

ĐIỆN – NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO

Báo cáo chuyên đề

Nhu cầu vốn lớn thúc đẩy cấu trúc tài trợ đa kênh – Phần 1: Vốn nợ

- Trong sự phát triển của NLTT, bên cạnh cơ chế pháp lý, vốn là yếu tố tiên quyết quyết định tốc độ phát triển và khả năng cạnh tranh của điện tái tạo.
- Với nhu cầu vốn đầu tư khổng lồ cho sự phát triển, đa dạng hóa nguồn vốn là nhu cầu tất yếu trong giai đoạn tới.
- Tín dụng ngân hàng sẽ tiếp tục là nền tảng, trong khi thị trường vốn (trái phiếu, vốn chủ) sẽ ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc tái cấp vốn và tái xoay vòng vốn, qua đó giúp doanh nghiệp mở rộng danh mục dự án.

Luận điểm:

Nhu cầu vốn cao khiến chi phí tài chính trở thành yếu tố tiên quyết

NLTT là ngành có đặc tính thâm dụng vốn và phụ thuộc lớn vào đòn bẩy, khiến chi phí vốn và khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn tác động trực tiếp đến chi phí điện năng quy dẫn (LCOE) và tính cạnh tranh của dự án. Tại Việt Nam, dù tỷ lệ vay tại nhiều dự án đã đạt 59–87% tổng vốn đầu tư, chi phí vốn vẫn cao hơn nhiều thị trường phát triển, tạo dư địa đáng kể để tối ưu cấu trúc và chi phí vốn.

Tín dụng là nền tảng, nhưng đa dạng hóa nguồn vốn là nhu cầu tất yếu

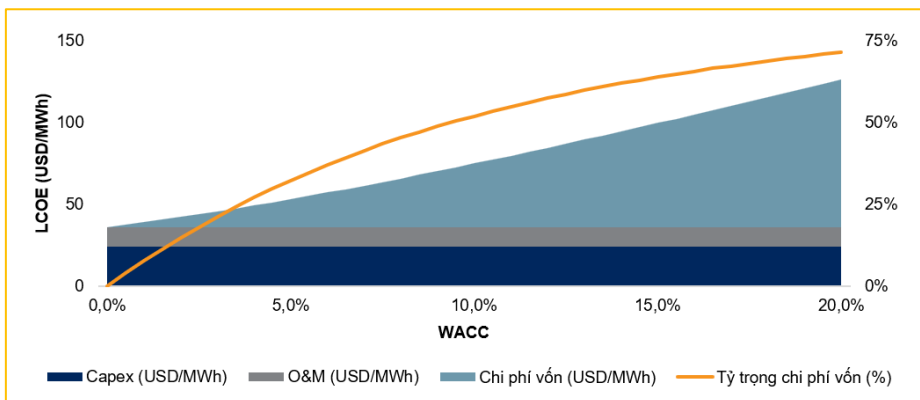
Trong tổng nguồn vốn đầu tư cho lĩnh vực NLTT, tín dụng ngân hàng hiện vẫn là kênh chủ đạo trong việc cung ứng vốn cho các dự án. Tính đến tháng 6/2026, tổng quy mô dư nợ tín dụng xanh đạt ~ 828.000, tăng gấp 4,7 lần so với năm 2017. Tín dụng ngân hàng sẽ tiếp tục đóng vai trò nền tảng, đặc biệt trong giai đoạn phát triển và xây dựng dự án nhờ khả năng cung cấp đòn bẩy cao. Tuy nhiên, sự phụ thuộc vào hạn mức tín dụng, tài sản đảm bảo và bảng cân đối của chủ đầu tư sẽ ngày càng trở thành rào cản khi quy mô danh mục và nhu cầu vốn ngày càng tăng lên, thúc đẩy nhu cầu phát triển các nguồn huy động khác từ thị trường vốn.

Trái phiếu có dư địa lớn cho đa dạng hóa nguồn vốn và tái cấp vốn cho NLTT

Trái phiếu từng đóng vai trò quan trọng trong chu kỳ bùng nổ NLTT năm 2019-2021 và còn nhiều dư địa khi quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) Việt Nam vẫn ở mức thấp so với khu vực và thế giới. Trong giai đoạn tới, trái phiếu vẫn có thể tham gia tài trợ từ đầu cho dự án, nhưng chúng tôi nhận thấy rằng tái cấp vốn (refinancing) cho các tài sản đã vận hành và có dòng tiền ổn định có thể là hướng phát triển nổi bật, giúp kéo dài kỳ hạn vốn, giải phóng hạn mức ngân hàng và tái xoay vòng vốn cho các dự án mới; trong khi kênh trái phiếu xanh mở thêm khả năng tiếp cận dòng vốn ESG dài hạn.

Quy mô đầu tư lớn thúc đẩy ngành NLTT chuyển sang cấu trúc vốn đa kênh

Với nhu cầu đầu tư nguồn và lưới điện dự kiến lên tới 136 tỷ USD trong giai đoạn 2026-30 (theo Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh), tín dụng ngân hàng khó có thể đáp ứng toàn bộ nhu cầu vốn của ngành. Do đó, cấu trúc vốn nhiều khả năng sẽ chuyển theo hướng phân vai rõ hơn theo vòng đời dự án với trái phiếu là cầu nối giúp chuyển một phần nhu cầu vốn (nợ) từ hệ thống ngân hàng sang thị trường vốn. Xa hơn nữa, phát triển cấu trúc vốn thông qua kênh vốn cổ phần sẽ giúp các doanh nghiệp NLTT có thể tận dụng tối đa nguồn lực từ thị trường vốn để mở rộng và phát triển danh mục dự án.



Nguồn: IEA, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên Phân tích:

Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Phạm Anh Tuấn

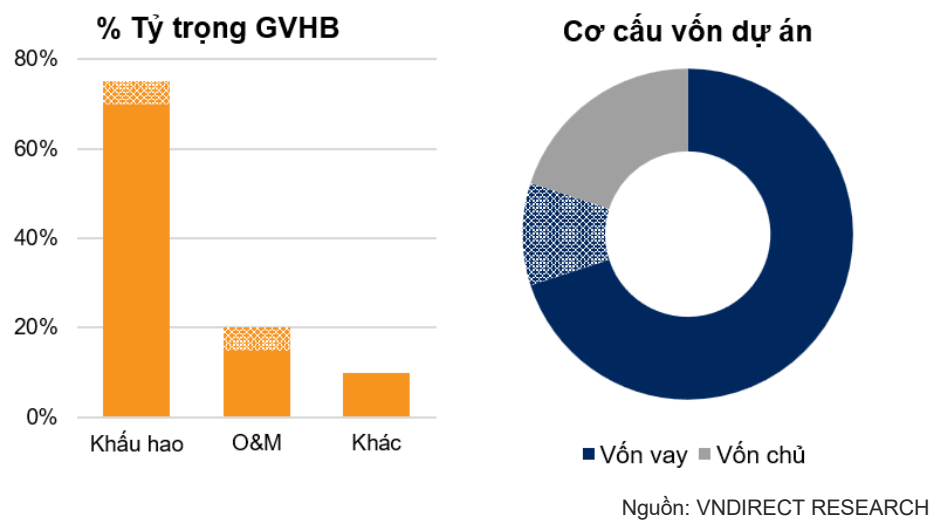
tuan.nguyennanh11@vndirect.com.vn

Thị trường vốn nợ và sự phát triển của ngành NLTT

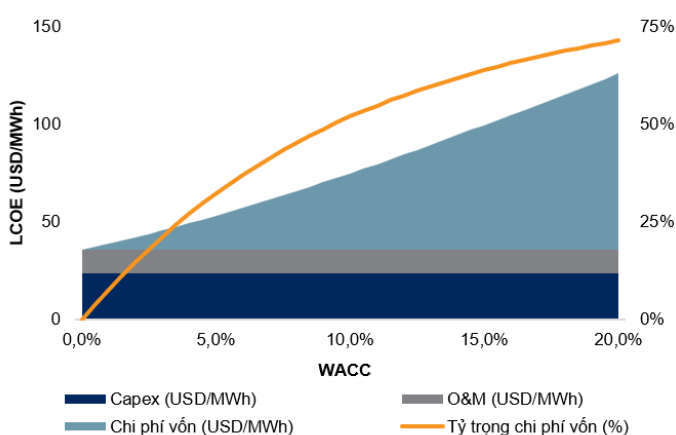
Nhu cầu vốn cao khiến chi phí tài chính trở thành yếu tố quyết định đến hiệu quả dự án

