

Doanh nghiệp thượng nguồn dẫn dắt triển vọng ngành

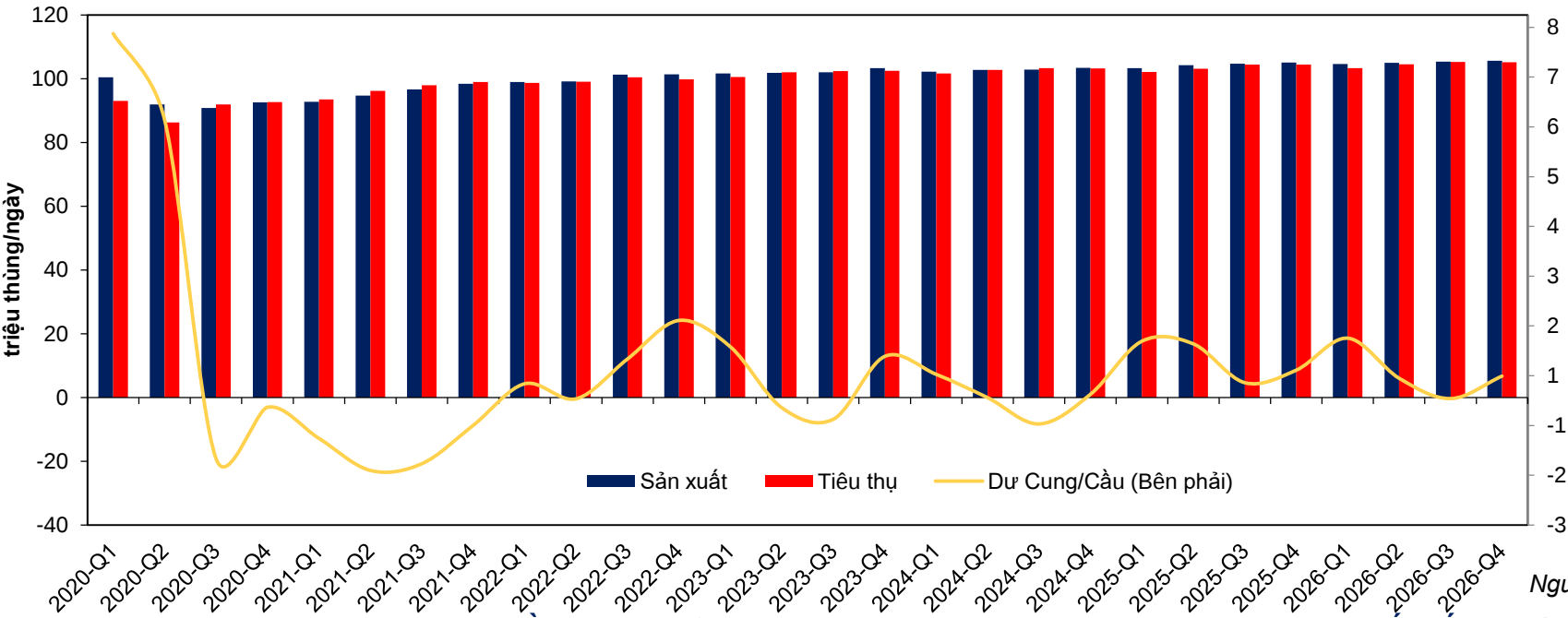
Chuyên viên phân tích:

- Mai Duy Anh (anh.maiduy@mbs.com.vn)



Toàn cảnh giá dầu 2H 2025: Các yếu tố tác động giá dầu nửa cuối 2025

Dự phóng cân cân cung/cầu nhiên liệu lỏng toàn cầu



Nguồn: EIA, MBS Research tổng hợp

Cung: duy trì ở mức ổn định

- OPEC+ nới lỏng sản lượng: Trong cuộc họp tháng 06/2025, nhóm này thông báo sẽ tăng sản lượng trong tháng 7 thêm 411.000 thùng/ngày. Động thái này của OPEC+ được đánh giá là bước đi chiến lược nhằm duy trì thị phần trước áp lực gia tăng sản lượng từ Mỹ và Kazakhstan.
- Mỹ và Brazil tăng nguồn cung thấp hơn dự kiến: Khác với phát biểu của tổng thống D.Trump, sản lượng khai thác dầu của Mỹ được dự báo có nguy cơ suy giảm với số giàn khoan hoạt động giảm xuống.
- Dự kiến 2025-2026 tổng cung dầu đạt ~ 105tr thùng/ngày (tăng 2tr thùng/ngày so với 2024).

Cầu: tăng trưởng nhẹ

- Nhu cầu tại Trung Quốc suy yếu: Mặc dù GDP Q1/2025 đạt 5.4% vượt mức dự báo, nền kinh tế TQ được đánh giá khó bứt phá trong ngắn hạn do tiêu dùng nội địa suy yếu và BĐS đình trệ. Dự kiến đến 2025, khoảng 20% tổng xe lưu hành là EV hoặc hybrid, giảm đáng kể nhu cầu xăng dầu tại đất nước tỷ dân này.
- Ấn Độ là tác nhân chính thúc đẩy nhu cầu dầu khí toàn cầu: dự báo tiêu thụ dầu tại Ấn Độ tăng lên 330,000 thùng/ngày vào cuối 2025 (2024: 220,000 thùng/ngày).
- Mùa đông lạnh giá tại Bắc bán cầu (Châu Âu, Mỹ, Nhật) được dự báo khắc nghiệt hơn vào năm 2025 sẽ thúc đẩy tiêu thụ dầu cho mục đích sưởi ấm.
- Dự kiến 2025-2026 tổng cầu dầu đạt ~ 104tr thùng/ngày (tăng 1tr thùng/ngày so với 2024).

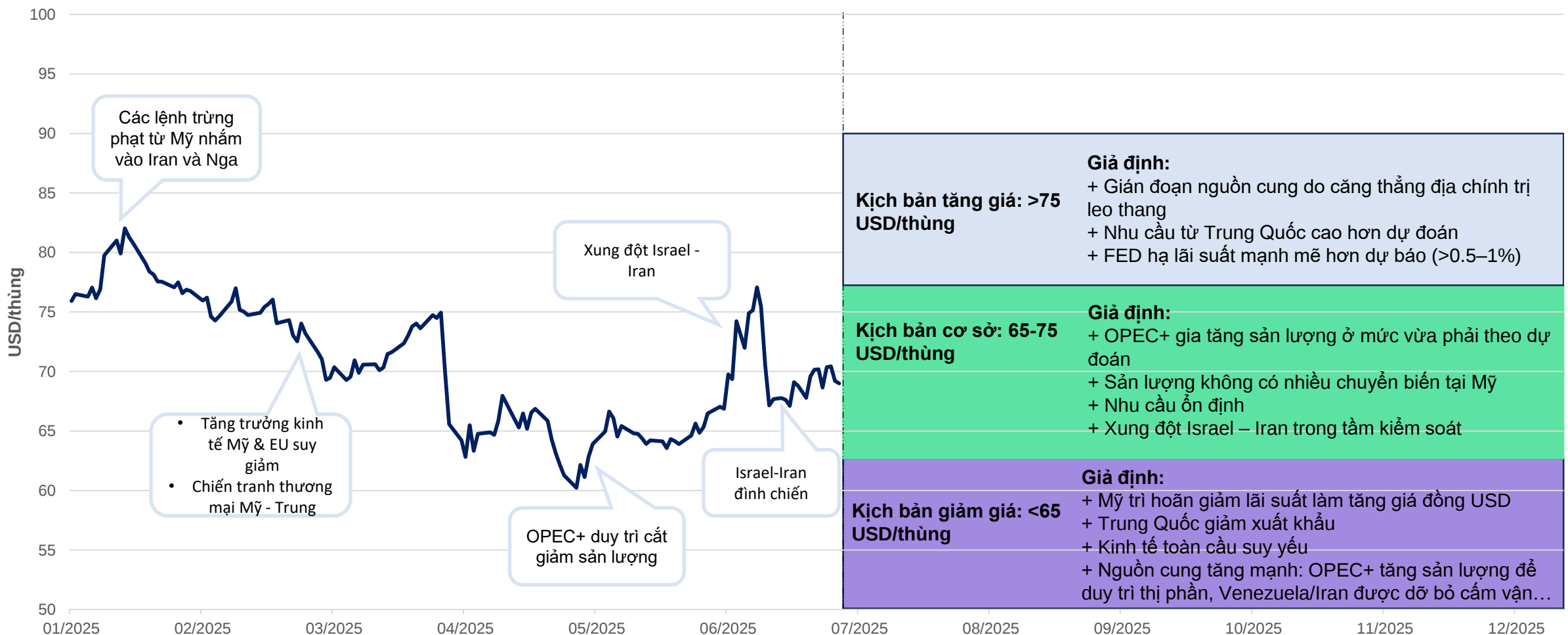
Yếu tố tác động khác

- Xung đột Iran-Israel: căng thẳng leo thang có thể đẩy giá dầu tăng do lo ngại thiếu cung.
- Lộ trình hạ lãi suất của FED: môi trường lãi suất thấp kích thích đầu tư, tiêu dùng năng lượng và ngược lại.
- Cuộc chiến Nga-Ukraine: trường hợp lan rộng sẽ ảnh hưởng đến nguồn cung khí & dầu từ Nga.

