất thiết kế lên tới 1,005 MW, với mảng bất động sản, REE đang cho thuê hơn 180,000 m2, với tỷ trọng lợi nhuận chiếm 25%.

Cập nhật KQKD Q2/2025: Trong Q2/2025 REE ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,513 tỷ đồng (+15% YoY), và LNST công ty mẹ đạt 624 tỷ đồng (+76% YoY). Lũy kế 1H2025, doanh thu thuần đạt 4,582 tỷ đồng (+14% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 1,235 tỷ đồng (+48% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do tăng trưởng mạnh mẽ từ (1) mảng năng lượng nhờ thời tiết thuận lợi cho thủy điện, giá bán cao; (2) mảng bất động sản nhờ chuyển nhượng khu đất chung cư và các căn hộ thuộc dự án The Light Square.

Mảng cơ điện lạnh: Ghi nhận tổng giá trị hợp đồng ký mới đạt 1,853 tỷ đồng (-40,8% YoY) trong 1H2025, chủ yếu do cùng kỳ năm trước kỳ được hợp đồng lớn từ dự án Cảng hàng không Quốc tế Long Thành.

Mảng bất động sản: E-Town 6 đã được khai trương vào 27/06/2024. Về giá thuê dự kiến sẽ dao động từ 24 USD/m2 đến 29 USD/m2. Giá định tỷ lệ lấp đầy cho năm 2025-2026 lần lượt khoảng 50% - 70%. Chúng tôi kì vọng mảng cho thuê ghi nhận doanh thu đạt 1,265 tỷ đồng và 1,428 tỷ đồng. Về dự án Bồ Xuyên: Công ty đang đẩy mạnh hoạt động bán hàng với giá bán khoảng 40 – 50 triệu/m2. Chúng tôi kì vọng ghi nhận doanh thu cho 2025 và 2026 lần lượt là 473 tỷ đồng (đã bao gồm chuyển nhượng khu đất chung cư ước tính khoảng 158 tỷ đồng trong Q2/2025) và 598 tỷ đồng.

Mảng điện: Kì vọng doanh thu 2025-2026 lần lượt đạt 4,679 tỷ đồng (+10% YoY) và 4,950 tỷ đồng (+6% YoY). Chủ yếu do sản lượng thủy điện cải thiện đáng kể trong 2025 nhờ thời tiết thuận lợi, vận hành nhà máy Thác Bà 2 từ tháng 4/2025, và nhà máy điện gió Duyên Hải V1_4 trong năm 2026.

Cập nhật các dự án mới: (1) Nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 (30 MW), sản lượng trung bình khoảng 120 triệu kWh, dự kiến sẽ vận hành vào giữa năm 2027. (2) Dự án điện gió Duyên Hải V1_4 (48MW) dự kiến vận hành giữa năm 2026. (3) Dự án điện gió Trà Vinh V1-3 GĐ 2 (48 MW) dự kiến vận hành vào năm 2027. Ngoài ra, trong thời gian vừa qua REE đã trúng thầu đầu tư Dự án điện gió Trà Vinh V1-5, V1-6 GĐ2 (công suất 80 MW), chúng tôi dự kiến sẽ vận hành vào năm 2027.

Rủi ro: (1) Rủi ro thời tiết khiến sản lượng của nhóm thủy điện giảm sút; (2) Tiến độ bàn giao dự án bất động sản chậm hơn dự kiến, tỉ lệ lấp đầy cho thuê chậm hơn; (3) Rủi ro tiến độ thực hiện dự án điện tái tạo chậm hơn kỳ vọng.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,372	8,570	8,384	10,056	10,791
LN từ HKKD (tỷ VND)	3,647	2,954	2,428	2,757	3,118
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	2,690	2,188	1,993	2,431	2,730
EPS (đồng)	7,569	5,354	4,237	4,488	4,382
BPS (đồng)	43,513	42,270	40,127	38,492	36,963
OPM (%)	38.9	34.5	29.0	27.4	28.9
NPM (%)	37.5	32.5	28.6	29.4	30.5
ROE (%)	17.4	12.7	10.6	11.8	11.9
P/E (x)	9.4	12.2	16.0	16.0	16.4
P/B (x)	1.6	1.3	1.7	1.9	1.9
EV/EBITDA (x)	7.7	7.9	10.5	10.5	9.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

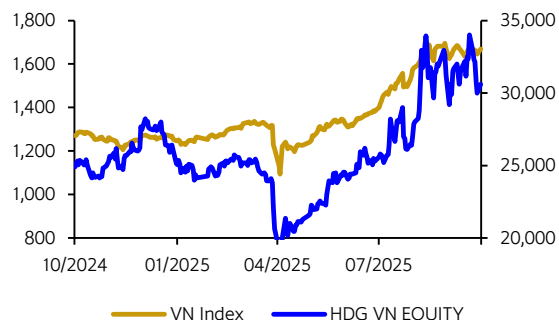
Giá mục tiêu (12 tháng) **32,300 VND**

Giá hiện tại (06/10/2025) **31,500 VND**

Suất sinh lời (%) **+2.5%**

VNINDEX	1,678
P/E thị trường (25F,x)	14.2
Vốn hóa (tỷ VND)	11,321
SLCP lưu hành (triệu CP)	370
Tự do giao dịch (triệu CP)	194
Cao nhất 52 tuần (VND)	35,050
Thấp nhất 52 tuần (VND)	17,909
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.17
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	207
Hệ số Beta	1.2