NLTT là ngành có tính chất thâm dụng vốn đặc thù, khi phần lớn chi phí đầu tư được bỏ ra ngay từ đầu cho thiết bị và xây dựng, trong khi chi phí nhiên liệu gần như bằng 0 và chi phí O&M chỉ ở mức tương đối trong suốt vòng đời 20–30 năm. Với đặc thù đó, các dự án NLTT thường đòi hỏi tỷ trọng vốn vay rất cao. Do đó, chi phí vốn và khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến LCOE và tính cạnh tranh của dự án. Theo ước tính của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), tại Mỹ, chi phí vốn có thể chiếm từ 20-50% LCOE của một dự án điện mặt trời. Và tỷ trọng chi phí tài chính trong LCOE cũng gia tăng đáng kể tại các thị trường có chi phí vốn cao.

Hình 1: Chi phí vốn đầu tư ban đầu chiếm tỷ trọng lớn khiến các dự án thường phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay

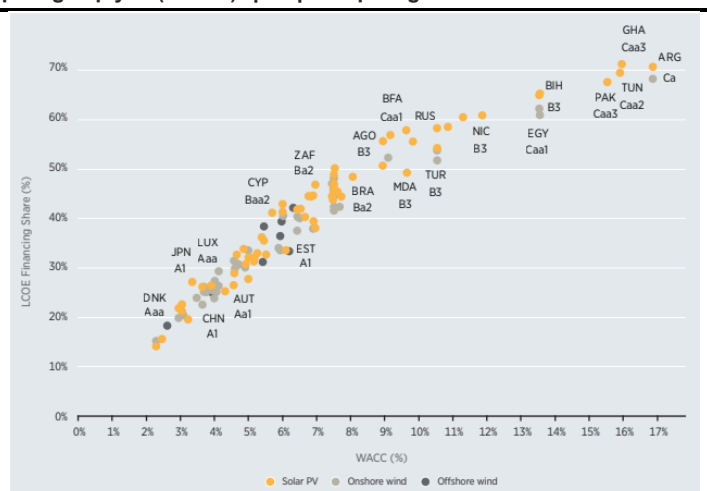


Hình 2: Minh họa độ nhạy giữa chi phí vốn và LCOE của một dự án điện mặt trời (theo dữ liệu của IEA)



Nguồn: IEA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Tỷ trọng chi phí tài chính trong LCOE so với chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) tại một số quốc gia

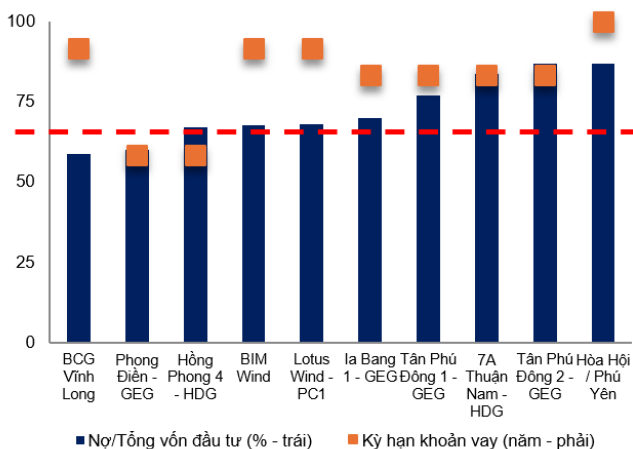


Nguồn: Cơ quan Năng lượng Tái tạo Quốc tế (IRENA)

Việt Nam cũng không ngoại lệ. Tham chiếu một số dự án NLTT tại Việt Nam, vốn vay chiếm 59–87% tổng vốn đầu tư (trung vị khoảng 69%) với kỳ hạn vay phổ biến trong khoảng 10-15 năm. Nếu so với các nước trên thế giới, tỷ lệ đòn bẩy này vẫn ở mức chưa cao so với tiêu chuẩn ở các nước phát triển (~80-

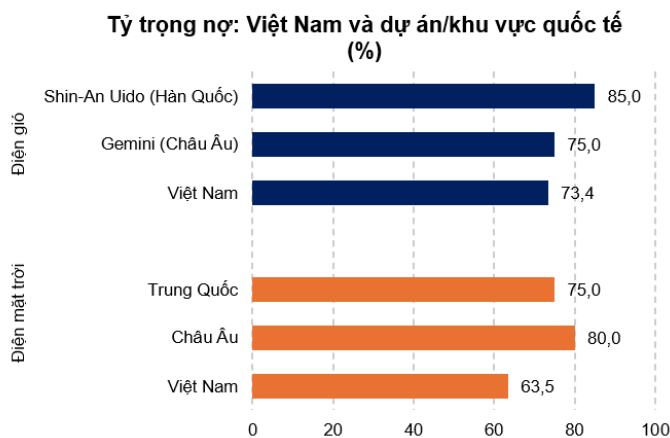
85%), nhưng chi phí vốn cao lại là một trở ngại làm giảm tính cạnh tranh (về giá) của nguồn điện tái tạo tại Việt Nam.

Hình 4: Vốn vay chiếm khoảng 70% tổng vốn đầu tư, với kỳ hạn phổ biến 10–15 năm



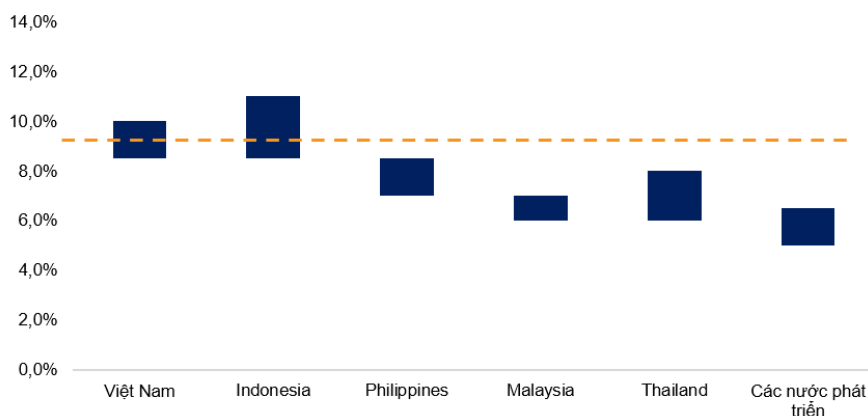
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Đòn bẩy cao/nợ cao là đặc tính phổ biến của các dự án NLTT



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: WACC cho các dự án điện mặt trời quy mô lớn tại một số nước giai đoạn 2015-2024. Chi phí vốn tại Việt Nam vẫn ở mức cao hơn khá nhiều so với các nước



Nguồn: IEA, VNDIRECT RESEARCH

Điều này cho thấy rằng vấn đề đối với sự phát triển NLTT tại Việt Nam không nằm ở việc sử dụng tỷ lệ nợ quá cao (và nguồn vốn vay vẫn sẽ đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của lĩnh vực NLTT), mà là khả năng tiếp cận nguồn vốn nợ dài hạn với chi phí cạnh tranh để có thể nâng cao hiệu quả kinh tế và khả năng cạnh tranh của dự án.