Toàn cảnh giá dầu 2H 2025: Các yếu tố tác động giá dầu nửa cuối 2025

Diễn biến giá dầu Brent năm 2025 (dự phóng 6 tháng cuối năm)

Dự phóng



Nhận định giá dầu cuối 2025 của một số tổ chức trên thế giới: JP Morgan – 66 USD, Goldman Sachs – 60 USD, EIA – 66 USD

Nguồn: Investing.com, MBS Research tổng hợp

Thương nguồn: Cấp thiết đưa vào khai thác các dự án thăm dò & khai thác mới

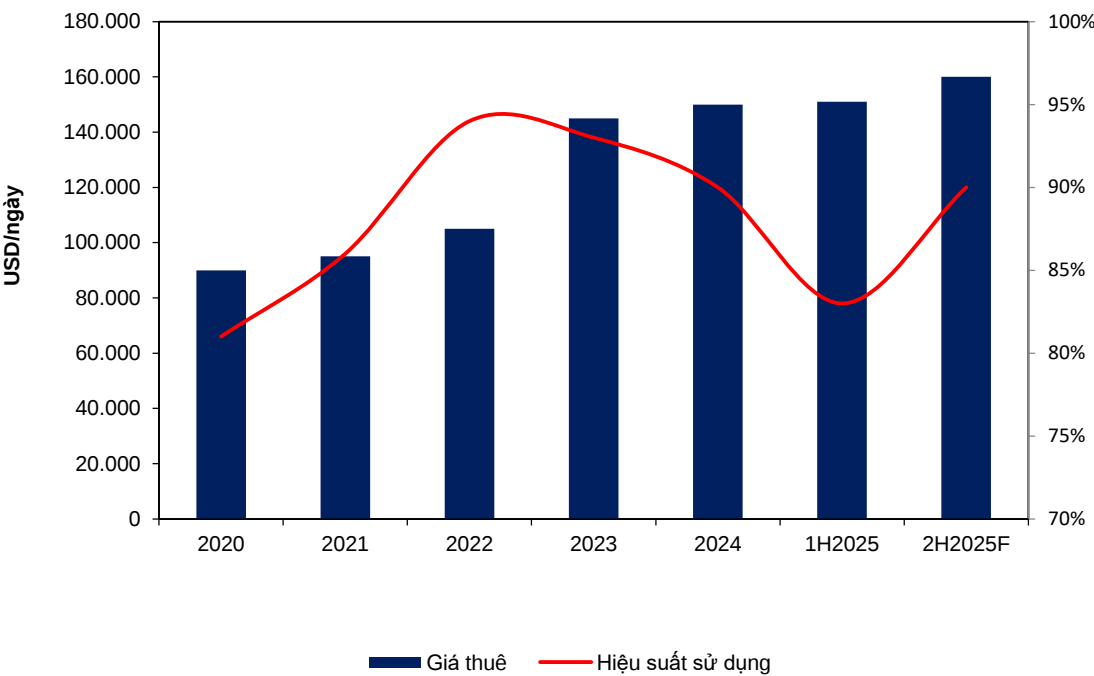
- Theo PVN, hiện nay sản lượng khai thác dầu thô nội địa đang giảm khoảng 10%/năm do các mỏ chủ lực như Bạch Hổ, Rồng Đông, Sư Tử Đen...đã bước vào pha suy kiệt khi các mỏ này đã được tiến hành khai thác từ giai đoạn 1980-2000. Tương tự, nguồn khí khai thác được cũng đang suy giảm với CAGR khoảng 5%/năm. Năm 2010, Việt Nam khai thác khoảng 17.3 triệu tấn dầu thô thì năm 2024 sản lượng chỉ đạt khoảng 8.5 triệu tấn (giảm ~50% trong vòng 14 năm). Do đó, quốc gia đang phải phụ thuộc vào nhập khẩu dầu, chủ yếu từ Kuwait (dầu thô) và Singapore (xăng dầu thành phẩm).
- Trái lại, nhu cầu năng lượng nội địa về dài hạn là gia tăng. Dữ liệu từ Bộ Công Thương cho thấy năm 2024 Việt Nam nhập khẩu 13.44 triệu tấn dầu thô các loại, tăng trên 24.9% YoY, phản ánh xu hướng tiêu thụ và thiếu hụt nội địa rõ rệt. Nhu cầu khí cả nước dự kiến đạt 35 triệu m³/ngày, chủ yếu phục vụ lĩnh vực điện (~26 triệu m³) và công nghiệp, thương mại, lọc hóa dầu.

Cập nhật thông tin một số dự án khai thác dầu khí trong nước

STT	Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Trữ lượng	Nhà đầu tư	Cập nhật tiến độ 1H 2025	Dự kiến tiến độ 2H 2025	Dòng khí/ dòng dầu đầu tiên
1	Lô B - Ô Môn	Bể Malay - Thổ Chu	12	107 tỷ m3 khí	PVN, PVEP, MOECO, PTTEP	Hoàn thành 16.7% EPCI#1 (thiết kế, mua sắm, thi công, lắp đặt giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở, tháp đuốc) và 34% EPCI#2 (thiết kế, mua sắm, thi công, vận chuyển, lắp đặt, đấu nối, chạy thử giàn thu gom, giàn đầu giếng, hệ thống đường ống nội mỏ). Hoàn thành công tác xử lý PSTM trong khảo sát địa chấn.	EPCI#1 đạt 60-70% tổng tiến độ. Hoàn thành công tác xử lý PSDM trong khảo sát địa chấn. Hoàn thành chế tạo phần lớn kết cấu giàn đầu giếng (WHPs) và giàn xử lý trung tâm (CPP).	Dự kiến 2026 - 2027
2	Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	10	150 tỷ m3 khí	ExxonMobil, PVN	Chưa có FID do ExxonMobil vẫn không thúc đẩy hoạt động gì liên quan đến dự án. T6/2025: Bộ trưởng Công Thương đề nghị Exxon Mobil tiếp tục triển khai dự án phát triển mỏ Cá Voi Xanh trong giai đoạn hiện nay theo đúng quy định của pháp luật và hợp đồng dầu khí đã ký kết.	Nếu giải quyết xong các vướng mắc pháp lý, ký FID cuối năm, dự án sẽ đi qua giai đoạn chuẩn bị và bắt đầu bước sang thiết kế chi tiết, chế tạo giàn và xây dựng hạ tầng.	Dự kiến 2030
3	Sư Tử Trắng - GD 2B	Bể Cửu Long	1.38	24 tỷ m3 khí	Cửu Long JOC, ConocoPhillips, KNOC, SK, Geopetrol	T4/2025: Petrovietnam/PVEP ký Thỏa thuận khung (HOA) dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B (Lô 15-1)	PSC & GSPA hoàn thiện: Kỳ vọng ký hợp đồng chính thức để đảm bảo quyền khai thác, bảo đảm dòng khí/dầu mới. Khoan 3 giếng mới: Chuẩn bị hoàn tất các thủ tục và sẵn sàng triển khai trong nửa cuối năm 2025	Dự kiến 2026
4	Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171 tỷ m3 khí	Jadestone Energy - JSE	T3/2025: Jadestone đã nộp FDP lên Petrovietnam	n/a	n/a
5	Thiên Nga - Hải Âu	Bể Nam Côn Sơn	0.3	7.5 tỷ m3 khí	Zarubezhneft - ZNEP	T6/2025: PV Gas chủ trì hợp thức đẩy tiến độ, yêu cầu hoàn thiện GSA và cơ chế giá để đảm bảo điều kiện phát triển dự án .	Hoàn thành ký hợp đồng mua bán khí (GSA/GSPA) với PV Gas FDP được phê duyệt	Dự kiến Q4/2026
6	Báo Vàng - Báo Đen	Bể Sông Hồng	1.32	58 tỷ m3 khí	PVN, Gazprom	Thăm dò	Thăm dò	n/a
7	Kèn Bầu	Bể Sông Hồng	n/a	200 - 250 tỷ m3 khí	Eni Vietnam B.V; Essar E&P Limited	Thăm dò	Nộp FDP và khung hợp đồng GSA/GSPA	Dự kiến 2028
8	Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	63 triệu thùng dầu	Murphy Oil, PVEP, SK	T2/2025: Murphy Oil dự kiến chi 90 triệu USD cho các hoạt động phát triển tại mỏ Lạc Đà Vàng và 20 triệu USD cho việc khoan khai thác tại mỏ này.	Hợp đồng khoan giếng phát triển được ký kết Q2/2025 với Murphy và dự kiến triển khai vào Q4/2025	Dự kiến 2026 - 2027
9	Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu	Vietsopetro, PVEP, AO Zarubezhneft	T2/2025: phát động kế hoạch hoàn thành và đưa vào khai thác vượt tiến độ Dự án phát triển mỏ Kinh Ngư Trắng – Kinh Ngư Trắng Nam, Lô 09-2/09	n/a	Dự kiến 2025

