

Ngành Năng lượng

Ngành
Ngày báo cáoNăng lượng
22/09/2026Dương Tấn Phước
Chuyên viên cao cấpNguyễn Thị Thùy Dương
Chuyên viênPhạm Phú Lộc
Chuyên viênĐinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc**Xung đột Mỹ - Iran kéo dài khiến giá dầu năm 2026/2027 neo cao**

Xung đột giữa Mỹ/Israel và Iran có thể kéo dài đến hết nửa đầu năm 2027 hoặc lâu hơn: Ngày 11/9, Ả Rập Xê-út đã đóng đường ống Đông - Tây (tuyến đường quan trọng để tránh eo biển Hormuz; 4-5 triệu thùng/ngày, khoảng 4-5% nguồn cung dầu toàn cầu) sau một cuộc tấn công bằng máy bay không người lái xuất phát từ Iraq. Theo The Guardian và Reuters, công tác sửa chữa có thể mất sáu tuần (đến cuối tháng 10/2026), với giả định không phát sinh thêm thiệt hại. Ngoài ra, theo thông tin ngày 9/9, các cố vấn Nhà Trắng đã cảnh báo riêng với Tổng thống Trump rằng cuộc xung đột có thể kéo dài đến hết nhiệm kỳ của ông.

Tính đến ngày 11/09/2026, giá dầu Brent trung bình từ đầu năm (YTD) đạt 87,7 USD/thùng, cao hơn 5,7% so với dự báo kịch bản cơ sở năm 2026 trước đó của chúng tôi là 83 USD/thùng và thấp hơn 5,7% so với ước tính kịch bản cao trước đó là 93 USD/thùng.

Tồn kho dầu toàn cầu hiện chỉ còn cao hơn khoảng 130 triệu thùng so với mức đáy gần đây là khoảng 7,57 tỷ thùng ghi nhận vào tháng 5/2022 (đỉnh điểm xung đột Nga-Ukraine). Từ cuối tháng 2 đến cuối tháng 8/2026, tồn kho giảm với tốc độ trung bình 2,4 triệu thùng/ngày. Với giả định tốc độ này tiếp diễn, chúng tôi ước tính sẽ mất khoảng 54 ngày kể từ cuối tháng 8 – tức khoảng cuối tháng 10/2026 – để tồn kho giảm về mức của tháng 5/2022.

Thuận lợi là việc các nhà máy lọc dầu châu Á đa dạng hóa nguồn cung dầu thô ra khỏi eo biển Hormuz giúp duy trì nguồn cung sản phẩm lọc dầu của khu vực, qua đó củng cố an ninh năng lượng của Việt Nam. Trước khi xảy ra gián đoạn, khoảng 70% nguồn dầu thô của nhà máy lọc dầu Aster (Singapore) đến từ vùng Vịnh Ba Tư; đến tháng 9, khoảng 70% được cung cấp từ ngoài vùng Vịnh, bao gồm Tây Phi, Mỹ Latinh và Canada (trang 16). Chúng tôi cho rằng an ninh năng lượng của Việt Nam đang ở mức cao. Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (nhà máy lớn nhất Việt Nam) thông báo đã đảm bảo khoảng 35 triệu thùng dầu thô thay thế đến hết tháng 9/2026. Ngoài ra, các chuyên gia trong ngành ước tính nguồn đầu vào đã được đảm bảo đến hết tháng 10. Trao đổi gần đây với Petrolimex và PVOIL cho thấy nguồn xăng dầu đầu vào đã được đảm bảo đến cuối năm. PLX cho biết ngoài các trung tâm cung ứng truyền thống tại Singapore và Hàn Quốc, công ty đã mở rộng mạng lưới nhà cung cấp toàn cầu.

Nhu cầu suy giảm sâu hơn trong năm 2026, trong khi sự phục hồi được kỳ vọng trong năm 2027: Dự báo trung vị về tăng trưởng nhu cầu năm 2026 của IEA, EIA và OPEC đã giảm xuống -1,36 triệu thùng/ngày từ mức -1,1 triệu thùng/ngày trong lần tổng hợp trước. Đối với năm 2027, tăng trưởng nhu cầu trung vị được điều chỉnh tăng lên +2,4 triệu thùng/ngày từ +2,0 triệu thùng/ngày, cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ khi dòng chảy bình thường hóa và giá dầu giảm.