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	24.4	54.3	27.9
So với VNIndex(%)	3.3	14.0	-5.9



Luận điểm đầu tư:

HDG tiền thân là một doanh nghiệp trực thuộc Bộ Quốc phòng vốn đã có danh tiếng trong lĩnh vực bất động sản với quỹ đất giàu tiềm năng. Hiện Tập đoàn Hà Đô đang là chủ đầu tư của 8 nhà máy năng lượng, bao gồm: 5 nhà máy thủy điện, 2 nhà máy điện mặt trời và 1 nhà máy điện gió với tổng công suất gần 500MW, đạt doanh thu khoảng 1,800 tỷ đồng mỗi năm. Trong 2024, doanh thu mảng năng lượng chiếm hơn 60% tổng cơ cấu doanh thu.

Cập nhật KQKD Q2/2025: HDG ghi nhận doanh thu Q2/2025 đạt 590 tỷ đồng (+6% YoY) và LNST công ty mẹ đạt -18 tỷ đồng (cùng kỳ lãi 64 tỷ đồng). Lũy kế 1H2025, HDG ghi nhận doanh thu đạt 1,182 tỷ đồng (-15% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 130 tỷ đồng (-37% YoY). Nguyên nhân do (1) không ghi nhận doanh thu mảng bất động sản so với ghi nhận 399 tỷ đồng trong cùng kỳ; (2) chi phí G&A tăng 55% do tăng trích lập (3) lỗ tỷ giá do khoản vay EUR của dự án Infra 1

Mảng bất động sản: Với dự án Charm Villas giai đoạn 3, chúng tôi kỳ vọng công ty ghi nhận tổng doanh thu trong giai đoạn 2025-2027 với khoảng 2,131 tỷ đồng và 1,042 tỷ đồng với giá bán khoảng 180 triệu/m². Dự án Greenland và Minh Long đều đang vướng mắc thủ tục pháp lý liên quan đến chuyển đổi quyền sử dụng đất thương mại sang đất ở, được kì vọng sẽ tháo gỡ trong nửa cuối năm 2025.

Mảng năng lượng: (1) Với dự án Hồng Phong 4: HDG đã trích lập khoảng 500 tỷ trong 2024 và khoảng 114 tỷ đồng trong 1H2025. Chúng tôi ước tính công ty sẽ trích lập mỗi năm khoảng 90 tỷ đồng cho đến khi HDG có CCA* cho nhà máy này. (2) Với dự án Infra 1, chúng tôi ước tính công ty sẽ trích lập khoảng 193 tỷ trong năm nay tương ứng chênh lệch giữa giá FIT 1 và giá chuyển tiếp trong giai đoạn 9/2020-2/2023, sau đó dự án tiếp tục được bán với giá FIT và không phải trích lập thêm.

Rủi ro: (1) Rủi ro thời tiết ảnh hưởng sản lượng thủy điện; (2) Bàn giao Charm Villas giai đoạn 3 chậm hơn dự kiến; (3) Rủi ro pháp lý liên quan nhà máy điện mặt trời Hồng Phong 4 (chậm trễ có CCA) và Infra 1.

* Văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu (CCA)

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,581	2,889	2,718	3,058	3,580
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,049	1,490	831	1,355	1,669
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	1,096	665	348	788	949
EPS (đồng)	3,258	1,977	1,083	2,131	2,333
BPS (đồng)	15,768	17,593	18,133	18,116	18,302
OPM (%)	57.2	51.6	30.6	44.3	46.6
NPM (%)	30.6	23.0	16.5	32.6	34.0
ROE (%)	16.6	11.2	6.0	11.8	12.7
P/E (x)	7.0	12.7	16.6	15.2	13.9
P/B (x)	1.4	1.4	1.5	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	5.6	7.2	8.4	9.0	7.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

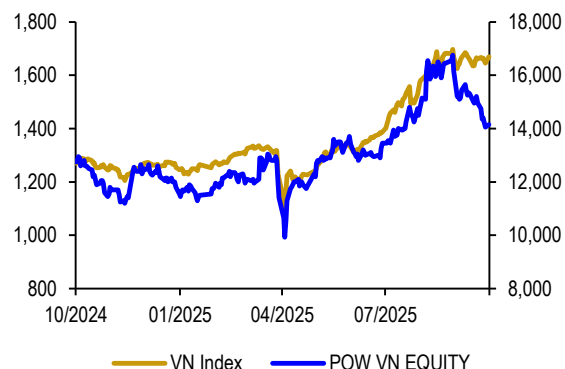
Giá mục tiêu (12 tháng) **16,600 VND**

Giá hiện tại (06/10/2025) **14,300 VND**

Suất sinh lời (%) **+16.1%**

VNINDEX	1,678
P/E thị trường (25F,x)	14.2
Vốn hóa (tỷ VND)	33,137
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,342
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,669
Cao nhất 52 tuần (VND)	17,450
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9,920
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	13.15
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	232
Hệ số Beta	0.9

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	8.2	27.6	14.1
So với VNIndex(%)	-13.0	-12.7	-19.6



Luận điểm đầu tư:

POW là công ty sản xuất điện có tổng công suất thiết kế 4,208 MW lớn thứ hai tại Việt Nam đứng sau EVN. Nổi bật nhất của POW là các nhà máy điện khí Cà Mau & Nhơn Trạch 1&2 (tổng 2,700 MW). Ngoài ra, các nhà máy thủy điện như Hòa Na và ĐakĐrinh cũng đóng góp khoảng 8% vào sản lượng điện của POW. Trong ngành năng lượng, POW là một trong những doanh nghiệp có định hướng phát triển phù hợp nhất với quy hoạch điện VIII trong giai đoạn 2022-2030 với lĩnh vực điện khí LNG.