Thượng nguồn: Tăng trưởng dài hạn từ triển vọng khoan dầu tại khu vực Đông Nam Á

Ước tính giá thuê bình quân & hiệu suất giàn khoan tự nâng ĐNÁ



Nguồn: MBS Research tổng hợp

- Nửa đầu 2025, giá cho thuê giàn khoan tự nâng bình quân tại khu vực Đông Nam Á đang neo ở vùng cao (~150.000 USD/ngày) và đang nằm ở giai đoạn giá đỉnh do Malaysia, Indonesia, Thái Lan và Việt Nam đều duy trì nhu cầu lớn trong bối cảnh không có giàn mới bổ sung. 6 tháng cuối năm, giá thuê dự kiến tăng nhẹ lên mức 160.000 USD/ngày khi cả Trung Đông và ĐNÁ đều trong tình trạng thiếu nguồn cung. Bên cạnh đó, Indonesia và Brunei cũng đang có kế hoạch khoan tăng cường trong nửa cuối năm.
- 6 tháng đầu năm, hiệu suất sử dụng giàn khoan nằm dưới mức 90% có thể đến từ việc (1) Các giàn khoan từ Ấn Độ/Úc quay về ĐNÁ nhưng chưa tiến hành khoan ngay, tạm thời kéo hiệu suất sử dụng của khu vực xuống và (2) Một số giàn thực hiện bảo dưỡng và tái khởi động trong khoảng thời gian này (PV Drilling III chính thức đi vào vận hành tại Indonesia vào 05/2025). Chúng tôi đưa ra dự báo hiệu suất tăng lên vùng 90-93% trong phần còn lại của năm sau quá trình bảo dưỡng và tái khởi động một số giàn khoan, đồng thời các nước trong khu vực có thể đẩy mạnh hoạt động khoan như Indonesia (Giàn jack-up NAGA 8).

Trong bối cảnh không có thêm giàn khoan mới và nhu cầu khoan dầu tại khu vực ĐNÁ phục hồi sau giai đoạn chậm FID, giá thuê dự báo sẽ được duy trì ở mức đỉnh đi kèm với hiệu suất sử dụng cải thiện >90%. Triển vọng lợi nhuận của các công ty sở hữu giàn khoan tự nâng sẽ rất khả quan, đặc biệt là các doanh nghiệp có thời hạn idle ngắn trong giai đoạn hiện nay như PVD.

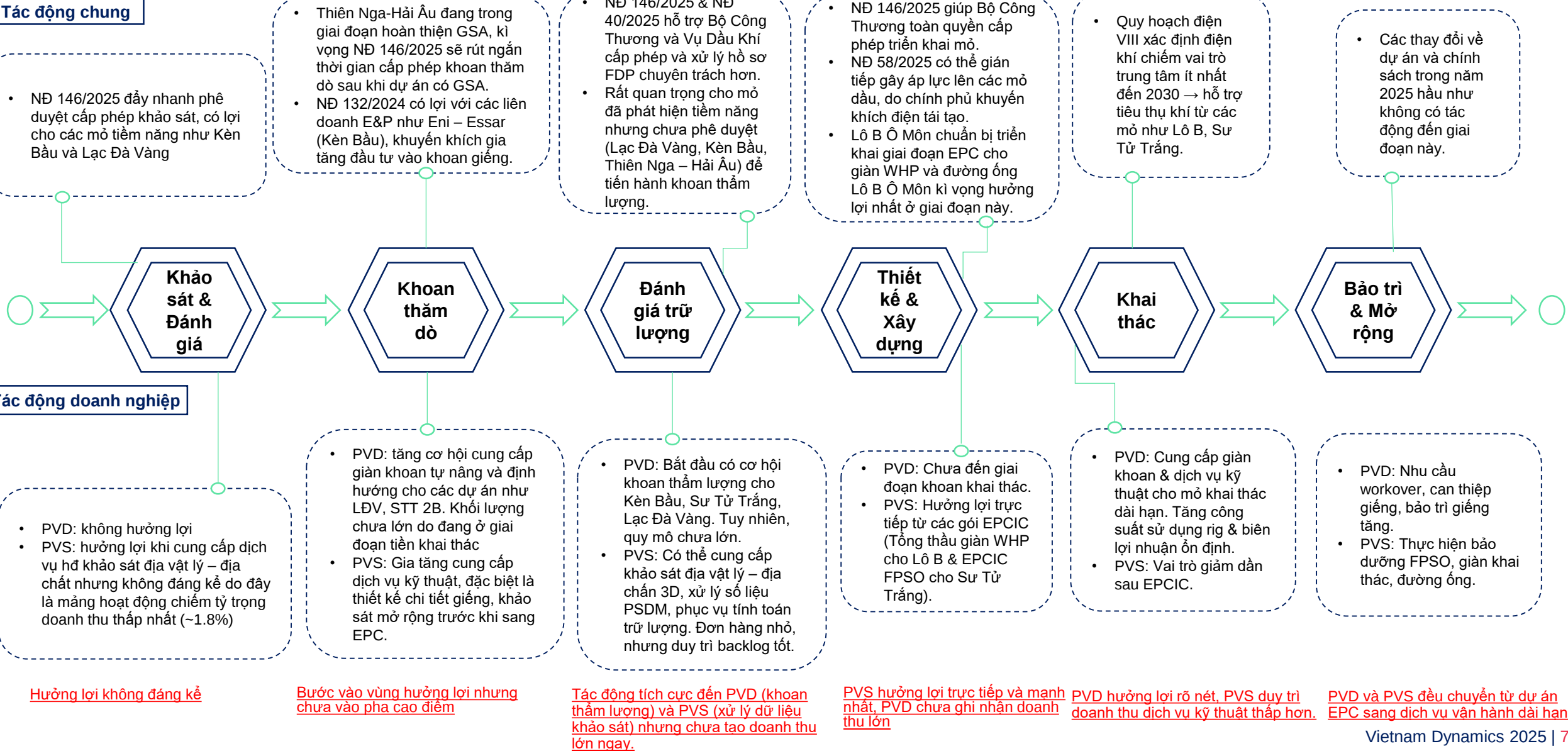
Thương mại: Hành lang pháp lý khơi thông nguồn dầu khí