Gián đoạn kéo dài khiến mức thiếu hụt năm 2026 sâu hơn, nhưng dư cung được kỳ vọng trong năm 2027, qua đó hỗ trợ giá dầu giảm YoY trong năm tới. Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định dòng chảy qua eo biển Hormuz phục hồi lên 30% mức bình thường trong tháng 11 và tháng 12/2026 trở đi, duy trì ở mức khoảng 45% trong nửa đầu năm 2027 và bình thường hóa lên khoảng 85% trong nửa cuối năm 2027 (so với kỳ vọng trước đây của chúng tôi là bình thường hóa từ quý 4/2026). Lộ trình này hàm ý mức thiếu hụt nguồn cung thực tế trung bình là 7,3 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (khoảng 7% nguồn cung toàn cầu), cao hơn ước tính trước đó của chúng tôi là 4,6 triệu thùng/ngày. Điều này cũng hàm ý thị trường dầu toàn cầu thiếu hụt 3,4 triệu thùng/ngày trong năm 2026 và dư cung 4,4 triệu thùng/ngày trong năm 2027 (dựa trên việc Hormuz bình thường hóa, sản lượng của OPEC+ và Mỹ tăng). Chúng tôi lưu ý rằng EIA dự báo thị trường có thể dư cung 4,9 triệu thùng/ngày trong năm 2027.

Mức dư cung dầu năm 2027 có thể thấp hơn do nhu cầu toàn cầu có thể cao hơn kỳ vọng (được thúc đẩy bởi hoạt động tái tích trữ tồn kho, đặc biệt tại Trung Quốc; xem trang 14) và cơ sở hạ tầng dầu khí Trung Đông phục hồi chậm hơn dự kiến. Tính đến ngày 14/04/2026, Rystad Energy ước tính chi phí sửa chữa và khôi phục cơ sở hạ tầng năng lượng bị thiệt hại ở mức 34-58 tỷ USD.

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực đối với hoạt động thăm dò và khai thác trong nước. Chúng tôi kỳ vọng cơ chế đặc thù cho PVN từ Chính phủ sẽ được phê duyệt trong quý 4, qua đó thúc đẩy chu kỳ đầu tư kéo dài nhiều năm của ngành dầu khí Việt Nam. Tiến độ của dự án Cá Voi Xanh (vốn đầu tư ước tính 5 tỷ USD) và Sư Tử Vàng (vốn đầu tư ước tính 1,9 tỷ USD) tốt hơn so với dự kiến của chúng tôi.

Thay đổi dự báo giá:

Giá dầu Brent: Chúng tôi điều chỉnh tăng 8% dự báo kịch bản cơ sở năm 2026 lên 90 USD/thùng (+31% YoY) và tăng 7% dự báo kịch bản cơ sở năm 2027 lên 75 USD/thùng (-16% YoY). Điều này là do thị trường thắt chặt hơn dự kiến trong năm 2026/2027. Đối với dài hạn, chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo giá Brent giai đoạn 2028–30 lên 72 USD/thùng ở cả kịch bản cơ sở và kịch bản cao (trang 12).

Giá dầu nhiên liệu (FO) – tham chiếu cho giá khí: Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 7% và 9% giá FO năm 2026 và 2027 (trang 17). Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giá định giá FO trung bình giai đoạn 2026–30 trong kịch bản cơ sở, phản ánh giá dầu cao hơn và dự báo cao hơn của Bloomberg.

Chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 14%/15% dự báo giá LNG nhập khẩu trung bình của Việt Nam năm 2026/2027 (đã bao gồm thuế/phí) trong kịch bản cơ sở. Mức điều chỉnh này phản ánh dự báo LNG của CME cao hơn đáng kể, dự báo của Bloomberg cao hơn nhẹ và thiệt hại đáng kể đối với cơ sở hạ tầng khí/LNG toàn cầu. Thiệt hại cơ sở hạ tầng khí/LNG gấp 3 lần thiệt hại công suất dầu, với công suất bị ảnh hưởng ước tính ở mức khoảng 9% thương mại LNG toàn cầu năm 2025 sau khi khôi phục, dựa trên thông tin cập nhật về thiệt hại và sửa chữa tại các cơ sở khí/LNG (trang 18).

Giá than: Chúng tôi điều chỉnh tăng 4%/3% dự báo giá than trộn năm 2026–27 lên 3,0 triệu đồng/tấn (+32% YoY) trong năm 2026 và 2,7 triệu đồng/tấn (-11% YoY) trong năm 2027 ở kịch bản cơ sở (trang 20).

