14/11/2025

KHỐI PHÂN TÍCH

Tô Đình Hiền Viên

viento@phs.vn

TIẾP TỤC PHÂN HÓA GIỮA CÁC NHÓM NGÀNH

- **Trong quý 3/2025, LNST-CĐTS các doanh nghiệp sản xuất và phân phối điện ghi nhận mức tăng trưởng +31%yoy.** Theo đó, lũy kế 9 tháng 2025 LNST-CĐTS của các doanh nghiệp sản xuất và phân phối điện ghi nhận mức tăng trưởng tích cực +124%yoy. Nếu loại trừ lợi nhuận bất thường từ các khoản thoái vốn, chúng tôi ước tính LNST-CĐTS của ngành tăng trưởng +121%yoy.
- **Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng triển vọng kinh doanh của các doanh nghiệp nhóm sản xuất và phân phối điện sẽ mang tính chọn lọc**, khi các doanh nghiệp **thủy điện có triển vọng KÉM KHẢ QUAN** do sản lượng giảm bởi xu hướng thời tiết ENSO và EL NINO dần quay trở lại trong khi các doanh nghiệp **điện khí và điện than được đánh giá là KHẢ QUAN** hơn và tiếp tục được huy động nhờ vào hưởng lợi từ diễn biến thời tiết nói trên.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu NT2** và **NẮM GIỮ đối với cổ phiếu HDG** với tiềm năng tăng giá lần lượt đạt 13% và 3% so với giá đóng cửa tại ngày 14/11/2025.

Kết quả kinh doanh Q3/2025 toàn ngành tiếp tục ghi nhận hồi phục tích cực

Trong quý 3/2025, LNST-CĐTS các doanh nghiệp sản xuất và phân phối điện ghi nhận mức tăng trưởng +31%yoy. Theo đó, lũy kế 9 tháng 2025 LNST-CĐTS của các doanh nghiệp sản xuất và phân phối ghi nhận mức tăng trưởng tích cực +124%yoy điện. Nếu loại trừ lợi nhuận bất thường từ các khoản thoái vốn, chúng tôi ước tính LNST-CĐTS của ngành tăng trưởng +121%yoy.

Chúng tôi cho rằng điều này được dẫn dắt nhờ (i) nhu cầu tiêu thụ điện toàn quốc tiếp tục tăng trưởng, qua đó giúp thúc đẩy sản lượng (ii) giá bán của dnhmột số doanh nghiệp sản xuất điện (điện gió) được xác định rõ ràng và tiết giảm chi phí nhiên liệu. Trong đó, một số doanh nghiệp có kết quả kinh doanh đáng chú ý như sau:

1. **Thủy điện:** DTT và LNST-CĐTS của HDG, SBH, HNA và REE ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan so với cùng kỳ phần lớn đến từ (i) điều kiện thủy văn thuận lợi hơn (ii) đóng góp từ nhà máy mới hoạt động (nhà máy Nậm Pông - HNA).
2. **Nhiệt điện khí:** POW, NT2 ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhờ vào tỷ lệ Qc được giao của các nhà máy được cải thiện so với cùng kỳ, trong khi PGV trong quý 3/2025 ghi nhận lợi nhuận giảm mạnh so với cùng kỳ do ảnh hưởng lỗ tỷ giá.
3. **Nhiệt điện than: Trái ngược với diễn biến kinh doanh của nhóm thủy điện và nhiệt điện khí,** QTP và PPC ghi nhận hiệu suất kinh doanh kém so với cùng kỳ bởi (i) sản lượng thấp do sản lượng thủy điện cải thiện (ii) giá giảm hơn do giá than giảm, giá thị trường thấp hơn cùng kỳ.

Qc (sản lượng điện hợp đồng): Sản lượng điện hợp đồng là sản lượng điện năng được các bên đàm phán, thỏa thuận trong hợp đồng mua bán điện hoặc được Đơn vị vận hành hệ thống điện và thị trường điện tính toán

Triển vọng kinh doanh trong 2026 – có sự phân hóa giữa các nhóm sản xuất điện

Trong năm 2026, chúng tôi cho rằng tiềm năng trưởng lợi nhuận của các doanh nghiệp nhóm sản xuất và phân phối điện sẽ mang tính chọn lọc hơn, khi:

- **Thủy điện – KÉM KHẢ QUAN**: Chúng tôi cho rằng sản lượng thủy điện suy giảm do diễn biến ENSO từ nửa đầu năm 2026 và khả năng El Nino quay trở lại trong nửa cuối năm 2026, gây bất lợi cho việc huy động. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng riêng nhóm thủy điện trong năm 2026 của HDG ước tính giảm nhẹ -2%yoy. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý triển vọng kinh doanh năm 2026 của HDG dự kiến duy trì đà tăng trưởng +59%yoy nhờ đóng góp từ mảng bất động sản thông qua việc mở bán dự án Hado Charm Villa giai đoạn 3.
- **Điện khí – KHẢ QUAN:** Kỳ vọng tiếp tục được huy động nhờ thời tiết khô hơn. Đối với NT2 trong năm 2026, chúng tôi ước tính lợi nhuận doanh nghiệp tăng trưởng +27%yoy được dẫn dắt bởi:

  (1) Doanh thu cải thiện +7%yoy đến từ thời tiết thuận lợi cho việc huy động các nhóm ngoài thủy điện

  (2) Biên lợi nhuận gộp dự kiến hồi phục +2.3 điểm phần trăm (đpt) trong năm 2026, nhờ chi phí khấu hao giảm mạnh -79%yoy và giá khí đầu vào các mỏ NT2 sử dụng giảm nhẹ -2%yoy trong bối cảnh giá dầu dự báo giảm do dư cung.
- **Điện than – KHẢ QUAN**: Nhu cầu điện toàn hệ thống dự kiến tiếp tục tăng khoảng 10 - 12%yoy trong 2026 (theo kịch bản cơ sở của Bộ Công Thương), qua đó duy trì mức huy động tích cực cho nhóm điện than nhờ: (i) giá bán điện than vẫn thấp hơn tương đối so với điện khí, và (ii) sản lượng thủy điện — vốn có giá bán thấp nhất — bị thu hẹp, tạo dư địa tăng sản lượng cho nhóm điện than.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu NT2 và **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu HDG (*) với tiềm năng tăng giá lần lượt đạt 13% và 3% so với giá đóng cửa tại ngày 14/11/2025.

(*) HDG với hoạt động kinh doanh chính bao gồm sản xuất điện (gồm các loại hình: thủy điện, điện gió, điện mặt trời) và kinh doanh bất động sản.

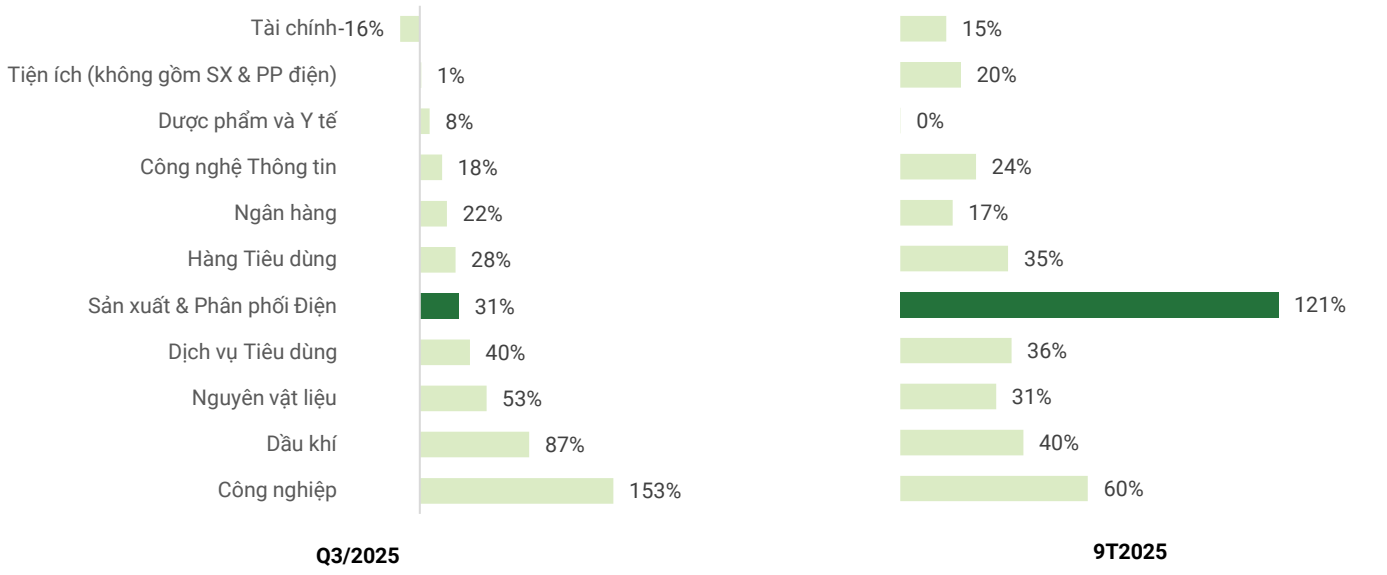
Phụ lục 1: Cập nhật các chỉ tiêu kết quả hoạt động kinh doanh Q3/2025

