KB Securities VIETNAM

KBSV RESEARCH

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

17/04/2026

Tư vấn Xây dựng Điện 1 (TV1)

Định giá hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng

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

Mua

Giá mục tiêu	VND 43,900
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	30,000 – 31,000
Lợi nhuận kỳ vọng 1	44%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	25.600 – 26,600
Lợi nhuận kỳ vọng 2	65%

Lưu ý:

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng điểm mua cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kỳ vọng doanh thu mảng tư vấn điện bứt phá nhờ chính sách thuận lợi thúc đẩy môi trường đầu tư. KBSV ước tính tổng giá trị hợp đồng ký mới hàng năm của mảng đường dây và nhà máy điện 2026-2030 sẽ đạt 218.9/413 tỷ VND (+9.1%/+13% trung bình của 2021-2025).

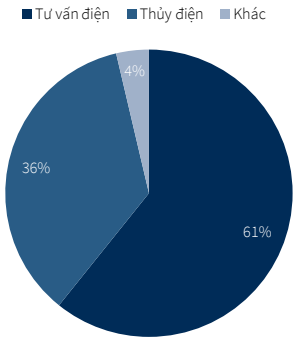
Nhà máy thủy điện Sông Bung 5 vận hành ổn định, giúp duy trì bộ đệm lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận gộp ước đạt 160 tỷ VND và 70 tỷ VND giai đoạn 2026-2030 (-31%/-51% so với 2021 – 2025).

Bảng cân đối hết nợ vay, hỗ trợ cải thiện lợi nhuận hằng năm, ước tính vào khoảng 100 tỷ VND 2026 – 2030. Nếu thực hiện chi trả toàn bộ lợi nhuận, mức chi trả cổ tức là 35% (tương đương tỷ suất sinh lời cổ tức 10%), mức khá cao so với các doanh nghiệp tư vấn điện khác.

Hoạt động kinh doanh

TV1 tập trung vào 2 mảng kinh doanh chính: (i) tư vấn, khảo sát, thiết kế kỹ thuật; (ii) sở hữu và quản lý vận hành nhà máy thủy điện. Công ty đã tham gia nhiều dự án nguồn điện trọng điểm quốc gia như: Dự án Nhà máy Thủy điện Hòa Bình mở rộng, Nhà máy Nhiệt điện Quảng Trạch I (tư vấn kỹ thuật tổng thể) và dự án LNG Nhơn Trạch 3&4 (lập Pre-FS, thẩm tra FS, thiết kế kỹ thuật).Nhà máy Thủy điện Sông Bung 5 do TV1 sở hữu có doanh thu/lợi nhuận gộp bán điện hàng năm khoảng 230/144 tỷ VND.

Cơ cấu doanh thu 2025

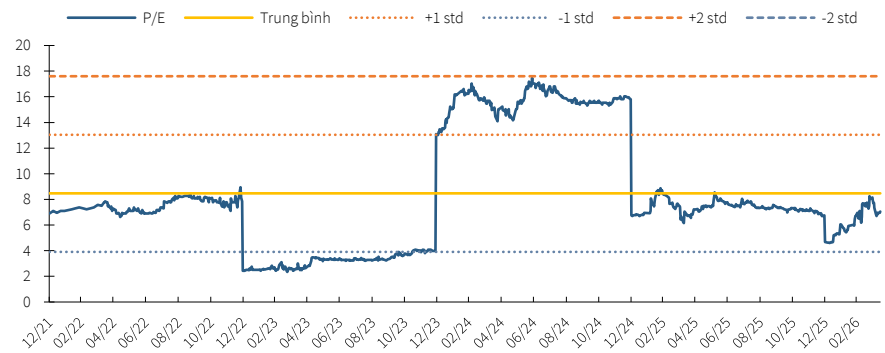


Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

Tương quan mặt bằng giá

Hiện TV1 đang được giao dịch với mức P/E 6 lần, tương ứng với vùng P/E thấp hơn trung bình 5 năm của cổ phiếu. Với kì vọng kết quả kinh doanh của mảng tư vấn sẽ hưởng lợi nhờ chu kỳ mở rộng đầu tư hạ tầng ngành điện, chúng tôi cho rằng mức tái định giá P/E fw 2026 vào khoảng 8.7 lần là phù hợp với mức tăng trưởng trung bình 18% của lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2026-2030 so với giai đoạn 2021-2025 trước đó.

