

Ngành Năng lượng

Ngành
Ngày báo cáoNăng lượng
09/03/2026Dương Tấn Phước
Chuyên viênĐỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên cao cấpPhạm Phú Lộc
Chuyên viênĐinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

Giá dầu tăng so với cùng kỳ trong năm 2026 do rủi ro chính trị leo thang

Sự kiện: Căng thẳng giữa Israel/Mỹ và Iran đang leo thang. Vào ngày 28/2, Israel và Mỹ đã tiến hành một cuộc tấn công quy mô lớn vào Iran. Có thông tin xác nhận rằng các cuộc không kích của Lực lượng Phòng vệ Israel (IDF) vào Tehran đã tiêu diệt Lãnh tụ Tối cao Iran Ayatollah Ali Khamenei. Xung đột tiếp diễn với cường độ cao. Bộ trưởng Quốc phòng Mỹ Pete Hegseth cho rằng xung đột có thể kéo dài ba tuần hoặc lên đến hai tháng. Theo Goldman Sachs, lưu lượng qua Eo biển Hormuz (lần lượt chiếm khoảng 20% và 30% lượng dầu và LNG toàn cầu) đã giảm khoảng 80-85%. Tính đến ngày 4/3, họ giả định lưu lượng qua Eo biển Hormuz sẽ duy trì ở mức 15% so với mức bình thường trong 5 ngày tới, phục hồi lên mức 70% trong hai tuần tiếp theo, và trở lại mức công suất tối đa trong hai tuần sau đó. Vào ngày 8/3, Goldman Sachs cảnh báo rằng giá dầu toàn cầu có thể vượt mức 100 USD/thùng trong vài ngày tới và đạt 150 USD/thùng vào cuối tháng 3 nếu không có dấu hiệu giải quyết nào xuất hiện trước thời điểm đó. Họ ước tính tác động của sự kiện này lớn gấp 17 lần so với mức đỉnh vào tháng 4/2022 liên quan đến cuộc xung đột Nga - Ukraine, sự kiện từng đẩy giá dầu lên mức 120 USD/thùng.

Giá dầu đã tăng mạnh khoảng 50% sau các cuộc không kích lên mức 109 USD/thùng tính đến ngày 9/3/2026, điều mà chúng tôi cho rằng phần lớn là do rủi ro tại các điểm nghẽn giao thông thay vì tình trạng thiếu hụt nguồn cung dầu. Theo Rystard Energy, gián đoạn nguồn cung do việc phong tỏa Eo biển Hormuz được ước tính sẽ làm mất khoảng 8 đến 10 triệu thùng dầu thô mỗi ngày (tương đương 8-10% nguồn cung toàn cầu) sau khi một số dòng chảy đã được chuyển hướng qua đường ống Đông - Tây của Ả Rập Xê-út và đường ống Abu Dhabi. Trong khi đó, Iran là một nhà sản xuất dầu lớn, với sản lượng khoảng 3 triệu thùng/ngày, chiếm khoảng 3% tổng sản lượng dầu toàn cầu. Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù các lệnh trừng phạt đã hạn chế hoạt động xuất khẩu của quốc gia này, nhưng dầu của Iran vẫn thâm nhập vào các thị trường, đặc biệt là Trung Quốc. **Dữ liệu lịch sử cho thấy Eo biển Hormuz thường bị gián đoạn trong 30-45 ngày và giá dầu sẽ hạ nhiệt sau các sự kiện chiến tranh/xung đột** (trang 5&6). Nếu chúng tôi giả định mức gián đoạn 10 triệu thùng/ngày kéo dài trong khoảng 2 tháng, thì lượng dầu thiếu hụt tiềm năng sẽ là 0,8 triệu thùng/ngày, chiếm khoảng 1% nguồn cung dầu toàn cầu.

Lượng dầu tồn kho toàn cầu sẽ là bộ đệm cung dầu trong ngắn hạn, nhưng việc Eo biển Hormuz bị gián đoạn kéo dài có thể thắt chặt đáng kể nguồn cung cho châu Á. Tính đến ngày 10/2, dự báo thặng dư khoảng 3 triệu thùng dầu/ngày cho năm 2026 của EIA vẫn chưa bao gồm sự kiện này. Dự báo thặng dư này có thể giảm hoặc chuyển sang thâm hụt nếu tình trạng gián đoạn kéo dài nhiều tháng. Lượng dầu tồn kho quan sát được trên toàn cầu ở mức xấp xỉ 8,23 tỷ thùng vào đầu năm 2026, theo dữ liệu của IEA. Giả sử nguồn cung bị gián đoạn từ 5-10 triệu thùng/ngày, sẽ mất khoảng 66-133 ngày để lượng tồn kho toàn cầu giảm xuống mức tồn kho trong giai đoạn xung đột Nga - Ukraine. Trong năm 2025, có khoảng 13,4 triệu thùng dầu thô mỗi ngày đi qua Eo biển Hormuz. Hơn 80% khối lượng đó được chuyển đến các quốc gia châu Á, điều này nhấn mạnh sự phụ thuộc nặng nề của khu vực vào tuyến đường này. Theo Khaosodenglish, số ngày tồn kho dầu thô ở các nước châu Á là khoảng 68 ngày. Trung Quốc và Thái Lan gần đây đã thông báo ngừng xuất khẩu các sản phẩm xăng dầu/dầu mỏ.

Chúng tôi đưa ra 2 kịch bản cho giá dầu Brent và nâng dự phóng giá dầu Brent trung bình lần lượt ở mức 9% và 19% cho giai đoạn 2026-2030. Kịch bản cơ sở của chúng tôi là 70 USD/thùng cho năm 2026 (cao hơn 17% so với dự báo trước đó của chúng tôi là 60 USD/thùng), trong khi kịch bản tích cực là 90 USD/thùng cho năm 2026 (cao hơn 50% so với dự báo trước đó). Dự báo của chúng tôi cho giá dầu Brent năm 2026 ở mức 70 USD/thùng, tăng nhẹ +2% YoY và tương đương với kế hoạch của PVN.

Giá khí: Chúng tôi nâng giả định giá FO trung bình (tham chiếu cho giá khí đầu ra) giai đoạn 2026–2030 dự phóng lên 10%/20% trong kịch bản cơ sở/tích cực, chủ yếu do dự phóng giá dầu Brent được nâng lên mức 9%/19%. ***Chúng tôi nâng giá LNG nhập khẩu của Việt Nam (đã bao gồm thuế) giai đoạn 2026–2030 dự phóng trung bình lên 2% trong kịch bản cơ sở***, chủ yếu do dồn trọng tâm vào dự phóng năm 2026 (+29% so với trước đó, +22% YoY) trong khi hạ dự phóng giai đoạn 2028–2030 để phù hợp với mẫu hình biểu đồ dự báo. Chúng tôi nâng giá LNG nhập khẩu của Việt Nam (đã bao gồm thuế) giai đoạn 2026–2030 dự phóng trung bình lên 9% trong kịch bản tích cực.

Giá than: Đối với dự phóng giai đoạn 2026–2030, chúng tôi nâng 5%/10% dự báo giá than trộn trung bình trong kịch bản cơ sở/tích cực của chúng tôi, do nhu cầu than tăng lên như một nguồn năng lượng thay thế khi giá dầu & khí tăng.

An ninh năng lượng của Việt Nam: Việt Nam thường nhập khẩu 2/3 lượng dầu thô, 1/3 lượng xăng dầu/sản phẩm dầu mỏ, khoảng 70% lượng LPG, và khoảng 15% tổng nhu cầu khí dưới dạng LNG. Bất chấp sự phụ thuộc ngày càng tăng vào nhập khẩu dầu thô, các nhà máy lọc dầu và nhà phân phối xăng dầu của Việt Nam cho biết họ đã đảm bảo được ít nhất 2 tháng tổng lượng hàng tồn kho, bao gồm khoảng 30 ngày ở cấp độ nhà máy lọc dầu và 25–30 ngày ở cấp độ nhà phân phối. Vào ngày 2/3/2026, PVGas Trading (công ty con của PetroVietnam Gas) đã tuyên bố tình trạng bất khả kháng đối với các đợt giao hàng do những vụ việc nằm ngoài tầm kiểm soát. Các lô hàng LPG dự kiến giao cho khách hàng từ thời điểm đó đến ngày 10/3/2026 bị trì hoãn/cắt giảm trong khi các đợt giao hàng sau ngày 10/3 có thể bị tạm ngưng. ***Tuy nhiên, vào ngày 3/3/2026, GAS đã nhanh chóng thông báo rằng họ đã đảm bảo được nguồn cung LPG bằng cách đa dạng hóa nguồn cung ứng LPG bên ngoài khu vực Trung Đông***, ưu tiên nhu cầu trong nước (cân bằng xuất nhập khẩu) và thúc đẩy sản lượng tại các nhà máy xử lý khí Dinh Cố và Cà Mau thêm khoảng 5%; công ty cho biết nguồn cung LPG trong tháng 3 và giai đoạn sắp tới đã được đảm bảo. Ngoài ra, GAS cũng khẳng định nguồn cung LNG đang ổn định với các nguồn đầu vào chủ yếu từ Úc và một phần từ Mỹ.

Chúng tôi kỳ vọng vào triển vọng tích cực cho các hoạt động thăm dò và khai thác trong nước. Các Nghị quyết bao gồm Nghị quyết 70, 66 và 79 được ban hành để hỗ trợ tích cực cho sự phục hồi và phát triển của ngành dầu khí Việt Nam. Chúng tôi tin rằng cơ chế đặc thù cho PVN sẽ được phê duyệt trong nửa đầu năm và Luật Dầu khí sửa đổi sẽ được thông qua trong nửa cuối năm, thúc đẩy chu kỳ đầu tư dài hạn cho ngành dầu khí Việt Nam.

Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu trong ngành: PVS. Chúng tôi không thay đổi dự báo lợi nhuận/giá mục tiêu đối với các cổ phiếu trong danh mục theo dõi tại Báo cáo Cập nhật Ngành này, nhưng sẽ phản ánh các dự báo giá dầu điều chỉnh của chúng tôi vào các báo cáo cập nhật công ty sắp tới. ***Các cổ phiếu hưởng lợi trực tiếp bao gồm BSR, PVT, DPM và DCM.***

* **GAS: Tác động tích cực nhẹ** do giá khí đầu ra có khả năng cao hơn dự kiến (dựa trên giá dầu FO) đối với mảng kinh doanh khí (chúng tôi ước tính chiếm 23% tổng khối lượng vào năm 2026), giá LPG cao hơn đối với sản xuất LPG nội bộ; những yếu tố này có thể bù đắp cho khối lượng LPG và LNG thấp hơn do giá cao. Giá dầu FO từ đầu năm 2026 đến nay là 386 USD/tấn (-17% so với năm trước), khoảng 107% so với dự báo năm 2026 của chúng tôi. Giá LPG/LNG đã tăng 22%/41% sau sự kiện.

* **PVS, PVD: Tác động tích cực nhẹ** từ giá dịch vụ có khả năng cao hơn trong trung hạn. Giá dầu cao hơn giúp cải thiện lợi nhuận cho các nhà sản xuất dầu, điều này thường hỗ trợ nhu cầu cao hơn đối với các dịch vụ EPC, hoạt động khoan cao hơn và giá thuê giàn khoan tự nâng cao hơn trong trung hạn.

* **BSR: Tích cực** nhờ lợi nhuận từ tồn kho và chênh lệch giá giữa giá đầu vào và đầu ra cao hơn trong bối cảnh giá dầu tăng. Chúng tôi dự báo kết quả quý 1/2026 sẽ khả quan. Tính đến ngày 6/3/2026, chênh lệch giá dầu diesel tại Singapore đạt 58 USD/thùng (tăng 2,0 lần sau sự kiện), trong khi chênh lệch giá xăng ở mức 24 USD/thùng (tăng 2,1 lần sau sự kiện).

*** PVT: Tích cực.** PVT có thể hưởng lợi từ việc tăng giá cước vận chuyển tàu chở dầu, đặc biệt là đối với các hợp đồng giao ngay và hợp đồng chung, chiếm khoảng 25-30% tổng khối lượng vận chuyển. Tính đến thời điểm hiện tại, giá cước thuê tàu Aframax (tàu chở dầu thô) tăng 49% YoY, giá cước thuê tàu Medium Range (tàu chở sản phẩm dầu mỏ) tăng 22% YoY, và giá cước thuê tàu Handysize (tàu chở hóa chất) tăng 12% YoY. Trong tương lai, giá cước vận chuyển tàu chở dầu có thể tiếp tục tăng do khả năng định tuyến lại các tàu để tránh eo biển Hormuz, bao gồm cả việc chuyển hướng qua Mũi Hảo Vọng sẽ làm tăng khoảng cách vận chuyển và tăng giá cước vận chuyển. Tính đến ngày 5/3/2026, chỉ số giá cước vận tải dầu thô Baltic (đại diện cho giá giao ngay tàu chở dầu thô) đạt 3.083 điểm (+55% sau sự kiện), và chỉ số giá cước vận tải dầu sản phẩm Baltic (đại diện cho giá giao ngay sản phẩm dầu mỏ/hóa chất/LPG) đạt 1.654 điểm (+83% sau sự kiện).

*** DPM DCM: Tích cực.** Iran cũng chiếm khoảng 10% thương mại xuất khẩu urê toàn cầu. Giá urê quốc tế đã tăng khoảng 22% sau sự kiện lên 600 USD/tấn. Chúng tôi nhận thấy tác động tích cực đến DCM/DPM vì giá urê tăng có thể bù đắp cho giá khí đốt tăng cao.

*** PLX OIL: Trung lập.** Giá dầu cao hơn có thể mang lại lợi ích cho PLX/OIL trong ngắn hạn (tức là quý 1/2026) với nguồn nguyên liệu đầu vào thấp trong quý 4 năm 2025. Chúng tôi dự đoán kết quả quý 1/2026 khả quan. Tuy nhiên, giá dầu cao kéo dài thường dẫn đến thua lỗ vì giá đầu ra vẫn được điều tiết (cho đến khi Nghị định Dầu khí mới được phê duyệt và nếu Chính phủ điều chỉnh giá dầu thấp hơn giá đầu vào) trong khi phải đối mặt với sự tăng vọt của giá đầu vào. **Tác động chuyển từ Trung lập trong kịch bản cơ sở sang Tiêu cực trong kịch bản cao.**

*** NT2 POW QTP PPC: Tiêu cực nhẹ.** Giá dầu, khí đốt và than đá tăng cao có thể dẫn đến tác động tiêu cực nhẹ đối với các nhà máy điện chạy bằng khí đốt và than đá. Các nhà máy này chuyển toàn bộ biến động giá khí đốt, giá khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) và giá than cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đối với khối lượng đã ký hợp đồng (khoảng 80% tổng khối lượng). Tuy nhiên, giá nguyên liệu đầu vào cao hơn có thể dẫn đến mức độ huy động thấp hơn.