Bảng 1: Tổng hợp KQKD Q3/2025 và 9T2025 của một số doanh nghiệp ngành điện

Đơn vị: Tỷ VND	HDG		NT2		POW		PGV		TMP		HNA		QTP	
	3Q25	9T25	3Q25	9T25	3Q25	9T25	3Q25	9T25	3Q25	9T25	3Q25	9T25	3Q25	9T25
Doanh thu thuần	713	1,901	1,928	5,436	7,855	25,404	8,346	30,884	2,056	7,833	431	852	240	560
% YoY	*26%*	*-3%*	*13%*	*31%*	*30%*	*17%*	*17%*	*5%*	*-14%*	*-13%*	*33%*	*61%*	*-6%*	*6%*
Lợi nhuận gộp	495	1,146	205	616	1,291	3,275	732	3,548	64	571	270	432	144	316
% YoY	*47%*	*10%*	*243%*	*1796%*	*336%*	*133%*	*77%*	*78%*	*-43%*	*-6%*	*35%*	*114%*	*-15%*	*-1%*
EBIT	491	1,137	205	616	1,290	3,274	732	3,548	37	495	270	432	128	270
% YoY	*-29%*	*-33%*	*-31%*	*1%*	*-1%*	*-12%*	*25%*	*13%*	*-58%*	*-8%*	*-41%*	*-28%*	*-19%*	*-3%*
LNST	337	571	214	577	948	2,182	167	1,145	109	246	245	379	33	396
% YoY	*85%*	*5%*	*384%*	*6831%*	*109%*	*96%*	*-66%*	*349%*	*-17%*	*0%*	*33%*	*122%*	*-57%*	*-15%*
% Biên gộp	70%	60%	11%	11%	16%	13%	9%	11%	60%	56%	63%	51%	3%	7%
% Biên EBIT	59%	50%	11%	11%	14%	10%	7%	10%	2%	6%	61%	48%	2%	6%
% Biên ròng	47%	30%	11%	11%	12%	9%	2%	4%	45%	44%	57%	44%	2%	5%
ROA	2%	5%	8%	7%	2%	3%	1%	2%	17%	14%	12%	10%	8%	7%
ROE	6%	8%	15%	14%	6%	6%	5%	7%	22%	15%	14%	12%	11%	7%
D/E	0.8	0.8	0.9	0.9	1.4	1.4	2.2	2.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS (VND/cp)	770	1,140	744	2,006	346	793	147	1,012	4,997	3,458	1,043	1,611	1,224	880

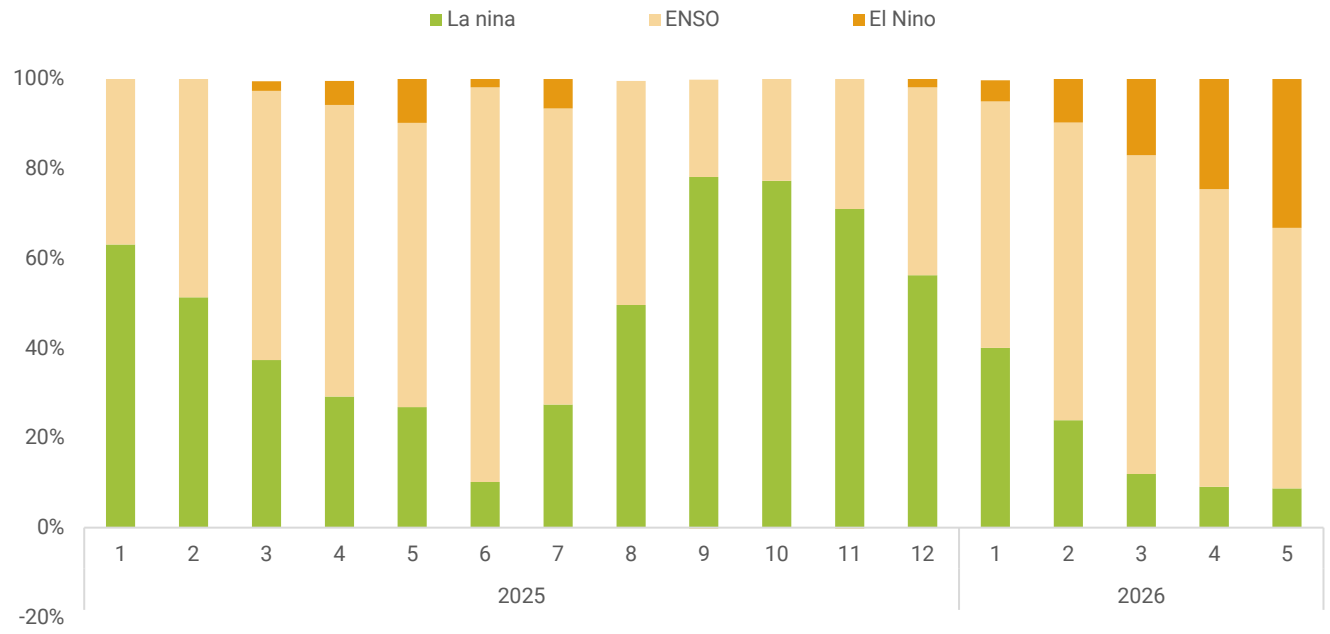
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 1: LNST-CĐTS Q3/2025 của nhóm sản xuất và phân phối điện ghi nhận mức tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ (chỉ tính các doanh nghiệp trên sàn HOSE và và đã loại trừ lợi nhuận bất thường của các doanh nghiệp sản xuất và phân phối điện). Theo đó, LNST-CĐTS lũy kế 9T2025 của nhóm sản xuất và phân phối điện ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất so với các ngành khác trong cùng kỳ