Diễn biến P/E của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

1. Ngành điện bước vào chu kỳ đầu tư hạ tầng, bổ sung nguồn việc dồi dào và khả năng đàm phán giá tốt hơn

Mảng đường dây truyền tải: Chu kì đầu tư thúc đẩy hoạt động tư vấn xây lắp

QHĐ VIII ước tính tổng nhu cầu tiêu thụ điện đến năm 2030 đạt tăng trưởng 9% mỗi năm, theo đó tổng mức đầu tư cho lưới điện đặt mục tiêu tương ứng là 340 nghìn tỷ VND. Với việc hoàn thành giải ngân hơn 160 nghìn tỷ VND đường dây truyền tải giai đoạn 2021-2025 (hoàn thành 49% kế hoạch), khối lượng công việc còn lại cho các doanh nghiệp tư vấn như TV1 là rất lớn, đặc biệt khi tình hình tài chính EVN cho thấy sự cải thiện và các thủ tục pháp lý được tháo gỡ được kì vọng sẽ thúc đẩy tiến độ triển khai các dự án đường dây mới. Trong kịch bản thận trọng, KBSV ước tính giá trị ký mới bình quân của mảng đường dây trong 2026-2030 đạt 218.9 tỷ VND (+9.1% so với bình quân của 2021-2025).

Bảng 1. Một số văn bản luật giúp tháo gỡ khó khăn

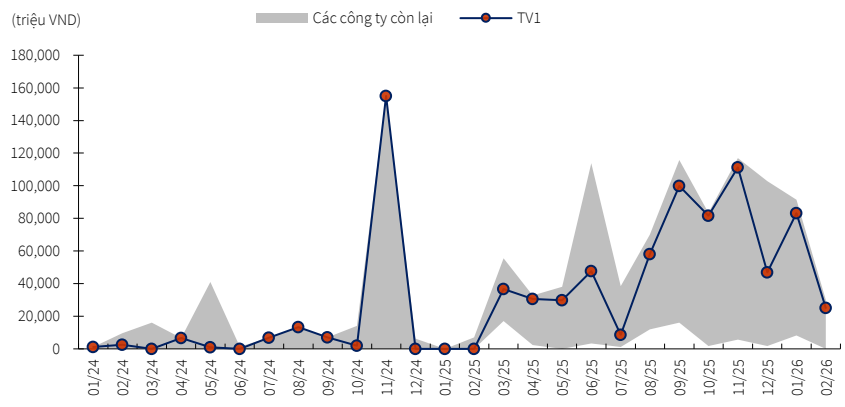
Vấn đề	Điểm nghẽn pháp lý	Tác động	Giải pháp	Căn cứ
Không có cơ chế thay đổi quy hoạch đối với các dự án giúp thay thế vai trò của các dự án lưới điện chậm tiến độ.	Điều 52 Luật số 112/2025 về căn cứ điều chỉnh quy hoạch không quy định căn cứ thực hiện dự án giúp thay thế dự án chậm tiến độ trong quy hoạch.	Các dự án chậm tiến độ và không đưa vào sử dụng trong khi thiếu các dự án thay thế.	Cho phép Bộ Công thương, UBND tỉnh đề xuất các phương án thay thế đối với các dự án bị chậm trễ từ 18-24 tháng.	Khoản 5, điều 14 Nghị định 56/2025 Điều 4 Nghị quyết 253
Thẩm quyền chấp thuận chủ trương đầu tư với dự án truyền tải đi qua 2 tỉnh trở lên bị kéo dài.	Thẩm quyền chấp thuận chủ trương đầu tư là Thủ tướng Chính phủ nên kéo dài thời gian phê duyệt chủ trương đầu tư.	Thời gian thực hiện dự án bị kéo dài	Thẩm quyền chấp thuận chủ trương đầu tư nay thuộc UBND tỉnh đối với dự án cấp điện áp dưới 220 kV. Ngoài ra trách nhiệm của từng UBND cũng được làm rõ.	Điều 13 Luật điện lực 2024
Nhiều thủ tục để triển khai thực hiện dự án.	Dự án lưới điện cần thực hiện nhiều thủ tục gồm: chấp thuận chủ trương đầu tư, phương án sử dụng đất,…	Thời gian thực hiện dự án bị kéo dài	Cho phép quyết định phê duyệt quy hoạch phát triển điện lực là cơ sở để thực hiện	Điều 5 Nghị quyết 253