Hình 1: Tác động của các thay đổi giá định giá dầu/FO/LNG/than đối với các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi trong kịch bản cơ sở

Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu, đồng/cổ phiếu	Giá mục tiêu, đồng/cổ phiếu	Ngày cập nhật giá mục tiêu & khuyến nghị gần nhất	Tỷ lệ tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % (*)	Khuyến nghị trong cập nhật gần nhất (*)	Tiềm năng tăng/giảm dự báo
Các công ty dầu khí								
PVS	47.400	58.100	26/2/2026	22,6	0,0	22,6	MUA	Tích cực nhẹ
DCM	42.950	41.600	29/1/2026	-3,1	4,7	1,6	MUA	Tích cực
PLC	33.200	31.900	12/9/2025	-3,9	3,0	0,9	MUA	Tiêu cực
PVT	24.050	24.100	26/1/2026	0,2	0,0	0,2	KHẢ QUAN	Tích cực
DPM	27.600	25.300	29/1/2026	-8,3	4,3	-4,0	KHẢ QUAN	Tích cực
GAS	107.900	98.200	23/1/2026	-9,0	2,3	-6,7	PHTT	Tích cực nhẹ
PVD	38.600	35.600	9/1/2026	-7,8	0,0	-7,8	MUA	Tích cực nhẹ
PLX	57.800	41.100	13/10/2025	-28,9	2,1	-26,8	MUA	Trung lập
OIL	19.200	12.700	17/10/2025	-33,9	0,5	-33,4	KHẢ QUAN	Trung lập
BSR	31.200	12.300	28/8/2025	-60,3	0,0	-60,3	MUA	Tích cực
Các công ty điện								
QTP	12.700	14.600	10/12/2025	15,0	7,9	22,8	MUA	Tiêu cực nhẹ
PPC	10.100	11.000	10/12/2025	8,9	5,0	13,9	KHẢ QUAN	Tiêu cực nhẹ
NT2	27.750	30.300	26/02/2026	9,2	9,0	18,2	MUA	Tiêu cực nhẹ
POW	14.500	14.300	10/12/2025	-1,4	0,0	-1,4	KHẢ QUAN	Tiêu cực nhẹ

Nguồn: FiinPro, Vietcap. Lưu ý: (*) Tổng mức sinh lời được tính toán dựa trên giá đóng cửa ngày 27/2/2026, trong khi khuyến nghị của chúng tôi được xác định từ thời điểm xuất bản báo cáo cập nhật gần nhất.

Hình 2: Các cổ phiếu năng lượng – Tóm tắt định giá (*)

Mã chứng khoán	Giá cổ phiếu, đồng/cổ phiếu	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt x	P/E 2025 x	P/E 2026F x	P/E 2027F x	EV/EBITDA 2026F x	ROE 2026F %	P/B quý gần nhất x	Nợ vay ròng/VCSH quý gần nhất %
Các công ty dầu khí												
PVS	47.400	98,9	4,3	18,2	16,6	16,6	16,0	13,5	7,0	11	1,6	-99,1
DCM	42.950	34,9	22,7	6,0	12,9	12,9	10,5	9,9	5,2	18,1	2,0	-50,2
PLC	33.200	-68,6	N.M.	11,6	197,8	197,8	10,6	9,5	5,0	19,3	2,2	93,9
PVT	24.050	-5,0	11,6	24,6	11,4	11,4	10,2	8,2	3,4	12,4	1,1	31,6
DPM	27.600	99,7	13,4	28,4	21,1	21,1	18,6	14,5	7,4	9,4	1,4	-42,6
GAS	107.900	9,8	17,9	22,3	23,3	23,3	19,7	16,1	13,0	18,0	3,9	-55,5
PVD	38.600	46,7	24,2	60,3	24,1	24,1	19,4	12,1	9,0	7,1	1,1	11,1
PLX	57.800	-6,7	19,4	47,2	30,0	30,0	25,1	17,1	9,5	10,2	2,8	-37,6
OIL	19.200	3,1	39,0	12,3	58,5	58,5	42,4	37,7	15,3	5,0	1,6	-76,9
BSR	31.200	721,7	-24,3	6,7	30,1	30,1	39,8	37,3	19,8	4,8	2,0	-55,0
Các công ty điện												
QTP	12.700	61,8	-34,0	16,7	5,7	5,7	8,7	7,4	7,7	12,7	1,0	-25,8
PPC	10.100	-59,9	-98,9	58,5	19,9	19,9	10,0	6,3	10,2	7,5	0,7	-1,8
NT2	27.750	1.106,0	10,1	-18,3	8,3	8,3	7,5	9,2	6,5	21,3	1,7	-42,7
POW	14.500	110,5	-22,1	45,0	17,4	17,4	20,0	13,8	5,3	5,5	1,0	59,7

Nguồn: FiinPro, Vietcap (* Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa trên lợi nhuận báo cáo; dữ liệu tính đến ngày 27/2/2026)

Xung đột giữa Mỹ/Israel - Iran

Tổng quan

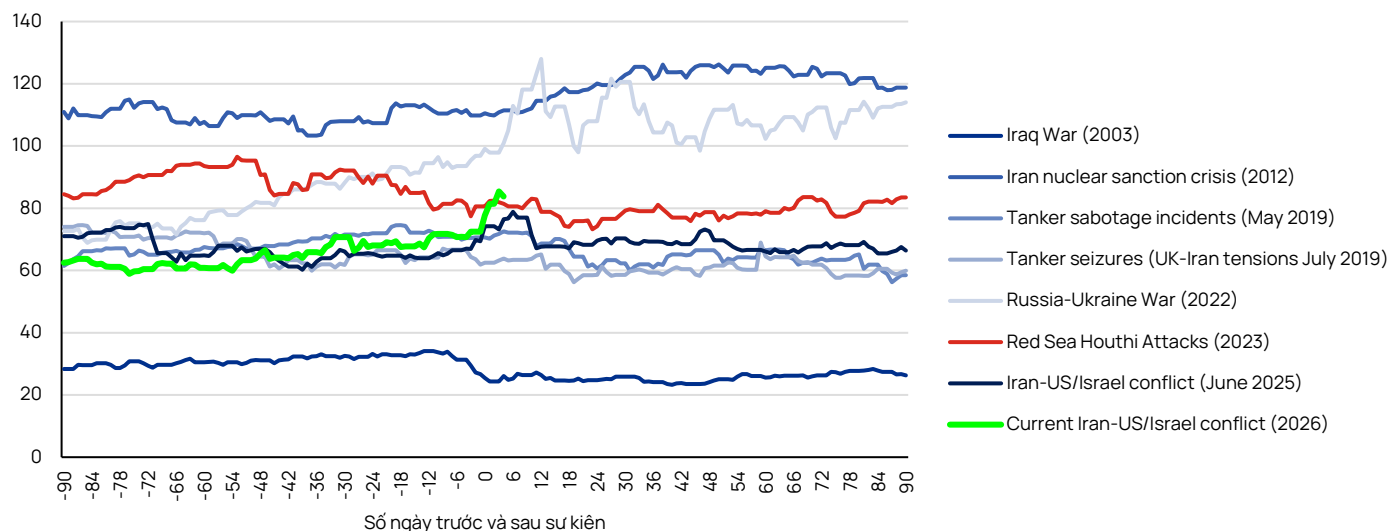
- Ngày 28/2: Mỹ và Israel đã tiến hành một cuộc tấn công quy mô lớn vào Iran.** Tổng thống Trump cho biết mục tiêu của chiến dịch là ngăn chặn Iran sở hữu vũ khí hạt nhân và “bảo vệ người dân Mỹ bằng cách loại bỏ các mối đe dọa thường trực từ chính quyền Iran.”
- Các cuộc không kích của Lực lượng Phòng vệ Israel (IDF) vào Tehran đã tiêu diệt Lãnh tụ Tối cao Iran Ayatollah Ali Khamenei.** Iran đã trả đũa bằng các cuộc tấn công bằng tên lửa và máy bay không người lái nhằm vào Israel và các quốc gia vùng Vịnh liên minh với Mỹ, mở rộng xung đột ra khắp Trung Đông. Các vụ nổ đã được ghi nhận tại Bahrain, Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất, Qatar, Ả Rập Xê-út, Kuwait và Jordan.
- Ngày 1/3: Cam kết của Tổng thống Trump về việc cung cấp tàu hải quân hộ tống cho các tàu chở dầu ở Eo biển Hormuz đã xoa dịu tâm lý hoảng loạn về nguồn cung ngay lập tức.**
- Ngày 5/3: Xung đột tiếp diễn với cường độ cao. Bộ trưởng Quốc phòng Mỹ Pete Hegseth cho rằng xung đột có thể kéo dài 3 tuần hoặc lên đến 2 tháng.**
- Eo biển Hormuz:** Eo biển Hormuz là một trong những tuyến đường quan trọng nhất đối với năng lượng toàn cầu — khoảng 20% lượng dầu và các sản phẩm dầu mỏ của thế giới đi qua đây mỗi ngày. Theo Rystard Energy, những gián đoạn nguồn cung do việc phong tỏa Eo biển Hormuz được ước tính sẽ làm mất khoảng 8 triệu đến 10 triệu thùng dầu thô mỗi ngày (tương đương 8-10% nguồn cung toàn cầu) sau khi một số dòng chảy đã được chuyển hướng qua đường ống Đông - Tây của Ả Rập Xê-út và đường ống Abu Dhabi. Hoạt động vận chuyển dầu, khí đốt và các lô hàng khác từ Trung Đông qua Eo biển Hormuz đã đình trệ kể từ ngày 28/2 sau khi các chủ tàu nhận được cảnh báo từ Iran cho biết khu vực này đã bị đóng cửa đối với hoạt động hàng hải.
- Tình trạng của Eo biển Hormuz và kỳ vọng:** Hoạt động vận chuyển dầu, khí đốt và các lô hàng khác từ Trung Đông qua Eo biển Hormuz đã dừng lại kể từ ngày 28/2 sau khi các chủ tàu nhận được cảnh báo từ Iran cho biết khu vực này đã bị đóng cửa đối với hoạt động hàng hải. Theo Goldman Sachs, lưu lượng qua tuyến đường này đã giảm khoảng 80%. Goldman Sachs dự báo tình trạng gián đoạn nguồn cung sẽ tiếp diễn trong ngắn hạn. Tính đến ngày 4/3, họ giả định lưu lượng qua Eo biển Hormuz sẽ duy trì ở mức 15% so với mức bình thường trong 5 ngày tới, phục hồi lên mức 70% trong hai tuần tiếp theo, và trở lại mức công suất tối đa trong hai tuần sau đó. **Lực lượng Vệ binh Cách mạng Hồi giáo Iran (IRGC) cho biết Eo biển Hormuz chỉ đóng cửa đối với các tàu có liên hệ với Mỹ, Israel, châu Âu và các đồng minh phương Tây của họ.**
- Iran là một quốc gia sản xuất dầu lớn, với sản lượng khoảng 3 triệu thùng mỗi ngày — chiếm khoảng 3% tổng sản lượng dầu toàn cầu.** Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù các lệnh trừng phạt đã hạn chế hoạt động xuất khẩu của quốc gia này, nhưng dầu của Iran vẫn thâm nhập vào các thị trường, đặc biệt là Trung Quốc.

Hình 3: Các đợt gián đoạn lớn tại Eo biển Hormuz thường kéo dài 30-45 ngày

Giai đoạn	Sự kiện	Thời gian gián đoạn ước tính	Diễn biến	Tác động đến giá dầu		
				Giá dầu ở thời điểm 90 ngày sau khủng hoảng (USD/thùng)	% so với ngày bắt đầu khủng hoảng	% so với 90 ngày trước đó
1984–1988	Chiến tranh Tàu chở dầu (Chiến tranh Iran–Iraq)	~1.460 ngày (4 năm gián đoạn ngắt quãng)	Iran và Iraq đã tấn công ~400 tàu chở dầu bằng tên lửa và thủy lôi	WTI: 29 USD/thùng	-5%	N.M
1987–1988	Hoạt động hộ tống của Mỹ (Chiến dịch Earnest Will)	~300 ngày	Hải quân Mỹ hộ tống các tàu chở dầu của Kuwait sau các cuộc tấn công dữ dội	WTI: 20 USD/thùng	-3%	N.M
2003	Cuộc tấn công Iraq	~10–15 ngày rủi ro gián đoạn tăng cao	Iran đặt lực lượng hải quân trong tình trạng báo động, lo ngại về thủy lôi	Brent: 26 USD/thùng	+3%	-7%
2012	Khủng hoảng lệnh trừng phạt hạt nhân Iran	~20–30 ngày rủi ro đối với vận tải biển	Iran đe dọa đóng cửa, tăng cường lực lượng hải quân ở Vùng Vịnh	Brent: 119 USD/thùng	+7%	+7%
5/2019	Các sự cố phá hoại tàu chở dầu	~30 ngày	6 tàu chở dầu bị tấn công gần Fujairah và Vịnh Oman	Brent: 59 USD/thùng	-17%	-5%
7/2019	Các vụ bắt giữ tàu chở dầu (Cảng thẳng Anh–Iran)	~10–15 ngày	Iran bắt giữ tàu chở dầu Stena Impero của Anh	Brent: 60 USD/thùng	-4%	-19%
2022	Xung đột Nga-Ukraine	Không tác động đến eo biển Hormuz	Không tác động đến eo biển Hormuz	Brent: 114 USD/thùng	+15%	+57%
2023–2025	Lực lượng Houthi tấn công trên Biển Đỏ, xung đột Mỹ/Israel-Iran	~20–40 ngày rủi ro ngắt quãng	Mối đe dọa từ tên lửa/máy bay không người lái đối với hoạt động vận tải biển	Brent: 83 USD/thùng	+4%	-1%