TT	Vấn đề/Chính sách	Nội dung cũ	Nội dung mới (2025)	Tác động đến các doanh nghiệp thương mại nguồn	Thời gian hiệu lực
1	Phân quyền, phân cấp trong công nghiệp (NĐ 146/2025/NĐ-CP)	Trước đây nhiều thủ tục phải qua Thủ tướng hoặc liên bộ, mất thời gian phê duyệt	Bộ Công Thương được giao quyền cấp giấy phép trong lĩnh vực dầu khí; giảm thủ tục qua nhiều cấp	Rút ngắn tiến độ cấp phép, hồ sơ FID, tạo điều kiện thuận lợi cho E&P, đặc biệt ở các mỏ cận biên	12/06/2025
2	Tổ chức – cơ cấu Bộ Công Thương (NĐ 40/2025/NĐ-CP)	Cơ cấu trước rời rạc, hiệu quả thấp, dễ chồng chéo trách nhiệm	Tinh gọn từ 28 xuống 22 đơn vị; tổ chức lại Vụ Dầu khí để đẩy mạnh chức năng quản lý ngành	Gia tăng hiệu lực thực thi chính sách, quản lý chủ động giúp đẩy nhanh tiến độ dự án thương mại nguồn hơn	01/01/2025
3	Nghị định 132/2024 về đầu tư ra nước ngoài	Quy định phức tạp và khó khăn khi xin giấy phép đầu tư các dự án dầu khí ra nước ngoài hoặc liên doanh	Đơn giản hơn trong việc đầu tư khai thác dầu khí nước ngoài, đặc biệt E&P, liên doanh quốc tế	Mở đường cho các tập đoàn như PVN tham gia sâu vào tìm kiếm quốc tế, tăng kinh nghiệm và lợi nhuận dài hạn. Tạo mối quan hệ với các doanh nghiệp ngành dầu khí ngoại quốc và hỗ trợ tăng nguồn cung dầu khí trong tương lai.	05/12/2025
4	Nghị định 58/2025 – ưu đãi ngành năng lượng tái tạo	Không có cơ chế ưu đãi và hướng dẫn phát triển rõ ràng đối với mảng năng lượng tái tạo, khiến nhiều nhà đầu tư và doanh nghiệp e ngại trong việc đầu tư lớn vào lĩnh vực này	Chi tiết ưu đãi về thuế, đầu tư cho điện gió, tái tạo (không áp dụng trực tiếp cho E&P nhưng tác động đến quá trình tái cơ cấu năng lượng)	Tốt cho ngành năng lượng nói chung khi “xanh hóa” lĩnh vực này và tạo nguồn cung cấp đa dạng. Tuy nhiên, về dài hạn sẽ gây tổn thất về mặt kinh tế cho các doanh nghiệp dầu khí thương mại. Trong ngắn hạn, tác động này không đáng kể vì các dự án NLTT chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (12-14% sản lượng điện thực tế) nên nhu cầu dầu vẫn được duy trì	03/03/2025

Nhận định chung:

- NĐ 146/2025 & NĐ 40/2025 là những bước cải cách hành chính trực tiếp, giúp rút ngắn thời gian cấp phép và nâng cao hiệu lực quản lý ngành, đóng vai trò quan trọng cho triển vọng E&P trong năm 2025.
- NĐ 132/2024 hỗ trợ thúc đẩy xu hướng đối tác liên doanh quốc tế, hướng tới xây dựng chuỗi công nghiệp dầu khí toàn cầu.
- NĐ 58/2025 ưu tiên mảng năng lượng tái tạo và có thể gây áp lực cạnh tranh làm bào mòn lợi nhuận các doanh nghiệp dầu khí thương mại nguồn trong dài hạn nhưng các tác nhân này không đáng kể trong ngắn hạn. Ngoài ra, Nghị định còn gián tiếp hỗ trợ nguồn lực tài chính và chính sách cho PVN/EVN cân bằng giữa các dự án năng lượng lớn.

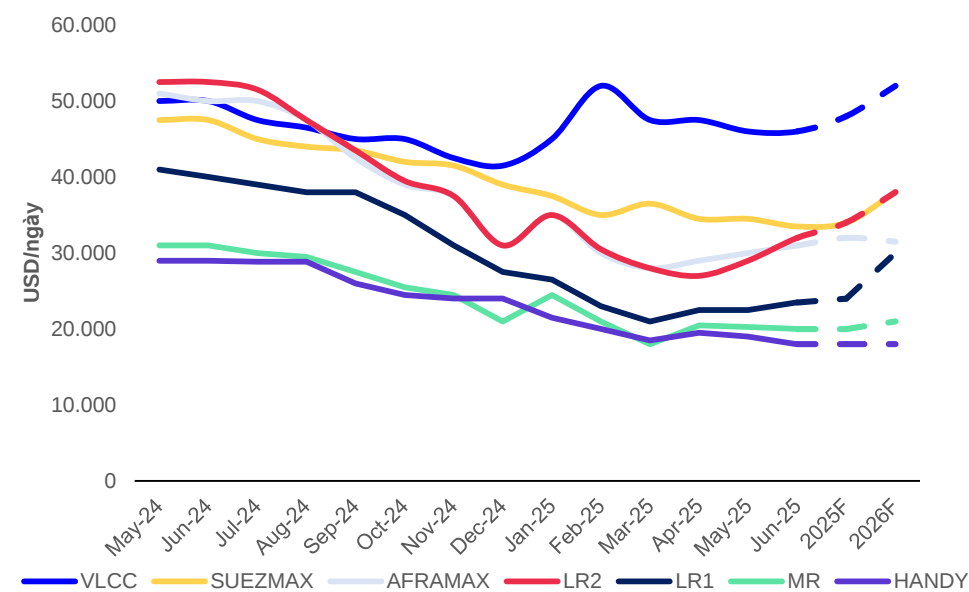
Thượng nguồn: PVS và PVD là hai doanh nghiệp thượng nguồn hưởng lợi chính yếu từ thay đổi tiến độ dự án và chính sách



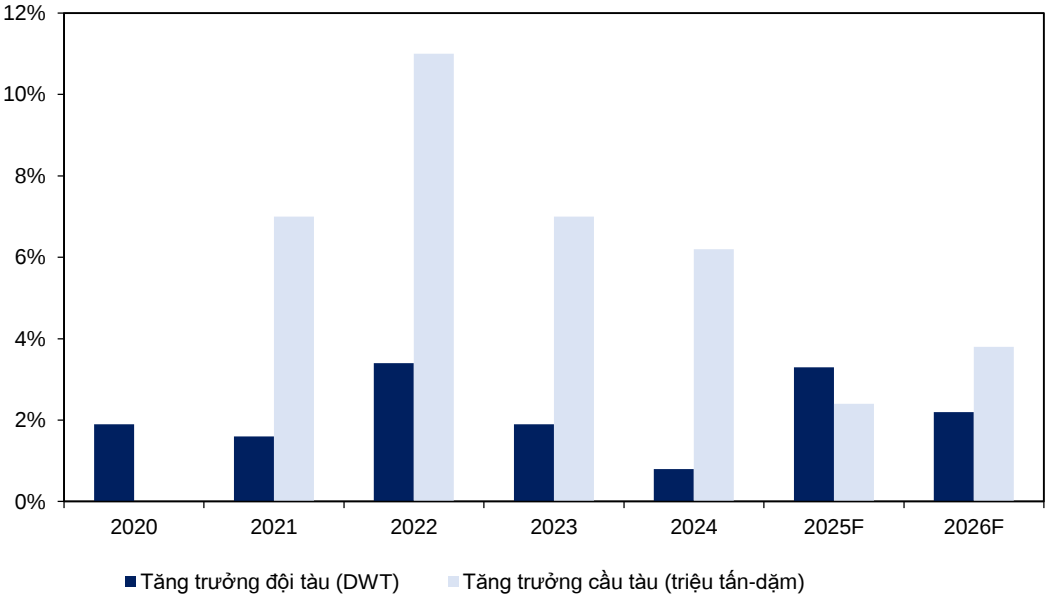
Trung nguồn: Chưa thể bứt phá trong năm 2025

- Từ Q1 đến Q2/2025, giá cước tàu chở dầu toàn cầu đang ở pha suy giảm và chúng tôi nhận định tình hình tăng trưởng đội tàu vượt cầu sẽ tiếp tục gây áp lực giảm lên giá cước trong suốt phần còn lại của năm. Giai đoạn 2022-2024 sở dĩ cầu tàu (đo bằng triệu tấn-dặm) tăng cao chủ yếu do hiệu ứng rerouting khi xung đột Biển Đỏ/Suez và chiến sự Nga-Ukraine khiến nhiều tàu phải đi vòng qua Mũi Hảo Vọng dẫn tới quãng đường vận chuyển dài hơn 30-50%, tức với cùng 1 lượng dầu mà tấn-dặm lại tăng lên. Bước sang 2025, các luồng hàng cơ bản đã ổn định theo định tuyến mới và không có thêm cú hích tạo nhu cầu dầu nào mới khiến tăng trưởng cầu tàu suy giảm đáng kể. Dự phóng 2026, cung tàu tăng ~2.2% vì khoảng 35% đội tàu hiện đã hơn 15 tuổi → Nguồn cung tàu giảm tốc, cầu tàu tăng 3.8% nhờ kỳ vọng tăng trưởng dầu mỏ toàn cầu và dòng dầu từ Nga đến Ấn Độ (theo IEA).
- Tại Việt Nam, việc vận chuyển dầu nội địa chủ yếu bằng 2 loại tàu Aframax và MR (cước giảm 11% và 18% từ đầu năm), nhập khẩu dầu bằng tàu VLCC (cước tăng 2%). Tuy nhiên ở Việt Nam hầu như không có doanh nghiệp trung nguồn nào sở hữu tàu VLCC, do đó chưa thể tận dụng lợi thế từ giá cước tàu neo cao từ đầu năm. Ước tính 6T cuối 2025, nhu cầu vận chuyển dầu nội địa duy trì ở mức 2.4-2.6tr tấn để phục vụ nhu cầu lọc dầu và giá cước ở vùng thấp có thể làm suy giảm biên lợi nhuận của các doanh nghiệp vận chuyển trung nguồn như PVTrans.