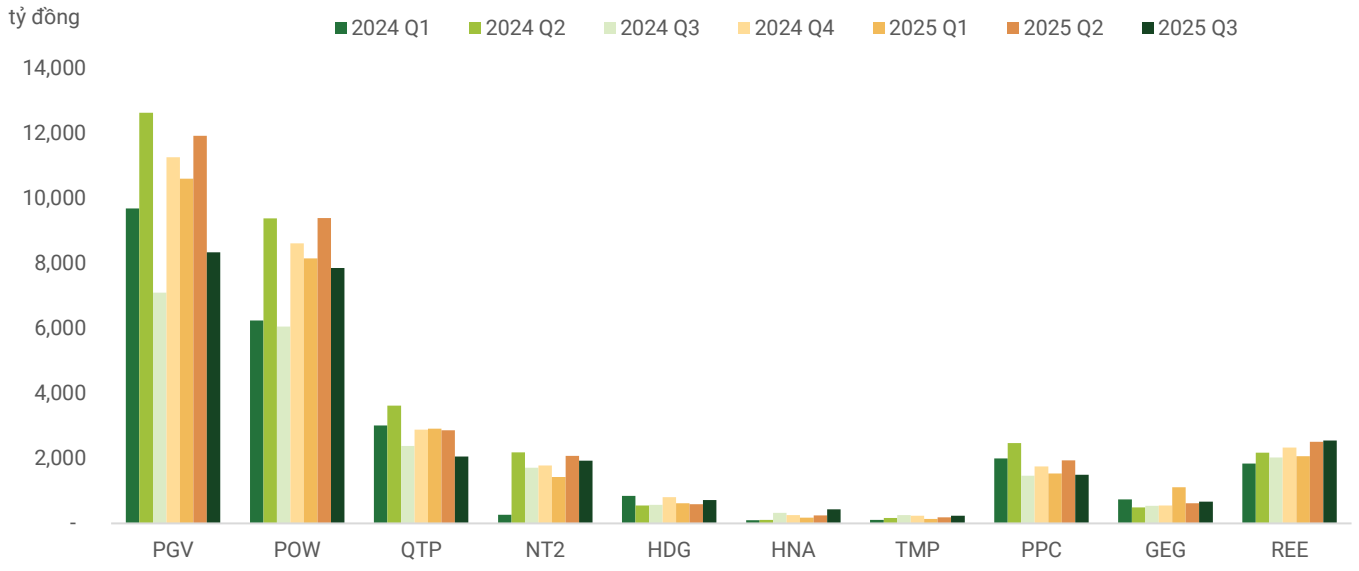
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 2: Pha thời tiết trong 2025 thiên về pha Lanina và ENSO trong khi năm 2026 xu hướng ENSO và El nino dần rõ nét hơn.



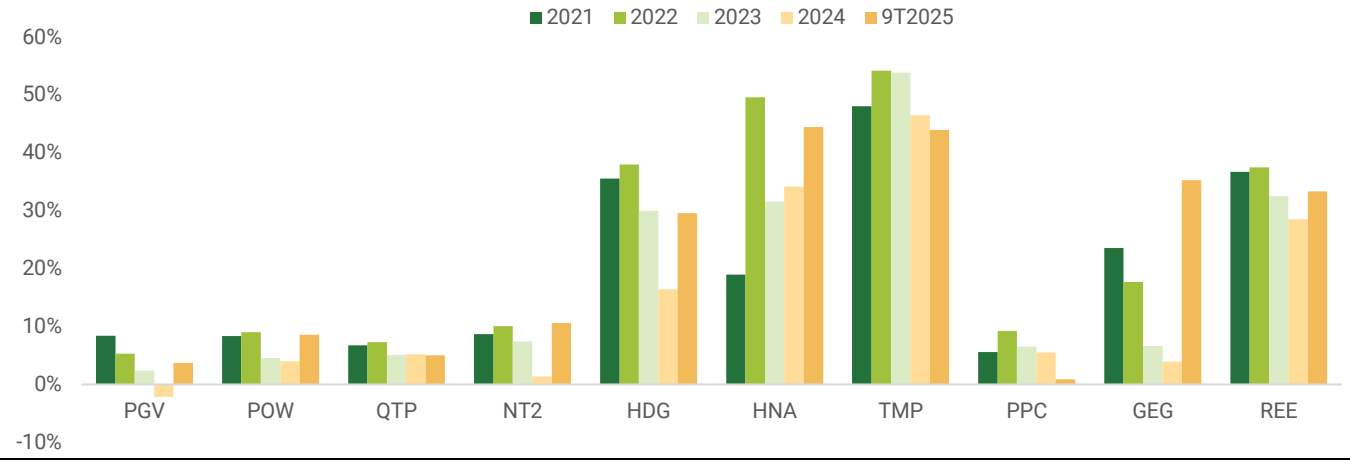
Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp