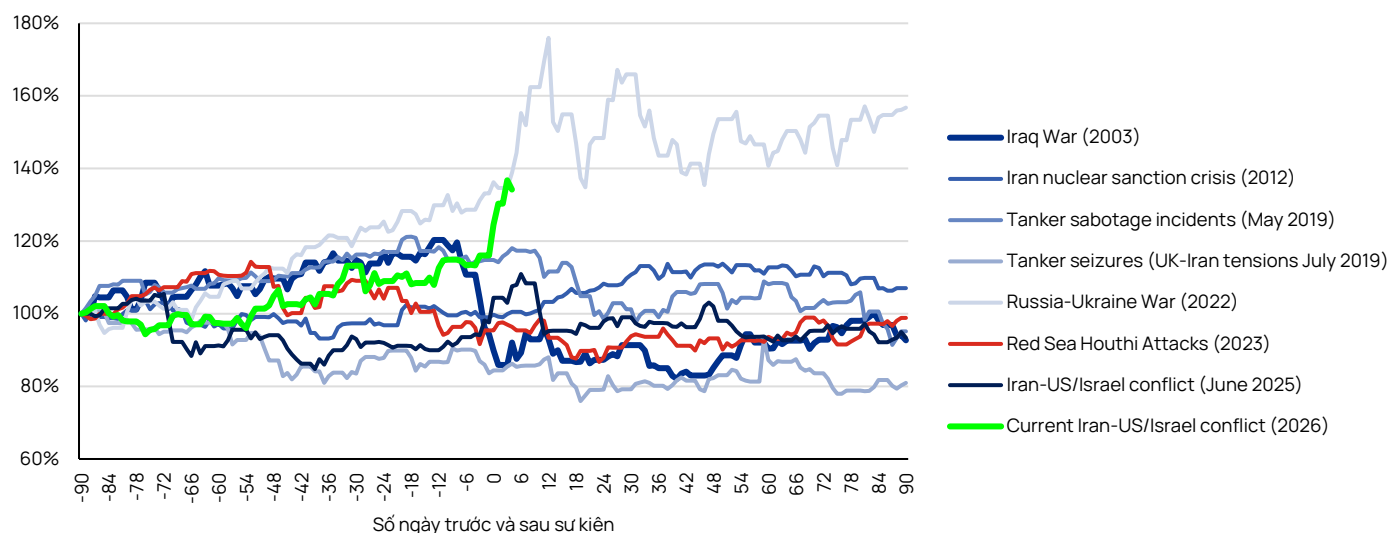
Nguồn: Thông tin đại chúng, Vietcap

Hình 4: Diễn biến giá dầu Brent trong các sự kiện địa chính trị 25 năm qua (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 6/3/2026)

Hình 5: Tỷ lệ biến động giá dầu (%) tại mốc tham chiếu 100% & 90 ngày sau so với 90 trước sự kiện cho thấy giá dầu thường hạ nhiệt, ngoại trừ xung đột Nga-Ukraine



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 6/3/2026)

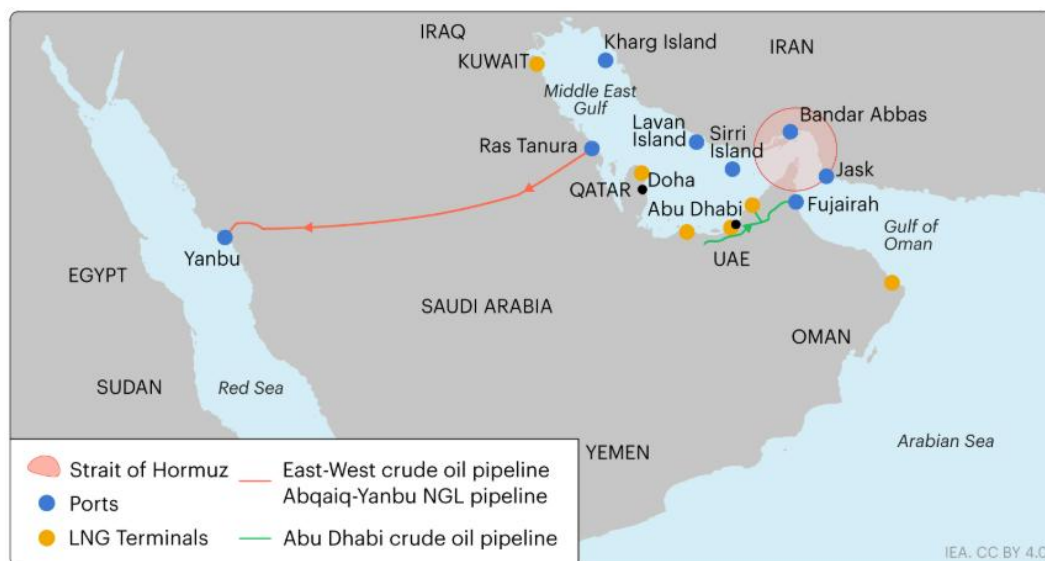
Chúng tôi cho rằng việc đóng cửa kéo dài Eo biển Hormuz là khó xảy ra

Iran đang đối mặt với áp lực ngày càng tăng từ nhiều phía: áp lực ngoại giao từ Trung Quốc, từ Mỹ nhằm khôi phục hoạt động vận tải biển thông qua các đội hộ tống hải quân tiềm năng, và những hạn chế kinh tế của chính quốc gia này. Các kho chứa của nước này có thể bị lấp đầy trong khoảng một đến hai tháng nếu hoạt động xuất khẩu bị đình trệ. Đồng thời, việc mất đi nguồn thu từ dầu mỏ sẽ nhanh chóng làm trầm trọng thêm áp lực tài khóa.

Áp lực ngoại giao của Trung Quốc và sự bảo vệ của hải quân Mỹ tạo ra động lực lớn để khôi phục hoạt động giao thông hàng hải, cho thấy tình trạng gián đoạn hiện tại có thể sẽ bị giới hạn về thời gian.

- **Bộ trưởng Ngoại giao Trung Quốc Vương Nghị đã kêu gọi Iran tránh làm gián đoạn các dòng chảy năng lượng qua Eo biển Hormuz, nhấn mạnh tầm quan trọng của sự ổn định khu vực.** Trung Quốc là khách hàng mua dầu thô lớn nhất của Iran, chiếm 91% lượng dầu xuất khẩu của quốc gia này, đồng thời cũng phụ thuộc nặng nề vào các lô hàng dầu mỏ từ các nhà sản xuất Trung Đông khác, bao gồm Ả Rập Xê-út, UAE, Iraq và Qatar đi qua eo biển này. Do đó, bất kỳ sự gián đoạn kéo dài nào cũng sẽ gây ra những rủi ro an ninh năng lượng đáng kể cho Trung Quốc và các thị trường châu Á rộng lớn hơn, đồng thời gây áp lực lên tăng trưởng kinh tế toàn cầu.
- Cũng có những báo cáo cho thấy Iran có thể ưu tiên các tàu có liên hệ với các khách hàng Trung Quốc nhằm duy trì quan hệ song phương. Tuy nhiên, trên thực tế, sự phân biệt như vậy rất khó thực thi và có thể dẫn đến các tranh chấp pháp lý từ các quốc gia khác đang tìm kiếm quyền tiếp cận bình đẳng. Mặc dù vậy, ngay cả việc mở cửa trở lại một phần, chẳng hạn như cho phép một số lô hàng nhất định lưu thông, cũng có thể giúp xoa dịu những lo ngại về nguồn cung trước mắt.

Hình 6: Eo biển Hormuz và các tuyến đường vận tải thay thế



Nguồn: Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA), IEA, Vietcap

Trái lại, Mỹ đã ra tín hiệu sẵn sàng đảm bảo an ninh vận tải biển trong khu vực. Tổng thống Donald Trump tuyên bố hải quân Mỹ có thể hộ tống các tàu chở dầu qua Eo biển Hormuz nếu cần thiết, trong khi Tập đoàn Tài chính Phát triển Quốc tế Mỹ (DFC) đang xem xét cung cấp bảo hiểm rủi ro chiến tranh cho các tàu đi qua tuyến đường này. Cách tiếp cận này lặp lại sứ mệnh của Chiến dịch Earnest Will trong Chiến tranh Iran-Iraq năm 1987-1988, khi Mỹ hộ tống các tàu chở dầu của Kuwait qua Vùng Vịnh để đảm bảo dòng chảy dầu mỏ không bị gián đoạn. Bản thân Iran có thể phải đối mặt với tổn thất kinh tế lớn nhất từ việc đóng cửa kéo dài.

Iran có thể phải đối mặt với tổn thất kinh tế lớn nhất từ việc đóng cửa kéo dài.

- **Iran có rất ít phương án thay thế để đi vòng qua Eo biển Hormuz.** Ả Rập Xê-út và UAE vận hành các đường ống có thể chuyển hướng một phần lượng hàng xuất khẩu của họ đến các trạm cảng bên ngoài eo biển, chẳng hạn như đường ống Đông-Tây của Ả Rập Xê-út tới Yanbu trên Biển Đỏ và đường ống Abu Dhabi của UAE tới Fujairah. Iran thiếu cơ sở hạ tầng tương đương, đồng nghĩa với việc sự gián đoạn kéo dài sẽ trực tiếp hạn chế nguồn thu xuất khẩu của chính quốc gia này (Hình 6).
- **Các kho chứa của Iran có thể bị lấp đầy trong khoảng 26-52 ngày nếu hoạt động xuất khẩu bị gián đoạn.** Iran hiện sản xuất khoảng 3,5 triệu thùng dầu thô mỗi ngày trong khi tiêu thụ nội địa ở mức khoảng 2,0 triệu thùng/ngày, để lại 1,5-1,7 triệu thùng/ngày sẵn sàng cho xuất khẩu. Nếu xuất khẩu bị đình trệ, lượng thặng dư này sẽ nhanh chóng tích tụ trong các

kho chứa. Theo dữ liệu cơ sở hạ tầng vận tải biển, các trạm xuất khẩu lớn của Iran bao gồm Đảo Kharg, Đảo Sirri và Đảo Lavan có tổng công suất chứa dầu thô khoảng 38 triệu thùng. Bao gồm khoảng 40 triệu thùng tại các kho chứa nổi ước tính, tổng công suất lưu trữ của Iran là khoảng 78 triệu thùng. Vùng đệm tương đối hạn chế này cho thấy hệ thống logistics của Iran vốn đã thắt chặt và không thể chịu đựng được tình trạng ngừng xuất khẩu kéo dài.

Áp lực tài khóa có thể hạn chế hơn nữa thời gian gián đoạn.

- **Nền kinh tế Iran vẫn phụ thuộc nặng nề vào hydrocarbon.** Nguồn thu từ dầu khí chiếm khoảng 80% doanh thu xuất khẩu và khoảng 60–85% thu ngân sách. Theo ước tính của IMF, thu ngân sách chính phủ của Iran ở mức khoảng 10,4% GDP, trong khi chi tiêu xấp xỉ 14,2% GDP, cho thấy mức thâm hụt tài khóa hiện tại vào khoảng 3,8% GDP trong năm 2024.
- **Nếu nguồn thu từ dầu khí bị gián đoạn nghiêm trọng, thu ngân sách có thể giảm sút đáng kể, có khả năng nới rộng thâm hụt ngân sách lên mức 10–12,7% GDP mỗi năm.** Kịch bản như vậy sẽ đặt áp lực lớn lên tài chính công và sự ổn định ngoại hối.

An ninh năng lượng của Việt Nam

Việt Nam thường nhập khẩu 2/3 lượng dầu thô, 1/3 lượng xăng dầu/sản phẩm dầu mỏ, khoảng 70% lượng LPG và khoảng 15% nhu cầu LNG.

Nguồn cung dầu thô

Nguồn cung dầu thô của Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào nhập khẩu trong những năm gần đây khi sản lượng khai thác trong nước tiếp tục sụt giảm. Trong năm 2025, nhập khẩu dầu thô chiếm 64% tổng nguồn cung dầu thô của Việt Nam (sản lượng trong nước cộng với nhập khẩu ròng).

Các nguồn nhập khẩu có mức độ tập trung cao. Kuwait hiện là nhà cung cấp dầu thô lớn nhất của Việt Nam, chiếm gần 80% tổng lượng dầu thô nhập khẩu trong năm 2025, tiếp theo là Nigeria và Brunei. Sự tập trung này cho thấy chuỗi cung ứng dầu thô của Việt Nam vẫn gắn kết chặt chẽ với các dòng chảy xuất khẩu từ Trung Đông.

Do các lô hàng dầu thô từ Kuwait phải đi qua Eo biển Hormuz, nguồn cung dầu thô của Việt Nam chịu ảnh hưởng trực tiếp từ những rủi ro gián đoạn tiềm ẩn trên tuyến đường hàng hải trọng yếu này. Do đó, bất kỳ sự gián đoạn kéo dài nào tại Hormuz đều có thể gây ra những rủi ro đáng kể đối với nguồn cung nguyên liệu dầu thô của Việt Nam, đặc biệt là đối với các nhà máy lọc dầu phụ thuộc vào các loại dầu thô từ Trung Đông.

Theo Tập đoàn Công nghiệp Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam), tập đoàn đã đảm bảo đủ nguồn cung dầu thô cho vài tháng tới bất chấp sự leo thang căng thẳng địa chính trị gần đây ở Trung Đông. Đồng thời, PetroVietnam được cho là đã đề xuất Chính phủ trao quyền nhập khẩu dầu thô rộng rãi hơn nhằm duy trì sự linh hoạt về nguồn cung trong trường hợp thị trường năng lượng toàn cầu trở nên biến động mạnh hơn.

Nguồn cung xăng dầu/sản phẩm dầu

Bất chấp sự phụ thuộc ngày càng tăng vào nhập khẩu dầu thô, các nhà máy lọc dầu và nhà phân phối xăng dầu của Việt Nam cho biết họ đã đảm bảo được ít nhất 2 tháng tổng lượng hàng tồn kho, bao gồm khoảng 30 ngày ở cấp độ nhà máy lọc dầu và 25–30 ngày ở cấp độ nhà phân phối.

Tính đến cuối năm 2025, tổng sản lượng của Nhà máy Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) và Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSRP) đáp ứng 75% nhu cầu xăng dầu nội địa của Việt Nam. Phần nhu cầu còn lại được bù đắp thông qua nhập khẩu, chủ yếu từ Singapore, Malaysia, Hàn Quốc, Trung Quốc, Thái Lan và Nhật Bản.

Về phía các nhà máy lọc dầu:

- **BSR (chiếm 30–35% thị phần nội địa):** Công ty cho biết hoạt động vẫn duy trì ổn định do nguồn cung dầu thô của họ không đi qua Eo biển Hormuz. Khoảng 65–70% lượng dầu thô đầu vào của BSR đến từ các mỏ trong nước, trong khi dầu thô nhập khẩu chủ yếu có

nguồn gốc từ Tây Phi, khu vực Địa Trung Hải, Mỹ và một phần từ Trung Đông. Theo Bộ Công Thương và BSR, BSR đã đảm bảo đủ nguồn nguyên liệu dầu thô để duy trì hoạt động đến hết tháng 4. Nếu căng thẳng địa chính trị tiếp diễn, công ty cho biết họ đã bắt đầu tìm kiếm các nguồn cung dầu thô thay thế. Ngoài ra, các nhà hoạch định chính sách đang xem xét các biện pháp tạm thời nhằm ưu tiên nguồn cung dầu thô trong nước cho nhà máy lọc dầu Dung Quất và hạn chế xuất khẩu dầu thô trong các giai đoạn rủi ro địa chính trị tăng cao, có khả năng kéo dài đến hết quý 3/2026 hoặc cho đến khi thị trường toàn cầu ổn định, nhằm bảo vệ an ninh năng lượng quốc gia.