Cập nhật KQKD Q2/2025: POW ghi nhận doanh thu Q2/2025 đạt 9,399 tỷ đồng (+0% YoY), và LNST công ty mẹ đạt 602 tỷ đồng (+53.5% YoY). Trong 1H2025, POW ghi nhận doanh thu đạt 17.549 nghìn tỷ đồng (+12% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 1,047 tỷ đồng (+56% YoY). Chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm đạt 9 tỷ kWh (+8% YoY), tỷ lệ sản lượng Qc cao với nhiệt điện than và khí khiến giá bán trung bình đạt 1,900 đồng/kWh (+3% YoY).

Nhà máy Vũng Áng 1: POW đang có kế hoạch đàm phán lại với EVN để tăng giá bán điện PPA trong năm 2025. Công ty cũng đã nhận 100 tỷ đồng tiền bảo hiểm của nhà máy Vũng Áng (số dư còn lại 311 tỷ đồng).

Nhà máy NT1 và NT2: Kỳ vọng sản lượng điện khí phục hồi mạnh mẽ do tình trạng thiếu khí trong 2024 đã cải thiện. Cụ thể, thứ tự ưu tiên nhận khí của NT2 chỉ đứng thứ hai tại Đông Nam Bộ (sau Phú Mỹ 1) và NT2 ký hợp đồng bao tiêu khí với GAS là 784 triệu m3/năm đến 2036. POW cũng đang tìm nguồn khí LNG để bổ sung thêm cho hai nhà máy này. Đây cũng là hai nhà máy cải thiện mạnh mẽ nhất khiến cho doanh thu và lợi nhuận của POW tăng trưởng rõ rệt trong 1H2025.

Nhà máy Cà Mau 1&2: Công ty kỳ vọng nhận được khoản thanh toán chi phí bảo trì sửa chữa O&M khoảng 381 tỷ đồng trong cuối năm từ EVN. Thông tin EVN tăng giá điện bán lẻ cũng cải thiện thêm khả năng thanh toán của EVN.

Cập nhật tiến độ NT3 và NT4: Hiện 2 nhà máy đang chạy thử, chúng tôi dự phóng sẽ vận hành bắt đầu vào đầu năm 2026. POW và GAS đã ký hợp đồng cung cấp khí LNG cho toàn bộ thời gian vận hành 25 năm của NT3&4. Qc tối thiểu là 65% trong 10 năm, đang làm thủ tục với EVN để có Qc dài hạn. Công suất của POW sẽ tăng 36% khi cả 2 nhà máy cùng vận hành. Chúng tôi ước tính NT3&4 sẽ ghi nhận lỗ trong 2026 và 2027 lần lượt khoảng 700 tỷ đồng và 256 tỷ đồng, và bắt đầu có lãi từ 2028. Ngoài ra POW đang tích cực mở rộng danh mục đầu tư trong mảng điện khí và điện khí LNG được phê duyệt trong QHĐ VIII điều chỉnh như: LNG Quảng Ninh, LNG Quỳnh Lập, LNG Vũng Áng III, Cà Mau mở rộng.

Rủi ro: (1) Nguồn khí đầu vào bị thiếu hụt và giá khí, than đầu vào ở mức cao; (2) EVN khó khăn, ảnh hưởng POW chưa thu được tiền bán điện, (3) NT3&4 triển khai chậm tiến độ do chưa đàm phán được hợp đồng PPA và GSA

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	28,224	28,329	30,306	35,818	57,849
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,765	1,290	883	1,173	1,549
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	2,061	1,038	1,112	1,208	1,207
EPS (đồng)	871	443	475	516	515
BPS (đồng)	13,030	13,414	13,668	14,737	15,252
OPM (%)	9.8	4.6	2.9	3.3	2.7
NPM (%)	9.0	4.5	4.0	3.9	2.4
ROE (%)	6.7	3.3	3.5	3.5	3.5
P/E (x)	13.1	32.0	25.3	32.1	32.2
P/B (x)	0.8	0.8	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	4.7	7.3	9.6	8.4	7.0

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

CTCP Điện Lực Dầu khí Nhơn Trạch 2

(NT2 VN)



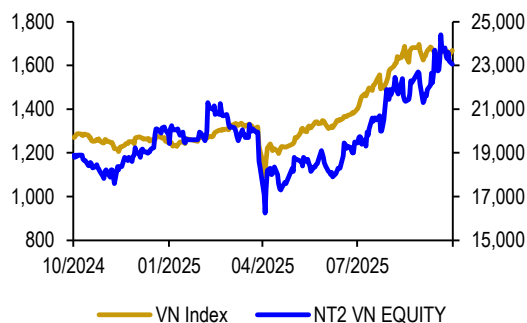
Giá mục tiêu (12 tháng) 24,000VND

Giá hiện tại (06/10/2025) 23,250VND

Suất sinh lời (%) +3.2%

VNINDEX	1,678
P/E thị trường (25F,x)	14.2
Vốn hóa (tỷ VND)	6,636
SLCP lưu hành (triệu CP)	288
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,669
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.59
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	40
Hệ số Beta	0.9

