

Dầu khí

Triển vọng giữa các phân khúc có sự phân hóa

Chuyên viên phân tích ngành Trần Thị Ngọc Quỳnh
(+84) 24-7303-5333 quynhhtt@kbsec.com.vn

29/06/2026

Giá dầu thô sẽ tiếp tục neo ở vùng cao so với giai đoạn trước chiến tranh

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent bình quân giai đoạn 2H2026 đạt mức 70–75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở. Triển vọng thị trường dầu thô sẽ phụ thuộc chủ yếu vào hai yếu tố: (1) diễn biến đàm phán giữa Mỹ và Iran, đặc biệt liên quan đến quyền kiểm soát và thu phí tại Eo biển Hormuz, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi của hoạt động hàng hải qua tuyến đường này; và (2) tốc độ phục hồi hoạt động khai thác và xuất khẩu dầu tại Trung Đông.

Tích cực duy trì

Recommendations

GAS	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	83,200VND
BSR	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	25,100VND

[Thượng nguồn] Các dự án trọng điểm tạo động lực tăng trưởng EPCI

Tiến độ triển khai ở giai đoạn cao điểm của các dự án Lô B - Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B và Lạc Đà Vàng sẽ tạo ra khối lượng công việc EPCI (Thiết kế, Mua sắm, Xây dựng & Lắp đặt) lớn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cho các doanh nghiệp thượng nguồn.

[Thượng nguồn] Triển vọng cung cầu giàn khoan tự nâng vẫn thuận lợi trong dài hạn

Chúng tôi nhận định giá cước sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi trạng thái cung cầu tương đối thắt chặt của thị trường jack-up (giàn khoan tự nâng), trong bối cảnh nguồn cung hạn chế do vùng giá cước hiện tại không kích thích nhu cầu đóng giàn khoan mới, trong khi nhu cầu dự kiến tăng trở lại nhờ hoạt động thăm dò và khai thác gia tăng tại Đông Nam Á và Trung Đông.

[Trung nguồn] Thị trường khí LNG nội địa có thể phải chịu nhiều áp lực về chi phí đầu vào

Mặt bằng giá LNG quốc tế duy trì ở mức cao sẽ gây áp lực lên chi phí đầu vào của thị trường LNG Việt Nam trong phần còn lại của năm 2026, trong bối cảnh Việt Nam vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nguồn LNG nhập khẩu theo các hợp đồng giao ngay.

[Hạ nguồn] Mặt bằng crack spread ở vùng cao được duy trì

Chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao trong nửa cuối năm 2026, phản ánh sự thắt chặt của thị trường dầu thành phẩm.

Định giá ở vùng cao so với lịch sử, phản ánh tiềm năng tăng trưởng 2026

Chúng tôi đánh giá dư địa tái định giá của nhóm cổ phiếu dầu khí không còn nhiều khi mặt bằng P/B hiện tại đã tương đương P/B trung bình 5 năm.

KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2026

KQKD 1Q2026 nhìn chung tương đối tích cực

Nhóm thượng nguồn (PVD, PVS) ghi nhận tăng trưởng khả quan trong 1Q2026. PVS đạt mức tăng doanh thu và LNST lần lượt là 45% và 25% YoY, nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi tích cực. PVD ghi nhận doanh thu và LNST tăng 126% và 100% YoY, được hỗ trợ bởi mặt bằng giá cho thuê giàn khoan và hiệu suất khai thác cải thiện, trong khi chi phí tài chính tăng mạnh do gia tăng vay nợ đầu tư gây áp lực lên lợi nhuận.

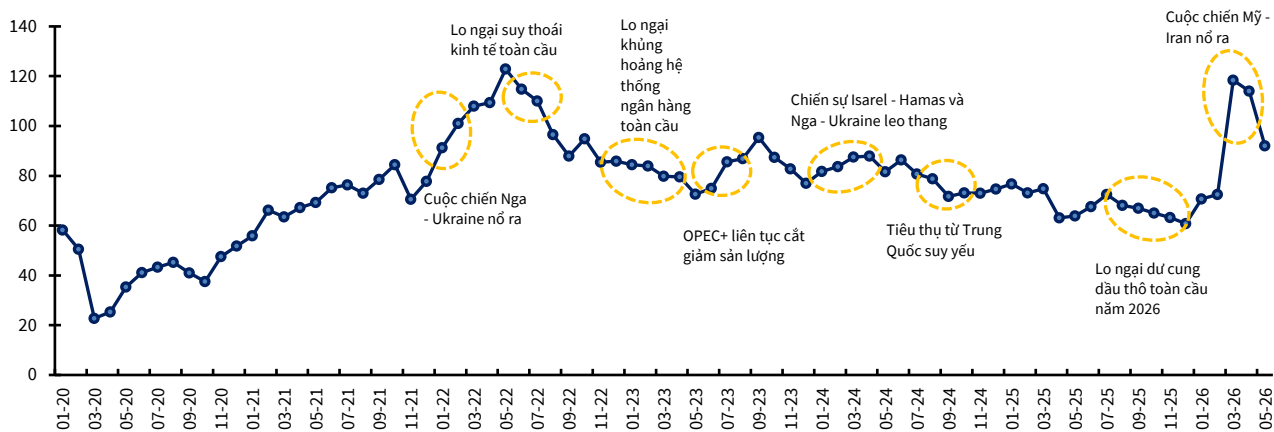
Nhóm trung nguồn (PVT, GAS) tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. PVT ghi nhận doanh thu và LNST tăng lần lượt 50% và 48% YoY, nhờ mặt bằng cước vận tải thuận lợi cùng với việc mở rộng quy mô đội tàu. Trong khi đó, GAS đạt mức tăng trưởng doanh thu 48% YoY và LNST 7% YoY, chủ yếu nhờ giá khí đầu ra tăng và đóng góp tích cực từ hoạt động kinh doanh LNG/trading, dù biên lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi giá vốn hàng bán gia tăng.

Nhóm hạ nguồn (BSR, PLX) ghi nhận kết quả phân hóa. BSR nổi bật với doanh thu và LNST tăng lần lượt 44% và 1,973% YoY, nhờ hưởng lợi từ xu hướng tích cực của crack spread. Ngược lại, PLX ghi nhận doanh thu tăng 45% YoY trong khi LNST giảm 672% YoY, chủ yếu do trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho.