Giá thuê tàu định hạn của một số loại tàu



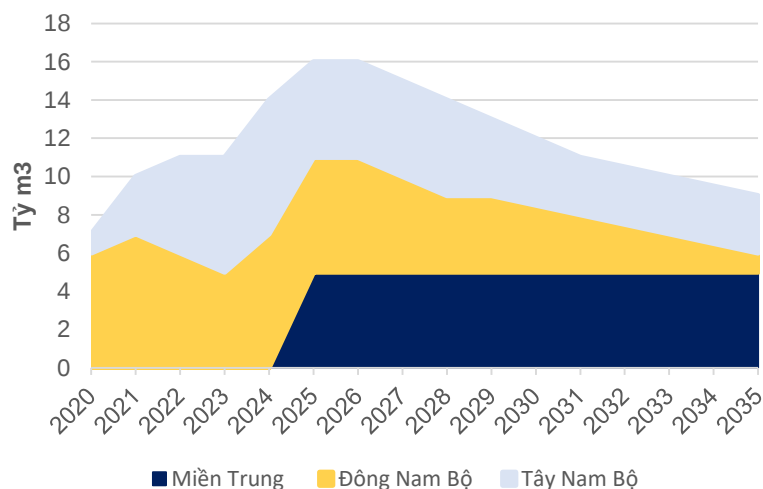
Tăng trưởng cung/cầu tàu chở dầu



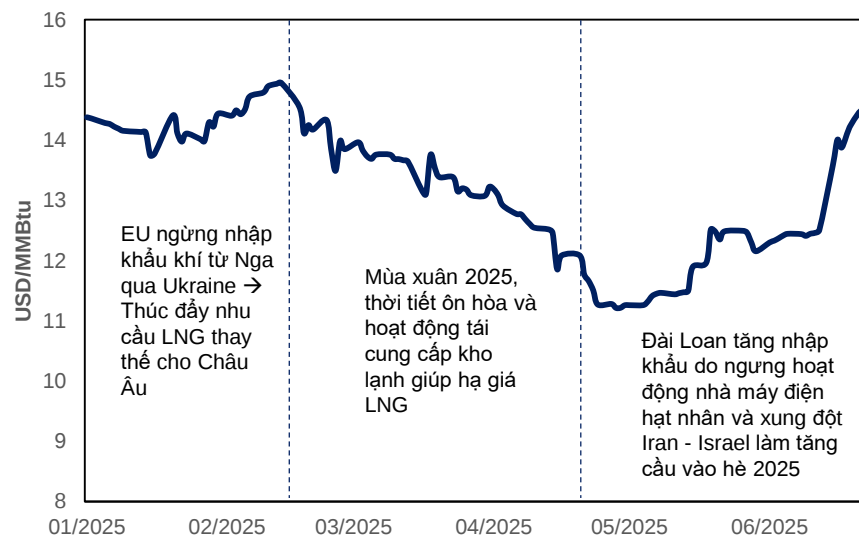
Trung nguồn: Nhập khẩu LNG & Thúc đẩy điện khí là động lực chính đối với doanh nghiệp trung nguồn giai đoạn hiện tại

- Trữ lượng khí cung cấp cho sản xuất điện tại Việt Nam hiện phụ thuộc chủ yếu đến từ khu vực phía Nam, tuy nhiên các mỏ khí này cũng đang dần cạn kiệt. Khu vực Đông Nam Bộ bắt đầu thiếu khí từ 2021-2022, còn ở Tây Nam bộ, khí Lô B chỉ đủ cấp cho Trung tâm Điện lực Ô Môn (3,800 MW), từ 2024, khí của các mỏ nhỏ không đủ cấp cho nhà máy điện khí mới. Nguồn khí từ mỏ Cá Voi Xanh được cấp từ năm 2024 chỉ đủ cấp cho 5 nhà máy đã quy hoạch 5x750 MW tại Dung Quất và Chu Lai. Với xu hướng sản lượng khí sụt giảm trong bối cảnh quốc gia hướng đến gia tăng tỷ trọng điện khí yêu cầu nhập khẩu khí và tạo dư địa phát triển cho các doanh nghiệp trung nguồn sở hữu đội tàu chở khí.
- Cầu LNG tại Châu Á có xu hướng giảm nhẹ nửa đầu 2025 ngoại trừ Đài Loan. Trung Quốc, Nhật, Hàn đều giảm nhập khẩu do kho LNG còn đầy và thời tiết ôn hòa. Trong khi đó, cung toàn cầu vẫn đang tăng mạnh dẫn tới dư thừa cung từ giữa 2025. Chúng tôi dự phóng mùa hè 2025 giá LNG duy trì quanh 13-14 USD nhờ yếu tố địa chính trị. Đến cuối năm giá LNG nhiều khả năng hạ nhiệt về 10-12 USD/MMBtu nếu không có gián đoạn nguồn cung đáng kể.
- Hiện Việt Nam chỉ có Cảng Thị Vải đang hoạt động chính thức nhập khẩu và hóa khí LNG, Cái Mép và Sơn Mỹ 1 được dự kiến có thể COD trong 2026-2027 & mở rộng giai đoạn 3 Thị Vải kỳ vọng sẽ nâng công suất nội địa lên ~10 triệu tấn/năm nhằm đáp ứng nhu cầu xử lý lượng khí LNG nhập khẩu sắp tới. Theo PDP8, đến 2030, mục tiêu 13 nhà máy điện khí dùng LNG nhập khẩu với công suất tổng 22.4GW, tương đương cần nhập khẩu khoảng 20-22 triệu tấn/năm cho thấy triển vọng mở rộng sản lượng xử lý LNG trong tương lai.

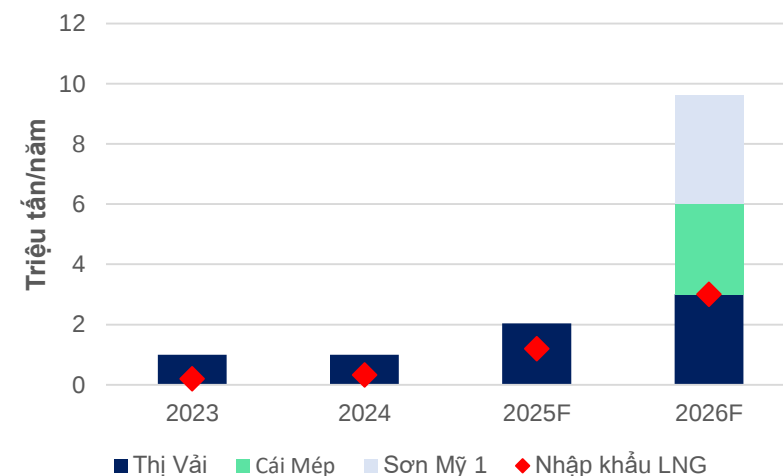
Khả năng cung cấp khí cho sản xuất điện (ước tính)



Diễn biến giá LNG (JKM) từ đầu 2025



Công suất cảng và nhập khẩu LNG (dự phóng tới 2026)