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	20.3	27.5	19.1
So với VNIndex(%)	-0.8	-12.8	-14.7



Luận điểm đầu tư:

NT2 là một trong những công ty hoạt động trong lĩnh vực điện khí có quy mô lớn (750 MW), và áp dụng những công nghệ có hiệu suất tốt nhất tại Việt Nam hiện tại. Nhà máy của NT2 nằm ở khu vực Nhơn Trạch, Đồng Nai trực tiếp cung cấp năng lượng cho vùng kinh tế trọng điểm phía nam với nhu cầu ổn định. Đáng chú ý, NT2 có sức khỏe tài chính lành mạnh với mức chi trả cổ tức hấp dẫn được duy trì nhiều năm liên tục.

Cập nhật KQKD quý 2/2025: NT2 ghi nhận doanh thu đạt 2,081 tỷ đồng (-5% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 326 tỷ đồng (+167% YoY), sản lượng thương phẩm đạt 762 triệu kWh (-26% YoY). Sự chênh lệch giữa doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ sản lượng điện Qc đạt 956 triệu kWh (+21% YoY) khiến giá bán điện bình quân đạt 2,647 đồng/kWh (+24% YoY). Xin lưu ý, khi giá điện trên thị trường điện cạnh tranh giảm -17% YoY, tỉ lệ điện Qc cao và hạn chế chào bán ở CGM sẽ giúp công ty vận hành hiệu quả hơn (biên lợi nhuận cao hơn). Lũy kế 1H2025, NT2 ghi nhận doanh thu đạt 3,508 tỷ đồng (+43% YoY) và LNST cty mẹ đạt 363 tỷ đồng (cùng kỳ lỗ -36 tỷ đồng). Nguyên nhân chủ yếu vẫn do tác động của sản lượng Qc, trong 1H2025 Qc đạt 1,583 triệu kWh (+100% YoY).

Dự phóng sản lượng 2025 của NT2 đạt 3.4 tỷ kWh (+25.0% YoY) và Qc đạt 3.2 tỷ kWh (+46% YoY) với các động lực sau: (1) nhu cầu điện tăng cao dự kiến khoảng +7.39% theo số kế hoạch năm 2025 của NSMO, (2) Nhà máy Phú Mỹ 2.2 hết thời hạn hợp đồng BOT vào 04/2/2025 giúp NT2 được huy động cao trở lại, dù khả năng cấp khí ở các mỏ đang ngày càng giảm do nguồn cung dần cạn kiệt, (3) NT2 kí hợp đồng bao tiêu khí với GAS là 784 triệu m3/năm đến 2036, (4) giá điện khí NT2 thấp hơn giá điện khí LNG giúp doanh nghiệp dễ cạnh tranh hơn.

Rủi ro: (1) Rủi ro thiếu khí, giá khí đầu vào neo cao; (2) Rủi ro về hiện tượng El nino đang dần suy yếu; (3) Điện khí bị các dạng năng lượng khác cạnh tranh gay gắt. (4) EVN chậm thanh toán do khó khăn.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	8,788	6,386	5,944	7,813	7,879
LN từ HĐKD (tỷ VND)	950	441	-30	367	660
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	883	473	83	404	614
EPS (đồng)	2,992	1,546	276	1,402	2,131
BPS (đồng)	16,027	15,062	14,552	14,454	14,995
OPM (%)	10.8	6.9	-0.5	4.7	8.4
NPM (%)	10.1	7.4	1.4	5.2	7.8
ROE (%)	19.5	9.9	2.0	9.7	14.2
P/E (x)	9.6	15.8	87.3	17.1	11.3
P/B (x)	1.8	1.6	1.4	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	4.6	5.5	7.3	6.5	6.9

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

Giá mục tiêu (12 tháng) **70,100VND**

Giá hiện tại (06/10/2025) **60,900VND**

Suất sinh lời (%) **+15.1%**

VNINDEX 1,678

P/E thị trường (25F,x) 14.2

Vốn hóa (tỷ VND) 146,707

SLCP lưu hành (triệu CP) 2,413

Tự do giao dịch (triệu CP) 1,669

Cao nhất 52 tuần (VND) 71,553

Thấp nhất 52 tuần (VND) 49,320

KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP) 1.16

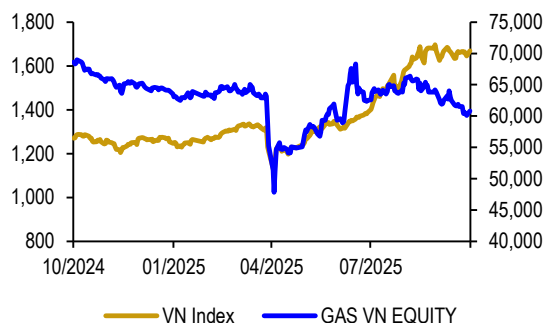
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND) 68