Hình 3: Doanh thu thuần hầu hết của các doanh nghiệp trong quý 3/2025 ghi nhận tăng trưởng so với cùng kỳ nhờ sản lượng hồi phục



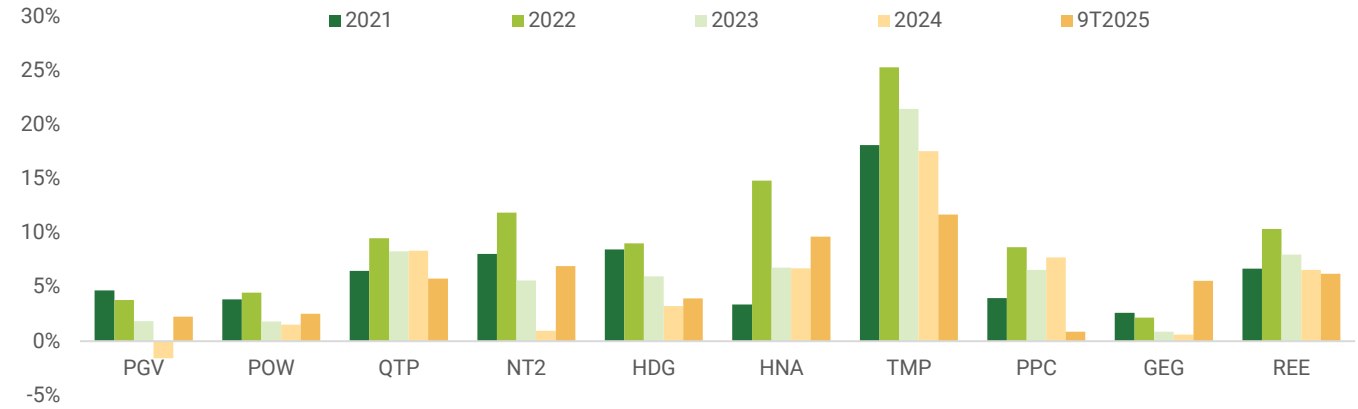
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 4: Biên lợi nhuận của hầu hết doanh ngghiệp sản xuất điện có xu hướng hồi phục nhờ sản lượng cải thiện



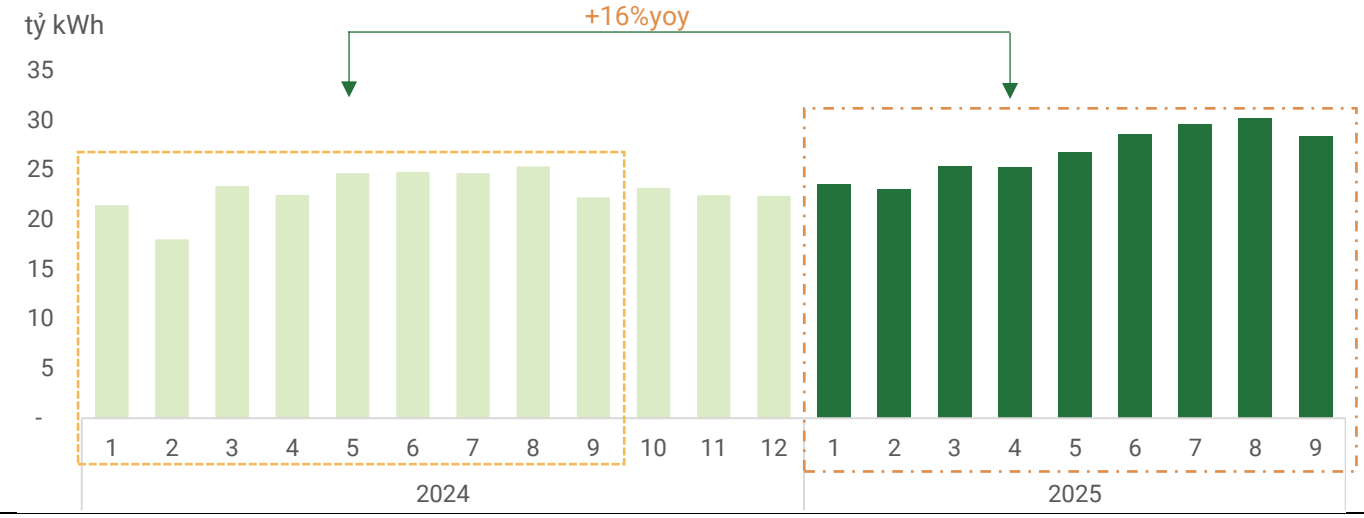
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 5: Nhìn chung hiệu suất sử dụng tài sản (ROA) của các doanh nghiệp có tỷ trọng thủy điện lớn thường đạt ROA cao trong khi các doanh nghiệp khác lại có hiệu quả sử dụng tài sản thấp đến từ chi phí đầu vào của thủy điện là nước – vốn là chi phí thấp hơn than hoặc khí