Trung nguồn: Doanh nghiệp trung nguồn hưởng lợi từ các chính sách mới

TT	Vấn đề/Chính sách	Nội dung cũ	Nội dung mới (2025)	Tác động đến các doanh nghiệp trung nguồn	Doanh nghiệp hưởng lợi
1	Khung giá điện khí LNG (QĐ 983/QĐ-BCT)	Không có mức giá trần rõ ràng → Gây khó khăn để thực hiện hợp đồng PPA	Đã có khung giá: 3,069 VND/kWh	Giúp các bên bán khí định giá rõ ràng → Ổn định dòng khí thương phẩm	PV GAS, PV Power
2	Thông tư 12/2025/TT-BCT	Không có quy định rõ ràng về cách tính các cấu phần chi phí khi xác định giá thành điện	Công nhận dịch vụ FSRU, kho LNG, vận chuyển khí trong cấu trúc giá	Hợp pháp hóa vai trò trung gian khí, khuyến khích đầu tư FSRU, kho LNG và củng cố đàm phán giá dịch vụ	PV GAS, PVTrans
3	GSA dài hạn với Nhơn Trạch 3–4	Một số dự án chưa có GSA → Chậm để EVN ký PPA	Ký GSA 25 năm giúp ổn định dòng khí đầu ra	Ổn định sản lượng phân phối khí trung nguồn	PV GAS
4	Nghị định 100/2025 – Ưu tiên khí nội địa	Không có cơ chế ưu tiên huy động khí nội địa hoặc LNG	Ưu tiên dùng khí nội → LNG là nguồn linh hoạt và phải có hợp đồng mua bán điện dài hạn cam kết sản lượng tối thiểu là 65% sản lượng điện bình quân nhiều năm, được áp dụng trong khoảng thời gian trả nợ (tối đa 10 năm kể từ khi vận hành) .	Có thể giảm khối lượng LNG nhập → ảnh hưởng đến vận tải LNG	PV GAS
5	Chiến lược dự trữ dầu quốc gia đến 2030 (Công văn 221/TTg-CN)	Kho dự trữ dầu thô & sản phẩm chưa quy hoạch chi tiết	Yêu cầu tăng quy mô kho chứa dầu và vận chuyển đường biển	Nhu cầu vận tải dầu thô, xăng dầu nhập khẩu và dự trữ tăng	PVTrans

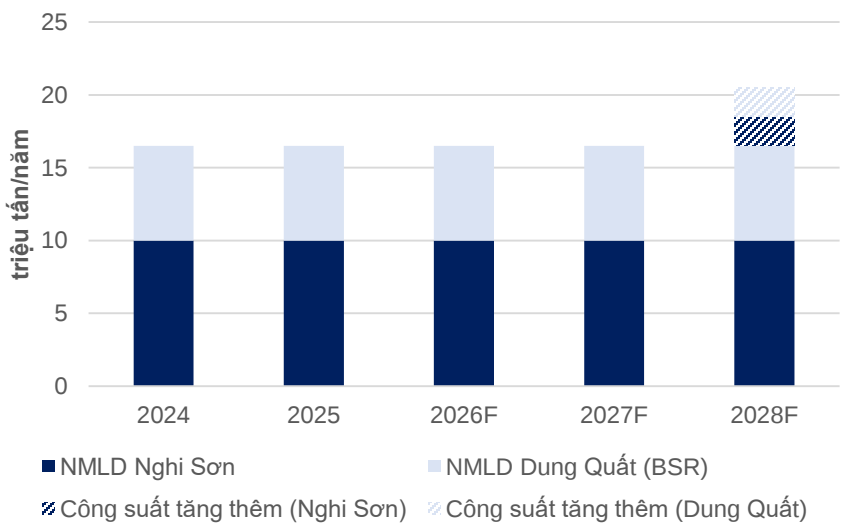
Chính sách năm 2025 đã tạo ra một hành lang pháp lý rõ ràng và thuận lợi cho khối trung nguồn dầu khí. Các doanh nghiệp như PV GAS, PVTrans, PVOIL đang đứng trước cơ hội mở rộng quy mô hoạt động và nâng cao vai trò trong chuỗi giá trị năng lượng quốc gia.

Hạ nguồn: Lợi nhuận giảm nhẹ do crack spread có dấu hiệu thu hẹp

Các doanh nghiệp lọc dầu thiếu động lực tăng trưởng mạnh khi công suất duy trì ổn định và crack spread có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu thấp

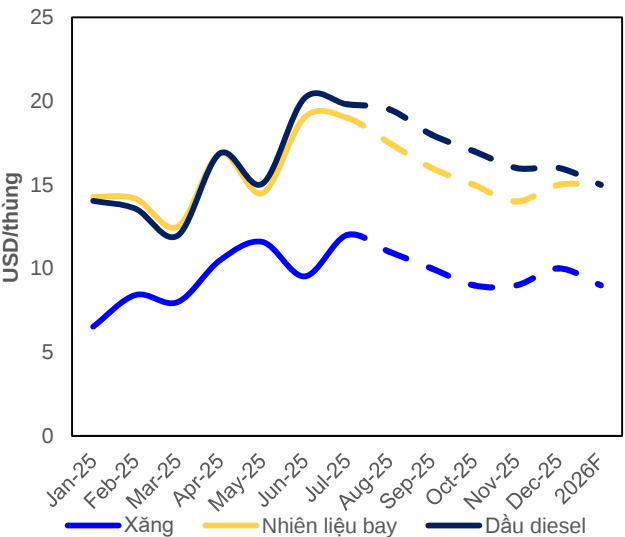
- Q1/2025 tồn kho xăng dầu thành phẩm tại 3 nhà phân phối lớn (PLX, OIL, PSH) đang dao động quanh mức trung bình 5 năm, chúng tôi nhận định giá xăng dầu ở mức thấp sẽ thúc đẩy các nhà bán lẻ tăng nhẹ mức tồn kho đến cuối năm. Năm 2026 dự báo không có biến động mạnh ở mức tồn kho xăng dầu thành phẩm của các doanh nghiệp trong bối cảnh mức hiện tại đã đáp ứng quy định mức dự trữ tương đương 20 ngày tiêu thụ bình quân. Tồn kho xăng dầu nằm trên mức bình quân và dự báo không có nhiều biến động cho thấy trong ngắn hạn nhu cầu lọc dầu nội địa vẫn sẽ chưa có sự cải thiện rõ rệt.
- Công suất lọc dầu Việt Nam dự kiến đi ngang cho đến năm 2028 khi NMLD Nghi Sơn và Dung Quất tiến hành kế hoạch gia tăng công suất. Trong khi đó crack spread có thể thu hẹp 6 tháng cuối năm một phần do yếu tố mùa vụ (thường cao vào mùa hè do nhu cầu đi lại và giảm dần sau đó). Bên cạnh đó, các xung đột địa chính trị hiện tại làm tăng thêm nguy cơ giá dầu thô tăng nhanh hơn so với thành phẩm gây áp lực giảm lên crack spread tại khu vực. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng crack spread tiếp tục xu hướng suy yếu nhẹ đến cuối 2026 do các yếu tố (1) Nhu cầu chưa có sự đột phá, (2) Tồn kho xăng dầu trên mức trung bình, (3) Không có dấu hiệu thiếu hụt nguồn cung và (4) Giá dầu thô có khả năng tăng nhẹ.

Công suất lọc dầu các nhà máy VN (dự phóng đến 2028)



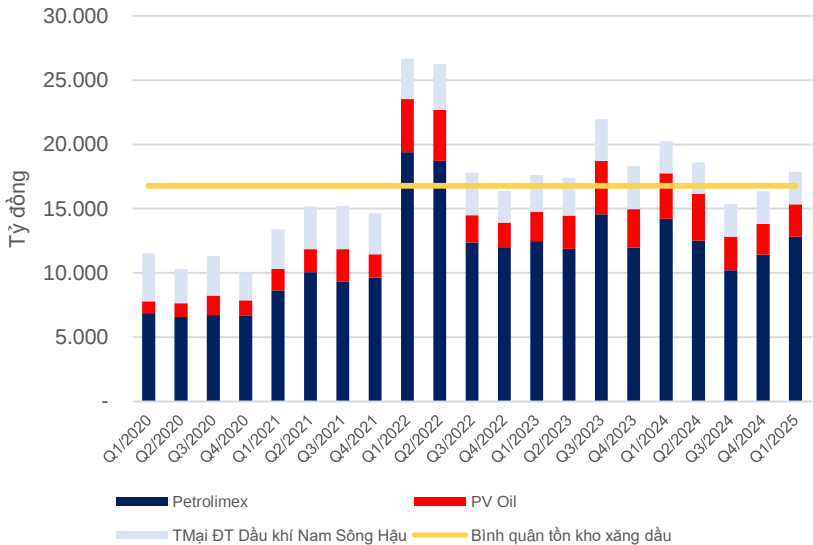
Nguồn: MBS Research tổng hợp

Dự phóng crack spread khu vực Châu Á



Nguồn: MBS Research dự phóng

Tồn kho xăng dầu thành phẩm một số nhà phân phối



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Hạ nguồn: Lợi thế dài hạn về tay các nhà phân phối lớn