Hệ số Beta 0.8

Biến động giá **3M** **6M** **12M**

Tuyệt đối (%) -5.7 6.9 -14.0

So với VNIndex(%) -26.8 -33.4 -47.7



Luận điểm đầu tư:

Tổng công ty khí Việt Nam là tập đoàn đầu ngành trong lĩnh vực khí tại Việt Nam với 100% thị phần khí khô, hơn 70% thị phần LPG (Liquefied Petroleum Gas), 50% thị phần LNG (Liquefied Natural Gas). Ngoài ra, GAS sở hữu 1,500km đường ống khí, 3 nhà máy xử lý khí, 14 kho chứa LPG. Hiện tại, khí khô, LPG và condensate (khí ngưng tụ) là ba mảng kinh doanh chủ chốt của GAS.

GAS có dư địa tăng trưởng lớn với việc điện khí LNG đóng vai trò trụ cột trong hệ thống điện quốc gia theo quy hoạch điện VIII. Hiện tại, GAS là nhà nhập khẩu LNG (Liquefied Natural Gas) lớn nhất đồng thời là nhà cung cấp có thị phần lớn nhất tại Việt Nam. Do nhu cầu về khí tự nhiên/LNG bắt đầu từ 2024 theo QHĐ VIII, GAS sẽ hưởng lợi rất lớn và đang bước vào giai đoạn tăng trưởng.

Cập nhật KQKD Q2/2025: GAS ghi nhận doanh thu đạt 30 nghìn tỷ đồng (+0% YoY), LNST cty mẹ đạt 4,748 tỷ đồng (+42.9% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do khoản hoàn nhập dự phòng 1,634 tỷ đồng liên quan đến nợ xấu từ POW, PGV và các nhà máy điện BOT Phú Mỹ mà GAS đã trích trong 2024. Trong 1H2025, doanh thu đạt 55,756 tỷ đồng (+4% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 7,505 tỷ đồng (+29% YoY). Doanh thu tăng do doanh thu mảng LPG đạt 28,553 tỷ đồng (+7.1% YoY) và các mảng khác bù đắp cho mức giảm doanh thu của mảng khí khô và LNG 22,401 tỷ đồng (-2.9% YoY) do sản lượng khí thương phẩm đạt 3.1 tỷ m3 (-13% YoY); LNST tăng trưởng mạnh chủ yếu do khoản hoàn nhập trong Q2.

2025-2026: Kỳ vọng doanh thu 2025 tăng nhẹ với sản lượng khí đạt 6.4 tỷ m3 (+1% YoY), do nhu cầu thấp từ nhà máy điện khí và NT3&4 vẫn hành chậm hơn dự kiến khiến nhu cầu khí LNG chưa cao. Qua 2026, kì vọng sản lượng khí đạt 7.33 tỷ m3 (+16% YoY) với sản lượng khí LNG đạt 2 tỷ m3. Nhu cầu khí LNG được dự báo tăng trưởng mạnh mẽ cho đến 2030 với nhu cầu tiêu thụ khoảng 14-18 tỷ m3/năm từ năm 2030.

Cập nhật tiến độ một số dự án trọng điểm: (1) Đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sư Tử Trắng. Đang lập kế hoạch cập nhật FS, dự kiến hoàn thành 2028. (2) Kho LNG Thị Vải: Dự kiến nâng công suất lên 3 triệu tấn/năm vào giai đoạn 2, đã phê duyệt dự án đầu tư vào tháng 5/2025, dự kiến hoàn thành 2029. (3) Tách Ethane tại Dinh Cố, đang làm việc với các Sở, ngành địa phương, dự kiến hoàn thành 2028. (4) Dự án kho cảng nhập LNG Sơn Mỹ đã thông báo kết quả thẩm định FS, dự kiến hoàn thành đồng bộ với tiến độ nhà máy điện Sơn Mỹ.

Rủi ro: (1) Sản lượng khí khô sụt giảm; (2) Giá bán khí trung bình giảm sút; (3) Lô B Ô Môn đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến; (4) Giá khí LNG còn cao khiến nhu cầu thấp.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	100,724	89,954	103,564	106,929	114,768
LN từ HKKD (tỷ VND)	18,728	14,619	13,156	14,590	16,045
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	15,066	11,793	10,590	11,815	13,010
EPS (đồng)	6,280	4,972	4,439	4,506	4,511
BPS (đồng)	31,274	27,887	25,718	27,385	28,907
OPM (%)	18.6	16.3	12.7	13.6	14.0
NPM (%)	15.0	13.1	10.2	11.0	11.3
ROE (%)	20.1	17.8	17.3	16.5	15.6
P/E (x)	13.3	15.8	15.6	15.6	15.6
P/B (x)	3.2	2.7	2.6	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	8.0	8.8	8.9	8.8	7.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