Giá dầu biến động mạnh do tác động từ xung đột địa chính trị tại Trung Đông

Giá dầu thô Brent bình quân 5M2026 đạt mức 92 USD/thùng do tác động của xung đột địa chính trị tại Trung Đông. Sang đến tháng 6/2026, sau khi Mỹ và Iran đạt được thỏa thuận tạm thời về ngừng bắn, giá dầu đã giảm về quanh mốc 70-75 USD/thùng, phản ánh kì vọng của thị trường về việc dứt gãy chuỗi cung ứng được giải quyết. Xung đột tại Trung Đông đã rút khoảng 9-10 triệu thùng dầu/ngày khỏi thị trường dầu mỏ toàn cầu, tạo ra một trong những cú sốc cung lớn nhất trong những năm gần đây. Để duy trì nguồn cung cho thị trường quốc tế, một số quốc gia đã phải giải phóng dự trữ dầu chiến lược (SPR), đồng thời tăng cường sử dụng các tuyến vận chuyển thay thế.

Biểu đồ 1. Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2020-2026 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

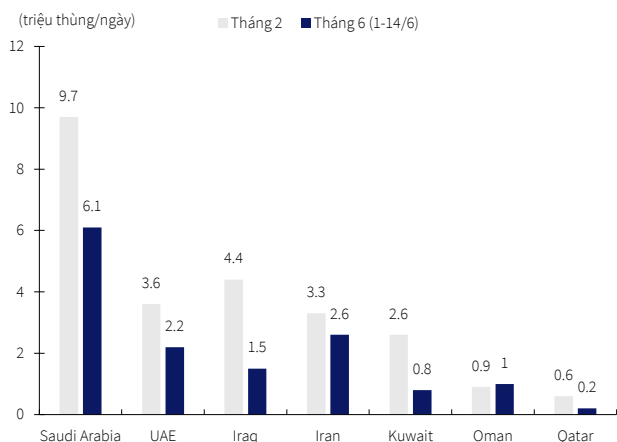
TRIỂN VỌNG 2H2026

Giá dầu thô có thể giảm nhanh nhưng sẽ tiếp tục neo ở vùng cao hơn tương đối so với giai đoạn trước chiến tranh

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent bình quân giai đoạn 2H2026 đạt mức 70–75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở. Triển vọng thị trường dầu thô sẽ phụ thuộc chủ yếu vào hai yếu tố: (1) diễn biến đàm phán giữa Mỹ và Iran, đặc biệt liên quan đến quyền kiểm soát và thu phí tại Eo biển Hormuz, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ phục hồi của hoạt động hàng hải qua tuyến đường này; và (2) tốc độ phục hồi hoạt động khai thác và xuất khẩu dầu tại Trung Đông. Tại thời điểm viết báo cáo này, Mỹ và Iran đã đạt thỏa thuận mở cửa Eo biển Hormuz trong vòng 60 ngày không thu phí. Bên cạnh đó, tốc độ phục hồi nguồn cung dầu sẽ phụ thuộc đáng kể vào mức độ thiệt hại của cơ sở hạ tầng dầu khí cũng như quy mô sản lượng bị tạm ngừng khai thác (production shut-ins). Mức độ shut-in càng lớn, thời gian khôi phục sản lượng càng kéo dài. Chúng tôi kỳ vọng Saudi Arabia và UAE sẽ phục hồi sản lượng nhanh hơn Iraq, Kuwait và Qatar nhờ mức độ gián đoạn hoạt động khai thác thấp hơn (Biểu đồ 2).

IEA dự báo thị trường dầu toàn cầu sẽ quay trở lại trạng thái thặng dư từ 4Q2026. Kịch bản này dựa trên giả định dòng chảy thương mại qua Eo biển Hormuz cần khoảng 2–3 tháng để trở lại bình thường. Đồng thời, nguồn cung dầu bắt đầu phục hồi từ 3Q2026 và vượt nhu cầu từ tháng 10/2026, đưa thị trường sang trạng thái thặng dư nhẹ. Trong khi đó, EIA đưa ra kịch bản thận trọng hơn khi dự báo thị trường dầu sẽ tiếp tục thiếu hụt nguồn cung trong suốt năm 2026, dựa trên giả định hoạt động tàu thuyền được khôi phục từ 3Q2026 và sản lượng dầu Trung Đông trở lại mức trước xung đột vào 1Q2027.

Biểu đồ 2. Sản lượng dầu chịu ảnh hưởng bởi xung đột Trung Đông (triệu thùng/ngày)



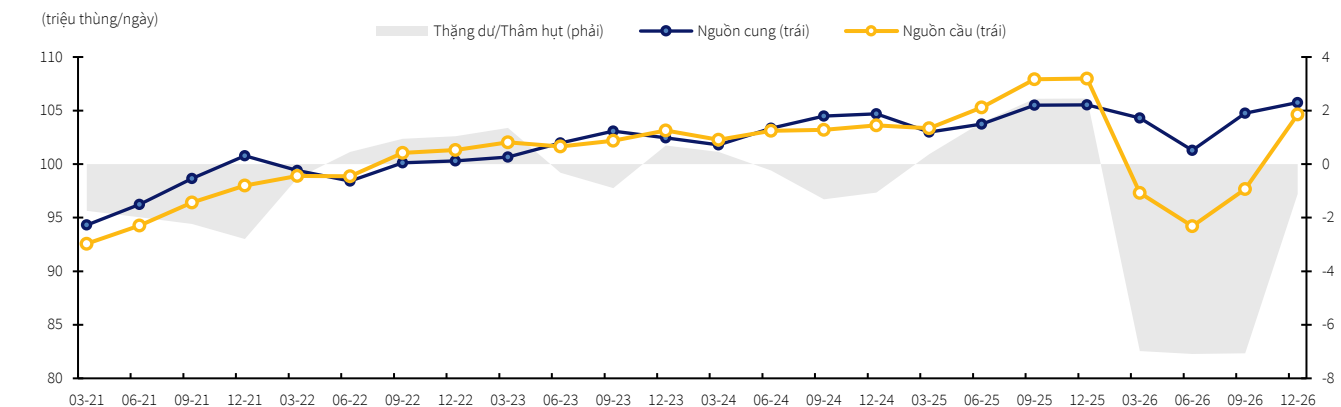
Nguồn: EIA, Wood Mackenzie, KBSV

Bảng 3. Dự báo giá dầu thô Brent của các tổ chức cho năm 2026 và 2027 (USD/thùng)