Dự thảo Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định 95/2021/NĐ-CP và Nghị định 83/2014/NĐ-CP về kinh doanh xăng dầu dự kiến ban hành trong năm 2025 sẽ thay đổi nhiều khía cạnh trong việc phân phối lợi thế của các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu:

TT	Tác động	Nội dung	Đối tượng hưởng lợi
1	Gia tăng vai trò thương nhân đầu mối	- Dự thảo quy định chỉ thương nhân đầu mối mới được nhập khẩu trực tiếp và bán ra thị trường. - Nhà phân phối, tổng đại lý, đại lý bán lẻ không còn được nhập khẩu, chỉ mua lại từ đầu mối. - Mạng lưới bán lẻ được tái tổ chức theo chuỗi liên kết dọc.	- Petrolimex - PVOil - Các doanh nghiệp có hạ tầng kho bãi, mạng lưới phân phối sâu rộng.
2	Nới lỏng quy định dự trữ xăng dầu	- Dự thảo đề xuất giảm mức tồn kho bắt buộc từ 30 ngày xuống còn 20 ngày tiêu thụ bình quân. - Giảm chi phí tài chính do không phải duy trì lượng tồn lớn. - Đặc biệt có lợi khi giá xăng dầu biến động, tránh rủi ro doanh nghiệp phải “ôm hàng giá cao”.	- Tất cả thương nhân đầu mối, đặc biệt là PLX và OIL với lượng bán và tồn kho xăng dầu lớn. - Nhóm doanh nghiệp vốn có khả năng dự trữ linh hoạt (có chuỗi kho vận lớn).
3	Cho phép định giá linh hoạt theo giá trần	- Doanh nghiệp đầu mối được quyết định giá bán lẻ trong khung trần do Nhà nước công bố, thay vì phải áp theo công thức định mức cứng. - Bổ quy định về chi phí định mức, lợi nhuận định mức. - Tạo dư địa tăng giá trong thời điểm cầu cao, hàng khan.	- Các doanh nghiệp đầu mối có thương hiệu mạnh (PLX, OIL). - Các chuỗi sở hữu nhiều trạm xăng (có thể tối ưu giá linh hoạt theo khu vực).
4	Minh bạch hoá cơ cấu chuỗi cung ứng	- Siết lại vai trò trung gian phân phối. - Yêu cầu khắt khe và minh bạch hơn về đầu mối, nhà phân phối, đại lý, cửa hàng bán lẻ. - Giảm hiện tượng “làm giá”, gian lận trong chuỗi cung ứng.	- Các doanh nghiệp tuân thủ chuẩn mực (PLX, OIL). - Người tiêu dùng hưởng lợi gián tiếp từ minh bạch giá.

Nhận định chung:

- Các điều chỉnh mới sẽ minh bạch hoá lĩnh vực bán lẻ và củng cố vai trò dẫn dắt thị trường của các nhà phân phối xăng dầu hàng đầu.
- Cơ chế giá linh hoạt giúp tối ưu biên lợi nhuận trong bối cảnh giá dầu biến động.
- Nới lỏng mức dự trữ xăng dầu tối thiểu giúp áp lực tài chính và tồn kho giảm tạo dư địa cải thiện dòng tiền hoạt động.
- Nhìn chung nếu Nghị định được thông qua sẽ là cú hích tích cực giúp PLX và PVOil cải thiện hoạt động kinh doanh rõ rệt.

Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 25F-27F

tỷ VNĐ	PVS			PVD			PVT			GAS			BSR			PLX		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	29,970	44,444	41,581	6,771	7,320	7,402	11,706	12,140	12,627	91,194	93,870	93,599	127,472	127,965	111,923	273,017	278,527	281,227
% svck	26.1%	48.3%	-6.4%	-27.1%	8.1%	1.1%	-0.2%	3.7%	4.0%	-11.9%	2.9%	-0.3%	3.6%	0.4%	-12.5%	-3.9%	2.0%	1.0%
Lợi nhuận gộp	1,795	2,015	2,055	1,828	2,021	2,064	2,713	2,749	2,708	16,420	16,804	16,659	3,767	3,820	2,892	14,589	14,934	15,395
Biên lợi nhuận gộp	4.2%	3.7%	4.3%	27.0%	27.6%	27.9%	23.2%	22.6%	21.4%	18.0%	17.9%	17.8%	3.0%	3.0%	2.6%	5.3%	5.4%	5.5%
EBITDA	706	1,067	1,442	2,111	2,376	2,428	4,001	4,216	4,330	16,186	16,733	16,938	5,356	4,686	3,940	3,402	3,550	4,396
Biên EBITDA	2.4%	2.4%	3.5%	31.2%	32.5%	32.8%	34.2%	34.7%	34.3%	17.7%	17.8%	18.1%	4.2%	3.7%	3.5%	1.2%	1.3%	1.6%
Lợi nhuận ròng	1,153	1,331	1,406	696	791	860	1,183	1,105	1,026	11,368	12,210	12,207	2,963	2,919	1,767	1,763	2,187	3,171
% svck	7.8%	15.4%	5.7%	-0.3%	13.6%	8.7%	8.3%	-6.6%	-7.1%	9.3%	7.0%	0.1%	369.9%	-1.5%	-39.5%	-39.0%	24.1%	45.0%
EPS (VNĐ/cp)	2,413	2,785	2,943	1,252	1,422	1,525	3,324	3,105	2,684	4,950	5,297	5,728	956	941	570	1,362	1,691	2,451
BVPS (VNĐ/cp)	29,340	30,510	31,786	28,406	29,741	31,253	24,858	27,758	32,752	28,540	31,709	38,669	18,097	18,284	18,279	18,555	16,942	15,259
Tiền mặt ròng/CP (VNĐ/cp)	25,927	24,955	25,814	8,931	9,514	12,704	4,591	9,045	13,036	17,857	14,483	21,662	9,420	7,193	3,264	7,461	6,578	6,331
Nợ/VCSH	18.1%	27.1%	32.7%	25.7%	22.8%	20.2%	82.9%	81.3%	80.7%	4.0%	2.8%	1.2%	29.4%	31.8%	34.9%	87.9%	90.1%	93.3%
Tỷ suất cổ tức	2.2%	2.2%	2.2%	1.3%	1.3%	1.3%	4.2%	4.2%	4.2%	2.9%	2.9%	2.9%	1.7%	1.7%	1.7%	4.1%	4.1%	4.1%
ROAE (%)	8.4%	9.3%	9.4%	4.3%	4.7%	4.5%	14.3%	11.8%	8.5%	18.0%	17.3%	15.3%	5.3%	5.2%	3.1%	7.0%	9.5%	15.2%
ROAA (%)	3.3%	3.3%	3.2%	2.9%	3.1%	3.3%	5.3%	4.3%	3.2%	13.3%	13.1%	12.5%	3.3%	3.1%	1.9%	2.2%	2.8%	4.1%