- **NSRP (chiếm 40-45% thị phần nội địa):** Nhập khẩu 100% lượng dầu thô từ Kuwait qua Eo biển Hormuz. *Theo Bộ Công Thương, nhà máy lọc dầu này đã đảm bảo đủ các lô hàng dầu thô để phục vụ sản xuất trong tháng 3-tháng 4.* Tuy nhiên, nếu căng thẳng địa chính trị kéo dài qua giai đoạn này, NSRP có thể phải đối mặt với rủi ro nguồn cung nguyên liệu tiềm ẩn, do sự phụ thuộc nặng nề vào dầu thô của Kuwait.

Về phía các nhà phân phối xăng dầu: Hai nhà phân phối lớn nhất là Petrolimex (PLX) và PV Oil (OIL) lần lượt nắm giữ khoảng 50% và 25% thị phần nội địa. Cả hai công ty đều đã đảm bảo đủ nguồn cung cho tháng 3 và đang chuẩn bị các kế hoạch thu mua cho tháng 4. Ngay cả trong kịch bản tiêu cực khi NSRP phải đối mặt với tình trạng gián đoạn nguồn cung dầu thô, Việt Nam vẫn giữ được khả năng tăng cường nhập khẩu các sản phẩm lọc hóa dầu từ các nhà cung cấp khu vực thay thế, đặc biệt là Hàn Quốc, Nhật Bản, Malaysia và Singapore. Theo quan điểm của chúng tôi, rủi ro chính trong kịch bản như vậy sẽ không phải là thiếu hụt nguồn cung vật lý, mà là giá nhập khẩu cao hơn và chi phí cước vận tải tăng, điều này có thể dẫn đến áp lực lên biên lợi nhuận của các nhà phân phối nếu giá dầu toàn cầu tiếp tục duy trì ở mức cao.

Theo ông Bùi Ngọc Bảo, Chủ tịch Hiệp hội Xăng dầu Việt Nam, những căng thẳng địa chính trị hiện tại khó có thể làm gián đoạn đáng kể nguồn cung xăng dầu của Việt Nam. Nguyên nhân là do công suất lọc dầu trong nước đã đáp ứng được gần 80% tổng nhu cầu, trong khi phần còn lại có thể được cung ứng linh hoạt từ nhiều nhà cung cấp trong khu vực. Tác động chính nhiều khả năng sẽ là giá năng lượng cao hơn thay vì tình trạng thiếu hụt nguồn cung ngay lập tức.

Việt Nam nhập khẩu lượng lớn LPG; tuy nhiên, GAS vẫn đảm bảo được nguồn cung

Việt Nam nhập khẩu 67% lượng LPG để đáp ứng nhu cầu nội địa, trong đó khoảng 51% đến từ các quốc gia Trung Đông (Qatar, Ả Rập Xê-út, UAE, Kuwait).

Vào ngày 2/3/2026, PVGas Trading (công ty con của PetroVietnam Gas) đã tuyên bố tình trạng bất khả kháng do những hoàn cảnh nằm ngoài tầm kiểm soát. Các lô hàng LPG dự kiến giao cho khách hàng từ thời điểm đó đến ngày 10/3/2026 bị trì hoãn/cắt giảm trong khi các đợt giao hàng sau ngày 10/3 có thể bị tạm ngưng.

Tuy nhiên, vào ngày 3/3/2026, GAS đã nhanh chóng thông báo rằng họ đã đảm bảo được nguồn cung LPG bằng cách đa dạng hóa nguồn cung ứng LPG bên ngoài khu vực Trung Đông, ưu tiên nhu cầu trong nước (cân bằng xuất nhập khẩu) và thúc đẩy sản lượng tại các nhà máy xử lý khí Dinh Cố và Cà Mau thêm khoảng 5%; *công ty cho biết nguồn cung LPG trong tháng 3 và giai đoạn sắp tới đã được đảm bảo.*

Hình 7: Cung cầu LPG của Việt Nam trong năm 2024

	Sản lượng (nghìn tấn)	% thị phần
Tổng sản lượng sẵn bán	3.877	100%
Nhu cầu trong nước	2.300	59%
Sản lượng trong nước	764	20%
Nhập khẩu tiêu thụ trong nước	1.536	39%
Tạm nhập tái xuất	1.577	41%
Tổng nhập khẩu	3.113	100%
Các quốc gia Trung Đông	1.573	51%
Các quốc gia khác	1.540	49%

Nguồn: Cục Hải quan, Vietcap

GAS duy trì nguồn cung LNG sau xung đột

GAS hiện duy trì vị thế gần như độc quyền trên thị trường LNG, do đối thủ cạnh tranh duy nhất là Hải Linh vẫn chưa ghi nhận bất kỳ khối lượng bán hàng nào. Bằng cách đa dạng hóa hoạt động thu mua từ nhiều nhà cung cấp toàn cầu (Úc và Mỹ), *GAS giảm thiểu rủi ro đối tác và chỉ chịu tác động từ những biến động thị trường rộng lớn hơn thay vì sự bất ổn của một nhà cung cấp duy nhất.*

Nguồn cung trong nước vẫn được đảm bảo bất chấp cuộc xung đột Mỹ/Israel-Iran gần đây:

Vào ngày 3/3/2026, GAS đã công bố kế hoạch nhập khẩu 3 chuyến hàng LNG trong nửa đầu năm 2026. Hai trong số đó (khoảng 70.000 tấn mỗi chuyến) đã được đảm bảo từ Qatar và Đông Nam Á với mức giá thấp hơn gần 50% so với giá thị trường hiện tại nhờ chiến lược mua sớm. Công ty hiện đang chốt nhà cung cấp cho chuyến hàng thứ ba, và ban lãnh đạo xác nhận rằng lượng hàng tồn kho hiện tại kết hợp với lượng nhập khẩu theo kế hoạch *sẽ đáp ứng nhu cầu của ngành điện đến hết tháng 4/2026.*

Bên cạnh đó, vào ngày 7/1/2026, **GAS đã ký Hợp đồng mua bán khí (GSA) dài hạn đầu tiên với Shell (một công ty có trụ sở tại Anh)** để cung cấp nhiên liệu cho các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4. Shell sẽ cung cấp 400.000 tấn mỗi năm từ năm 2027 đến năm 2031 — đáp ứng khoảng 40% công suất của kho cảng Thị Vải Giai đoạn 1 và 10% dự phóng doanh số bán LNG giai đoạn 2027-2030 của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng phần nhu cầu còn lại sẽ được đáp ứng thông qua việc kết hợp mua trên thị trường giao ngay và các hợp đồng có kỳ hạn bổ sung.

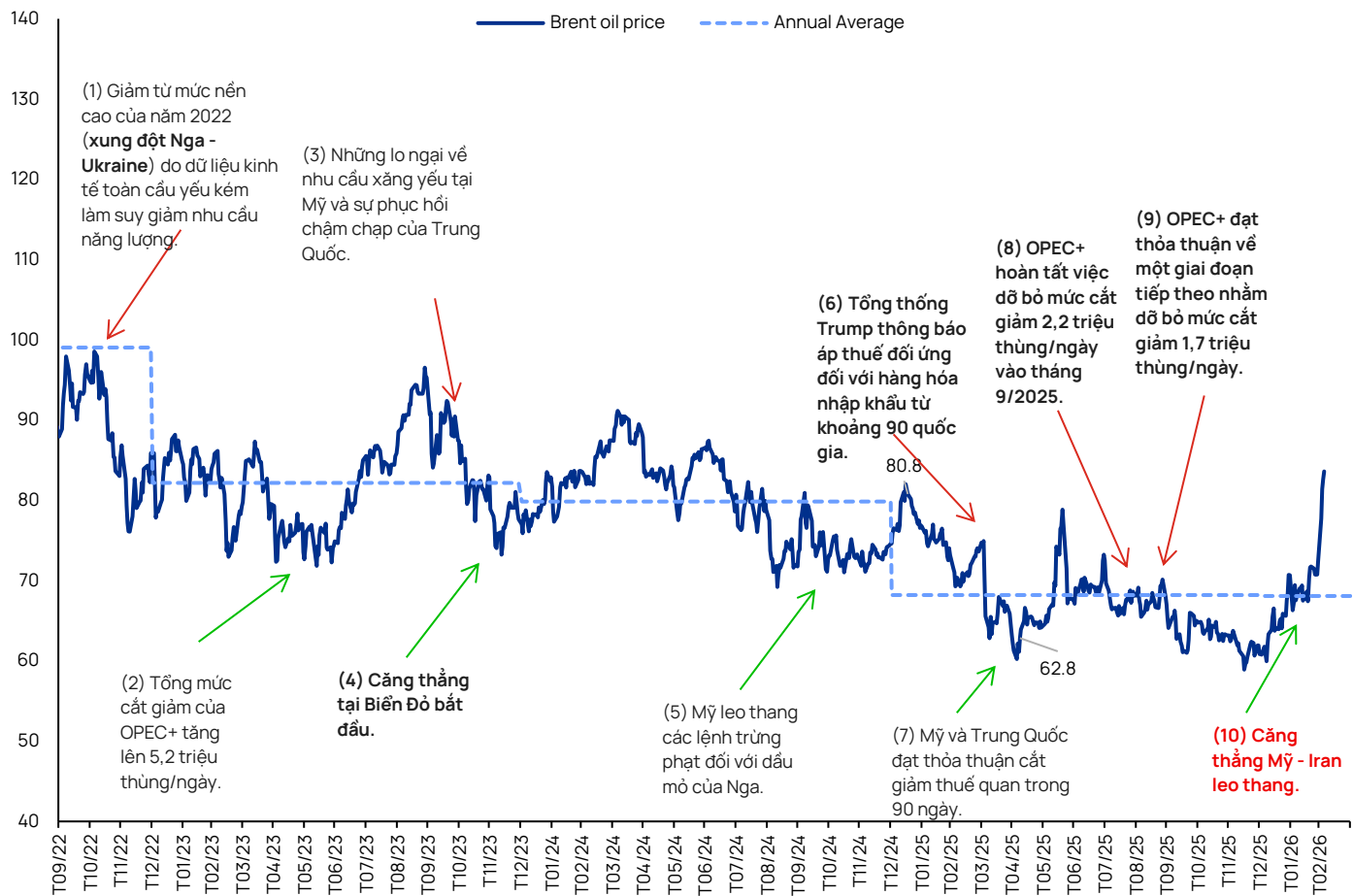
Triển vọng giá dầu Brent

Giá dầu tiếp tục biến động trong bối cảnh phần bù rủi ro địa chính trị tăng

Tính đến ngày 5/3/2026, giá dầu Brent trung bình từ đầu năm đến nay ở mức 68,1 USD/thùng, cao hơn 14% so với dự báo năm 2026 trước đó của chúng tôi là 60 USD/thùng.

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ tiếp tục biến động. Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù giá dầu Brent có thể tăng mạnh lên mức 80-90 USD/thùng trong ngắn hạn, tính bền vững của mức giá này phụ thuộc vào mức độ/thời gian Eo biển Hormuz bị gián đoạn và thời gian căng thẳng này có thể kéo dài bao lâu.

Hình 8: Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Hai kịch bản giá dầu: 70 USD và 90 USD/thùng cho năm 2026

Hình 9: Dự báo giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)

Tổ chức dự báo	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Dự báo tính đến
Bloomberg đồng thuận	62	65	69	70	70	Tháng 3/26
EIA	58	53	N/A	N/A	N/A	Tháng 2/26
Ngân hàng Thế giới	60	65	N/A	N/A	N/A	Tháng 10/25
Trung bình các dự báo trên (mới)	60	61	69	70	70	
Trung bình các dự báo trên (cũ)	59	67	70	69	N/A	Tháng 9/25
% thay đổi	2,2%	-9,8%	-1,7%	1,3%	N.M.	
Giá dầu Việt Nam theo kịch bản cơ sở (mới)	70	70	70	70	70	Tháng 3/26
Giá dầu Việt Nam theo kịch bản cơ sở (cũ)	60	65	65	65	65	Tháng 9/25
% thay đổi	16,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
Giá dầu Việt Nam theo kịch bản cao (mới)	90	80	70	70	70	Tháng 3/26
Giá dầu Việt Nam theo kịch bản cao (cũ)	60	65	65	65	65	Tháng 9/25
% thay đổi	50,0%	23,1%	7,7%	7,7%	7,7%	

Nguồn: Các tổ chức trên, Vietcap

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi đưa ra 2 kịch bản giá dầu Brent cho năm 2026, phản ánh rủi ro địa chính trị gia tăng ở Trung Đông. Kịch bản cơ sở của chúng tôi là 70 USD/thùng (cao hơn 17% so với dự báo trước đó của chúng tôi là 60 USD/thùng), trong khi kịch bản tích cực là 90 USD/thùng (cao hơn 50% so với dự báo trước đó). Tính đến ngày 5/3/2026, giá dầu Brent trung bình từ đầu năm đến nay ở mức 68,1 USD/thùng, cao hơn 14% so với dự báo năm 2026 trước đó của chúng tôi, cho thấy điều kiện thị trường hiện tại đang thắt chặt hơn so với dự kiến trước đây. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục biến động. Chúng tôi lưu ý rằng mặc dù giá dầu Brent

có thể tăng mạnh lên mức 80-90 USD/thùng trong ngắn hạn, tính bền vững của mức giá này phụ thuộc vào mức độ/thời gian Eo biển Hormuz bị gián đoạn và thời gian căng thẳng này có thể kéo dài bao lâu.

Trong ngắn hạn, thị trường vẫn có vùng đệm từ lượng dầu tồn kho toàn cầu. Điều này cho thấy hệ thống ban đầu có thể hấp thụ các cú sốc gián đoạn nguồn cung trong khoảng 2 tháng trước khi chuyển thành tình trạng thiếu hụt vật lý đáng kể (như đã thảo luận ở trang 10). Tình trạng gián đoạn kéo dài tại Eo biển Hormuz có thể thắt chặt đáng kể nguồn cung, đặc biệt là ở châu Á, khu vực tiếp nhận hơn 80% lưu lượng dầu thô đi qua eo biển này. Trong những điều kiện như vậy, giá dầu Brent có thể tăng mạnh khi lượng tồn kho sụt giảm và tình trạng thắt chặt nguồn cung khu vực xuất hiện.