Tổ chức	Ngày dự báo	3Q2026	4Q2026
Citigroup Inc	22/06/2026	75.0	70.0
JPMorgan Chase & Co	19/06/2026	104.0	98.0
Commerzbank AG	18/06/2026	85.0	80.0
Bank of America Merrill Lynch	17/06/2026	79.0	73.0
Fitch Solutions	17/06/2026	75.0	71.0
Standard Chartered	16/06/2026	85.0	80.5
Goldman Sachs Group Inc	15/06/2026	84.0	80.0
Trung vị		85.3	80.0
Giả định của KBSV		75.0	70.0

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Dự báo thặng dư/thâm hụt nguồn cung dầu thô năm 2026 (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

[Thượng nguồn] Các dự án trọng điểm tạo động lực tăng trưởng EPCI

Chúng tôi lạc quan về triển vọng phân khúc thượng nguồn dầu khí giai đoạn 2026-2027. Tiến độ triển khai ở giai đoạn cao điểm của các dự án Lô B - Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B và Lạc Đà Vàng sẽ tạo ra khối lượng công việc EPCI (Engineering, Procurement, Construction & Installation – Thiết kế, Mua sắm, Xây dựng & Lắp đặt) lớn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng doanh thu cho các doanh nghiệp thượng nguồn.

Biểu đồ 5. Tổng quan tiến độ và khối lượng công việc của các dự án dầu khí thượng nguồn trọng điểm

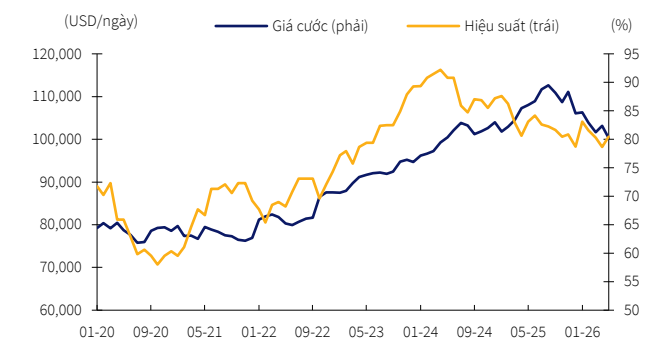
Dự án	Capex ước tính (triệu USD)	Trữ lượng thu hồi	Tiến độ 1H2026	Khối lượng công việc và kỳ vọng	Thời gian khai thác dự kiến		
					2026	2027	2028
Lạc Đà Vàng	693	63 triệu thùng dầu	Đang triển khai gói thầu EPCIC	PVS tham gia liên doanh cung cấp FSO (>400 triệu USD, 10+5 năm)			
Sư Tử Trắng 2B	1,300	20 tỷ m3 khí	Đang triển khai gói thầu EPCIC; dự kiến khởi động chương trình khoan từ T7/2026	PVS được trao gói thầu EPCIC (380 triệu USD); giàn khoan PVD I tham gia thực hiện các hoạt động khoan của dự án			
Thiên Nga - Hải Âu	350	7.4 tỷ m3 khí	Đang triển khai gói thầu EPCIC; dự kiến khởi động chương trình khoan từ T10/2026	PVD tham gia chiến dịch khoan			
Đại Hùng Nam	477	22 triệu thùng dầu 0.9 tỷ m3 khí	Đang trong giai đoạn thi công (Construction) thuộc gói thầu EPCI	PVS được trao gói thầu EPCI			
Lô B - Ô Môn	6,400	107 tỷ m3 khí	Đang triển khai công tác lắp đặt và đấu nối (Installation) trong gói thầu EPCI; dự kiến khoan vào Q3/2027	PVS được trao các gói thầu EPCI 1, 2, 3 (>1 tỷ USD), cung cấp FSO (600 triệu USD, 14+9 năm); giàn PVD VI tham gia thực hiện các hoạt động khoan của dự án			
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	N/A	4 tỷ m3 khí	Đã ký kết hợp đồng EPCI	PVS được trao gói thầu EPCI			
Nam Du - U Minh	380	5.6 tỷ m3 khí	Đã ký FDP và GSPA, hoàn thiện các thủ tục phát triển mỏ và tiêu thụ khí	Kỳ vọng các gói thầu EPCI và hợp đồng khoan cho PVS và PVD			

Nguồn: Hiệp hội Năng lượng Việt Nam, KBSV

[Thượng nguồn] Triển vọng cung cầu giàn khoan tự nâng vẫn thuận lợi trong dài hạn

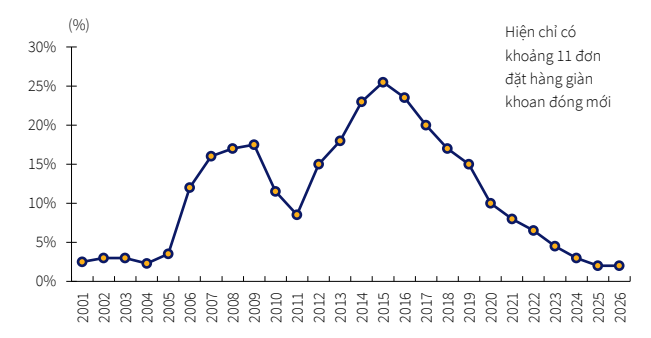
Giá thuê ngày và hiệu suất hoạt động của giàn khoan tự nâng (jack-up) đã giảm so với mức đỉnh thiết lập trong giai đoạn 2024–2025, song vẫn duy trì ở mức cao. Chúng tôi nhận định giá cước sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi trạng thái cung cầu tương đối thắt chặt của thị trường jack-up, trong bối cảnh nguồn cung hạn chế do vùng giá cước hiện tại không kích thích nhu cầu đóng giàn khoan mới, trong khi nhu cầu dự kiến tăng trở lại nhờ hoạt động thăm dò và khai thác gia tăng tại Đông Nam Á và Trung Đông.

Biểu đồ 6. Giá cước thuê (USD/ngày) và hiệu suất khai thác (%) giàn tự nâng loại IC 361-400



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ lệ đơn đóng mới (orderbook/fleet) của giàn Jack-up (%)



Nguồn: S&P Petrodata, Borr Drilling, KBSV

[Trung nguồn] Triển vọng thị trường tàu dầu thô duy trì cân bằng trong trung hạn

Sau thời gian gián đoạn tại Eo biển Hormuz, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vận tải dầu thô sẽ phục hồi trong 2H2026, qua đó hỗ trợ duy trì mặt bằng cước tàu dầu thô ở mức hiện tại. Trong trung hạn, mặc dù tỷ lệ orderbook/fleet hiện ở mức 20%, lượng công suất dự kiến được bàn giao vẫn thấp hơn 18% công suất do nhóm tàu có tuổi đời cao cung cấp.