Nguồn: KBSV tổng hợp và đánh giá

Mảng tư vấn nhà máy điện: Năng lực tư vấn dần được chứng minh, mở ra cơ hội tiếp cận các gói thầu quy mô lớn

Vào tháng 9/2025, liên danh TV1 - TV3 đã trúng Gói thầu số 07 (TV07-QTII) Tư vấn đấu thầu và hỗ trợ quản lý hợp đồng cho Dự án Nhà máy Nhiệt điện LNG Quảng Trạch II với giá trị 192.3 tỷ đồng. Bên cạnh đó, tháng 3/2026, TV1 tiếp tục trúng thầu Gói tư vấn lập Báo cáo tiền khả thi cho Dự án Điện hạt nhân Ninh Thuận 1 với giá trị hợp đồng 8.4 tỷ đồng. Với năng lực và kinh nghiệm được chứng minh, TV1 sẽ có lợi thế tiếp tục tham gia tư vấn nhiều dự án cùng quy mô và mở rộng chuỗi giá trị dịch vụ cung cấp từ tư vấn, thiết kế sang xây lắp và vận hành. Với mục tiêu tham vọng trong QHĐ VIII đến 2030 hoàn thành 20,700 MW điện khí LNG, các chính sách đột phá và đồng bộ của Chính phủ được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiến độ các dự án lớn và bổ sung nguồn công việc dồi dào cho doanh nghiệp, ước tính giá trị ký mới bình quân năm của mảng nhà máy điện trong 2026-2030 sẽ đạt 413 tỷ VND (+13% so với bình quân 2021 – 2025).

Biểu đồ 1. Giá trị công việc ký mới của TV1 và các công ty tư vấn điện 2025 – 02/2026

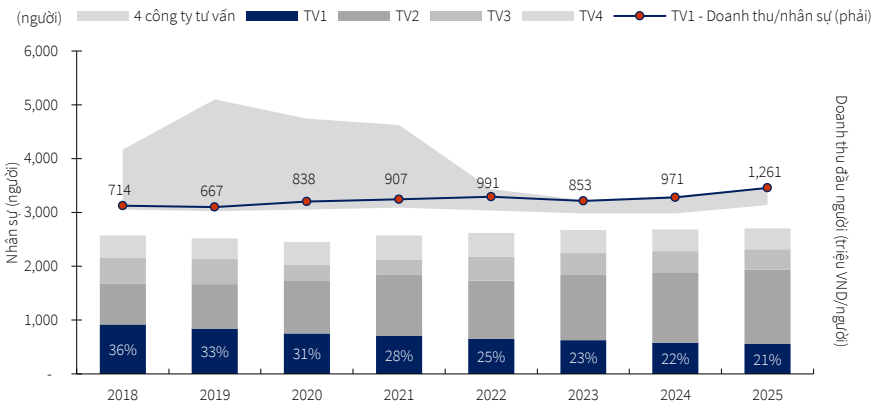


Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp được kì vọng sẽ phục hồi nhờ nỗ lực tối ưu chi phí và chu kì thuận lợi của ngành

Đặc thù của ngành tư vấn điện là rào cản ra nhập ngành cao giữa các đối thủ bên ngoài EVN và các công ty tư vấn điện trực thuộc EVN (TV1, TV2, TV3 và TV4) do 1 số nguyên nhân: i) Đội ngũ chuyên gia có tay nghề cao và gắn bó với công ty; ii) Việc thừa hưởng kinh nghiệm từ các dự án trước đó cho phép các công ty có lợi thế thực hiện các gói thầu tương tự trên cùng địa bàn với chi phí tốt hơn; iii) Chi phí lao động chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi phí nên các công ty sẽ ưu tiên đấu thầu các gói thầu gần nhau, trong khu vực nhất định nhằm tối ưu chi phí. Do đó, trong bối cảnh nguồn cung công việc dồi dào hơn, áp lực cạnh tranh của các công ty tư vấn điện trực thuộc EVN dẫn đến giảm giá sẽ được giảm bớt, mở ra cơ hội cải thiện biên lợi nhuận. Ngoài ra, chúng tôi cũng thấy rằng nguồn việc đến từ các chủ đầu tư bên ngoài EVN cũng sẽ mang lại biên lợi nhuận tốt hơn cho các dự án. KBSV dự phóng mảng tư vấn điện sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp quanh mức 22% trong 2026-2030 (cao hơn so với trung bình 2021-2025 là 21%).