Các cổ phiếu được đánh giá cao trong ngành: PVS, GAS, BSR và PVT. *Chúng tôi chưa điều chỉnh dự báo lợi nhuận/giá mục tiêu đối với các doanh nghiệp thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi trong Báo cáo Cập nhật Ngành này, nhưng sẽ phản ánh các dự báo giá dầu điều chỉnh trong các báo cáo cập nhật doanh nghiệp sắp tới.*

BSR: Tích cực nhờ khoản lãi tồn kho và mức crack spread cao hơn giữa giá đầu vào và đầu ra trong bối cảnh giá dầu tăng. Cơ sở hạ tầng hạ nguồn và chế biến chiếm tỷ trọng thiệt hại lớn nhất, với chi phí sửa chữa ước tính lên đến 24 tỷ USD, tương đương 42% mức ước tính khôi phục cận trên của Rystad Energy. Do công tác sửa chữa có thể mất đến 36 tháng, công suất hạ nguồn có thể vẫn bị suy giảm ngay cả sau khi sản lượng dầu thô phục hồi, qua đó giữ thị trường sản phẩm lọc dầu trong trạng thái thắt chặt. Crack spread trung bình từ đầu năm theo Platts Singapore của dầu diesel đạt 52,9 USD/thùng (gấp 3,1 lần YoY), trong khi crack spread xăng 95 trung bình đạt 23,7 USD/thùng (gấp 2,1 lần YoY). Các mức tăng này cao hơn đáng kể so với giả định hiện tại của chúng tôi về crack spread dầu diesel và xăng A95 năm 2026 của BSR là gấp 1,7 lần YoY và 1,6 lần, **cho thấy tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2026 của chúng tôi.**

GAS: Tác động tích cực nhẹ nhờ giá khí đầu ra có khả năng cao hơn kỳ vọng ở mức nhẹ (tham chiếu theo giá FO) đối với mảng kinh doanh khí của công ty (chúng tôi ước tính chiếm 16% tổng sản lượng năm 2026). **KQKD 8T 2026 tích cực, cho thấy tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS của chúng tôi ở mức 13 nghìn tỷ đồng (+14% YoY).** Cụ thể, trong 8 tháng đầu năm, GAS ghi nhận doanh thu 108 nghìn tỷ đồng, tương đương 93% dự báo cả năm của chúng tôi, LNTT báo cáo đạt 14,5 nghìn tỷ đồng, tương đương 89% dự báo năm 2026 và LNTT cốt lõi ước tính đạt 12,2 nghìn tỷ đồng, tương đương 75% dự báo cả năm của chúng tôi.

PVT: Tích cực nhẹ. PVT được hưởng lợi từ đà tăng của giá cước tàu chở dầu, đặc biệt đối với đội tàu chở sản phẩm dầu, trong đó 50% hiện đang thực hiện các hợp đồng giao ngay và hợp đồng liên kết, theo bộ phận quan hệ nhà đầu tư của công ty. Giá thuê ngày trung bình từ đầu năm duy

tri tích cực với Aframax, MR và Handy lần lượt tăng 78%, 40% và 34% YoY. Các mức tăng này cao hơn giả định hiện tại của chúng tôi cho năm 2026 là +60%/+30%/+30% đối với Aframax/MR/Handy, **cho thấy tiềm năng điều chỉnh tăng nhẹ đối với dự báo của chúng tôi**. Giá cước có thể tiếp tục tăng khi các tàu phải đi đường vòng để tránh eo biển Hormuz, bao gồm tuyến qua Mũi Hảo Vọng, qua đó kéo dài quãng đường vận chuyển và làm gia tăng giá cước.

PVS: Trung lập. Tác động tiêu cực nhẹ trong ngắn hạn do các dự án tại Trung Đông bị trì hoãn, tuy nhiên tác động tích cực đáng kể trong dài hạn. Rystad Energy ước tính chi phí sửa chữa các cơ sở dầu khí lên đến 48 tỷ USD (thượng nguồn, trung nguồn và hạ nguồn, không bao gồm giếng khoan; trang 17), với chi tiêu tập trung vào thiết kế kỹ thuật, xây dựng, thiết bị và vật tư – các lĩnh vực phù hợp chặt chẽ với năng lực Cơ khí và xây dựng (M&C) của PVS. PVS gần đây đã trúng gói thầu EPCI ước tính 3 tỷ USD cho dự án mở rộng mỏ dầu ngoài khơi Maydan Mahzam của QatarEnergy, hàm ý tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2027–2030 của chúng tôi. Hoạt động tái thiết sau xung đột có thể tạo ra cơ hội đáng kể cho PVS khi các công ty dầu khí quốc gia (NOC) tại Trung Đông đẩy nhanh các gói thầu sửa chữa và tái thiết sau khi điều kiện an ninh cải thiện.