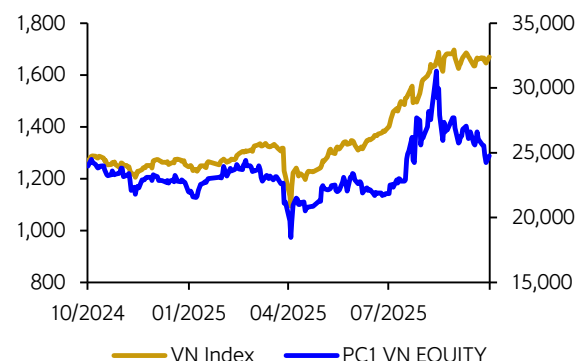
Giá mục tiêu (12 tháng) **29,100VND**

Giá hiện tại (06/10/2025) **24,800VND**

Suất sinh lời (%) **+17.3%**

VNINDEX	1,678
P/E thị trường (25F,x)	14.2
Vốn hóa (tỷ VND)	8,852
SLCP lưu hành (triệu CP)	358
Tự do giao dịch (triệu CP)	213
Cao nhất 52 tuần (VND)	32,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.84
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	156
Hệ số Beta	1.0

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	15.8	19.3	5.6
So với VNIndex (%)	-5.4	-21.0	-28.1



Luận điểm đầu tư:

_ PC1 là một trong những công ty xây lắp điện có thâm niên tại Việt Nam. Hiện tại, PC1 đang hoạt động trong 3 mảng lĩnh vực chính là: xây lắp điện, đầu tư điện năng lượng tái tạo, và sản xuất công nghiệp.

_ Cập nhật KQKD Q2/2025: PC1 ghi nhận doanh thu 2,935 tỷ đồng (-7% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 138 tỷ đồng (-13% YoY). Trong 1H2025, doanh thu đạt 4,795 tỷ đồng (-10% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 194 tỷ đồng (-19% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do: doanh thu mảng sản xuất cột thép giảm 33% YoY, và Niken giảm 47% YoY lần ắt tăng trưởng doanh thu của mảng xây lắp điện +31% YoY.

_ Mảng xây lắp điện: Doanh thu đạt 2,296 tỷ đồng (+31.08% YoY). Backlog đến hiện tại đạt 8,000 tỷ đồng, trong đó đang triển khai thi công các dự án trọng điểm gồm: ĐZ 500kV Lào Cai – Vĩnh Yên, cáp ngầm đưa điện ra Côn Đảo, EPC nhà máy điện gió Camsur Philippines.

_ Bất động sản nhà ở: Chưa có doanh thu chuyển nhượng trong kỳ 6 tháng đầu năm 2025. Dự kiến năm 2025 sẽ bàn giao và ghi nhận doanh thu từ dự án Tháp Vàng khoảng 1,400 tỷ đồng. Các dự án tại Hà Nội (Bắc Từ Liêm, Gia Lâm, Vĩnh Hưng, Định Công): có tín hiệu tích cực từ tháo gỡ nút thắt pháp lý ngành bất động sản; PC1 đang lập hồ sơ đề xuất, xin chấp nhận Chủ trương đầu tư.

_ Khu công nghiệp: (1) KCN Nomura 2 (Hải Phòng): Đang triển khai bám sát kế hoạch GPMB và thiết kế dự án, kế hoạch khởi công vào Quý 4/2025; (2) KCN tại Vũng Tàu: Đang ở bước lập quy hoạch và lập hồ sơ đề xuất chủ trương; (3) Đầu tư tại công ty liên kết (WPG 30%): 1H2025 WPG ghi nhận doanh thu 600 tỷ và LNST 231 tỷ đồng; (4) KCN Yên Phong 2A & cụm công nghiệp Yên Lệnh đang triển khai song song xây dựng cơ bản và bán hàng, bàn giao theo kế hoạch; Các KCN Đồng Văn 5, 6 và Yên Lư theo kế hoạch sẽ khởi công vào Quý 4/2025.

_ Màng Nickel: Sản lượng xuất khẩu năm 2025 theo kế hoạch là 53,000 tấn, ước thực hiện cả năm vẫn đạt hoặc vượt và ghi nhận doanh thu từ 1,000 – 1,250 tỷ đồng.

_ Màng phát điện: Doanh thu thủy điện và điện gió đạt 306 tỷ đồng và 481 tỷ đồng. Đang thi công xây dựng các dự án thủy điện Bảo Lạc A và Thượng Hà theo đúng tiến độ kế hoạch, dự kiến phát điện vào Quý 4/2026. Nghiên cứu khả thi việc triển khai Dự án điện mặt trời 50 MW trên lòng hồ thủy điện Trung Thu.

_ Rủi ro: (1) Rủi ro pháp lý của các dự án; (2) Rủi ro đa dạng hóa; (3) Mảng xây lắp điện có biên lợi nhuận thu hẹp; (4) Chi phí tài chính cao hơn dự kiến; (5) Rủi ro mảng khai thác Nikel biến động theo giá Niken LME.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	8,358	7,803	10,089	10,249	11,323
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,318	1,182	828	827	1,348
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	460	137	468	581	860
EPS (đồng)	1,321	395	1,177	1,413	1,819
BPS (đồng)	16,451	16,665	15,452	14,689	14,452
OPM (%)	15.8	15.2	8.2	8.1	11.9
NPM (%)	5.5	1.8	4.6	5.7	7.6
ROE (%)	8.0	0.3	7.6	9.6	12.6
P/E (x)	13.3	72.9	19.5	20.6	16.0
P/B (x)	1.1	1.7	1.5	2.0	2.0
EV/EBITDA (x)	8.2	9.7	7.4	5.8	4.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