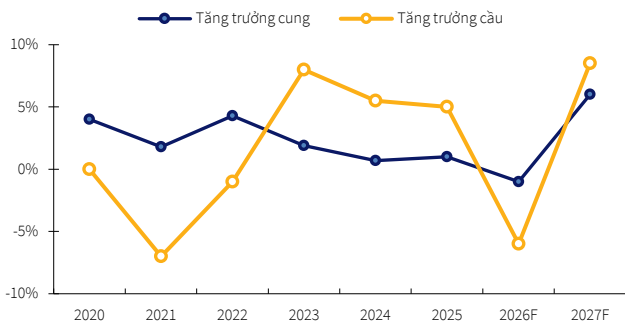
[Trung nguồn] Dầu Iran quay lại thị trường và tái xây dựng tồn kho thúc đẩy nhu cầu tàu dầu

Một yếu tố cần theo dõi là khả năng Mỹ dỡ bỏ lệnh trừng phạt đối với dầu Iran trong dài hạn. Trong giai đoạn bị cấm vận, phần lớn dầu Iran được vận chuyển bằng shadow fleet (đội tàu vận tải cũ, không đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn vận tải quốc tế). Tại thời điểm viết báo cáo, Mỹ đã tạm thời dỡ bỏ các lệnh trừng phạt đối với xuất khẩu dầu của Iran trong thời hạn 60 ngày. Nếu các lệnh trừng phạt được gỡ bỏ hoàn toàn, dầu Iran có thể dần chuyển sang đội tàu thương mại thông thường, qua đó thúc đẩy quá trình thanh lý một phần shadow fleet. Đồng thời, hoạt động tái xây dựng tồn kho dầu toàn cầu sẽ hỗ trợ nhu cầu tàu dầu thô trong trung hạn. IEA ước tính nhu cầu phục vụ việc tái xây dựng dự trữ dầu chiến lược sẽ đóng góp thêm khoảng 1 triệu thùng/ngày vào tổng nhu cầu dầu toàn cầu.

[Trung nguồn] Triển vọng thị trường tàu dầu thành phẩm đối mặt với áp lực dư cung

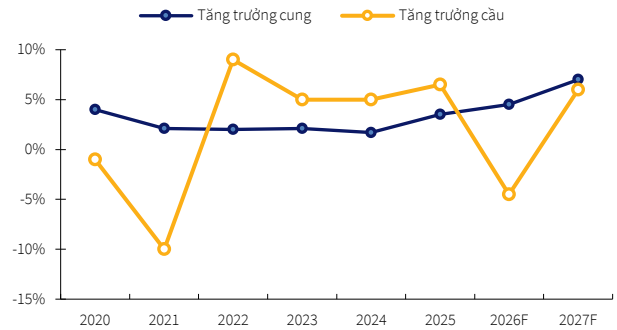
Chúng tôi cho rằng nhu cầu vận tải dầu thành phẩm sẽ phục hồi chậm trong 2H2026 do ảnh hưởng từ việc gián đoạn công suất lọc dầu tại Trung Đông. BIMCO dự báo nhu cầu vận tải dầu thành phẩm (tấn-dặm) năm 2026 giảm 2.5% đến 4.5% YoY, trong khi nguồn cung đội tàu tăng 4.5% đến 5.5% YoY (Biểu đồ 9). Bên cạnh đó, tỷ lệ orderbook/fleet hiện ở mức trên 20%, cao hơn khoảng 6% công suất do nhóm tàu có tuổi đời cao cung cấp. Các chỉ báo này cho thấy thị trường tàu dầu thành phẩm đã đang và sẽ đối mặt với áp lực dư cung trong giai đoạn tới.

Biểu đồ 8. Dự báo tăng trưởng cung - cầu tàu dầu thô giai đoạn 2026F-2027F (%)



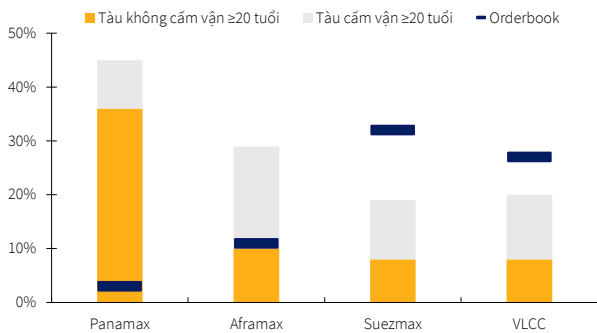
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 9. Dự báo tăng trưởng cung - cầu tàu dầu thành phẩm giai đoạn 2026F-2027F (%)



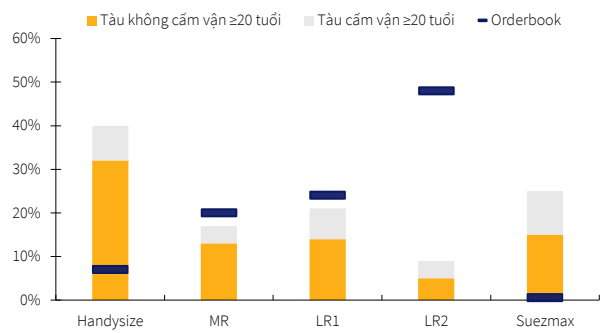
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 10. Cơ cấu đơn hàng đóng mới tàu dầu thô (%)



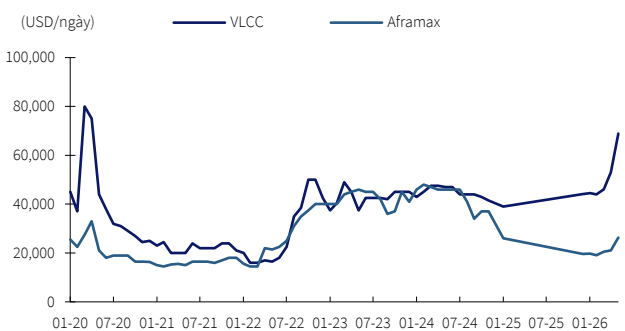
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 11. Cơ cấu đơn hàng đóng mới tàu dầu thành phẩm (%)