Dựa trên những diễn biến này, **kịch bản tích cực 90 USD/thùng của chúng tôi giả định một cú sốc nguồn cung kéo dài hơn 2 tháng**, điều này sẽ kích hoạt phần bù rủi ro địa chính trị mạnh mẽ và tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong khu vực. Trái lại, **kịch bản cơ sở của chúng tôi dự báo mức trung bình 70 USD/thùng cho năm 2026**. Giả định căng thẳng hạ nhiệt trong khoảng 1 đến 2 tháng, giá dầu có thể đạt đỉnh vào khoảng tháng 4/2026 trước khi dần hạ nhiệt.

Trong dài hạn, chúng tôi tiếp tục đánh giá mức 65-68 USD/thùng là mức đáy cấu trúc hợp lý đối với dầu Brent, về cơ bản phù hợp với các mức hòa vốn của dầu đá phiến Mỹ (WTI khoảng 61-64 USD/thùng).

Hình 10: Tỷ trọng sản lượng dầu và điểm hòa vốn (BEP) của Mỹ theo lưu vực

Khu vực	Tỷ trọng sản lượng dầu của Mỹ (%)	Điểm hòa vốn WTI trung bình (USD/thùng)
Permian (Midland)	48%	61 USD/thùng
Permian (Delaware)		62 USD/thùng
Permian (other)		70 USD/thùng
Eagle Ford	9%	62 USD/thùng
Khu vực khác của Mỹ (đá phiến)	N/A	63 USD/thùng
Khu vực khác của Mỹ (phi đá phiến)	N/A	66 USD/thùng
Trung bình của Mỹ		64 USD/thùng

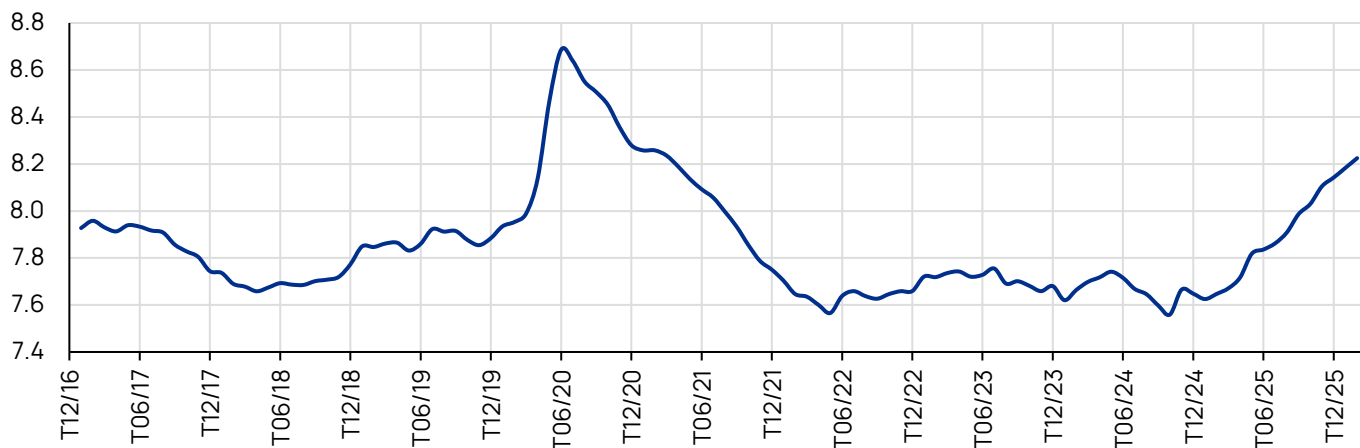
Nguồn: Khảo sát của Ngân hàng Dự trữ Liên bang Dallas (tháng 3/2025), Vietcap

Chúng tôi nhận thấy chính sách dầu mỏ của Mỹ dưới thời Tổng thống Trump theo hướng tiếp cận kép: (1) giữ giá ở mức đủ thấp để giảm bớt lạm phát và lãi suất, nhưng (2) đủ cao để duy trì hoạt động khoan thăm dò trong nước với chính sách độc lập năng lượng. Bộ trưởng Tài chính Scott Bessent đã đặt mục tiêu tăng trưởng sản lượng của Mỹ thêm 3,0 mboe/ngày vào năm 2028 so với mức của năm 2024, cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 5,3% trong giai đoạn 2024-2028. Điều này đòi hỏi giá phải duy trì trên các mức hòa vốn.

Chúng tôi nhận thấy giá dầu hòa vốn của Mỹ ở mức WTI 61-64 USD/thùng. Điều này ngụ ý giá dầu Brent phải trên mức 65-68 USD/thùng (dựa trên chênh lệch giá Brent-WTI trung bình 5 năm là 4,1 USD/thùng). Các mức hòa vốn tại Lưu vực Permian (Midland và Delaware) và Eagle Ford, những khu vực đóng góp tổng cộng 57% sản lượng dầu thô của Mỹ, có chi phí ở mức 61-62 USD/thùng. Các lưu vực khác cần mức giá 66-70 USD/thùng để duy trì khả năng sinh lời. Do đó, việc duy trì sản lượng của Mỹ đòi hỏi giá WTI phải trên mức 61 USD/thùng trong trung hạn.

Lượng tồn kho toàn cầu cung cấp một vùng đệm trong ngắn hạn, nhưng sự gián đoạn kéo dài tại Eo biển Hormuz có thể thắt chặt nguồn cung cho châu Á

Hình 11: Lượng dầu tồn kho quan sát được trên toàn cầu (bao gồm dầu thô, các sản phẩm lọc hóa dầu & các sản phẩm khác, tỷ thùng)



Nguồn: IEA, Kayros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore (Dữ liệu tính đến tháng 2/2026)

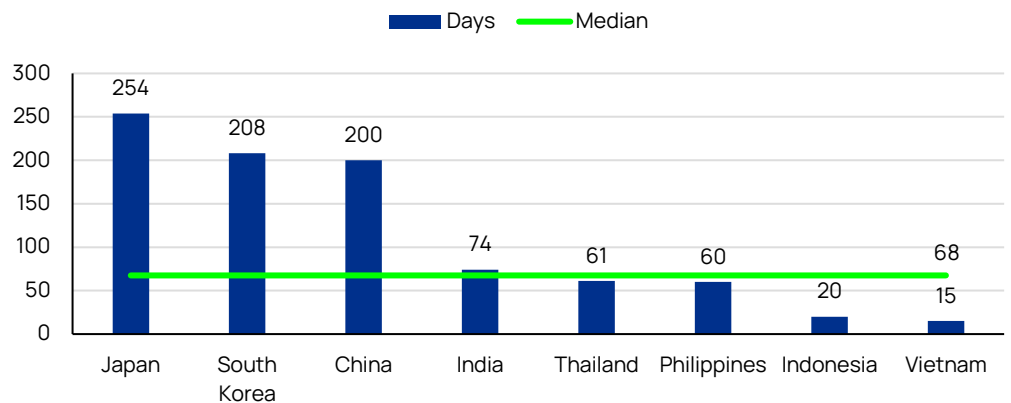
Lượng dầu tồn kho toàn cầu hiện tại cho thấy thị trường vẫn có một vùng đệm ngắn hạn. Theo dữ liệu của IEA, lượng dầu tồn kho quan sát được trên toàn cầu ở mức khoảng 8,23 tỷ thùng vào đầu năm 2026. Mức này vẫn cao hơn nhiều so với mức đáy gần đây là 7,56 tỷ thùng được ghi nhận vào tháng 5/2022, khi dầu thô Brent tăng vọt lên khoảng 121 USD/thùng trong suốt cú sốc năng lượng Nga-Ukraine.

Dựa trên những số liệu này, lượng tồn kho toàn cầu sẽ cần giảm khoảng 669 triệu thùng để quay trở lại mức thắt chặt như năm 2022. Giả định nguồn cung bị gián đoạn 5-10 triệu thùng/ngày (sau khi chuyển hướng một phần), sẽ mất khoảng 66-133 ngày để lượng tồn kho giảm xuống mức đó.

Tuy nhiên, sự gián đoạn kéo dài tại Eo biển Hormuz có thể thắt chặt đáng kể nguồn cung cho châu Á. Tình trạng thiếu hụt vật lý đối với châu Á nhiều khả năng sẽ phụ thuộc nặng nề vào thời gian gián đoạn khi lượng hàng tồn kho dần cạn kiệt.

- **Trong năm 2025, khoảng 13,4 triệu thùng dầu thô mỗi ngày đã đi qua Eo biển Hormuz.** Hơn 80% khối lượng đó được chuyển đến các quốc gia châu Á, cho thấy mức độ phụ thuộc cao của khu vực này vào tuyến đường trên.
- **Gián đoạn ngắn (1 đến 2 tháng):** Ban đầu, giá dầu có thể tăng vọt chủ yếu do việc định giá rủi ro và tâm lý thị trường thay vì tình trạng thiếu hụt nguồn cung thực tế. Tiếp theo, tình trạng thắt chặt nguồn cung vật lý có thể bắt đầu xuất hiện ở châu Á, buộc các nhà máy lọc dầu phải điều chỉnh cơ cấu dầu thô đầu vào hoặc giảm công suất hoạt động.
- **2 tháng trở lên:** Tình trạng thiếu hụt nguồn cung có thể xảy ra. Lượng tồn kho ở châu Á sẽ sụt giảm nhanh chóng, chênh lệch giá khu vực có thể nở rộng, và sự gián đoạn logistics sẽ trở nên trầm trọng hơn. Mặc dù mức giá cực cao có thể kích hoạt sự sụt giảm nhu cầu cũng như các đợt xả kho dự trữ dầu mỏ chiến lược. Trong kịch bản như vậy, giá dầu Brent có khả năng vượt mức 100 USD/thùng.

Hình 12: Số ngày tồn kho dầu thô tại châu Á (Dữ liệu năm 2025)



Nguồn: Reuters, Bloomberg, Khaosodenglish, Vietcap tổng hợp

Tại châu Á, mức tồn kho có sự chênh lệch lớn. Các nền kinh tế Đông Bắc Á duy trì một số mức dự trữ lớn nhất toàn cầu, với Nhật Bản dự trữ khoảng 254 ngày, Hàn Quốc khoảng 208 ngày và Trung Quốc xấp xỉ 200 ngày. Trong khi đó, các nền kinh tế mới nổi ở châu Á duy trì các vùng đệm nhỏ hơn đáng kể, bao gồm Ấn Độ (74 ngày), Thái Lan (61 ngày), Philippines (60 ngày), Indonesia (20 ngày) và Việt Nam (15 ngày). Điều này cho thấy các quốc gia châu Á có thể trì hoãn tác động của việc gián đoạn nguồn cung trong ngắn hạn.

Rủi ro đóng cửa Eo biển Hormuz có thể đảo ngược thị trường từ Thặng dư sang Thâm hụt trong kịch bản xấu nhất

Giá dầu có mối tương quan chặt chẽ với cán cân cung cầu dầu thô toàn cầu. Khi lực cầu vượt xa nguồn cung, lượng tồn kho sẽ sụt giảm, hỗ trợ giá tăng cao hơn và ngược lại.

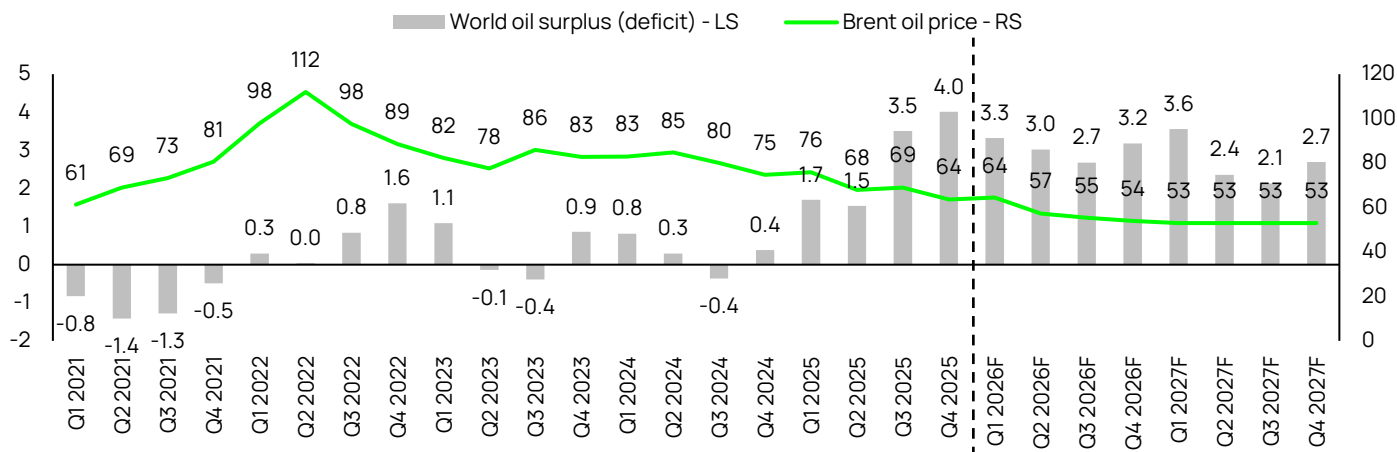
Chúng tôi lưu ý rằng dự báo của EIA về mức thặng dư khoảng 3 triệu thùng/ngày cho năm 2026 dưới đây được công bố vào ngày 10/2/2026, và do đó chưa tính đến những gián đoạn nguồn cung tiềm ẩn từ cảnh báo đóng cửa Eo biển Hormuz của Iran (ngày 28/2/2026).

Theo Rystard Energy, những gián đoạn nguồn cung từ việc đóng cửa Eo biển Hormuz được ước tính làm mất khoảng 8 triệu đến 10 triệu thùng dầu thô mỗi ngày (tương đương 8-10% nguồn cung toàn cầu) sau khi chuyển hướng một số dòng chảy qua đường ống Đông - Tây của Ả Rập Xê-út và đường ống Abu Dhabi.

Nếu những gián đoạn này được tính đến, mức thặng dư dự phóng hiện tại vào khoảng 3 triệu thùng/ngày trên lý thuyết có thể chuyển sang thâm hụt 5-7 triệu thùng/ngày (tương đương 5-7% nhu cầu toàn cầu), tạo ra động lực tăng giá đáng kể cho dầu mỏ.