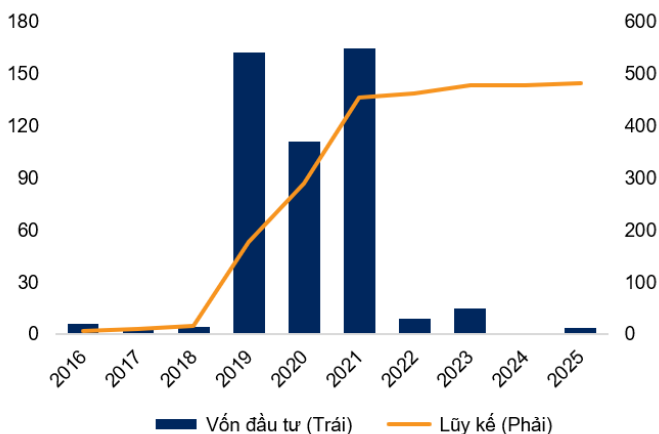
Tín dụng vẫn là kênh vốn chủ lực, nhưng hạn chế về khả năng cân đối nguồn vốn đòi hỏi đa dạng hóa các kênh huy động

Tín dụng vẫn là kênh dẫn vốn quan trọng....

Trong tổng nguồn vốn đầu tư cho lĩnh vực NLTT tại Việt Nam, tín dụng ngân hàng hiện vẫn là kênh chủ đạo, khi hệ thống NHTM đã đóng vai trò chính trong giai đoạn bùng nổ công suất 2019–2021 và tiếp tục là nguồn cung cấp vốn quan trọng cho các dự án mới. Tính đến cuối năm 2025, NHNN cho biết đến nay tổng quy mô dư nợ tín dụng xanh đạt ~780.000 tỷ đồng (và hơn 828.000 tỷ vào tháng

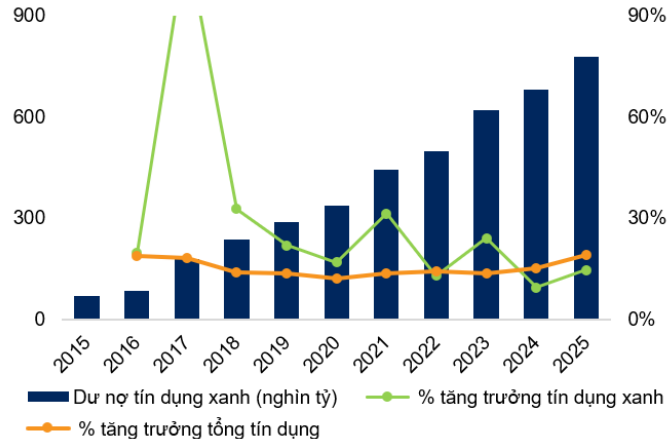
6/2026), tăng gấp 4,4 lần so với năm 2017. Trong đó, dự án NLTT, năng lượng xanh chiếm ~40% nguồn vốn tín dụng xanh, và tương đương ~65% tổng quy mô vốn đầu tư lũy kế vào các dự án NLTT. Kênh tín dụng có ưu thế nhờ khả năng cung cấp đòn bẩy lớn trong giai đoạn xây dựng, tận dụng quan hệ tín dụng sẵn có của nhà phát triển dự án và phù hợp với đặc tính vốn lớn đi cùng dòng tiền tương đối ổn định sau ngày vận hành thương mại (COD).

Hình 7: Quy mô vốn đầu tư (ước tính) vào các dự án NLTT Việt Nam (nghìn tỷ)



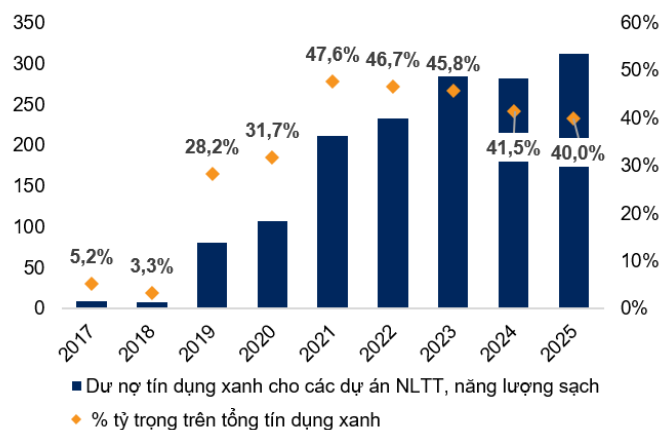
Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Quy mô dư nợ tín dụng xanh tại Việt Nam có sự tăng trưởng mạnh mẽ kể từ năm 2015 đến nay



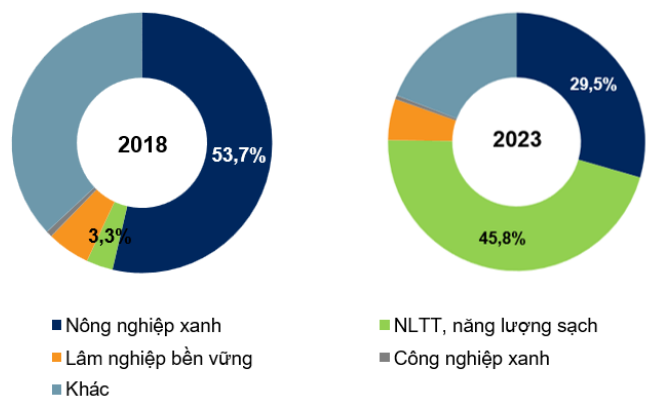
Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Quy mô tín dụng xanh cho các dự án NLTT, năng lượng sạch bùng nổ trước khi chững lại trong giai đoạn 2023-25



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Cơ cấu tín dụng xanh có sự chuyển dịch rõ nét với việc các dự án năng lượng sạch đóng vai trò trung tâm



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

... nhưng vẫn đang tồn tại nhiều trở ngại ảnh hưởng đến khả năng mở rộng kênh tín dụng

Tuy nhiên, tại Việt Nam, cấu trúc tài trợ phần nhiều vẫn dựa trên bảng cân đối, tài sản đảm bảo của doanh nghiệp và các cam kết bảo lãnh hơn là chỉ dựa trên tài sản và hợp đồng mua bán điện (PPA) dự án. Điều này khiến khả năng vay vốn bị giới hạn khi doanh nghiệp muốn đồng thời triển khai nhiều dự án.

Bên cạnh đó, mặc dù nhiều dự án NLTT đã tiếp cận được khoản vay với kỳ hạn từ 10-15 năm, vòng đời kinh tế của tài sản NLTT thường lên tới 20-25 năm, trong khi nguồn vốn huy động của ngân hàng có tỷ trọng đáng kể là tiền gửi ngắn và trung hạn. Do đó, các quy định tỷ lệ an toàn vốn, thanh khoản cũng giới

hạn khả năng ngân hàng sử dụng nguồn vốn ngắn hạn cho các khoản vay trung và dài hạn. Ngoài ra, từ năm 2026, giới hạn cấp tín dụng đối với một khách hàng và một khách hàng cùng người có liên quan lần lượt ở mức 13% và 21% vốn tự có của ngân hàng, và tiếp tục giảm theo lộ trình. Những giới hạn này, cùng hạn mức tín dụng theo năm, có thể trở thành trở ngại đáng kể đối với các nhà phát triển sở hữu danh mục dự án lớn hay các dự án có quy mô vốn đầu tư cao như điện gió ngoài khơi.