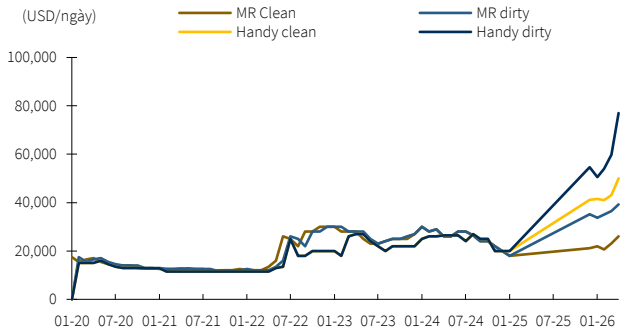
Nguồn: BIMCO, KBSV

Biểu đồ 12. Giá cước định hạn tàu dầu thô 2020-2026 (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Giá cước định hạn tàu dầu thành phẩm 2020-2026 (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

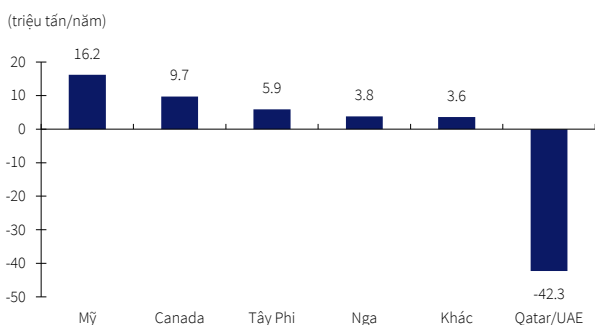
[Trung nguồn] Giá LNG duy trì ở mặt bằng cao do nguồn cung hạn chế và nhu cầu tái bổ sung tồn kho

Chúng tôi kỳ vọng giá LNG sẽ duy trì ở mức cao hơn tương đối so với giai đoạn trước chiến tranh trong nửa cuối năm 2026, trong bối cảnh thị trường LNG toàn cầu tiếp tục chịu áp lực từ nguồn cung hạn chế. Theo dự báo của Rystad Energy, thị trường LNG năm 2026 có thể thiếu hụt khoảng 16 triệu tấn, với nhu cầu đạt 436 triệu tấn trong khi nguồn cung chỉ đạt khoảng 420 triệu tấn, do nguồn cung bổ sung chưa đủ bù đắp phần thiếu hụt của các cơ sở hạ tầng tại Trung Đông bị tàn phá bởi chiến tranh.

Về phía cung, Qatar tiếp tục là yếu tố then chốt của thị trường LNG toàn cầu. Theo QatarEnergy, các thiệt hại đối với cơ sở hạ tầng LNG đã làm gián đoạn khoảng 12.8 triệu tấn LNG mỗi năm, tương đương khoảng 17% công suất xuất khẩu LNG của nước này trong thời gian dự kiến từ 3-5 năm. Theo Bloomberg, sản lượng từ các dự án LNG mới tại Bắc Mỹ được đánh giá là chưa đủ để bù đắp hoàn toàn phần nguồn cung bị thiếu hụt từ Qatar và UAE (Biểu đồ 14).

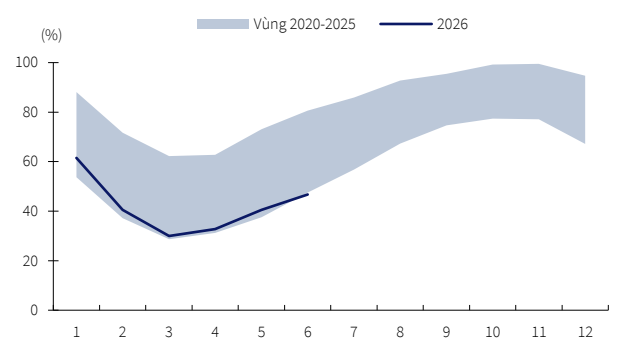
Về phía cầu, châu Âu và châu Á tiếp tục là hai động lực tiêu thụ LNG lớn nhất. Theo Quy định Dự trữ Khí đốt (EU/2022/1032), các quốc gia thành viên EU phải đảm bảo mức lấp đầy kho chứa khí (gas storage) đạt tối thiểu 80% trước mùa đông hàng năm nhằm đảm bảo an ninh năng lượng. Tính đến ngày 22/06/2026, mức tồn kho khí của EU mới đạt khoảng 46% công suất lưu trữ, mức thấp nhất trong vòng 6 năm (Biểu đồ 15). Điều này đồng nghĩa với việc khu vực này sẽ cần tiếp tục nhập khẩu khoảng 35.7 tỷ Sm³ khí (tương đương 26 triệu tấn LNG) trong những tháng tới để hoàn thành mục tiêu dự trữ trước mùa sưởi ấm. Tại châu Á, khu vực này đã nhập khẩu khoảng 82% lượng LNG xuất khẩu của Qatar trong năm 2025. Do đó, bất kỳ sự gián đoạn nào từ Qatar đều làm thắt chặt nguồn cung LNG tại châu Á, ít nhất cho đến khi hoạt động vận tải năng lượng qua Eo biển Hormuz trở lại trạng thái bình thường.

Biểu đồ 14. Dự báo thay đổi nguồn cung LNG 2026 (triệu tấn/năm)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. Tỷ lệ dự trữ khí đốt của EU (%)



Nguồn: GIE (Gas Infrastructure Europe), KBSV

[Trung nguồn] Thị trường khí LNG nội địa có thể phải chịu nhiều áp lực về chi phí đầu vào trong năm 2026

Mặt bằng giá LNG quốc tế duy trì ở mức cao sẽ gây áp lực lên chi phí đầu vào của thị trường LNG Việt Nam trong phần còn lại của năm 2026, trong bối cảnh Việt Nam vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nguồn LNG nhập khẩu theo các hợp đồng giao ngay.

Ở trong nước, Chính phủ đã ban hành Nghị định 56/2025/NĐ-CP và Nghị định 100/2025/NĐ-CP nhằm hoàn thiện cơ chế chuyển giá LNG vào giá điện (pass-through) và cơ chế sản lượng hợp đồng (Qc) cho các dự án điện khí LNG. Các chính sách này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giảm thiểu tác động của biến động giá LNG toàn cầu đối với hiệu quả vận hành và khả năng thu hồi chi phí của các nhà máy điện LNG.