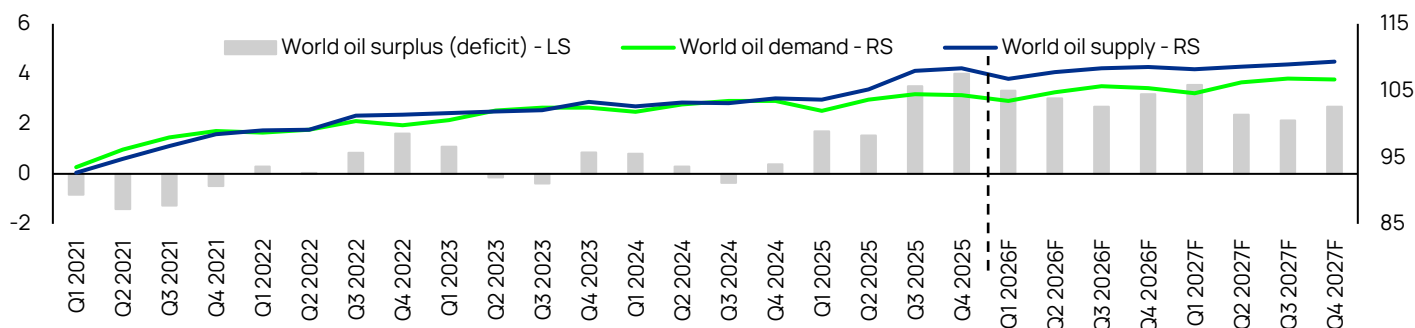
Mặc dù vậy, nếu chúng ta giả định 10 triệu thùng/ngày bị gián đoạn trong khoảng 2 tháng, thì lượng nguồn cung dầu mất đi tiềm năng là 0,8 triệu thùng/ngày, chiếm khoảng 1% nguồn cung dầu toàn cầu, do đó, chỉ làm giảm mức thặng dư hiện có.

Hình 13: Cán cân dầu thô toàn cầu của EIA (triệu thùng/ngày) (*) so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (báo cáo tháng 2/2026), Vietcap. (*) Nguồn cung dầu toàn cầu bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ chất lỏng từ nhà máy khí tự nhiên, nhiên liệu sinh học và các chất lỏng khác.

Hình 14: Dự báo nguồn cung và tiêu thụ dầu lỏng toàn cầu (triệu thùng/ngày) (*)



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (báo cáo tháng 2/2026), Vietcap. (*) Nguồn cung dầu toàn cầu bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ chất lỏng từ nhà máy khí tự nhiên, nhiên liệu sinh học và các chất lỏng khác.

OPEC+ tiếp tục dỡ bỏ dần các đợt cắt giảm sản lượng, thấp hơn một chút so với dự báo trước đó của chúng tôi

OPEC+ tiếp tục dỡ bỏ dần các đợt cắt giảm sản lượng tự nguyện. Nhóm đã bắt đầu đảo ngược đợt cắt giảm tự nguyện đầu tiên ở mức 1,66 triệu thùng/ngày, bắt đầu từ tháng 10/2025 (chúng tôi kỳ vọng quá trình này sẽ hoàn tất vào tháng 10/2026). Động thái này phản ánh chiến lược giành lại thị phần của OPEC+.

- **Đợt cắt giảm tự nguyện đầu tiên (1,6 triệu thùng/ngày):** Vào ngày 1/3/2026, OPEC+ đã đồng ý tăng sản lượng thêm 206 nghìn thùng/ngày cho tháng 4, tương đương 12,4% tổng mức cắt giảm. Tổng mức dỡ bỏ lũy kế từ tháng 10/2025 đến tháng 4/2026 đạt 617 nghìn thùng/ngày, tương đương mức độ hoàn thành 37%. Mặc dù OPEC+ tuyên bố rằng mức này có thể được điều chỉnh tùy thuộc vào điều kiện thị trường, chúng tôi giả định tốc độ đều đặn ở mức 206 nghìn thùng/ngày mỗi tháng, cho thấy sự đảo ngược hoàn toàn vào tháng 10/2026.
- **Đợt cắt giảm tự nguyện thứ hai (2,2 triệu thùng/ngày):** Nhóm đã hoàn tất việc đảo ngược hoàn toàn đợt cắt giảm sản lượng lớn nhất ở mức 2,2 triệu thùng/ngày vào tháng 9/2025, sớm hơn 12 tháng so với kế hoạch ban đầu là tháng 9/2026. Nếu tính cả mức tăng thêm do điều chỉnh mức cơ sở của UAE, tổng nguồn cung tăng thêm đạt khoảng 2,5 triệu thùng/ngày.

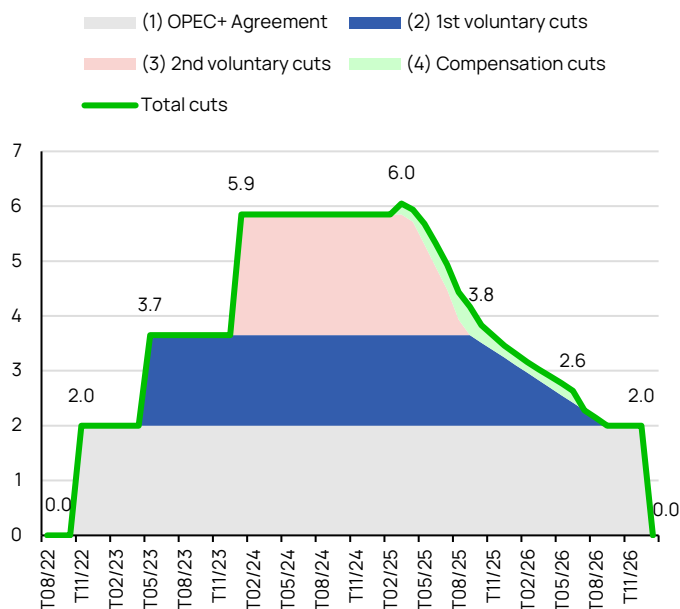
Chúng tôi dự phóng mức cắt giảm trung bình của OPEC+ ở mức 2,67 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (cao hơn 6,1% so với ước tính tháng 9/2025 của chúng tôi), chủ yếu do OPEC+ đã tạm dừng các đợt tăng sản lượng trong ba tháng (tháng 1–3/2026).

OPEC+ sẽ họp lại vào tháng 4/2026 để quyết định về việc dỡ bỏ 1,66 triệu thùng/ngày cắt giảm tự nguyện còn lại. Đợt cắt giảm 2,0 triệu thùng/ngày trên toàn nhóm vẫn được duy trì cho đến cuối năm 2026. OPEC+ tuyên bố rằng họ vẫn giữ được sự linh hoạt hàng tháng để điều chỉnh tiến độ nếu giá suy yếu.

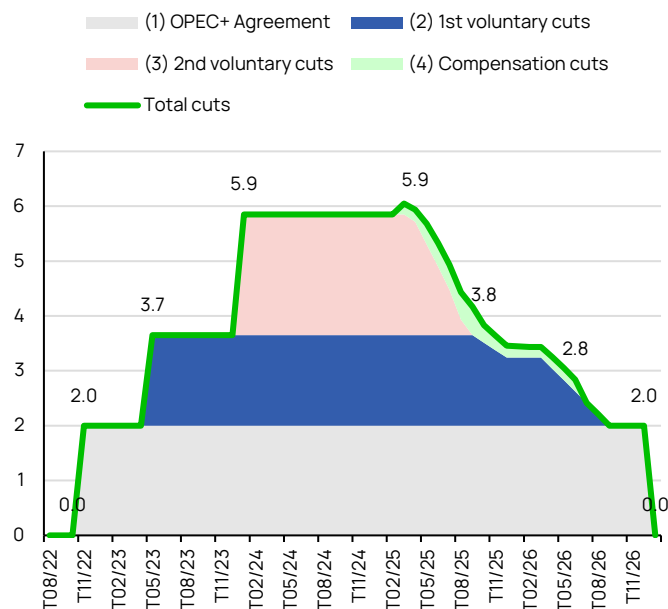
Tóm lại, chi tiết các khoản cắt giảm bao gồm: (1) 2,00 triệu thùng/ngày: thỏa thuận chính thức của OPEC+, được gia hạn đến hết năm 2026; (2) 1,66 triệu thùng/ngày: vòng cắt giảm tự nguyện đầu tiên, đã được dỡ bỏ một phần 617 nghìn thùng/ngày từ tháng 10/2025 đến tháng 4/2026; (3) 2,20 triệu thùng/ngày: vòng cắt giảm tự nguyện thứ hai, đã được dỡ bỏ hoàn toàn vào tháng 9/2025; (4) 0,30 triệu thùng/ngày: các khoản cắt giảm bù đắp (được đưa ra vào tháng 4/2025), sẽ được thực hiện từ tháng 3/2025 đến tháng 6/2026 bởi 7 quốc gia thành viên nhằm bù đắp cho việc sản xuất vượt hạn ngạch trong quá khứ.

Hình 15: Kế hoạch cắt giảm sản lượng của OPEC+ (triệu thùng/ngày)

Tổng mức cắt giảm trước đây (kế hoạch công bố tháng 9/2025)



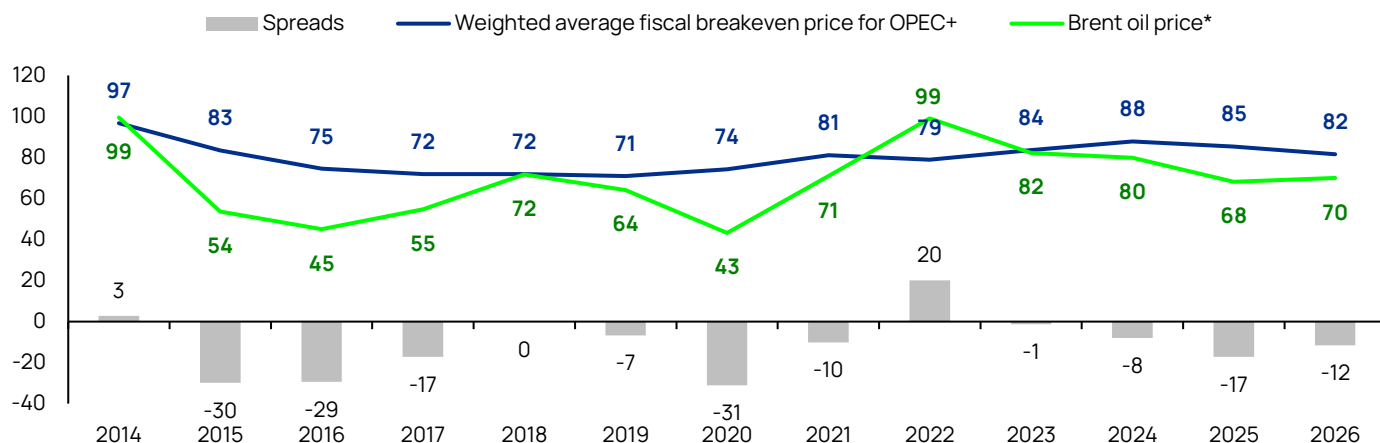
Tổng mức cắt giảm hiện tại (kế hoạch công bố tháng 3/2026)



Nguồn: OPEC+, Truyền thông đại chúng, Vietcap (Dữ liệu tính đến các kế hoạch hiện tại của OPEC+, công bố vào đầu tháng 3/2026)

OPEC+ vẫn còn dư địa để dỡ bỏ các đợt cắt giảm sản lượng. Lịch sử cho thấy OPEC+ đạt đến mức căng thẳng tài khóa tối đa khi giá dầu Brent giảm hơn 30 USD/thùng xuống dưới mức hòa vốn tài khóa bình quân gia quyền của nhóm, tại thời điểm đó liên minh này thường xoay trục quay lại việc hạn chế sản lượng. Ví dụ, OPEC+ đã thực hiện cắt giảm sản lượng 1,8 triệu thùng/ngày vào năm 2016 và mức kỷ lục 9,7 triệu thùng/ngày vào năm 2020 khi khoảng cách giữa giá dầu Brent và các mức hòa vốn tài khóa nở rộng mạnh. Hiện tại, áp lực tài khóa lên OPEC+ vẫn ở mức vừa phải, với chênh lệch giữa giá dầu Brent và mức hòa vốn tài khóa bình quân gia quyền ước tính vào khoảng 12–17 USD/thùng trong giai đoạn 2025–2026. Điều này cho thấy OPEC+ vẫn còn dư địa đáng kể để tiếp tục dỡ bỏ các đợt cắt giảm sản lượng. Áp dụng khuôn khổ lịch sử này, chúng tôi tiếp tục đánh giá mức 50–55 USD/thùng là mức sản hỗ trợ hiệu quả, mức mà áp lực tài khóa nhiều khả năng sẽ buộc OPEC+ chuyển từ chiến lược ưu tiên sản lượng hiện tại quay trở lại việc hỗ trợ giá nhằm kiểm chế căng thẳng tài khóa và ngăn chặn thâm hụt sâu hơn.

Hình 16: Giá dầu hòa vốn ngân sách tài khóa và diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)

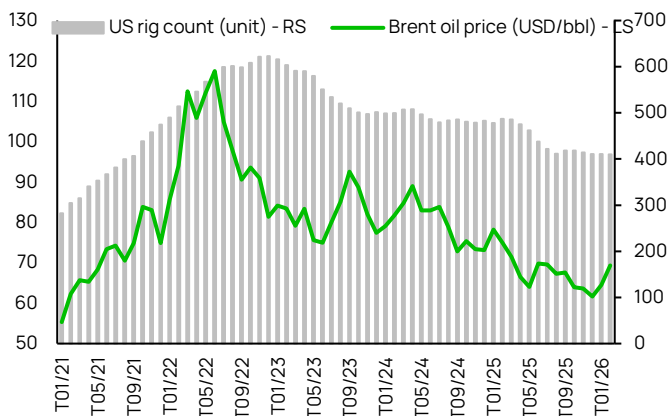


Nguồn: Nguồn: OPEC+, IMF, Bloomberg, Vietcap (*: Giá dầu Brent năm 2026 là dự báo của Vietcap), (giá dầu hòa vốn tài khóa là mức giá dầu tối thiểu cần thiết để một quốc gia cân bằng ngân sách của mình)

Sản lượng dầu của Mỹ đi ngang trong năm 2026 bất chấp sự sụt giảm số lượng giàn khoan

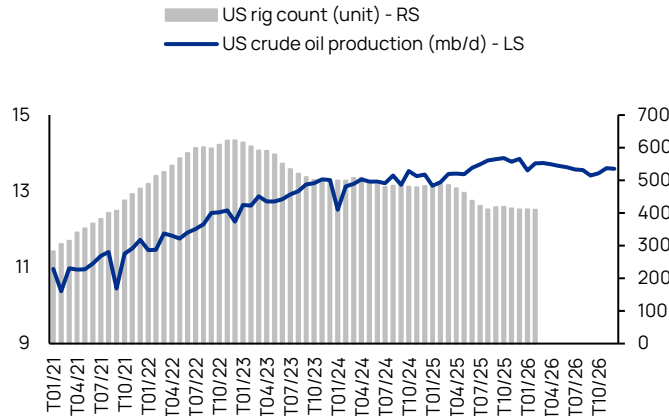
Số lượng giàn khoan của Mỹ tiếp tục đà giảm trong năm 2026, đạt mức trung bình 410 giàn từ đầu năm đến nay (giảm 7,4% tương đương 33 giàn so với mức trung bình năm 2025) sau khi giảm 10% trong năm 2025. Bất chấp số lượng giàn khoan hoạt động ít hơn, EIA dự báo sản lượng dầu thô của Mỹ sẽ đi ngang so với cùng kỳ ở mức 13,6 triệu thùng/ngày trong năm 2026.