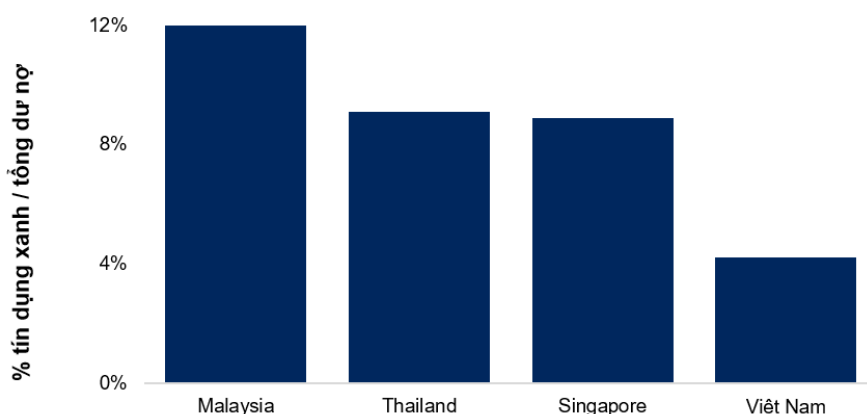
Tín dụng vẫn sẽ đóng vai trò quan trọng, nhưng nhu cầu đa dạng hóa kênh dẫn vốn là tất yếu cho sự phát triển NLTT

Dư địa còn rộng, tín dụng vẫn sẽ là kênh dẫn vốn quan trọng...

So với các nước trong khu vực, quy mô tín dụng xanh trên tổng dư nợ toàn nền kinh tế vẫn ở mức thấp, cho thấy rằng dư địa tăng trưởng tín dụng xanh tại Việt Nam vẫn còn rất lớn. Tuy nhiên, khi quy mô dự án và danh mục đầu tư tăng lên, việc tiếp tục dựa vào bảng cân đối của doanh nghiệp và hạn mức tín dụng ngân hàng sẽ giới hạn năng lực vốn cho sự phát triển của lĩnh vực NLTT.

Do đó, để có thể tận dụng dư địa này, ngành điện Việt Nam cần hoàn thiện một hành lang pháp lý và khung cơ chế có tính hấp dẫn, đồng bộ và ổn định để gia tăng khả năng huy động vốn tín dụng bằng các hợp đồng PPA dự án. Ngoài ra, hệ thống tài chính cũng cần đồng bộ hoàn thiện hành lang pháp lý, đa dạng hóa nguồn vốn ưu đãi và nâng cao năng lực thẩm định rủi ro môi trường cho các tổ chức tín dụng. Nhìn chung, chúng tôi vẫn tin rằng tín dụng ngân hàng sẽ tiếp tục là kênh dẫn vốn quan trọng cho NLTT trong những năm tới, và chuẩn hóa về mặt cơ chế sẽ giúp ngành NLTT tận dụng hiệu quả nguồn vốn này.

Hình 11: Quy mô tín dụng xanh trên tổng dư nợ tín dụng tại Việt Nam vẫn ở mức thấp hơn khá nhiều so với các nước trong khu vực (năm 2025)



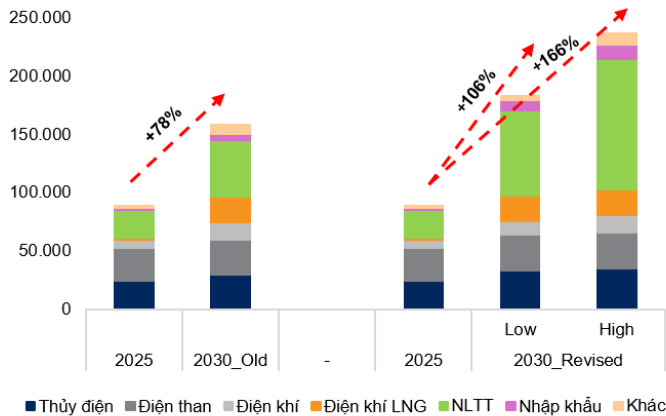
Nguồn: NHNN, Nguồn tổng hợp, VNDIRECT RESEARCH

... nhưng nhu cầu đa dạng hóa kênh dẫn vốn là tất yếu cho sự phát triển bền vững của ngành NLTT

Dù tín dụng vẫn sẽ là kênh dẫn vốn quan trọng, chúng tôi tin rằng **nhu cầu đa dạng hóa nguồn vốn cho phát triển NLTT là tất yếu** khi nhu cầu và quy mô vốn đầu tư cho ngành Điện sẽ ngày càng lớn. Theo Quy hoạch điện VIII (QHĐ VIII) điều chỉnh, tổng nhu cầu đầu tư cho nguồn và lưới điện truyền tải trong giai đoạn 2026–2030 ước khoảng 136,3 tỷ USD, tương đương hơn 27 tỷ USD mỗi năm. Với mức tăng trưởng tín dụng ~15-17% mỗi năm, chúng tôi ước tính mức nhu cầu đầu tư ngành điện mỗi năm sẽ tương đương ~22-23% lượng tín dụng

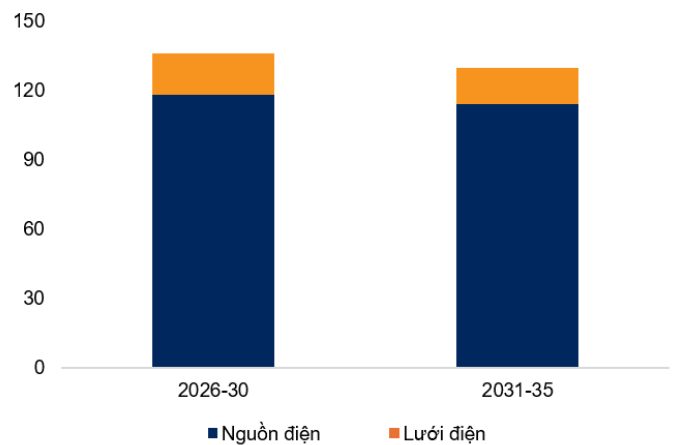
tăng, là một tỷ lệ rất lớn đối với một ngành đang chiếm tỷ lệ dư nợ khá khiêm tốn so với các lĩnh vực kinh tế khác. Điều này cho thấy kênh tín dụng sẽ khó có thể là kênh dẫn vốn duy nhất để đáp ứng nhu cầu phát triển của ngành điện và phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng cũng sẽ khó tạo ra một cấu trúc vốn cân bằng và bền vững, nhất là khi hệ thống ngân hàng còn phải đáp ứng nhu cầu vốn của các ngành kinh tế khác.

Hình 12: NLTT được định vị là nguồn công suất chiếm ưu thế trong hệ thống điện Việt Nam vào năm 2030 (MW)



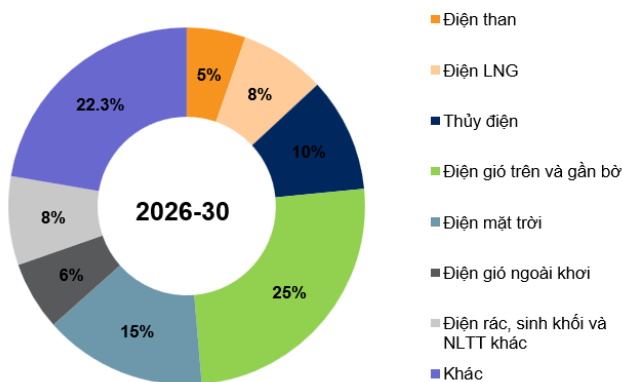
Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Nhu cầu vốn khổng lồ cho đầu tư hệ thống điện tại Việt Nam (tỷ USD)



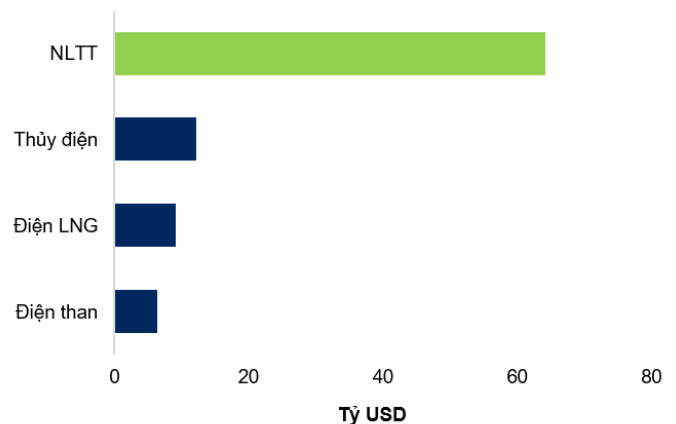
Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Tỷ trọng nhu cầu vốn đầu tư theo từng loại hình nguồn điện giai đoạn 2026-30



Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Nhu cầu vốn đầu tư của một số loại hình nguồn điện chính trong giai đoạn 2026-30 (tỷ USD)



Nguồn: QHĐ VIII điều chỉnh, MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Khi nhìn vào mục tiêu công suất, nhu cầu vốn đầu tư và thực trạng triển khai hiện nay, chúng tôi nhận thấy rằng tiến độ triển khai các dự án LNG còn rất chậm khi chỉ có 2 dự án khởi công trong 16 dự án điện LNG đã có chủ đầu tư, và khả năng chỉ có 1 dự án dự kiến hoàn thành đúng tiến độ là LNG Hiệp Phước, không tính nhà máy NT3&4 đã vận hành. Vướng mắc chính khiến mục tiêu công suất LNG khó khả thi vẫn liên quan đến cơ chế sản lượng, vấn đề thu xếp vốn, đàm phán PPA và biến động giá nhiên liệu. Bên cạnh đó, điện gió ngoài khơi cũng khó đóng góp đáng kể vào công suất mới trong giai đoạn này do các rào cản về thủ tục, đầu tư và cơ chế triển khai chưa rõ ràng.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng công suất nguồn năng lượng mới sẽ chủ yếu đến từ các dự án NLTT truyền thống như điện gió trên/gần bờ và điện mặt trời. Và với đặc thù có quy mô vốn trung bình, khung pháp lý cơ bản đã hoàn thiện và thời gian triển khai dự án nhanh, các dự án NLTT này có khả năng

chuẩn hóa cấu trúc phát hành và huy động vốn theo dự án/danh mục trên thị trường vốn. Trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu xanh và các hình thức đồng đầu tư không chỉ giúp giảm sự phụ thuộc vào hạn mức tín dụng ngân hàng, mà còn tạo điều kiện tái cấp vốn cho các tài sản đã vận hành ổn định, giải phóng nguồn lực tín dụng để tiếp tục tài trợ các dự án mới. **Và thị trường vốn sẽ đóng vai trò bổ sung, đa dạng hóa và mở rộng năng lực tài trợ, bên cạnh kênh tín dụng truyền thống.**

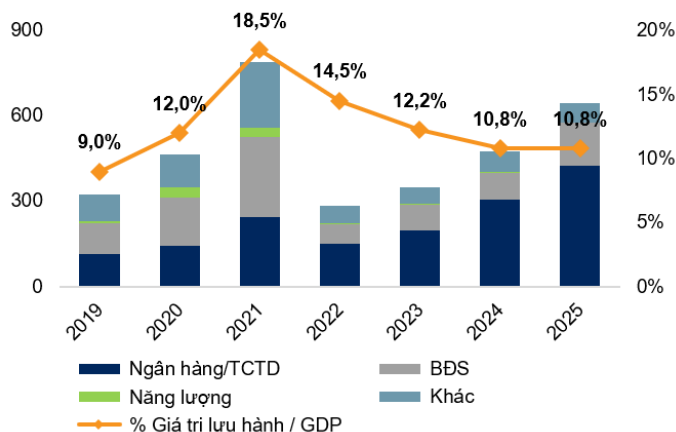
Trái phiếu: Dư địa lớn cho đa dạng hóa nguồn vốn và tái cấp vốn NLTT

Trái phiếu đóng vai trò quan trọng trong giai đoạn bùng nổ NLTT năm 2019-2021

Trái phiếu doanh nghiệp đã đóng vai trò quan trọng trong giai đoạn bùng nổ NLTT 2019-2021, khi quy mô phát hành của nhóm doanh nghiệp năng lượng tăng mạnh, song song với tốc độ mở rộng nhanh của công suất NLTT. Cùng với sự phát triển chung của thị trường TPDN và cơ chế giá FiT, các nhà phát triển dự án NLTT đã huy động lượng vốn trái phiếu lớn để tài trợ trực tiếp cho quá trình phát triển và xây dựng dự án. Trong đó, phần lớn các giao dịch đều là trái phiếu doanh nghiệp tiêu chuẩn trong khi trái phiếu Xanh chỉ mới bắt đầu phát triển trong những năm gần đây với quy mô còn hạn chế. Tuy nhiên, sau năm 2021, hoạt động phát hành đã sụt giảm mạnh khi FiT hết hiệu lực và thị trường TPDN Việt Nam gặp khủng hoảng. Sự phát triển quá nóng vượt ngoài quy hoạch và tính không nhất quán trong khung chính sách cũng đã để lại hệ lụy đối với kênh huy động trái phiếu cho các dự án NLTT.

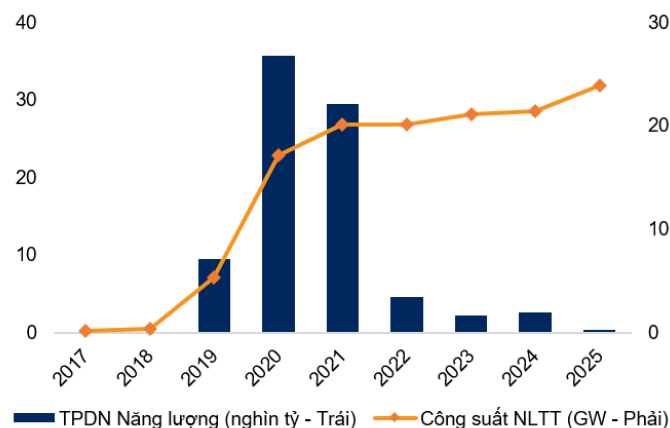
Với quy mô thị trường TPDN chỉ ở mức hơn 10% GDP, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình của nhiều quốc gia trong khu vực và thế giới, chúng tôi cho rằng dư địa phát triển của kênh trái phiếu nói chung, và kênh huy động trái phiếu cho NLTT nói riêng vẫn còn rất lớn.

Hình 16: Quy mô thị trường TPDN Việt Nam (giá trị phát hành/năm, nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HNX, Fiin, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Nguồn vốn trái phiếu là một động lực quan trọng của giai đoạn bùng nổ công suất NLTT tại Việt Nam



Nguồn: HNX, Fiin, VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng rất lớn, nhưng hoàn thiện khung pháp lý, chất lượng tín dụng và quản trị doanh nghiệp là điều kiện tiên quyết cho sự phát triển

Trái phiếu có thể tài trợ từ giai đoạn xây dựng, nhưng lợi thế rõ nét hơn ở khả năng tái cấp vốn sau COD

Bên cạnh kênh tín dụng, nguồn vốn trái phiếu có thể được sử dụng để tài trợ cả giai đoạn phát triển, xây dựng và vận hành dự án (sau COD). Trong giai đoạn trước COD, khi dự án chưa có dòng tiền ổn định, các doanh nghiệp có thể huy động trái phiếu doanh nghiệp hay trái phiếu xanh dựa trên năng lực tài chính, xếp hạng tín nhiệm của công ty mẹ và các tiêu chuẩn về “green label” (nhãn xanh) đối với trái phiếu xanh. Trái phiếu dự án (trái phiếu phát hành bởi các doanh nghiệp dự án) cũng có thể huy động được trong giai đoạn này nhưng sẽ yêu cầu những điều kiện khắt khe hơn liên quan đến các hợp đồng PPA, EPC hay cơ chế bảo lãnh và giám sát.