PVD: Trung lập. Nhu cầu từ Saudi Aramco ở mức thấp trong năm 2026 gây áp lực lên giá thuê ngày, tuy nhiên tác động tích cực đến từ giá thuê ngày cao hơn trong trung hạn với nhu cầu đáng kể từ khu vực Trung Đông.

DPM, DCM: Trung lập: Giá FO/khí tăng thường kéo theo giá urê quốc tế tăng và hai yếu tố này bù đắp lẫn nhau.

PLX, OIL: Trung lập. Giá dầu cao có thể hỗ trợ PLX/OIL trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nếu giá dầu duy trì ở mức cao trong thời gian dài, lợi nhuận thường bị ảnh hưởng tiêu cực do giá bán vẫn bị điều tiết (trong khi chờ Nghị định xăng dầu mới) và Chính phủ có thể điều chỉnh giá bán lẻ thấp hơn chi phí đầu vào trong giai đoạn giá tăng mạnh.

POW, NT2, QTP, PPC: Tiêu cực nhẹ. Giá dầu khí/LNG và than ở mức cao có thể gây tác động tiêu cực nhẹ đến các nhà máy nhiệt điện khí và nhiệt điện than. Các nhà máy này chuyển toàn bộ biến động giá khí, LNG và than sang Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đối với sản lượng hợp đồng (khoảng 80% tổng sản lượng). Tuy nhiên, chi phí đầu vào cao hơn có thể dẫn đến mức huy động thấp hơn.

Hình 1: Tác động của thay đổi giả 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	Giá cổ phiếu, đồng/cổ phiếu	Giá mục tiêu, đồng/cổ phiếu	Ngày cập nhật giá mục tiêu & khuyến nghị	Tỷ lệ tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % (*)	Khuyến nghị trong báo cáo cập nhật mới nhất (*)	Tác động
Các công ty dầu khí								
PLC	19.900	31.900	12/09/2025	60,3	5,0	65,3	MUA	Tiêu cực
PVS	34.300	49.000	10/08/2026	42,9	0,0	42,9	MUA	Trung lập
DCM	33.400	35.800	04/09/2026	7,2	6,0	13,2	MUA	Trung lập
PVT	23.200	25.200	13/08/2026	8,6	4,3	12,9	MUA	Tích cực nhẹ
PVD	19.700	22.000	21/08/2026	11,7	0,0	11,7	KQ	Trung lập
PLX	38.200	41.100	13/10/2025	7,6	3,1	10,7	MUA	Trung lập
DPM	23.000	23.900	04/09/2026	3,9	6,5	10,4	KQ	Trung lập
GAS	89.400	90.000	29/07/2026	0,7	3,4	4,0	MUA	Tích cực nhẹ
BSR	30.600	29.250	07/08/2026	-4,4	0,7	-3,8	MUA	Tích cực
OIL	15.000	12.700	17/10/2025	-15,3	0,7	-14,7	KQ	Trung lập
Các công ty điện								
NT2	20.500	29.000	10/08/2026	41,5	9,8	51,2	MUA	Tiêu cực nhẹ
POW	12.650	17.800	17/08/2026	40,7	0,0	40,7	MUA	Tiêu cực nhẹ
QTP	11.100	14.600	10/12/2025	31,5	9,0	40,5	MUA	Tiêu cực nhẹ
PPC	8.780	11.000	10/12/2025	25,3	5,7	31,0	KQ	Tiêu cực nhẹ

Nguồn: FiinPro, Vietcap. Lưu ý: (*) Tổng mức sinh lời được tính dựa trên giá đóng cửa ngày 16/09/2026, trong khi khuyến nghị của chúng tôi được lấy từ các Báo cáo Cập nhật gần nhất.