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích PVS và PVD

CP	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Đánh giá
PVS	43,000	KHẢ QUAN	- NĐ 40 và NĐ 146 đẩy nhanh tiến trình phê duyệt dự án, đặc biệt tại các mỏ Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng hay Lô B Ô Môn sẽ thúc đẩy mạnh mẽ cho hoạt động M&C (EPCI và bảo trì) của PVS. Ngoài ra trong 2026 dự kiến sẽ hoàn tất và đưa vào vận hành FSO của liên doanh PVS-Yinson Holdings Berhad tại mỏ Lạc Đà Vàng tạo hiệu ứng tích cực lên thu nhập của doanh nghiệp. - Biên lợi nhuận gộp mảng M&C được dự báo sẽ cải thiện trong năm 2025 nhờ:(1) đóng góp từ các dự án dầu khí trong nước như Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng, lĩnh vực mà PVS có kinh nghiệm tốt, và (2) hiệu quả hoạt động các dự án điện gió ngoài khơi cải thiện sau khi tích lũy kinh nghiệm từ các dự án trước đây. Biên lợi nhuận gộp dự kiến của mảng M&C trong năm 2025 & 2026 lần lượt là 1.2% và 1.6%, so với mức 0.8% cuối 2024. - Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn FY25-27F sẽ tăng lần lượt 7.8%, 15.4% và 5.7%, nhờ vào trụ cột chính M&C được thúc đẩy bởi tính cấp thiết đưa vào khai thác các dự án khai thác mới nhằm đảm bảo nhu cầu xăng dầu nội địa và lượng công việc mới từ các hợp đồng EPCI trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi. Rủi ro lớn nhất của PVS trong năm 2025 đến từ việc trì hoãn tiến độ dự án Lô B nhưng chúng tôi đánh giá tỷ lệ xảy ra trường hợp này khá thấp do tiến độ EPCI#1 và EPCI#2 của dự án đang tiến triển khả quan.
PVD	27,100	KHẢ QUAN	- Nhu cầu trong khu vực đối với giàn khoan tự nâng (jack-up) trong 2025F-2026F tới được dự báo sẽ duy trì ở mức cao nhờ các dự án dầu khí thượng nguồn được triển khai bởi các công ty dầu khí quốc gia (NOCs). Chúng tôi kỳ vọng trung bình giá thuê ngày giàn khoan tự nâng của PVD sẽ ổn định ở mức lần lượt 94,800 USD/ngày và 94,800 USD/ngày trong giai đoạn 2025F-2026F. Hiệu suất sử dụng giàn khoan dự kiến nằm trên mức 90% hỗ trợ KQKD của doanh nghiệp thượng nguồn về khoan dầu. - Giàn khoan PV DRILLING III đã đi vào hoạt động tại Indonesia từ tháng 5 vừa qua sau 2 tháng bảo dưỡng. Ngoài ra, PVD vừa mua thêm giàn khoan PV DRILLING VIII từ cuối 2024, dự kiến đưa vào hoạt động từ Q3/2025, sớm hơn một quý so với dự báo lần trước của chúng tôi. - Lợi nhuận ròng của PVD được dự báo biến động lần lượt -0.3%, và 13.6% trong giai đoạn 2025F-2026F, với giàn khoan tự nâng mới là động lực chính cho tăng trưởng giai đoạn này. Cổ phiếu PVD hiện đang giao dịch ở mức P/E 16.1x và P/B 0.7x, thấp hơn nhiều so với mức trung bình 5 năm là P/E 139.2x (đã điều chỉnh) và P/B 0.8x.
GAS	84,800	KHẢ QUAN	- Sản lượng khí từ các mỏ nội địa đang khai thác có dấu hiệu suy giảm và các mỏ khí còn lại có giá tương đối cao, do đó việc phân phối và sử dụng khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) là cần thiết để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và đạt mục tiêu theo PDP8. Sản lượng LNG của GAS dự kiến sẽ tăng vọt kể từ 2026 sau khi Cảng Thị Vải hoàn tất nâng cấp công suất lên gấp đôi so với hiện tại và lượng LNG dự kiến cần nhập khẩu lên tới 20-22 triệu tấn khí/năm để đáp ứng kế hoạch về điện khí quốc gia. - Việc thông qua khung giá điện khí LNG và ưu tiên nguồn năng lượng tái tạo sẽ là chủ đề dài hạn giúp thúc đẩy kết quả kinh doanh của GAS trong vài năm tới. - Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng của GAS trong giai đoạn FY25F-26F sẽ lần lượt là 9.6% và 7.0%. GAS đang giao dịch ở mức P/E 14.9x và P/B 2.5x, đều thấp hơn so với mức trung bình 5 năm lần lượt là P/E 17.3x và P/B 3.1x.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích PVS và PVD

CP	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Đánh giá
PVT	20,500	NẮM GIỮ	- Nhu cầu tấn-dậm tăng trưởng ở mức thấp đi kèm với giá cước tàu chưa có sự bứt phá giai đoạn 2025F-2026F dự báo sẽ mang lại khó khăn nhất định cho hoạt động kinh doanh của PVT. - Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của PVT biến động lần lượt 8.3% và -6.6% trong giai đoạn 2025F-2026F. Năm 2025 PVT tiết giảm được giá vốn hàng bán giúp lợi nhuận công ty tăng nhẹ. Tuy nhiên, việc giá cước vận chuyển chưa thật sự tích cực trong giai đoạn này và chi phí lãi vay tăng lên khi PVT bổ sung nguồn vốn bằng nợ vay dài hạn để nâng cấp và bổ sung đội tàu sẽ gây áp lực lên lợi nhuận ròng công ty trong tương lai gần. - Hiện tại, cổ phiếu đang giao dịch với P/E 7.8x, thấp hơn mức trung bình 5 năm (8.8x), P/B 1.0x, thấp hơn mức trung bình 5 năm (1.2x). Với định giá tương đối hấp dẫn đây vẫn là cổ phiếu thích hợp để nắm giữ trong giai đoạn hiện tại.
BSR	20,500	NẮM GIỮ	- Trong ngắn hạn (FY 25-26F), chúng tôi không kỳ vọng mức chênh lệch giá (crack spread) tại châu Á sẽ có sự cải thiện do nguồn cung lọc dầu toàn cầu đang ổn định, giá dầu thô có dấu hiệu tăng nhanh hơn giá thành phẩm khiến áp lực đè nặng lên crack spread. Tuy nhiên, BSR vẫn có động lực tăng trưởng dài hạn nhờ dự án nâng cấp và mở rộng, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q3/2028, nâng tổng công suất thêm 15% và tăng khả năng lọc được các sản phẩm với độ phức tạp cao hơn. Dự kiến, crack spread của BSR sẽ tương đương mức trung bình trong khu vực kể từ năm 2029 khi dự án nâng cấp mở rộng hoàn tất. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của BSR trong năm 2025 sẽ tăng 369.9% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu đến từ việc doanh nghiệp cải thiện được biên lợi nhuận gộp từ mức đáy 0.4% lên 3% (mức BLN gộp trung bình các năm trong quá khứ của BSR).
PLX	42,400	NẮM GIỮ	- Sản lượng xăng dầu của PLX dự kiến vẫn duy trì ở mức ổn định ở mức cao nhờ lượng tồn kho xăng dầu còn dư dả và không bị gián đoạn nguồn cung giai đoạn tới, tuy nhiên chúng tôi nhận định nguồn cầu nội địa sẽ chưa có sự đột phá trong tương lai gần. - Những thay đổi chính sách dự kiến 2025 sẽ mang lại lợi thế cho PLX như một thương nhân đầu mối uy tín giúp gia tăng thị phần từ tay các nhà bán lẻ nhỏ, chủ động hơn trong việc định giá bán (trong khung giá trần) và dự trữ hàng tồn kho. Những quy định mới này nhìn chung sẽ ảnh hưởng tích cực đến PLX trong dài hạn, tuy nhiên trong tương lai gần 2025F-2026F có thể sẽ chưa phản ánh thực sự lên báo cáo của doanh nghiệp. - Tương tự như các doanh nghiệp hạ nguồn khác, PLX cũng sẽ bị tác động từ crack spread giảm trong khu vực và sức cầu chưa thật sự rõ ràng giai đoạn 2025F-2026F. - Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của PLX trong giai đoạn FY25-26F đạt lần lượt là 5.3% và 5.4%, biến động lợi nhuận ròng lần lượt là -39.0% và 24.1%.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích PVS và PVD

Kịch bản cơ sở: Giá dầu Brent TB 2025 = 70 USD/thùng		Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
Doanh nghiệp			VNĐ/cp	VNĐ/cp		tỷ VNĐ	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F	2024	2025F
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí		PVS	33,100	43,000	KHẢ QUAN	15,821	14.8	13.6	1.1	1.1	3.5	3.3	8.1	8.4
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí		PVD	20,400	27,100	KHẢ QUAN	11,340	12.5	14.8	0.7	0.7	3.9	2.9	5.8	4.3
Tổng Công ty Khí Việt Nam		GAS	67,700	84,800	KHẢ QUAN	158,599	15.0	12.9	2.6	2.3	12.3	13.3	16.7	18.0
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí		PVT	18,000	20,500	NẮM GIỮ	8,459	5.0	3.1	0.8	0.6	6.6	5.3	16.9	14.3
CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn		BSR	18,450	20,500	NẮM GIỮ	57,204	77.7	19.3	1.0	1.0	0.7	3.3	1.1	5.3
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex)		PLX	37,300	42,400	NẮM GIỮ	47,393	12.1	27.4	1.9	2.0	4.9	2.2	15.3	7.
Trung bình						49,803	22.9	15.2	1.4	1.3	5.3	5.1	10.7	9.6

• Giá đóng cửa ngày 15/07/2025. Nguồn: MBS Research dự phóng

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đinh Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Phạm Thị Thanh Hường</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Mai Duy Anh</i>	<i>Nguyễn Phương Anh</i>
<i>Đinh Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>		
<i>Võ Đức Anh</i>				