[Hạ nguồn] Mặt bằng crack spread ở vùng cao được duy trì

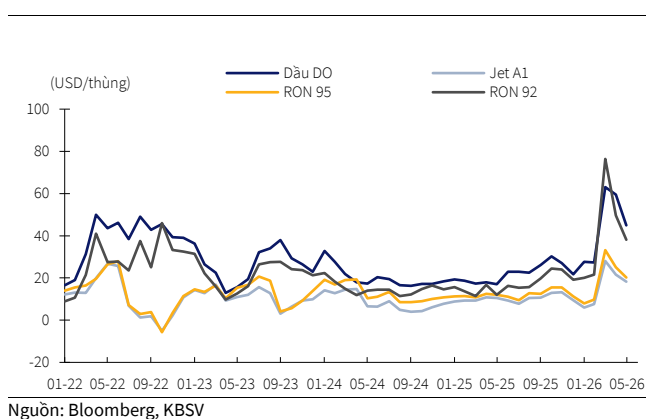
Crack spread đã điều chỉnh đáng kể từ vùng đỉnh thiết lập trong tháng 3 nhưng vẫn duy trì cao hơn mức trước khi xung đột Trung Đông bùng phát (Biểu đồ 16). Chúng tôi kỳ vọng crack spread sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao trong nửa cuối năm 2026, phản ánh sự thắt chặt của thị trường dầu thành phẩm.

Về phía cung, các cơ sở lọc dầu tại Trung Đông bị ảnh hưởng bởi chiến sự được dự báo sẽ cần một khoảng thời gian đáng kể để khôi phục hoạt động, ít nhất đến đầu năm 2027. Bên cạnh đó, các nhà máy lọc dầu tại châu Á chỉ có thể đưa công suất vận hành trở lại mức bình thường khi nguồn cung dầu thô đầu vào được cải thiện, tức là sau khi các dòng chảy thương mại và thị trường dầu thô toàn cầu phục hồi về trạng thái trước chiến tranh. Ngoài ra, tồn kho các sản phẩm dầu thành phẩm tại Singapore đang neo ở vùng thấp cũng là một yếu tố khác hỗ trợ crack spread. Do đó, chúng tôi dự báo nguồn cung dầu thành phẩm sẽ phục hồi chậm trong nửa còn lại của 2026.

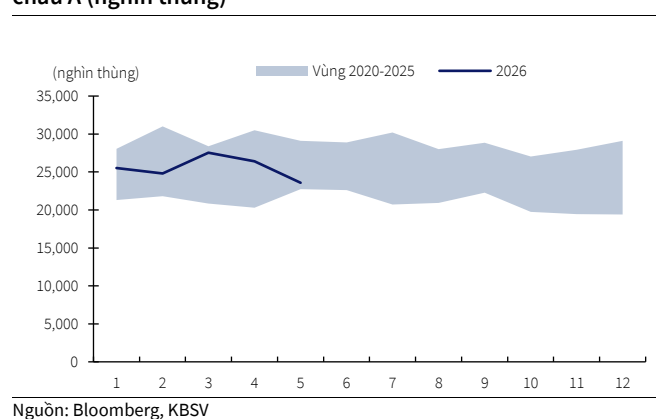
[Hạ nguồn] Chính sách xuất khẩu của Trung Quốc là yếu tố rủi ro đối với crack spread khu vực

Một yếu tố cần theo dõi là chính sách xuất khẩu dầu thành phẩm của Trung Quốc. Kể từ tháng 3, Trung Quốc đã áp dụng các biện pháp hạn chế xuất khẩu do lo ngại rủi ro thiếu hụt nguồn cung năng lượng trong nước dưới tác động của căng thẳng tại Trung Đông. Tuy nhiên, nhu cầu tiêu thụ nội địa vẫn tương đối yếu, dẫn đến lượng tồn kho dầu thành phẩm gia tăng. Trong trường hợp Trung Quốc nới lỏng các hạn chế hiện tại và cho phép xuất khẩu trở lại với quy mô lớn hơn, nguồn cung này có thể gây áp lực thu hẹp crack spread tại châu Á.

Biểu đồ 16. Crack spread các sản phẩm lọc dầu (USD/thùng)



Biểu đồ 17. Diễn biến tồn kho middle và light distillates tại châu Á (nghìn thùng)

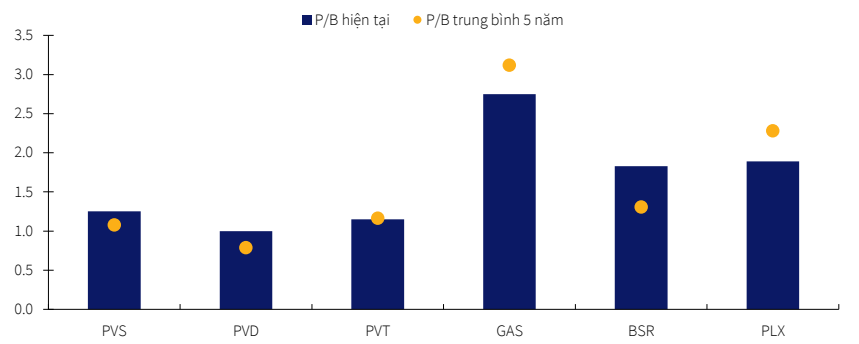


**Định giá ở vùng cao so với lịch sử,
phản ánh tiềm năng
tăng trưởng trong 2026**

Chúng tôi đánh giá dư địa tái định giá của nhóm cổ phiếu dầu khí không còn nhiều khi mặt bằng P/B hiện tại đã tương đương P/B trung bình 5 năm. Đối với phân khúc thượng nguồn, động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ khối lượng công việc lớn tại các dự án dầu khí trọng điểm, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và backlog cho các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí. Trong khi đó, kết quả kinh doanh của nhóm trung và hạ nguồn sẽ phụ thuộc đáng kể vào diễn biến của giá cước vận tải, giá bán đầu ra và crack spread.

Định giá P/B của đa số doanh nghiệp dầu khí đã bằng hoặc vượt mức trung bình 5 năm, ngoại trừ GAS và PLX vẫn giao dịch dưới ngưỡng này.