Biểu đồ 2. Số lượng nhân sự và doanh thu/nhân sự bình quân năm của TV1



Nguồn: Các công ty tư vấn điện, KBSV tính toán và tổng hợp

2. Nhà máy thủy điện Sông Bung 5 vận hành ổn định, giúp duy trì bộ đệm lợi nhuận.

Hoạt động gặp khó khăn trong ngắn hạn do thời tiết nhưng duy trì sản lượng trung bình 210 triệu kWh/năm trong dài hạn

Chiếm tới 60% - 67% tổng lợi nhuận gộp của TV1, sự ổn định đến từ mảng thủy điện đóng vai trò bộ đệm quan trọng, đem lại dòng tiền đều đặn cho TV1. Trong năm 2026-2027, dưới tác động tiêu cực của pha thời tiết trung tính và El Nino tăng xác suất diễn ra, sản lượng mảng thủy điện sẽ bị suy giảm do lượng mưa của khu vực suy giảm dẫn tới lưu lượng nước thượng nguồn từ thủy điện Sông Bung 2 và Sông Bung 4 thấp hơn đáng kể, dự kiến ở mức 200/190 triệu kWh (-15%/-5% YoY). Trong dài hạn, sản lượng trung bình của nhà máy được dự báo ở mức 210 triệu kWh, tương đương hệ số tải trung bình 2021-2025 là 44%.

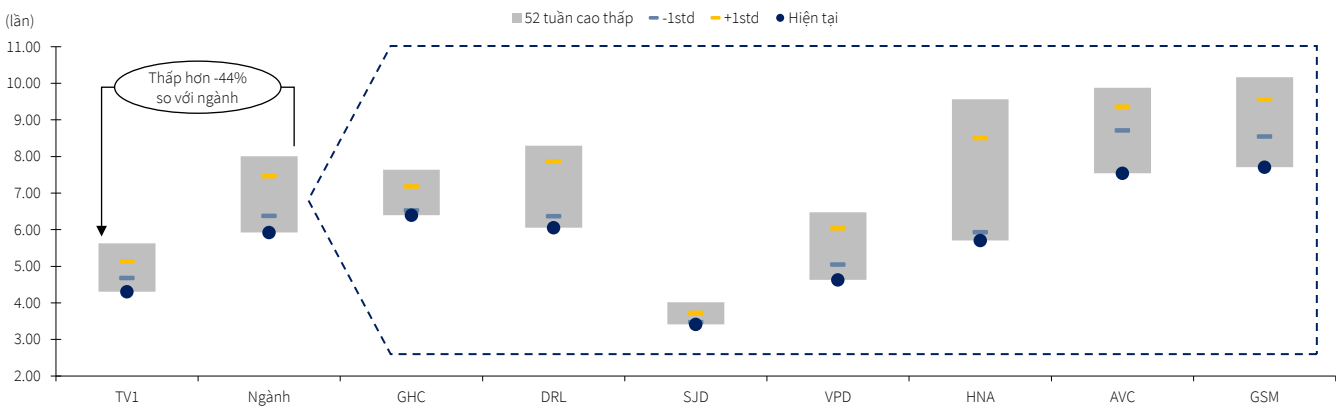
Giá bán hợp đồng điều chỉnh giảm từ 2027 nhưng được bù đắp 1 phần bằng tăng tỷ trọng bán trên thị trường điện cạnh tranh

Theo ban lãnh đạo của công ty, do phương thức đầu tư dự án chưa được tối ưu dẫn đến đàm phán hợp đồng giá điện ở mức thấp, ước tính giá bán trung bình (chưa bao gồm thuế tài nguyên môi trường, phí sử dụng rừng) sau 2027 vào khoảng 500-600 VND (thấp hơn 40-50% so với giá trung bình 2021-2025). Tuy nhiên, với định hướng phát triển sang thị trường phát điện cạnh tranh, chúng tôi kì vọng tỷ trọng phát điện trên thị trường cạnh tranh của nhà máy sẽ đạt 10% vào năm 2030, từ đó nâng giá bán trung bình đạt ở mức tối đa 600 VND/kWh theo ước tính của ban lãnh đạo. Doanh thu và lợi nhuận gộp của TV1 nhờ đó dự kiến sẽ duy trì ổn định quanh mức 160 tỷ VND và 70 tỷ VND giai đoạn 2026-2030 (-31%/-51% so với giai đoạn 2021 – 2025).