Hình 17: Số lượng giàn khoan của Mỹ và giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, Baker Hughes, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 28/2/2026)

Hình 18: Sản lượng dầu thô và số lượng giàn khoan của Mỹ



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (Báo cáo tháng 2/2026; dữ liệu thực tế đến ngày 28/2/2026; dữ liệu dự báo từ tháng 3/2026 đến tháng 12/2027), Baker Hughes, Bloomberg, Vietcap

Dự báo nhu cầu dầu toàn cầu thấp hơn một chút so với dự báo trước đó

Đối với năm 2026, dự báo tăng trưởng trung vị hiện ở mức +1,2 triệu thùng/ngày, thấp hơn một chút so với mức +1,3 triệu thùng/ngày trước đó (điều chỉnh giảm 0,1 triệu thùng/ngày). IEA đã nâng dự báo tăng trưởng năm 2026 thêm +0,2 triệu thùng/ngày, trong khi EIA cắt giảm dự báo đi -0,1 triệu thùng/ngày; OPEC giữ nguyên triển vọng của mình.

Đối với năm 2027, các dự báo mới từ EIA và OPEC chỉ ra mức tăng trưởng từ +1,2-1,4 triệu thùng/ngày, với mức trung vị là +1,3 triệu thùng/ngày, cho thấy tăng trưởng nhu cầu sẽ tăng tốc sau mức nền thấp hơn của năm 2025.

Hình 19: Dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Tổ chức dự báo	Thực tế 2025	Dự báo mới tháng 2/2026		Dự báo cũ tháng 9/2025		Dự báo mới/cũ	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
IEA	0,8	0,9	N/A	0,7	N/A	0,2	N.M
EIA	0,8	1,2	1,2	1,3	N/A	-0,1	N.M
OPEC	1,3	1,4	1,4	1,4	N/A	0,0	N.M
Trung vị	0,8	1,2	1,3	1,3	N/A	-0,1	N.M

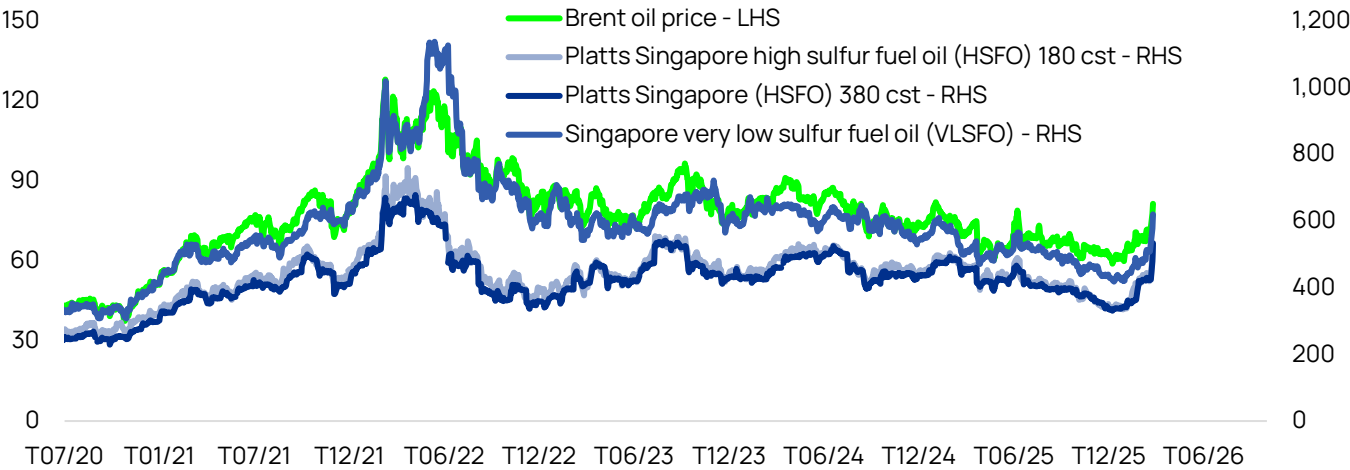
Nguồn: Các tổ chức trên, Vietcap

Triển vọng giá dầu nhiên liệu (FO)

Giá dầu FO từ đầu năm đến nay giảm so với cùng kỳ nhưng đã leo thang sau những căng thẳng địa chính trị

Giá dầu FO trung bình từ đầu quý 1/2026 đến nay đạt 391 USD/tấn (-17% YoY). Kể từ khi xung đột Mỹ/Israel-Iran leo thang, giá dầu FO đã tăng mạnh khoảng 24% lên 529 USD/tấn tính đến ngày 3/3/2026, so với mức trước xung đột.

Hình 20: Diễn biến lịch sử giá dầu Brent (USD/thùng) và giá dầu FO (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Nền giá FO được nâng lên do phần bù rủi ro từ căng thẳng Iran-Israel

Chúng tôi nâng giả định giá dầu FO trung bình giai đoạn 2026-2030 dự phóng thêm 10%/20% tương ứng cho kịch bản cơ sở/kịch bản tích cực, chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 9%/19% đối với các dự phóng giá dầu Brent của chúng tôi giữa bối cảnh xung đột Mỹ/Israel-Iran leo thang. Việc điều chỉnh này tập trung vào giai đoạn đầu - chúng tôi tăng mạnh nhất đối với giá FO/Brent năm 2026 dự phóng do tác động ngay lập tức lên phần bù rủi ro và cước vận tải/logistics, trong khi áp dụng các mức tăng nhỏ hơn cho giai đoạn 2027-2030 dự phóng do chúng tôi giả định tác động địa chính trị sẽ nhạt dần.

Chúng tôi phần lớn giữ nguyên quan điểm về giá FO giai đoạn 2027-2030 dự phóng, kỳ vọng giá FO sẽ tăng kém hơn so với giá dầu Brent (tức là đảo ngược đà tăng vượt trội của giai đoạn 2023-2025) khi nguồn cung bình thường hóa và phần bù rủi ro biến mất.

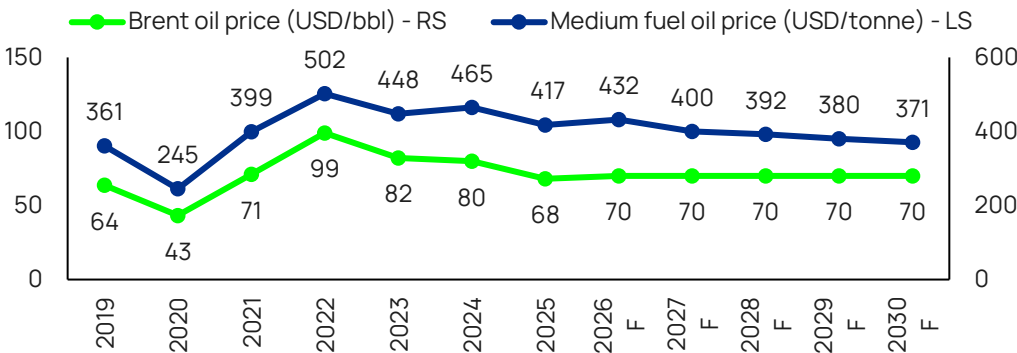
Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hiện dự báo giá FO năm 2026 đạt 432 USD/tấn (+4% YoY) và giá dầu Brent đạt 70 USD/thùng (+3% YoY), phản ánh mức giá FO từ đầu quý 1/2026 đến nay cao hơn kỳ vọng và sự leo thang căng thẳng mạnh hơn dự kiến. Mức này nhìn chung phù hợp với mức đồng thuận của Bloomberg đối với giá FO vào khoảng 455 USD/tấn (+9% YoY).

Hình 21: Dự báo giá bán trung bình của FO (USD/tấn) và dầu Brent (USD/thùng)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Thay đổi trung bình giai đoạn 2026-30
Giá FO dự phóng cũ của Vietcap (USD/tấn)	360	360	357	357	357	
Giá dầu Brent dự phóng cũ của Vietcap (USD/thùng)	60	65	65	65	65	
Kịch bản cơ sở mới						
Giá FO dự phóng mới	432	400	392	380	371	
Dự báo mới so với cũ	20%	11%	10%	6%	4%	10%
Giá dầu Brent dự phóng mới	70	70	70	70	70	
Dự báo mới so với cũ	17%	8%	8%	8%	8%	9%
Kịch bản tích cực mới						
Giá FO dự phóng mới	556	457	392	380	371	
Dự báo mới so với cũ	54%	27%	10%	6%	4%	20%
Giá dầu Brent dự phóng mới	90	80	70	70	70	
Dự báo mới so với cũ	50%	23%	8%	8%	8%	19%

Nguồn: Vietcap

Hình 22: Các giả định kịch bản cơ sở về giá dầu Brent và giá dầu FO của Vietcap



Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Dầu FO trung bình là mức trung bình của giá HSFO 380 cst và HSFO 180 cst.

Triển vọng giá LNG

Giá LNG châu Á tăng mạnh do phần bù rủi ro xung đột; đường biểu đồ giá dốc lên sau đó hạ nhiệt

Giá LNG giao ngay trung bình của Nhật Bản (đại diện bởi chỉ số JKM) từ đầu quý 1/2026 đến nay đạt 10,7 USD/triệu BTU (~24% YoY). Kể từ khi xung đột leo thang, giá giao ngay đã tăng mạnh khoảng 41% lên mức 15,1 USD/triệu BTU tính đến ngày 4/3/2026 so với mức trước xung đột, phản ánh sự phụ thuộc lớn của châu Á vào nhập khẩu LNG và rủi ro nguồn cung gia tăng gần liền với khu vực Trung Đông.

Tính đến ngày 4/3/2026, mức đồng thuận của CME đã nâng các giả định về giá LNG châu Á cho năm 2026/2027 dự phóng lên +48%/+7% so với đồ thị giá tháng 11/2025, chủ yếu do rủi ro gián đoạn và việc tích trữ hàng tồn kho trong ngắn hạn. Trái lại, dự báo đồng thuận CME điều chỉnh giảm dự báo cho các năm 2028/2029/2030 lần lượt ở mức -8%/-10%/-12%, điều mà chúng tôi cho là do (1) phản ứng nguồn cung dự kiến và việc đẩy nhanh đầu tư vào cơ sở hạ tầng LNG sau cú sốc, và (2) mức tồn kho cao hơn được chuyển tiếp sau năm 2026. Đồng thuận Bloomberg cũng cho thấy mô hình “tăng trước, giảm sau” tương tự.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi nâng dự báo giá LNG nhập khẩu của Việt Nam (đã bao gồm phí) giai đoạn 2026–2030 dự phóng lên trung bình 2% trong kịch bản cơ sở, chủ yếu tập trung tăng

mạnh vào năm 2026 dự phóng (+29%) trong khi hạ các dự phóng cho giai đoạn 2028–2030 để phù hợp với đường cong giá kỳ hạn xa hạ nhiệt hơn. Chúng tôi nâng dự phóng giá LNG nhập khẩu của Việt Nam (đã bao gồm phí) giai đoạn 2026–2030 dự phóng lên trung bình 9% trong kịch bản tích cực.

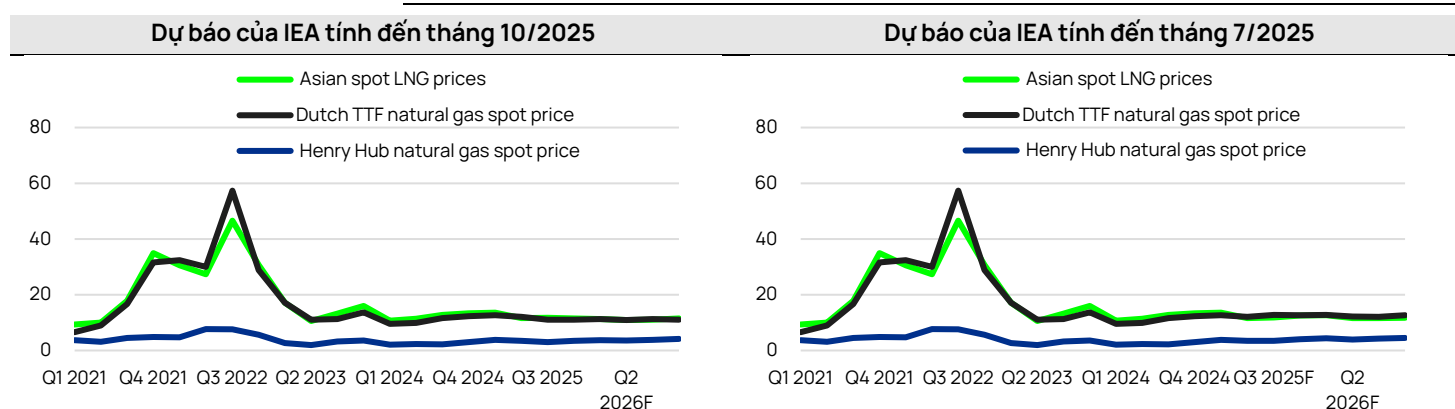
Quan điểm của chúng tôi: Đợt tăng giá LNG ngắn hạn trong năm 2026 dự phóng có thể tạm thời làm giảm nhu cầu từ các nhà máy điện khí, tuy nhiên xu hướng hạ nhiệt từ năm 2027 dự phóng trở đi sẽ hỗ trợ nhu cầu tăng trở lại. Chúng tôi kỳ vọng giá LNG của Việt Nam cung cấp cho các nhà máy điện (đã bao gồm phí) trong giai đoạn 2027–2030 dự phóng ở mức 11–14 USD/triệu BTU, mức giá này cạnh tranh với giá khí từ các mỏ khí mới trong nước (Lô B, khoảng 14–15 USD/triệu BTU).