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

Mã	Giá cổ phiếu đồng/cổ phiếu	TT EPS 2025 %	TT EPS 2026F %	TT EPS 2027F %	P/E trượt 12T 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/V CSH %
Các công ty dầu khí												
PLC	19.900	-68,6	N.M.	11,5	10,8	118,5	6,4	5,7	2,7	17,8	1,1	26,6
PVS	34.300	100,5	20,5	2,3	12,4	14,3	11,9	11,6	6,8	12,6	1,3	-98,1
DCM	33.400	38,0	14,8	-0,2	7,7	9,8	8,5	8,6	4,4	19,7	1,5	-37,6
PVT	23.200	-5,0	56,5	15,2	8,4	12,1	7,7	6,7	2,9	17,1	1,3	12,9
PVD	19.700	47,9	2,1	43,9	19,1	20,3	19,9	13,8	8,1	6,1	1,1	15,2
PLX	38.200	-6,7	19,5	47,2	15,1	19,8	16,6	11,3	5,3	10,2	1,9	-24,4
DPM	23.000	99,6	60,3	-18,6	12,3	17,6	10,9	13,5	4,4	14,5	1,3	-49,7
GAS	89.400	9,8	14,0	11,7	19,0	19,3	16,9	15,1	14,8	18,8	3,1	-60,5
BSR	30.600	722,2	289,3	-40,3	7,7	29,5	7,6	12,7	4,6	28,9	2,1	-55,0
OIL	15.000	3,9	37,9	12,4	25,5	45,7	33,1	29,5	10,4	5,0	1,5	-80,0
Các công ty điện												
NT2	20.500	1243,0	-5,8	4,4	4,8	5,5	5,8	5,6	5,2	19,3	1,1	-56,9
POW	12.650	130,2	100,8	-21,8	6,5	21,2	8,1	10,3	3,7	14,0	1,0	25,8
QTP	11.100	-15,1	25,8	16,7	4,2	9,5	7,6	6,5	7,1	13,3	0,9	-22,3
PPC	8.780	-88,1	569,7	58,5	10,6	58,2	8,7	5,5	8,8	7,6	0,6	-0,4

Nguồn: FiinPro, Vietcap (* Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa trên lợi nhuận báo cáo; dữ liệu cập nhật ngày 16/09/2026)

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. 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 là một quốc gia 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, dầu của Iran vẫn thâm nhập vào các thị trường, đặc biệt là Trung Quốc.
- **Ngày 11/3:** IEA đã phê duyệt đợt giải phóng kho dự trữ dầu khẩn cấp lớn nhất từ trước đến nay (gấp khoảng 2 lần so với mức trong xung đột Nga-Ukraine, 400 triệu thùng), khi Iran bắt đầu rải mìn tại eo biển và Mỹ tấn công các tàu rải mìn của Iran.
- **Ngày 7-13/4:** Sau tối hậu thư của Mỹ yêu cầu mở lại eo biển, Mỹ và Iran đã đồng ý lệnh ngừng bắn kéo dài hai tuần vào ngày 7/4. Sau đó, Mỹ áp đặt lệnh phong tỏa hải quân đối với các cảng của Iran nhằm gây áp lực lên hoạt động xuất khẩu dầu.
- **Ngày 28-29/5:** Mỹ và Iran đã đồng ý gia hạn lệnh ngừng bắn thêm 60 ngày và nới lỏng các hạn chế tại Hormuz, trùng với thời điểm kết thúc lệnh phong tỏa hải quân kéo dài sáu tuần, mặc dù các cuộc tấn công lẻ tẻ vẫn tiếp diễn.
- **Ngày 17/6:** Mỹ và Iran đã đạt được thỏa thuận tạm thời nhằm chấm dứt xung đột, mở lại eo biển Hormuz và miễn trừ các lệnh trừng phạt của Mỹ đối với dầu Iran, gia hạn lệnh ngừng bắn thêm 60 ngày đến ngày 17/8 trong khi đàm phán một thỏa thuận lâu dài.
- **Ngày 27/6:** Một tàu chở dầu đã bị tấn công tại eo biển Hormuz và Mỹ và Iran đã đáp trả lẫn nhau trong đợt leo thang nghiêm trọng nhất kể từ thỏa thuận tạm thời, với việc hai bên cáo buộc nhau vi phạm lệnh ngừng bắn.
- **Ngày 7-8/7:** Iran đã tấn công ba tàu thương mại tại eo biển Hormuz và Mỹ thu hồi giấy phép bán dầu của Iran; thỏa thuận đình chiến tạm thời đổ vỡ và giao tranh chính thức nổi lại.
- **Ngày 10-14/7:** Tổng thống Trump tuyên bố lệnh ngừng bắn kết thúc; Lực lượng Vệ binh Cách mạng Hồi giáo (IRGC) đóng eo biển sau một phát súng cảnh báo; Mỹ tái áp đặt lệnh phong tỏa hải quân và thực hiện các cuộc không kích liên tiếp trong nhiều đêm; đề xuất thu phí trung chuyển 20% qua Hormuz được đưa ra rồi bị rút lại trước làn sóng phản đối.
- **Ngày 21-25/8:** Mỹ mở rộng các lệnh trừng phạt đối với các tàu thuộc “đội tàu bóng tối” của Iran và các bên mua dầu Trung Quốc, trong khi Iran và Oman phác thảo khung hợp tác theo từng giai đoạn cho một hành lang vận tải chung tạm thời qua eo biển.
- **Ngày 5-13/9:** Xung đột gia tăng sau khi Mỹ cho biết đã tấn công ba tàu chở dầu của Iran nhằm đáp trả các cuộc tấn công của Iran vào tàu chiến Mỹ; các vụ tấn công tàu khác cũng được ghi nhận.
- **Ngày 10-14/9:** Lực lượng Houthi tại Yemen, đồng minh của Iran, đã chiếm đảo Perim tại Bab el-Mandeb, một điểm nghẽn quan trọng khác kiểm soát lối vào Biển Đỏ; các cuộc tấn công bằng máy bay không người lái sau đó buộc Ả Rập Xê-út phải đóng đường ống Đông - Tây công suất khoảng 4-5 triệu thùng/ngày, tuyến tránh Hormuz quan trọng còn lại của nước này.