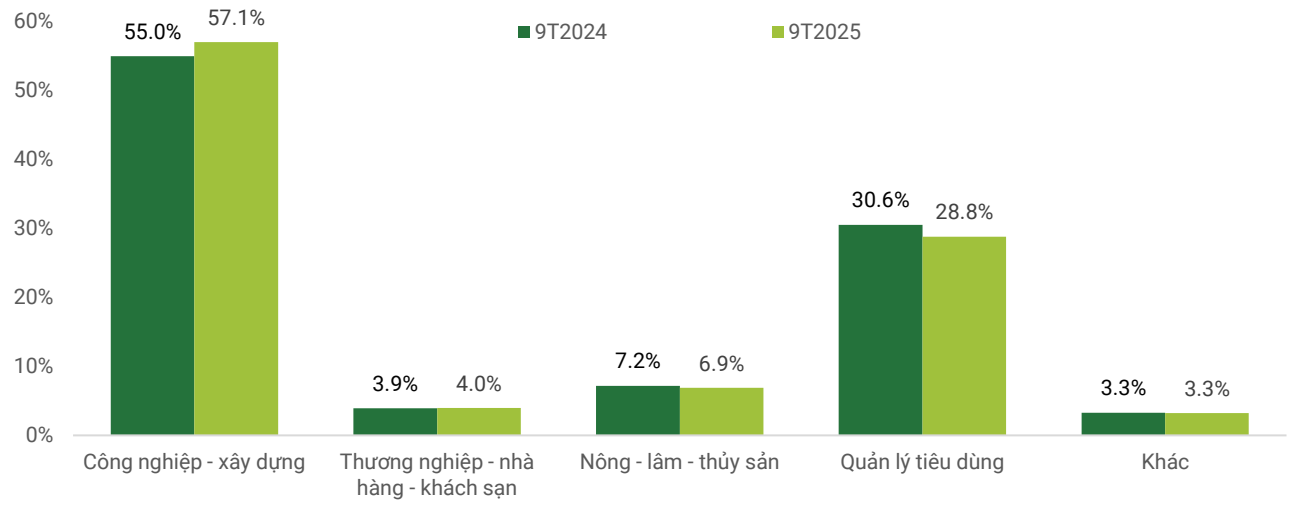
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 6: Sản lượng điện thương phẩm lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 ghi nhận tăng trưởng +16%yoy ….