Hình 23: Dự báo giá bán trung bình LNG nhập khẩu (đã bao gồm thuế/phí, USD/triệu BTU) của Việt Nam và dầu Brent (USD/thùng)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Thay đổi trung bình giai đoạn 2026–30
Giá LNG dự phóng cũ của Vietcap (đã bao gồm thuế/phí, USD/triệu BTU)	14,0	13,0	12,4	12,0	11,3	
Giá dầu Brent dự phóng cũ của Vietcap (USD/thùng)	60	65	65	65	65	
Kịch bản cơ sở mới						
Giá LNG dự phóng mới	18,0	13,3	11,5	10,7	10,5	
Dự báo mới so với cũ	29%	2%	-7%	-11%	-6%	2%
Giá dầu Brent dự phóng mới	70	70	70	70	70	
Dự báo mới so với cũ	17%	8%	8%	8%	8%	9%
Kịch bản tích cực mới						
Giá LNG dự phóng mới	20,3	14,8	11,5	10,7	10,5	
Dự báo mới so với cũ	46%	14%	-7%	-11%	-6%	9%
Giá dầu Brent dự phóng mới	90	80	70	70	70	
Dự báo mới so với cũ	50%	23%	8%	8%	8%	19%

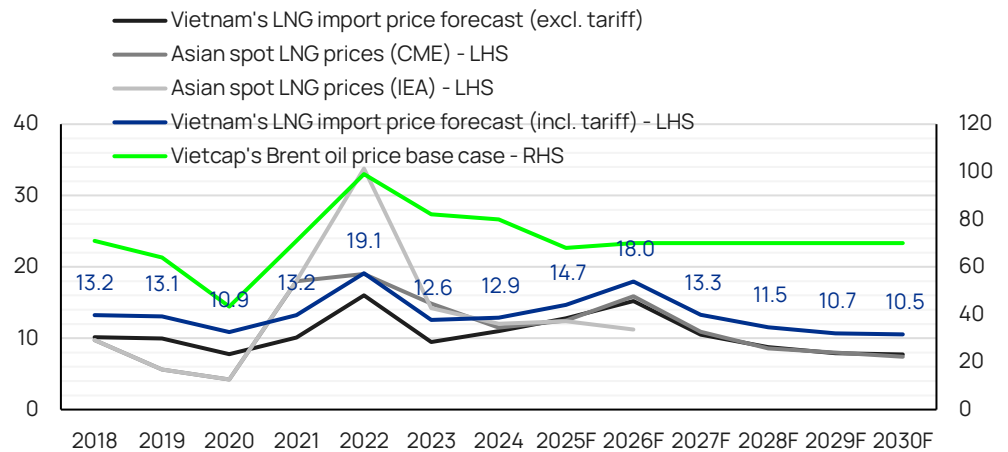
Nguồn: Vietcap

Hình 24: Dự báo giá khí của IEA (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, Vietcap

Hình 25: Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng) và giá LNG (USD/triệu BTU)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới, IEA, CME, Vietcap. Ghi chú: Dự báo của Ngân hàng Thế giới tính đến tháng 4/2025, đồng thuận của CME tính đến tháng 3/2026, và dự báo của IEA từ tháng 10/2025.

Triển vọng giá than

Chúng tôi nâng dự báo giá than trộn năm 2026 thêm 8% lên 2,55 triệu đồng/tấn (+12% YoY) trong kịch bản cơ sở và thêm 25% lên 2,95 triệu đồng/tấn (+30% YoY) trong kịch bản tích cực. Sự điều chỉnh này theo sau mức tăng lần lượt 17%/50% đối với dự báo giá dầu Brent năm 2026 trong kịch bản cơ sở/kịch bản tích cực của chúng tôi. Do khí đốt và than đá là các nhiên liệu thay thế trong sản xuất điện, chi phí khí đốt cao hơn bắt nguồn từ giá dầu có thể khiến các quốc gia chuyển đổi nhiều hơn sang sản xuất điện bằng than, làm tăng nhu cầu than nhiệt.

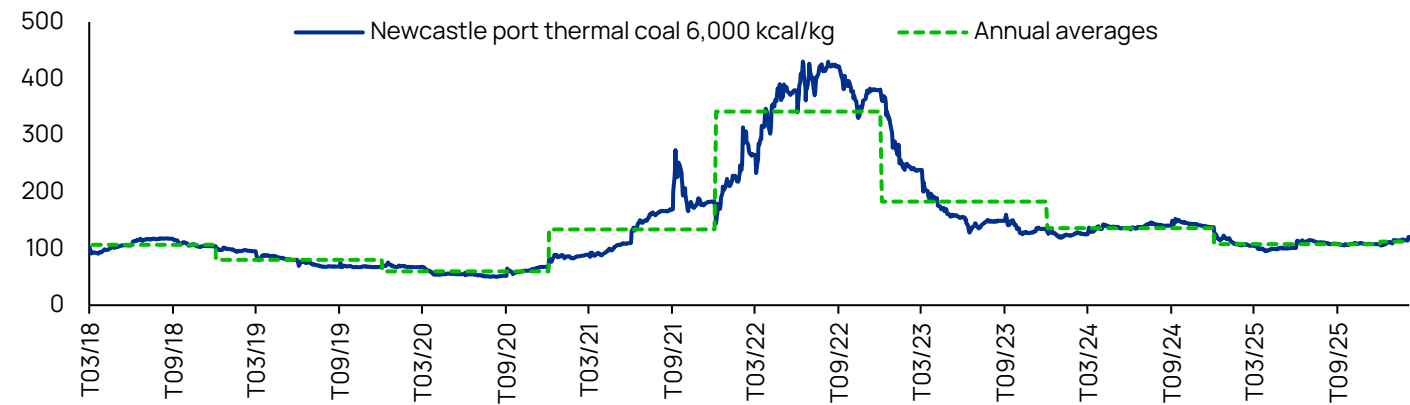
Đối với giai đoạn 2026–2030 dự phóng, chúng tôi nâng dự báo giá than trộn trung bình lên 5%/10% tương ứng trong kịch bản cơ sở/kịch bản tích cực, được thúc đẩy bởi sự gia tăng dần tỷ trọng than nhập khẩu có giá cao hơn. Theo kế hoạch của ngành, tỷ trọng than nhập khẩu dự kiến sẽ tăng từ 45% trong năm 2024 lên 51% vào năm 2030.

Hình 26: Dự báo giá trung bình của than nội địa 5a và than trộn tương đương

Triệu đồng/tấn	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Than nội địa, 5a (5.500 kcal/kg)	1,808	1,898	1,993	2,093	2,198	2,308	2,423	2,544
Tăng trưởng YoY	-2,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
%mới/cũ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Than trộn, tương đương 5a (*) - kịch bản cơ sở	2,238	2,460	2,275	2,550	2,384	2,631	2,642	2,735
Tăng trưởng YoY	-18,3%	9,9%	-7,5%	12,1%	-6,5%	10,3%	0,4%	3,5%
%mới/cũ	0,0%	0,0%	0,0%	8,2%	3,9%	3,8%	4,0%	4,1%
Than trộn, tương đương 5a (*) - kịch bản tích cực	2,238	2,460	2,275	2,953	2,554	2,631	2,642	2,735
Tăng trưởng YoY	-18,3%	9,9%	-7,5%	29,8%	-13,5%	3,0%	0,4%	3,5%
%mới/cũ	0,0%	0,0%	0,0%	25,2%	11,3%	3,8%	4,0%	4,1%

Nguồn: Bộ Công Thương, Dự báo của Vietcap (*: hỗn hợp giữa than nhập khẩu và than nội địa 6a)

Hình 27: Giá than nhiệt Newcastle 6.000 kcal/kg FOB (USD/tấn)



USD/tấn	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Trung bình năm	107	80	60	134	342	183	136	108	112
%YoY	22%	-25%	-25%	123%	155%	-47%	-25%	-21%	4%

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá FOB không bao gồm chi phí vận chuyển và thuế GTGT; dữ liệu tính đến ngày 5/3/2026)

Hình 28: Dự báo đồng thuận của Bloomberg đối với giá than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg)

USD/tấn	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Đồng thuận Bloomberg (trung vị)	108	110	110	110	108	106
Thay đổi YoY (%)	-21%	2%	0%	0%	-2%	-1%
Đồng thuận trước đó (tháng 9/2025)		111	103	117	114	115
Mới so với trước đó		-1%	7%	-6%	-6%	-8%
Các tổ chức đóng góp tiêu biểu						
BMI, một công ty thuộc Fitch Solutions		100	98	92	90	85
Westpac Banking Corp		120	110	110	120	
Barclays PLC		103	100	100	90	90
Deutsche Bank AG		110	115	112		
Morgan Stanley		116	120	125	130	135

Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp (Giá FOB không bao gồm thuế vận chuyển, chi phí logistics và thuế GTGT; dữ liệu đồng thuận Bloomberg tính đến tháng 3/2026)

Các cuộc xung đột chính tác động đến giá dầu trong 50 năm qua

- Các cú sốc dầu mỏ tấn công mạnh nhất bắt nguồn từ sự gián đoạn của các quốc gia sản xuất (Nga, Iran, Iraq) trong khi giá cước vận tải tăng mạnh xuất phát từ các điểm nghẽn hàng hải (Biển Đỏ, Eo biển Hormuz).
- Sau những năm 1990, các cú sốc giá dầu đã giảm bớt do: 1) quyền lực của liên minh OPEC suy giảm, 2) sự phát triển của năng lượng tái tạo, và 3) tăng trưởng nhu cầu chậm hơn.

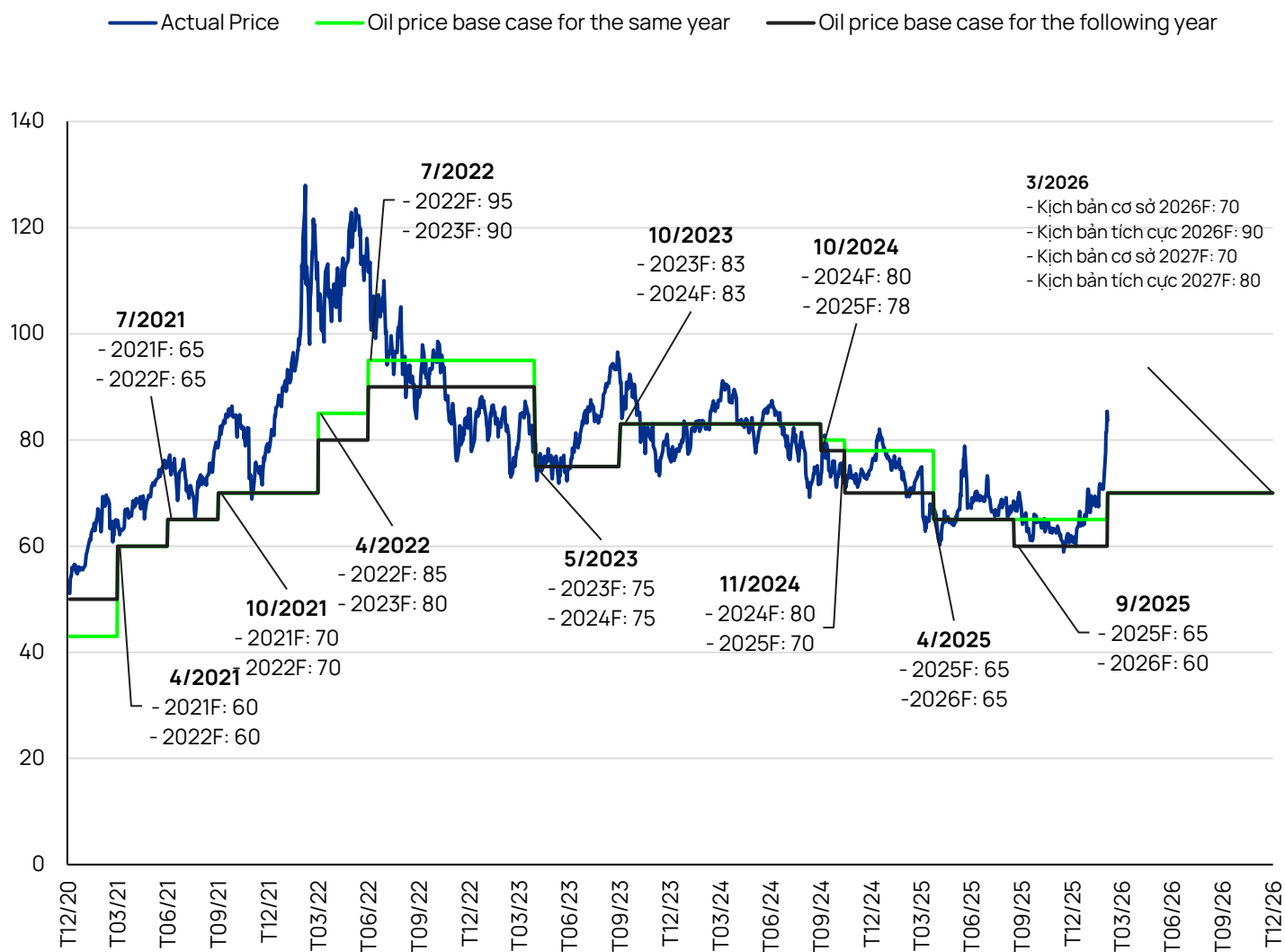
Hình 29: Các cú sốc nguồn cung dầu toàn cầu lớn trong lịch sử

Thời gian/Sự kiện	% Nguồn cung dầu toàn cầu bị ảnh hưởng	Thời gian kéo dài	Phản ứng của giá dầu	Tác động lạm phát
Tháng 10/1973 - Lệnh cấm vận dầu mỏ Ả Rập	~4-5% kéo dài OPEC cấm vận cắt giảm ~5 triệu thùng/ngày sang phương Tây	6 tháng	+300-400%	Nghiêm trọng, lạm phát đình trệ
1978 - 1979 (Cách mạng Iran)	Cách mạng làm ngưng trệ 4-5 triệu thùng/ngày, ~5% nhu cầu toàn cầu	13 tháng	+150-180%	Lạm phát cao trong nhiều năm
1980 - 1988 (Chiến tranh tàu chở dầu)	~6% tạm thời	Tổng cộng: 8 năm, đỉnh điểm: vài tháng	+100%	Trung bình
2008 - 2009 (Khủng hoảng cướp biển Somalia)	~7% tạm thời	Vài tháng	Tối thiểu	Tối thiểu
2019 (Houthi tấn công Ả Rập Xê-út)	~5% tạm thời	Vài ngày	+20% trong 1 ngày	Tối thiểu
2022 (Chiến tranh Nga-Ukraine)	~14%	4 năm (đang diễn ra)	+35-60%	Áp lực lạm phát toàn cầu cao
2023 - 2025 (Houthi tấn công trên Biển Đỏ)	~9% ~90% lưu lượng chuyển hướng từ Suez sang châu Phi	2 năm	+5-10%	Lạm phát có nguy cơ tăng lên đến 1%
Tháng 6/2025 (Căng thẳng Eo biển Hormuz)	~20% tạm thời	12 ngày	+14%	Tác động khiêm tốn
2026	Rủi ro 0%-20%	Chưa rõ	Phần bù rủi ro tính đến hiện tại	Hạn chế tính đến hiện tại

Nguồn: Truyền thông đại chúng, Vietcap

Diễn biến dự báo giá dầu

Hình 30: Dự báo kịch bản cơ sở giá dầu lịch sử của Vietcap (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Dương Tấn Phước, Đỗ Công Anh Tuấn, Phạm Phú Lộc & Đinh Thị Thủy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.