Hình 18: Vai trò (thích hợp) và các đặc điểm của các loại hình nguồn vốn

	Tín dụng ngân hàng	Trái phiếu	Vốn chủ
Giai đoạn phù hợp nhất	Phát triển, xây dựng dự án	Sau COD, dòng tiền ổn định	Xuyên suốt vòng đời dự án
Vai trò	Nền tảng vốn ban đầu, giải ngân theo tiến độ	Tái cấp vốn, bổ sung vốn dài hạn	Bổ sung năng lực vốn, chia sẻ rủi ro, tạo dư địa huy động nợ
Nhà đầu tư	Ngân hàng	Nhà đầu tư trái phiếu	NĐT chiến lược, tổ chức, cổ đông hiện hữu
Collateral	Thường cao, yêu cầu TSĐB hữu hình hay cam kết bảo lãnh	Phạm vi rộng hơn, có thể dùng cổ phần làm TSĐB	Không yêu cầu TSĐB
Kỳ hạn	Có thể 10–15 năm	Có thể dài hơn nguồn vốn tín dụng	Không kỳ hạn
Ưu điểm	Linh hoạt, đòn bẩy cao	Mở rộng nguồn vốn ngoài ngân hàng	Không tạo nghĩa vụ trả nợ cố định, cải thiện năng lực vay và hấp thụ rủi ro dự án
Hạn chế	Hạn mức tín dụng, quy mô bằng cân đối	Tín nhiệm, tính thanh khoản, báo cáo tuân thủ	Chi phí vốn cao, pha loãng sở hữu
Vai trò dài hạn	Nền tảng vốn	Đa dạng hóa và tái cấp vốn	Nền tảng vốn dài hạn, hỗ trợ scale-up và giảm áp lực đòn bẩy

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

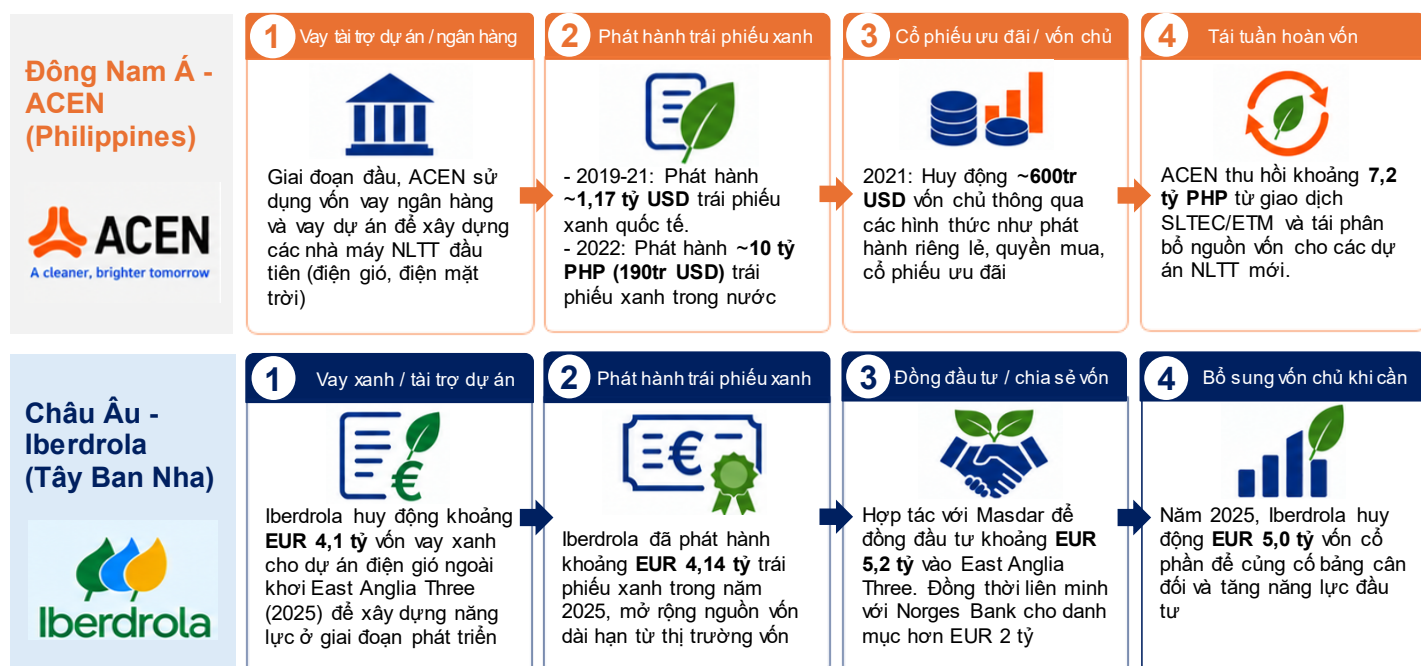
Trong bối cảnh thị trường Việt Nam, khi những yêu cầu về xếp hạng tín nhiệm hay cơ chế PPA chưa thật sự ổn định và có tính quy chuẩn cao, chúng tôi nhận thấy rằng ***trọng tâm tăng trưởng của kênh trái phiếu sẽ rõ nét hơn ở việc chuyển trái phiếu thành công cụ “tái cấp vốn” các tài sản NLTT sau khi đã COD và tạo dòng tiền ổn định.*** Dự án đã đi vào vận hành sẽ giúp giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư cũng như tiết giảm chi phí vốn cho doanh nghiệp. Khi đó, doanh nghiệp có thể huy động trái phiếu để tái cấu trúc lại các khoản vay hiện hữu, điều chỉnh kỳ hạn phù hợp với vòng đời dự án và mở rộng tập nhà đầu tư, qua đó giải phóng một phần hạn mức tín dụng để tiếp tục phát triển dự án mới. “Tái xoay vòng vốn” thông qua kênh trái phiếu không chỉ là một hoạt động thay thế nguồn vốn nợ, mà còn là công cụ để tăng tốc độ luân chuyển vốn trong toàn bộ danh mục đầu tư.

Theo nghiên cứu của IRENA về các giao dịch NLTT có sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức trong giai đoạn từ 2009 đến Q2/19, có trên 75% số giao dịch đầu tư vào tài sản đã vận hành và ~22% đầu tư vào tài sản mới trong giai đoạn xây dựng. Một số giao dịch trong thực tế tại khu vực ĐNÁ cũng minh chứng cho vai trò của kênh trái phiếu trong quá trình phát triển dự án NLTT, cụ thể như sau:

- ADB đã đầu tư **3 tỷ THB** (~95 triệu USD) trong đợt phát hành Trái phiếu xanh (green bond) **10 tỷ THB** của Energy Absolute. Nguồn vốn được dùng để refinance trang trại điện gió Hanuman 260 MW tại Thái Lan sau khi dự án đạt COD vào tháng 4/2019.
- AC Energy/ACEN đã sử dụng ~ **61,6 triệu USD**, tương đương ~13,1% giá trị đợt phát hành green bond năm 2019 để tài trợ cho các dự án đang xây dựng như dự án điện gió Lạc Hòa và Hòa Đông 60 MW tại

Việt Nam và dự án điện mặt trời New England Solar 521 MW tại Australia.

Hình 19: Case study: ACEN và Iberdrola – mở rộng cấu trúc vốn (sang trái phiếu và vốn chủ) khi danh mục NLTT tăng quy mô



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuẩn hóa khung pháp lý, chất lượng tín dụng và quản trị doanh nghiệp là điều kiện tiên quyết cho sự phát triển

Với nhu cầu vốn dài hạn ngày càng lớn để hiện thực hóa quy mô ngành NLTT như trong Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh, chúng tôi cho rằng dư địa phát triển kênh trái phiếu tại Việt Nam là rất lớn, nhất là khi các tài sản vận hành tạo dòng tiền ổn định có thể mở ra cơ hội sử dụng trái phiếu để tái cấu trúc vốn sau COD và giải phóng hạn mức ngân hàng cho chu kỳ đầu tư mới.