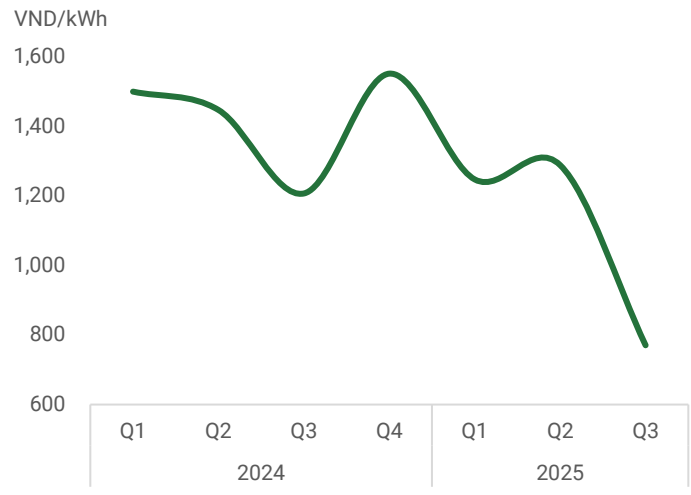
Nguồn: Báo cáo công ty, PHS tổng hợp

Hình 7: ...được dẫn dắt tăng bởi mảng công nghiệp và xây dựng



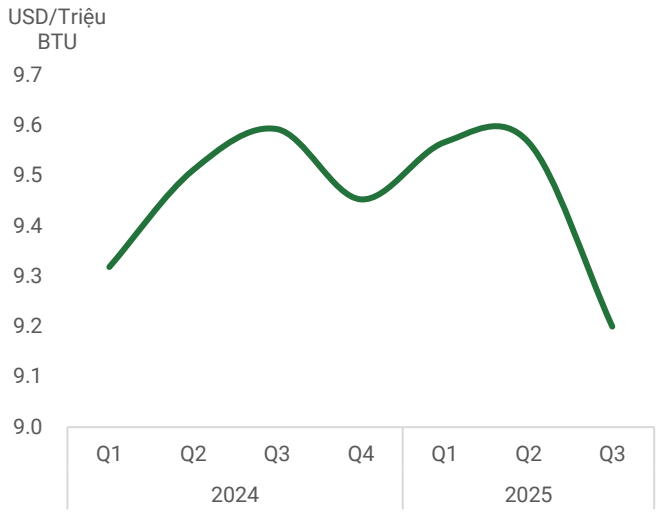
Nguồn: Bộ công thương, PHS tổng hợp

Hình 8: Diễn biến giá FMP (giá thị trường điện toàn phần) duy trì xu hướng giảm, điều này chủ yếu đến từ điều kiện thủy văn trong 2025 thuận lợi hơn. Qua đó giúp tăng huy động điện từ thủy điện – vốn có giá bán thấp hơn so với các loại hình còn lại



Nguồn: EVN, PHS tổng hợp

Hình 9: Giá khí nguyên liệu đầu cho các nhà máy điện khí vào vẫn ổn định và ở mức tương đối cao so với 2 năm trở về trước.



Nguồn: Genco3, PHS tổng hợp

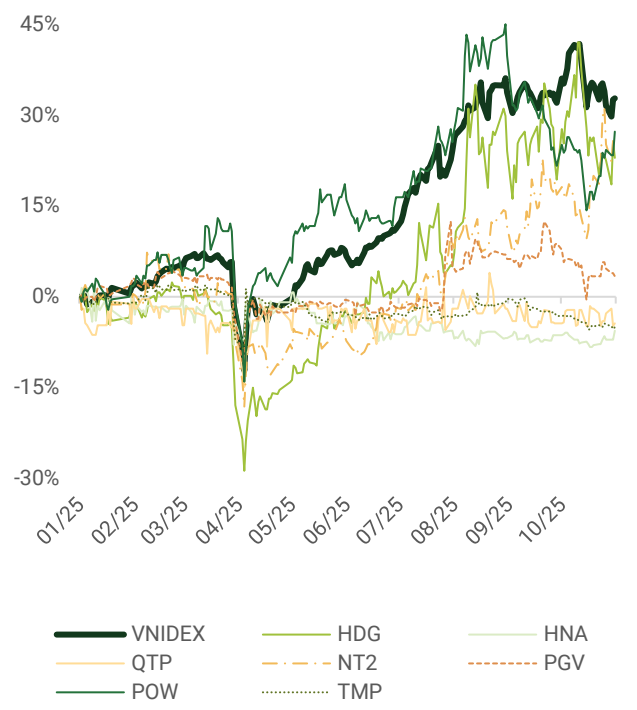
Phụ lục 2: Tổng hợp định giá các cổ phiếu ngành điện

Bảng 2: Hiệu suất các cổ phiếu ngành điện (% thay đổi giá cổ phiếu tính đến ngày 31/10/2025, đã bao gồm loại trừ ảnh hưởng của nhóm cổ phiếu có vốn hóa lớn như VIC, VHM, VRE, VPL)

	HDG	NT2	POW	PGV	TMP	HNA	QTP	VNINDEX (điều chỉnh)
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	11,432	5,504	5,781	6,938	22,413	34,426	4,410	5,616,691
1Y	23%	-5%	-1%	40%	0%	27%	2%	**18%**
YTD	23%	-6%	-4%	25%	3%	27%	-5%	**20%**
6M	1%	-6%	-6%	-3%	-2%	13%	-3%	**3%**
3M	-5%	-2%	-4%	0%	2%	11%	0%	**4%**
1M	-4%	-2%	-1%	-1%	1%	0%	-1%	**3%**
% thay đổi so với giá cao nhất 1 năm	-13%	-11%	-8%	-4%	-8%	-12%	-7%	**-5%**
% thay đổi so với giá thấp nhất 1 năm	73%	3%	12%	53%	16%	48%	4%	**41%**