Tài sản thủy điện được định giá rẻ, thấp hơn 44% so với ngành

Sau 4 lần thông báo và tổ chức đấu giá thủy điện Sông Bung 5 nhưng thất bại do giá đấu giá quá cao, vào 2021 công ty đã phải điều chỉnh giảm giá khởi điểm còn 1,390 tỷ VND (-12% so với giá trước đó) nhưng kết quả không khả quan dẫn đến quyết định nắm giữ tài sản đến thời điểm hiện tại. KBSV đánh giá việc liên tục thất bại trong việc đấu giá là bởi mức giá khởi điểm quá cao (tương đương mức định giá EV/EBITDA 10.5 lần, trong khi rủi ro điều chỉnh giá bán trong tương lai khiến định giá dự án không hấp dẫn). Tuy nhiên với mức định giá EV/EBITDA hiện tại của TV1 khoảng 6.6x tương ứng vào năm 2027 (khi giá bán điện giữ ổn định), việc hưởng lợi gián tiếp lợi ích của dự án thủy điện thông qua nắm giữ TV1 là khá hấp dẫn.

Biểu đồ 3. Định giá EV/EBITDA TV1 so với các doanh nghiệp thủy điện khác



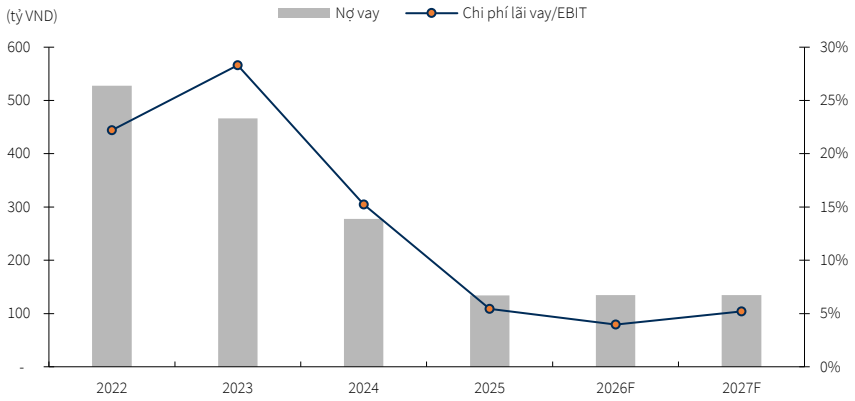
Nguồn: Bloomberg, KBSV

3. Bảng cân đối hết nợ vay, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận từ cắt giảm chi phí lãi vay và tăng khả năng chi trả cổ tức

Các mảng hoạt động kinh doanh đem lại dòng tiền ổn định, hỗ trợ tỷ lệ chi trả cổ tức lên tới 35% (tương đương tỷ suất cổ tức 10.5%)

Sau giai đoạn tái cơ cấu, tổng nợ vay tại thủy điện sông Bung 5 của TV1 đã hoàn thành thanh toán, giúp doanh nghiệp không phát sinh chi phí lãi vay kể từ 2026. Với mức lợi nhuận trung bình hằng năm ước tính vào khoảng 100 tỷ VND 2026 - 2030, KBSV dự kiến doanh nghiệp có khả năng tăng mức chi trả cổ tức lên đến 35% (tương đương tỷ suất sinh lời cổ tức 10.5%), mức khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành nhờ dòng tiền ổn định bổ sung mảng thủy điện.