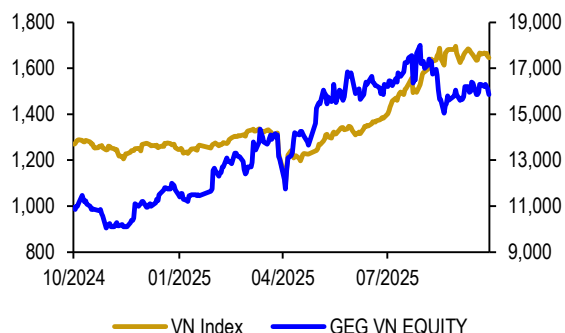
Giá mục tiêu (12 tháng) **18,800 VND**

Giá hiện tại (06/10/2025) **15,850 VND**

Suất sinh lời (%) **+18.6%**

VNINDEX	1,678
P/E thị trường (25F,x)	14.2
Vốn hóa (tỷ VND)	5,733
SLCP lưu hành (triệu CP)	358
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,669
Cao nhất 52 tuần (VND)	18,450
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,450
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.03
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	33
Hệ số Beta	0.8

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	15.8	19.3	5.6
So với VNIndex(%)	-5.4	-21.0	-28.1



Luận điểm đầu tư:

GEG xuất phát điểm là một doanh nghiệp thủy điện đã dần chuyển đổi thành một trong những công ty trong ngành điện có công suất lắp đặt điện tái tạo lớn nhất với 603 MW đã được vận hành. Trong đó, Thủy điện đóng góp 90 MW, Điện mặt trời trang trại và áp mái góp 348 MW, Điện gió 260 MW. Các nhà máy điện của GEG đều được đặt ở những vị trí đặc địa phù hợp cho các loại hình điện tái tạo. GEG là doanh nghiệp được hưởng lợi chính nhờ định hướng tập trung phát triển mảng năng lượng tái tạo cụ thể là điện gió theo chủ trương trong QHĐ VIII.

Cập nhật KQKD Q2/2025, GEG ghi nhận doanh thu Q2/2025 đạt 624 tỷ đồng (+2% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 166 tỷ đồng (+7.9 lần YoY). Lũy kế 1H2025, GEG đạt doanh thu 1,737 tỷ đồng (+41.6% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 544 tỷ đồng (+52% YoY). Nguyên nhân chủ yếu do: 1) doanh thu tài chính đạt 127 tỷ đồng (+6.9 lần YoY) trong Q2.2025 khi chuyển nhượng 25% cổ phần tại CTCP Thủy điện Trường Phú; 2) Giá bán điện của nhà máy TPĐ 1 đạt 1,816 đồng/kWh (tăng gần gấp đôi cùng kỳ). Tác động trên vượt trội hơn so với sản lượng điện thương phẩm trong 1H2025 đạt 606 triệu kWh (-7.1% YoY).

Cập nhật tình hình nhà máy và các dự án mới:

Ngày 24/6/2025, UBND tỉnh Đồng Tháp đã ban hành Quyết định số 1719, chấp thuận chủ trương đầu tư cho NMDG Tân Thành (100 MW) được thi công xây tại tỉnh Đồng Tháp (trước đây là Tiền Giang) với thời hạn vận hành 45 năm. Trên cơ sở tận dụng hạ tầng có sẵn từ cụm dự án điện gió Tân Phú Đông đang hoạt động, dự án sẽ được tối ưu hóa CAPEX cũng như chi phí vận hành.

Tái khởi động Dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MW)

Triển khai xây dựng dự án điện gió gần bờ VPL2 – 30MW trong kế hoạch mở rộng danh mục dự án NLTT vào những tháng cuối năm 2025.

Rủi ro: (1) Rủi ro hiện tượng El Nino khiến thủy điện giảm sản lượng; (2) Rủi ro pháp lý đối với các dự án chưa hoàn thành; (3) Biến động lãi suất có thể khiến chi phí tài chính tăng cao hơn dự kiến; (4) Cơ chế giá cho các dự án điện tái tạo tương đối khó đoán

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,093	2,163	2,325	3,190	2,760
LN từ HĐKD (tỷ VND)	420	197	180	1,259	854
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	316	137	115	557	373
EPS (đồng)	880	214	174	843	565
BPS (đồng)	13,290	12,749	12,350	13,088	13,274
OPM (%)	20.1	9.1	7.7	39.5	30.9
NPM (%)	17.7	6.6	4.0	19.7	15.2
ROE (%)	6.6	1.7	1.4	6.4	4.3
P/E (x)	18	39.1	108.4	22.4	33.4
P/B (x)	1.4	1.2	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	10.8	9.8	8.3	3.1	3.2

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

Giá mục tiêu (12 tháng) **43,700 VND**

Giá hiện tại (06/10/2025) **34,450 VND**

Suất sinh lời (%) **+26.9%**

VNINDEX	1,669
P/E thị trường (25F,x)	13.7
Vốn hóa (tỷ VND)	2,330
SLCP lưu hành (triệu CP)	68
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,669
Cao nhất 52 tuần (VND)	43,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	27,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.66
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	25
Hệ số Beta	1.1

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-18.7	-20.6	-25.9
So với VNIndex (%)	-18.3	-22.5	-38.0

Luận điểm đầu tư:

_ TV2 là công ty tư vấn điện lực hàng đầu Việt Nam, hoạt động trong 3 lĩnh vực chính là: (1) tư vấn, EPC và O&M, (2) gia công cơ khí và (3) đầu tư nguồn điện. Trong đó hoạt động EPC và O&M đóng góp doanh thu lớn nhất với tỷ trọng hơn 90% trong 1H2025. Ngoài ra, EVN đang là cổ đông lớn tại TV2 vì thế TV2 có lợi thế được ưu tiên tham gia vào các giai đoạn từ lập quy hoạch, khảo sát và tư vấn các dự án của công ty mẹ.