Tuy nhiên, bên cạnh tiềm năng và nhu cầu tất yếu, khả năng huy động qua kênh trái phiếu sẽ phụ thuộc nhiều vào loại hình trái phiếu và chất lượng tín dụng, xếp hạng tín nhiệm và các yêu cầu liên quan khác, cụ thể như sau:

Trái phiếu doanh nghiệp là nghĩa vụ nợ dựa chủ yếu trên lịch sử tín nhiệm, quy mô bảng cân đối và dòng tiền tổng thể của doanh nghiệp phát hành, do đó thường phù hợp hơn với các nhà phát triển có quy mô lớn, có lịch sử huy động vốn và năng lực tài chính đã được kiểm chứng.

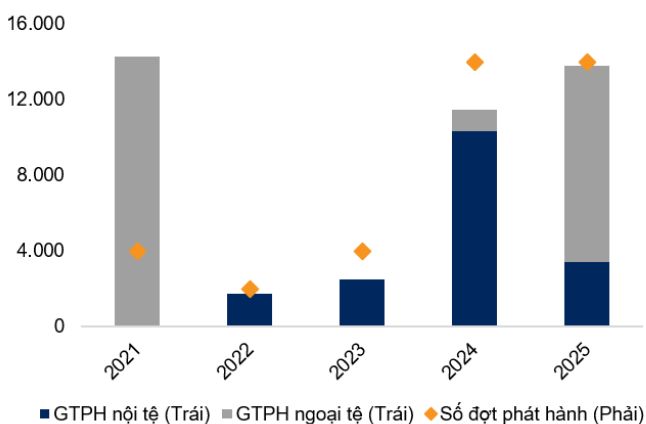
Trái phiếu dự án tập trung nhiều hơn vào dòng tiền, tài sản và hệ thống hợp đồng của dự án; vì vậy sẽ phụ thuộc đáng kể vào chất lượng PPA, cấu trúc tài sản đảm bảo, và các rủi ro liên quan đến cam kết bao tiêu, lịch sử vận hành và các cơ chế bảo vệ trái chủ phù hợp.

Trái phiếu Xanh không phải là một sản phẩm riêng biệt, mà là TPDN hay trái phiếu dự án đáp ứng được các tiêu chuẩn “green bond framework” (khung Trái phiếu Xanh) liên quan đến mục đích sử dụng vốn, quản lý nguồn vốn, đánh giá độc lập và báo cáo định kỳ. Hiện nay, thị trường trái phiếu Xanh tại Việt Nam vẫn còn ở giai đoạn sơ khai với quy mô rất nhỏ, giá trị phát hành bằng đồng nội tệ năm 2025 chỉ ~3,4 nghìn tỷ đồng, giảm so với mức hơn 10 nghìn tỷ đồng năm 2024. Quy mô phát hành trái phiếu xanh năm 2025 (cả nội tệ và ngoại tệ) chỉ ở

mức hơn 2% tổng giá trị phát hành TPDN. Trong năm 2026, hai thành viên thuộc Tập đoàn NLTT Verdant Energy vừa phát hành thành công hai lô trái phiếu xanh bằng VND với tổng giá trị 792 tỷ đồng (~30 triệu USD) trên thị trường vốn trong nước với thời hạn 15 năm và lãi suất cố định 6,95%/năm để tài trợ cho dự án điện áp mái 58MW. Đây là giao dịch trái phiếu xanh bằng đồng nội tệ đầu tiên của một doanh nghiệp FDI tại Việt Nam được FiiRatings xếp hạng tín nhiệm độc lập và được bảo lãnh bởi GuarantCo. Nhìn chung, tuy quy mô còn khiêm tốn, đây có thể là bước phát triển tiếp theo, giúp các dự án NLTT tiếp cận dòng vốn ESG và nguồn vốn dài hạn, qua đó có tiềm năng cải thiện chi phí vốn khi thị trường phát triển và đồng thời giúp doanh nghiệp tự nâng cao năng lực nội tại của mình.

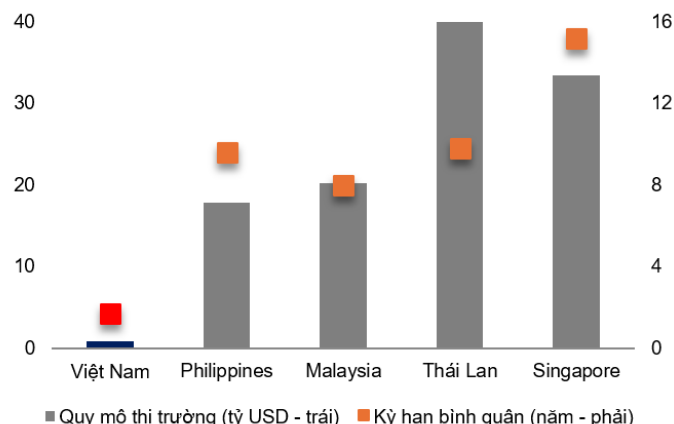
Thực tế Việt Nam cũng đang tích cực trong việc hoàn thiện nền tảng pháp lý để mở rộng kênh huy động trái phiếu xanh với việc ban hành Quyết định 21/2025/QĐ-TTg. Quyết định 21 đánh dấu bước tiến quan trọng trong việc chuẩn hóa tín dụng, trái phiếu xanh tại Việt Nam, khi thiết lập tiêu chí và cơ chế xác nhận dự án xanh, bao gồm điện gió, điện mặt trời, lưu trữ và hạ tầng NLTT. Cơ chế xác nhận bởi cơ quan nhà nước hoặc tổ chức độc lập giúp tăng tính minh bạch, tạo nền tảng để doanh nghiệp huy động trái phiếu xanh và tiếp cận nhà đầu tư tổ chức. Bên cạnh đó, Quyết định 46/2026/QĐ-TTg tiếp tục mở rộng sang khung ESG, nâng yêu cầu về quản trị và công bố thông tin. **Những cải cách này là tiền đề để đa dạng hóa nguồn vốn NLTT từ tín dụng ngân hàng sang trái phiếu và nguồn vốn của các tổ chức trên toàn cầu.**

Hình 20: Giá trị phát hành Trái phiếu Xanh nội tệ và ngoại tệ tại Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: FiiRatings, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: So với khu vực Đông Nam Á, quy mô thị trường trái phiếu xanh, bền vững Việt Nam vẫn còn nhỏ với kỳ hạn ngắn



Nguồn: ADB, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, để thị trường trái phiếu có thể thu hút nhà đầu tư trở lại và phát triển bền vững, chúng tôi nhận thấy rằng cần hội tụ đủ những điều kiện cơ bản sau:

- **Về nội tại ngành NLTT**, Việt Nam cần hoàn thiện và ban hành một khung pháp lý rõ ràng, nhất quán và một cơ chế (gồm PPA) có đủ sự hấp dẫn để phát triển các dự án NLTT
- **Về phía doanh nghiệp và thị trường**, cần nâng cao chất lượng tín dụng và minh bạch thông tin của doanh nghiệp, phát triển xếp hạng tín nhiệm, tăng tỷ trọng phát hành ra công chúng, mở rộng cơ sở nhà đầu tư tổ chức và cải thiện thanh khoản thị trường thứ cấp.
- Ngoài ra, để phát triển thị trường trái phiếu Xanh còn đòi hỏi Việt Nam phải tiếp tục hoàn thiện khung phân loại dự án xanh, chuẩn hóa “green bond framework”, phát triển các đơn vị đánh giá độc lập, và tăng tính

minh bạch trong sử dụng và quản lý dòng tiền, và hình thành các pipeline dự án NLTT đủ lớn để giảm chi phí phát hành. Theo OECD, việc thu hút dòng vốn xanh của các tổ chức quốc tế đòi hỏi quy mô phát hành đủ lớn, tính thanh khoản và trong nhiều trường hợp là các khoản trái phiếu bằng ngoại tệ.