Biểu đồ 4. Tổng dư nợ và tỷ lệ chi phí lãi vay/EBIT của TV1



Nguồn: TV1, KBSV tổng hợp và ước tính

Rủi ro

Tốc độ hướng tới triển khai thị trường bán buôn cạnh tranh chậm hơn so với dự kiến

Trong quá khứ, tỷ lệ alpha (tỷ lệ bán điện theo giá hợp đồng) của các nhà máy thủy điện từng ở mức 80%, nhưng do tình hình tài chính kém hiệu quả của EVN dẫn đến tỷ lệ này ở 2025 đạt 98%, khiến cho giá bán của các nhà máy điện suy giảm. KBSV kì vọng tốc độ tiến tới thị trường bán buôn cạnh tranh sẽ được thúc đẩy khi tình hình tài chính của EVN tốt hơn nhờ các chính sách thuận lợi hơn cho việc tăng giá điện các năm gần đây.

Chậm trễ triển khai các dự án mới trong quy hoạch do cơ chế giá và sản lượng chưa hấp dẫn

Dù các chính sách pháp lý đã được thay đổi theo hướng cởi mở nhằm thúc đẩy tiến độ triển khai các dự án mới, cơ chế liên quan tới giá bán điện và sản lượng vẫn chưa đủ hấp dẫn các nhà đầu tư, làm tăng rủi ro thua lỗ khi các dự án vận hành trong năm đầu. Việc các nhà đầu tư e dè và chưa triển khai dự án có thể ảnh hưởng tới khối lượng công việc trong tương lai của TV1.

Định giá

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu 43,900 VND/cổ phiếu

Kết quả kinh doanh ấn tượng trong 2025 đã giúp mặt bằng định giá hiện tại của TV1 ở mức hấp dẫn nhỉnh hơn 5 lần cho chỉ số EV/EBITDA (thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 5.4 lần). Với kì vọng mảng kinh doanh cốt lõi là tư vấn điện tiếp tục tăng trưởng nhờ chu kỳ đầu tư mở rộng của ngành và mảng thủy điện vận hành ổn định, chúng tôi đánh giá TV1 là cơ hội phù hợp để giải ngân. Kết hợp 2 phương pháp SOTP và FCFF, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho TV1 là 43,900 VND, upside 34% so với giá đóng cửa ngày 16/04/2026.

Bảng 5. Tổng hợp định giá FCFF

(tỷ VND)	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận ròng	135	104	106	106	106
(+) Khấu hao	38	36	34	32	30
(+) Lãi vay x (1-t)	6	6	6	6	6
(-) Thay đổi vốn lưu động	2	-7	-3	-2	-3
(-) CAPEX	-4	-4	-4	-4	-4
FCFF	172	128	130	125	119
Giá trị hiện tại FCFF	**159**	**106**	**99**	**86**	**73**
Tổng giá trị dòng tiền hiện tại					524
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối cùng					564
Giá trị doanh nghiệp					1,088
(+) Tiền và tương đương tiền					195
(+) Giá trị đầu tư cty liên kết & tài chính					0
(-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS					-135
Giá trị VCSH					**1,148**
Giá trị/cổ phiếu (làm tròn)					**43,027**

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 6. Tổng hợp định giá SOTP

(tỷ VND)	Phương pháp	Giá trị ước tính	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị hợp nhất
Mảng tư vấn điện	DCF	550	100%	550
Mảng thủy điện	DCF	584	100%	584
Tổng giá trị				**1,134**
(+) Tiền và tương đương tiền				195
(+) Giá trị đầu tư chứng khoán kinh doanh				0
(-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS				-135
Giá trị VCSH				**1,194**
Chiết khấu đa ngành				0%
Giá trị/cổ phiếu				**44,739**

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 7. Tổng hợp định giá TV1

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	43,027	50%	21,513
SOTP	44,739	50%	22,369
Giá mục tiêu (làm tròn)			**43,900**
Upside			**34%**

Nguồn: KBSV

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Phường Ngọc Hà, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:
Địa chỉ: Tầng 1&2, Tòa nhà Văn phòng, số 5 Điện Biên Phủ, Phường Ba Đình, TP Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:
Địa chỉ: Tầng 21, Tòa nhà Vietinbank, số 93 - 95 Hàm Nghi, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:
Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, số 37 Tôn Đức Thắng, Phường Sài Gòn, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ
Hotline: 1900 1711
Email: info@kbsec.com.vn
Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu
(Dựa trên kỳ vọng tăng giá trong 6 tháng tới)

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

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành
(Dựa trên đánh giá triển vọng trong 6 tháng tới)

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

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