Biểu đồ 19. Tương quan P/B hiện tại của các doanh nghiệp dầu khí so với mức trung bình 5 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Phụ lục 1. Mức độ thiệt hại và thời gian sửa chữa ước tính đối với các cơ sở hạ tầng năng lượng tại Trung Đông

Cơ sở	Quốc gia	Mức độ	Loại tài sản	Mức độ cần sửa chữa	Thời gian sửa chữa
Ras Laffan	Qatar	Cao	LNG + Nhà máy lọc dầu	Rất cao	Rất dài
South Pars (cụm mỏ)	Iran	Cao	Mỏ khí ngoài khơi	Rất cao	Rất dài
Nhà máy lọc dầu Sitra	Bahrain	Cao	Nhà máy lọc dầu	Cao	Dài
Pearl GTL	Qatar	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Cao	Dài
Nhà máy lọc dầu Tehran	Iran	Trung bình	Nhà máy lọc dầu	Trung bình	Trung bình
Mỏ khí Shah	UAE	Trung bình	Mỏ khí trên bờ	Trung bình	Trung bình
Kho dầu Shahrhan	Iran	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Thấp	Trung bình
Kho dầu Shahid Dolat Oil Depot	Iran	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Thấp	Trung bình
Kho dầu Shahr-e Rey Oil Depot	Iran	Trung bình	Cơ sở hạ nguồn	Thấp	Trung bình
Nhà máy lọc dầu Lanaz	Iraq	Trung bình	Nhà máy lọc dầu	Thấp	Trung bình
Nhà máy lọc dầu Ruwais	UAE	Trung bình	Nhà máy lọc dầu	Thấp	Ngắn
Bab & Habshan	UAE	Thấp	Mỏ khai thác khí và xử lý khí	Rất thấp	Ngắn
Nhà máy lọc dầu Haifa	Israel	Thấp	Nhà máy lọc dầu	Rất thấp	Ngắn

Nguồn: Rystad Energy, KBSV

Phụ lục 2. Tiến độ các dự án dầu khí trọng điểm tại Đông Nam Á

Dự án	Quốc gia	Nhà điều hành	FID ban đầu	FID mới	Loại mỏ	Chi phí phát triển (tỷ USD)	Sản lượng đỉnh (nghìn thùng/ngày)	Trữ lượng (triệu thùng)	Yếu tố thúc đẩy nhanh FID
Northern Hub IDD	Indonesia	Eni	4Q2026	1Q2026*	Khí	11.6	195	1,027	<ul style="list-style-type: none"> - Giá đầu cao và định giá doanh nghiệp hấp dẫn trước hoạt động M&A. - Tiềm năng xuất khẩu LNG ngắn hạn trước khi nhu cầu trong nước tăng mạnh.
Southern Hub IDD	Indonesia	Eni	4Q2026	1Q2026*	Khí	3.5	108	640	
Hải Sư Vàng	Việt Nam	Murphy Oil	1Q2030	4Q2028	Dầu	3.5	95	350	<ul style="list-style-type: none"> - Giá đầu toàn cầu duy trì ở mức cao. - Thành công của giếng thăm lượng HSV-2X.
Megah	Malaysia	Petronas	2Q2029	3Q2028	Dầu	3.0	70	250	<ul style="list-style-type: none"> - Giá đầu toàn cầu cao. - Khả năng tích hợp với phát hiện Tepat.
Kenyalang Cluster	Malaysia	TotalEnergies	4Q2028	1Q2028	Khí	2.0	60	220	- Là dự án trọng điểm trong danh mục sau các thương vụ M&A tại Malaysia.
Sakakemang	Indonesia	MedcoEnergi	2Q2027	4Q2026	Khí	0.45	13.5	60	<ul style="list-style-type: none"> - Điều chỉnh thiết kế nâng công suất. - Hoạt động M&A gần đây và khả năng kết nối với cơ sở Suban.
Bussabong	Thái Lan	PTTEP	4Q2026	2Q2026	Dầu	0.13	10	17	- Đẩy nhanh phát triển mỏ nhằm phục vụ nhu cầu khí từ các lô G3/65 và đáp ứng nhu cầu trong nước.
Wassana	Thái Lan	Valeura Energy	2Q2025	2Q2025**	Khí	0.12	7.5	17	<ul style="list-style-type: none"> - Đẩy nhanh phát triển nhằm đưa dự án vào vận hành từ 4Q2026. - Giá đầu toàn cầu ở mức cao.

* Dự án đã được phê duyệt đầu tư (FID/FDAP approval).

** Valeura Energy đang hướng tới đẩy nhanh thời điểm đưa dự án vào khai thác (fast-track startup).

Nguồn: Rystad Energy, KBSV

CTCP TCT Khí Việt Nam (GAS)

Động lực tăng trưởng từ khí khô và LNG

Chuyên viên phân tích Trần Thị Ngọc Quỳnh
quynhhtt@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

16/06/2026

Kết quả kinh doanh 1Q2026 có sự cải thiện nhờ căng thẳng địa chính trị ở Trung Đông

Giá dầu neo cao hỗ trợ biên lợi nhuận các mỏ hiện hữu, song các nguồn khí mới với chi phí khai thác cao có thể làm thu hẹp biên lợi nhuận mảng khí khô

LNG trở thành động lực tăng trưởng doanh thu mới, đồng thời hợp đồng dài hạn với Shell giúp giảm thiểu rủi ro biến động giá đầu vào

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 83,200 VND/cổ phiếu

Doanh thu Q1/2026 tăng trưởng tích cực 48% YoY, chủ yếu nhờ (1) giá bán khí tăng từ đầu tháng 3/2026 và (2) tăng trưởng từ hoạt động trading LNG/LPG quốc tế. Trong khi đó, LNST-CĐTS tăng chậm hơn, ở mức 7% YoY, do áp lực tăng của chi phí giá vốn hàng bán từ hoạt động trading, khiến biên lợi nhuận gộp của 2 mảng chủ lực khí khô và LNG/LPG lần lượt giảm -7.4/-2.3 ppts svck.

Giá dầu duy trì ở mặt bằng cao sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận tại các mỏ khí hiện hữu của GAS nhờ cơ chế giá bán tham chiếu dầu. Trong khi đó, các dự án khí mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng và doanh thu nhưng có giá miêng giếng cao hơn đáng kể, làm thu hẹp chênh lệch giữa giá bán và giá mua khí đầu vào. Do đó, biên lợi nhuận mảng khí khô có thể chịu áp lực khi tỷ trọng khí từ các mỏ mới gia tăng trong trung và dài hạn.