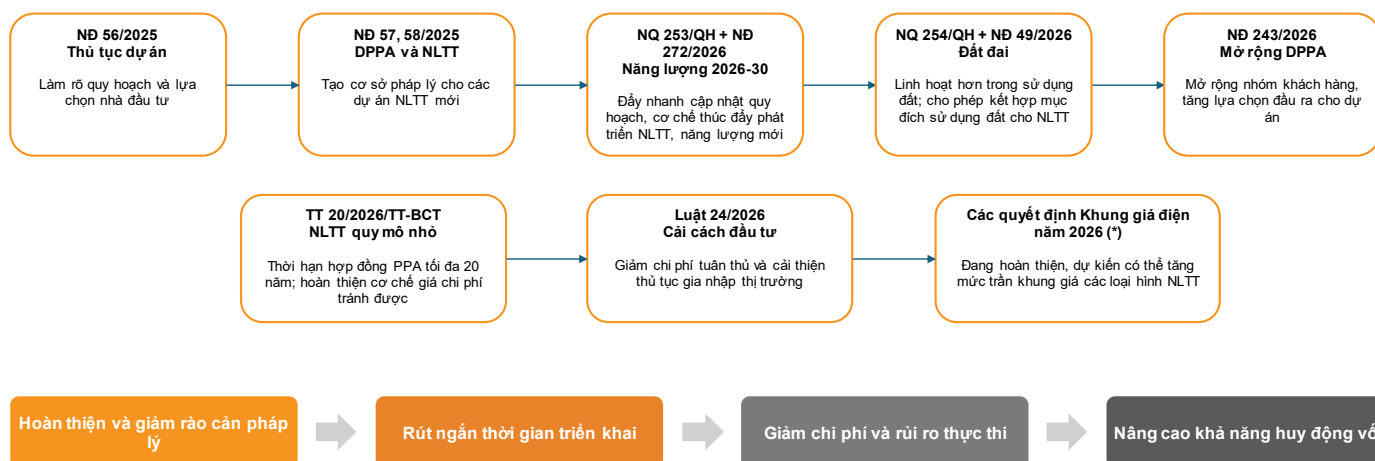
Thị trường vốn nợ và sự phát triển NLTT: Chuyển từ phụ thuộc tín dụng sang cấu trúc vốn đa kênh

Tiếp tục cải cách khung pháp lý để thu hút nguồn lực đầu tư vào NLTT

Khung pháp lý NLTT đang tiếp tục được hoàn thiện theo hướng đơn giản hóa thủ tục đầu tư, tháo gỡ vướng mắc về đất đai và mở rộng cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), với mục tiêu rút ngắn thời gian phát triển dự án và giảm chi phí, rủi ro thực thi cho doanh nghiệp. Điều này đang phần nào được chứng minh khi đầu tư vào NLTT, đặc biệt là vào điện gió (trên và gần bờ) đang bắt đầu một chu kỳ mới từ nửa cuối năm 2025 với nhiều dự án điện gió đã và đang bước vào giai đoạn triển khai trên phạm vi cả nước sau một giai đoạn dài đình trệ.

Tuy nhiên, những cải cách này chưa đi kèm thay đổi mang tính đột phá trong cơ chế PPA truyền thống, đặc biệt về phân bổ rủi ro liên quan đến cắt giảm công suất, bồi thường hay bảo vệ nhà đầu tư trước thay đổi chính sách; và bảo đảm dòng tiền. Đây vẫn là rào cản đối với khả năng tiếp cận nguồn vốn quốc tế, khi các tổ chức cho vay quốc tế thường yêu cầu khả năng trả nợ được bảo đảm chủ yếu bởi dòng tiền của chính dự án.

Hình 22: Khung pháp lý liên quan đến NLTT tiếp tục được sửa đổi, cải cách với mục tiêu đẩy mạnh thu hút vốn vào đầu tư ngành Điện



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thị trường vốn nợ là cầu nối hướng tới cấu trúc tài trợ đa kênh

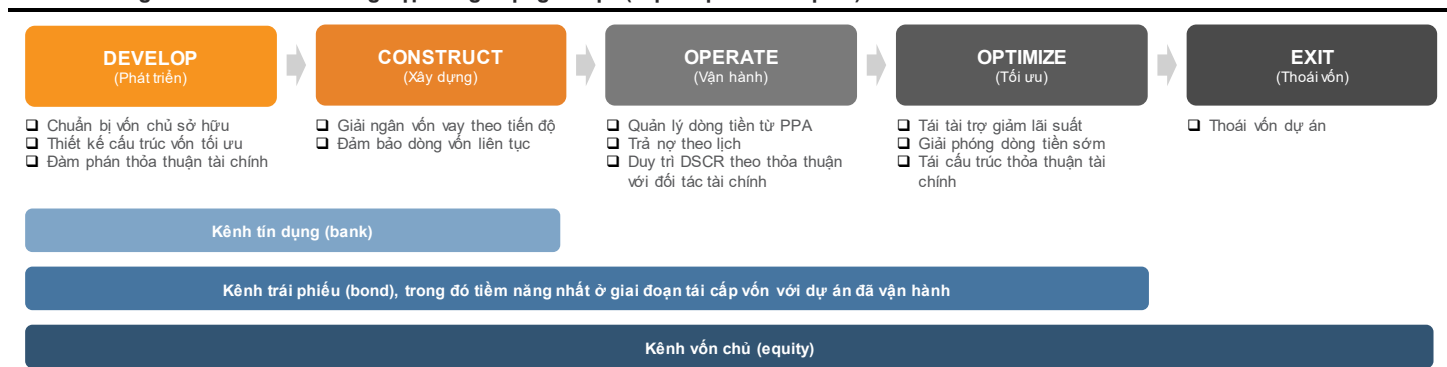
Trong bức tranh đầu tư NLTT đang có những chuyển biến tích cực, bên cạnh việc cải cách cơ chế, pháp lý, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp nói riêng và ngành NLTT nói chung cũng cần chuẩn bị sẵn cho mình bài toán vốn để có thể làm đòn bẩy cho sự phát triển công suất trong những năm tới.

Tín dụng ngân hàng vẫn sẽ là kênh dẫn vốn quan trọng cho NLTT Việt Nam, đặc biệt ở giai đoạn phát triển và xây dựng dự án. Tuy nhiên, khi quy mô danh mục tăng lên, việc tiếp tục dựa chủ yếu vào hạn mức tín dụng, tài sản bảo đảm

và năng lực bằng cân đối của chủ đầu tư sẽ dần hạn chế khả năng triển khai đồng thời nhiều dự án.

Do đó, cấu trúc vốn nhiều khả năng sẽ chuyển theo hướng phân vai rõ hơn theo vòng đời dự án với trái phiếu là cầu nối giúp chuyển một phần nhu cầu vốn (nợ) từ hệ thống ngân hàng sang thị trường vốn. Tái cấu trúc vốn sau COD sẽ cho phép doanh nghiệp giải phóng hạn mức tín dụng và đẩy nhanh tốc độ luân chuyển vốn để mở rộng danh mục đầu tư. Xa hơn nữa, phát triển cấu trúc vốn thông qua kênh vốn chủ sẽ giúp doanh nghiệp NLTT có thể tận dụng tối đa thị trường vốn để mở rộng và phát triển danh mục dự án, như cách mà các doanh nghiệp như ACEN đã áp dụng và gặt hái được những thành công.

Hình 23: Vòng đời vốn của doanh nghiệp năng lượng tái tạo (một hoặc nhiều dự án)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng Năng lượng và Hóa chất

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Phạm Anh Tuấn – Chuyên viên Phân tích

Email: tuang.nguyenanh11@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>