_ Cập nhật KQKD Q2/2025: TV2 ghi nhận doanh thu đạt 216 tỷ đồng (-40% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 18 tỷ đồng (+0.28% YoY). Lũy kế 1H2025, TV2 ghi nhận doanh thu đạt 516 tỷ đồng (-14% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 33 tỷ đồng (-4% YoY). Nguyên nhân đến 1) doanh thu mảng tư vấn, EPC và O&M 1H2025 đạt 487 tỷ đồng (-14% YoY), 2) chi phí SG&A +58.5% YoY do không còn hoàn nhập như trong cùng kỳ, 3) Trong Q2/2025, TV2 thay đổi phương pháp kế toán đầu tư vào cty LDLK từ phương pháp giá gốc thành phương pháp VCSH khiến tăng lợi nhuận LDLK lên 19 tỷ (cùng kỳ không ghi nhận).

_ Mảng tư vấn, EPC và O&M: Kì vọng quy hoạch điện VIII điều chỉnh với sự gia tăng công suất mạnh mẽ ở nhóm NLTT và LNG sẽ mang lại khối lượng công việc lớn cho TV2 trong dài hạn. Điển hình, trong năm 2025, TV2 đã ký hợp đồng với 1 số dự án như: Tư vấn cho NMNĐ LNG Quảng Trạch III (1,500 MW), O&M cho dự án NMĐG Monsoon,... Với mảng O&M, TV2 hiện quản lý khoảng hơn 6,000 MW công suất điện, mỗi năm doanh thu khoảng gần 500 tỷ. Đây là mảng kinh doanh có dòng tiền ổn định, giúp TV2 duy trì được lợi nhuận trong những thời điểm thiếu hụt dự án lớn.

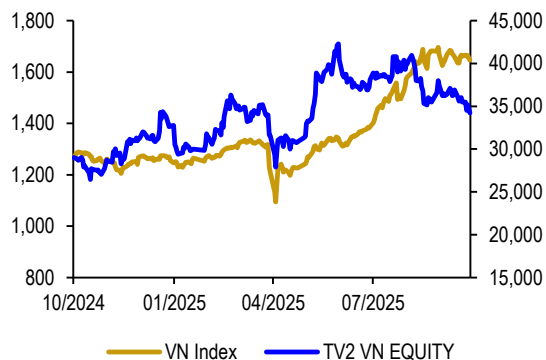
_ Cập nhật tiến độ dự án - TV2 hiện đầu tư, ký kết hợp đồng tư vấn khảo sát và tổng thầu EPC* với một số dự án lớn như:

+ NMNĐ Ô Môn IV (1,155 MW) - cao hơn quy mô trong quy hoạch, và dự kiến COD vào tháng 12/2028. TV2 có giá trị hợp đồng khoảng 20% tương ứng 4,400 tỷ đồng doanh thu, dự kiến ghi nhận chủ yếu trong 2026-2028.

_ Đầu tư nguồn điện: TV2 có 2 dự án gồm dự án thủy điện Thác Bà 2 (công suất 18.9 MW, vốn đầu tư 709 tỷ đồng, TV2 sở hữu 45%) đi vào hoạt động 15/04/2025 và dự án nhiệt điện sinh khối Hậu Giang (công suất 20 MW, vốn đầu tư 875 tỷ đồng, TV2 sở hữu 10%) đi vào hoạt động 25/04/2025.

Rủi ro: (1) Rủi ro pháp lý của các dự án; (2) Rủi ro về chính sách giá cho các dự án Năng lượng tái tạo tương đối khó đoán; (3) Rủi ro thời tiết có thể ảnh hưởng đến các dự án điện gió; (4) Rủi ro nguyên liệu đầu vào như giá thép

*EPC: hợp đồng thực hiện thiết kế, mua sắm, xây dựng và chạy thử nghiệm công trình.



Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,322	1,061	1,336	1,374	2,664
LN từ HĐKD (tỷ VND)	47	64	79	132	215
LNST của Công ty mẹ (tỷ VND)	53	53	65	113	183
EPS (đồng)	662	463	958	1,665	2,696
BPS (đồng)	20,086	19,751	19,385	22,400	25,111
OPM (%)	3.6	6.0	5.9	9.6	8.1
NPM (%)	4.0	5.0	4.8	8.2	6.9
ROE (%)	3.3	2.3	4.9	7.4	10.7
P/E (x)	33.7	81.6	34.9	25.4	15.7
P/B (x)	1.1	1.9	1.7	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	12.7	21.0	17.1	11.6	9.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 07/10/2025

SEOUL

Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

HONG KONG

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

INDONESIA

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

SHANGHAI

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

HO CHI MINH

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

HA NOI

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,
Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000



Shinhan
Securities