LNG đang trở thành động lực tăng trưởng mới của GAS khi doanh thu mảng này tăng mạnh 300.9% YoY trong năm 2025. Trong bối cảnh giá LNG thế giới duy trì ở vùng cao do gián đoạn nguồn cung và nhu cầu nhập khẩu gia tăng, việc GAS ký hợp đồng LNG dài hạn đầu tiên với Shell giúp đảm bảo nguồn cung ổn định, đồng thời giảm thiểu rủi ro biến động giá đầu vào so với việc phụ thuộc hoàn toàn vào thị trường giao ngay.

Kết hợp 2 phương pháp FCFE và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu GAS, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu 83,200 VND/cổ phiếu, tương ứng mức upside 1.7% so với giá đóng cửa ngày 16/06/2026.

TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND 83,200
Tăng/giảm (%)	1.7%
Giá hiện tại (16/06/2026)	VND 81,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 97,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	199.1/7.7

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2024	2025	2026F	2027F
Doanh số thuần (tỷ VND)	103,604	135,197	176,408	186,453
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	12,042	13,125	15,868	14,589
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	10,398	11,414	13,579	12,826
EPS (VND)	4,354	4,647	5,528	5,222
Tăng trưởng EPS (%)	-12.4	6.7	19.0	-5.5
P/E (x)	18.8	17.6	15.1	15.6
P/B (x)	3.2	3.0	2.7	2.4
ROE (%)	17.2	17.1	18.0	15.3
Tỷ suất cổ tức (%)	7.2	2.5	2.4	2.5

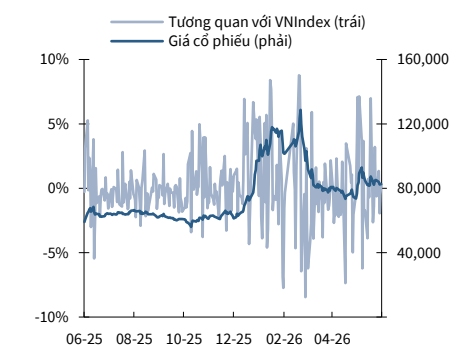
Nguồn: Fiiipro, KBSV

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	5.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	177.4/6.8
Sở hữu nước ngoài (%)	2.1%
Cổ đông lớn	PVN (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	7.8	-14.5	19.0	23.3
Tương đối	10.4	-15.0	29.9	39.3



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)

Biên lọc dầu phục hồi trong ngắn hạn

07/05/2026

Chuyên viên phân tích Trần Thị Ngọc Quỳnh
(+84) 24-7303-5333
quynhhtt@kbsec.com.vn

Doanh thu và LNST-CĐTS 1Q2026 tăng trưởng mạnh mẽ, lần lượt đạt 44%/1,973% yoy

Trong quý 1/2026, doanh thu của BSR tăng trưởng chủ yếu nhờ giá nhiên liệu tăng mạnh trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung từ xung đột Trung Đông. LNST-CĐTS tăng 1,973% yoy, phản ánh đà tăng crack spread của bốn sản phẩm chủ lực do tình trạng thiếu hụt nguồn cung trên thị trường.

Mở rộng biên lợi nhuận trong ngắn hạn

Chúng tôi duy trì triển vọng tích cực đối với BSR trong ngắn hạn nhờ hưởng lợi từ việc thắt chặt nguồn cung dầu thô và sản phẩm lọc do xung đột tại Trung Đông.

Biên lợi nhuận trung hạn đối mặt áp lực tái cân bằng cung - cầu

Triển vọng lợi nhuận trung và dài hạn của BSR đối mặt với rủi ro thu hẹp khi cấu trúc cung - cầu toàn cầu dần bớt thắt chặt. Áp lực giảm crack spread có thể gia tăng nhờ kế hoạch nâng sản lượng của UAE sau khi rời OPEC, cùng với việc Trung Quốc nối lại xuất khẩu xăng dầu trong bối cảnh nhu cầu nội địa suy yếu và tồn kho sản phẩm chưng cất nhẹ tại châu Á duy trì ở mức cao.

Động lực tăng trưởng cốt lõi từ Dự án Nâng cấp Mở rộng (NCMR)

BSR khẳng định vị thế trụ cột trong an ninh năng lượng quốc gia với khả năng vận hành ổn định mức 110-120% công suất thiết kế. Dự án NCMR là yếu tố then chốt giúp nâng công suất lên 171,000 thùng/ngày (tương đương 116% công suất hiện tại), đồng thời tạo bước ngoặt tối ưu chi phí nhờ khả năng linh hoạt chuyển đổi sang các nguồn dầu chua và dầu nặng giá rẻ.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu VND 25,100/cổ phiếu

Kết hợp 2 phương pháp FCFE và EV/EBITDA để định giá cổ phiếu BSR chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP với mức giá mục tiêu VND 25,100/cổ phiếu, tương ứng mức downside -6.0% so với giá đóng cửa ngày 06/05/2026.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	VND25,100
Tổng mức sinh lời (%)	-6.0%
Giá hiện tại (06/05/2026)	VND26,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND29,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	133,695/5.1

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ free-float (%)	8.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	547.6/20.8
Sở hữu nước ngoài (%)	1.4%
Cổ đông lớn (%)	PVN (92.1%)

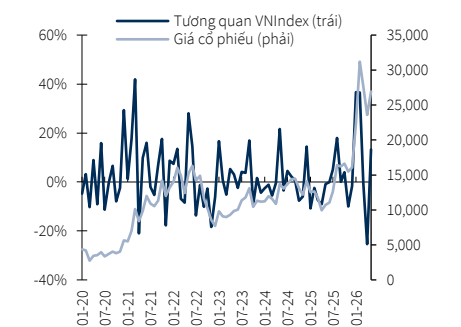
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.4	2.4	10.0	16.8
Tương đối	1.5	9.6	59.2	168.3

Dự phóng QLQD & định giá

Năm tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	123,027	141,582	194,178	128,220
EBIT (tỷ VND)	-722	4,538	10,393	3,388
LN sau CĐTS (tỷ VND)	631	5,214	10,655	4,543
EPS (VND)	203	1,040	1,702	726
Thay đổi EPS (%)	-92.7	412.3	63.7	-57.4
P/E (x)	123.6	24.1	14.7	34.6
P/B (x)	1.4	2.1	1.8	1.7
ROE (%)	1.1	8.6	15.2	6.1
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.7	0.8	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, 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.