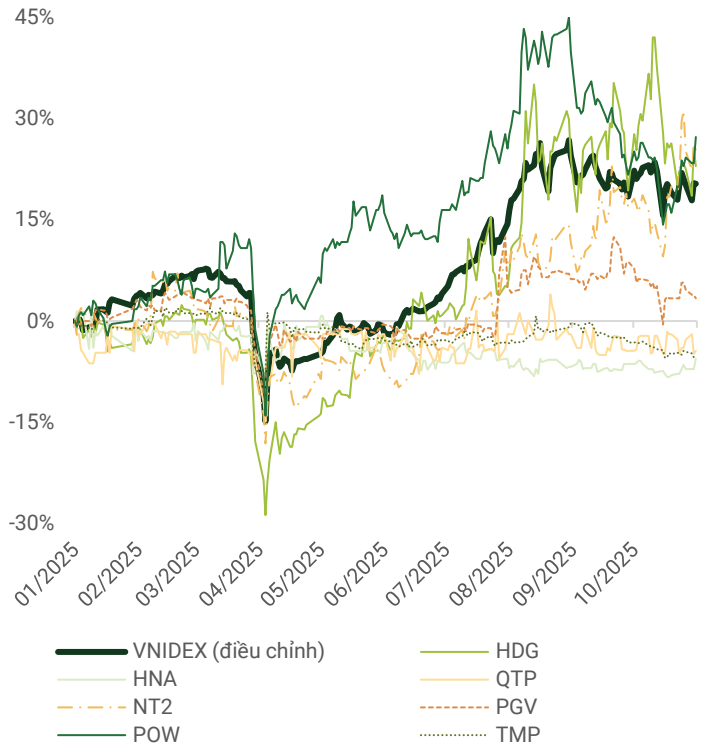
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 10: Các cổ phiếu ngành điện đều đang có hiệu suất kém hơn so với thị trường chung do chịu ảnh hưởng bởi một số cổ phiếu có vốn hóa lớn (VIC, VHM, VRE, VPL…)



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 11: …Theo đó, nếu loại trừ đi ảnh hưởng của các nhóm này, chúng tôi nhận thấy hiệu suất của một số cổ phiếu như POW và HDG vẫn tương đối khả quan so với thị trường chung.



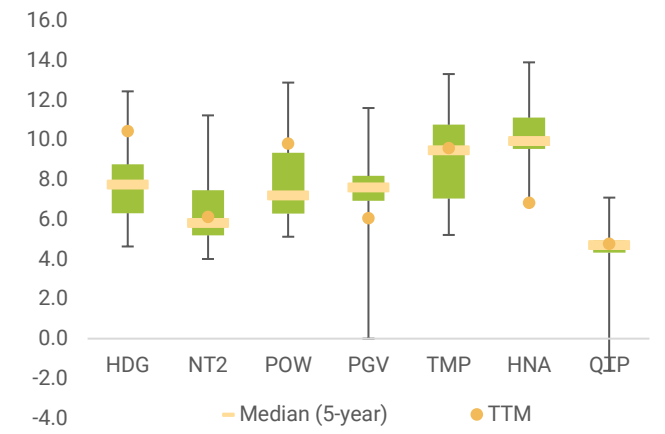
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp và ước tính

Bảng 3: Tổng hợp định giá một số cổ phiếu ngành điện

Mã cổ phiếu	Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	Giá đóng cửa tại 14/11/2025 (VND/cổ phiếu)	Giá mục tiêu (VND/cổ phiếu)	% Tiềm năng tăng/ giảm giá	P/E TTM
NT2	6,837	24,250	27,400	13%	10.5
HDG	11,617	32,700	33,800	3%	33.7

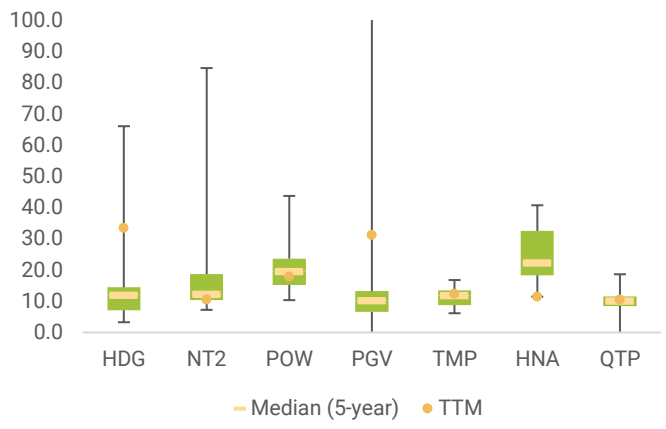
Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 12: Diễn biến EV/EBITDA trong vòng 5 năm qua



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Hình 13: Diễn biến P/E trong vòng 5 năm qua



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Tô Đình Hiền Viên, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

MUA: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

TĂNG TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

NẮM GIỮ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

GIẢM TỶ TRỌNG: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ từ 0% đến -10%.

BÁN: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%.

KHÔNG XẾP HẠNG: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng
Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472
Call Center: (84-28) 5 413 5488
Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1
Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Bến Thành, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3
Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình
Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa, Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân
Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Yên Hòa, Hà Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng
Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801