Lưu thông qua eo biển Hormuz vẫn ở gần mức thấp nhất

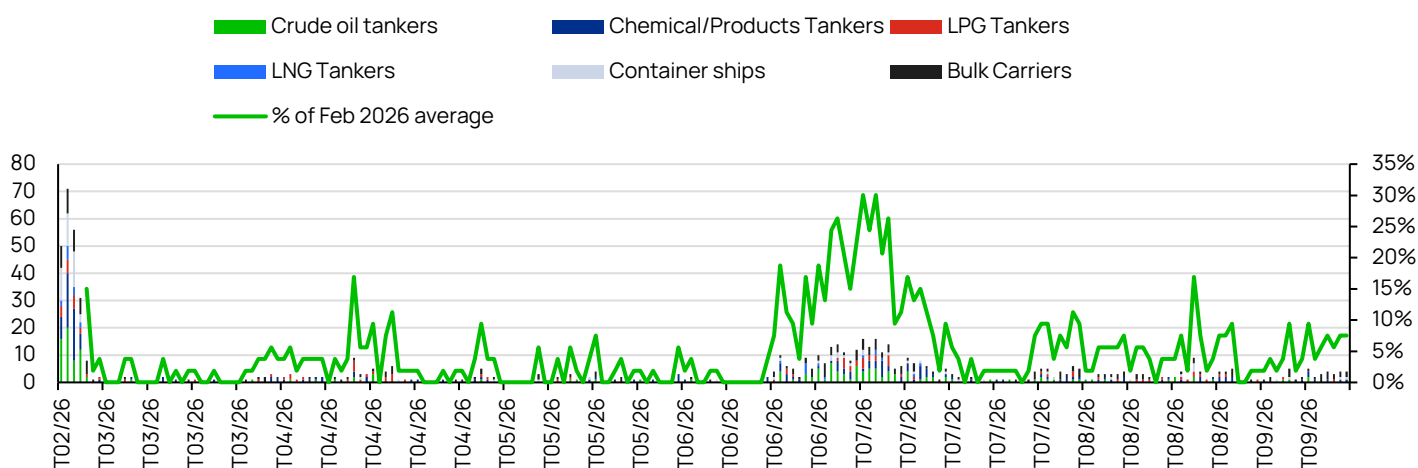
Eo biển Hormuz là một trong những tuyến đường quan trọng nhất đối với năng lượng toàn cầu; khoảng 20% lượng dầu và các sản phẩm dầu mỏ của thế giới đi qua đây mỗi ngày. Theo Rystad Energy (tháng 3/2026), những gián đoạn nguồn cung do việc đóng cửa eo biển Hormuz được ước tính làm mất khoảng 8 triệu đến 10 triệu thùng dầu thô mỗi ngày (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.

Lưu lượng vận tải vẫn chưa phục hồi đáng kể. Tổng lượt tàu qua lại trung bình chỉ đạt khoảng 3-5% so với mức trước gián đoạn của tháng 2/2026 trong giai đoạn tháng 3-tháng 5, cải thiện lên mức trung bình khoảng 11% trong tháng 6 và khoảng 10% trong tháng 7 nhờ thỏa thuận hòa bình tạm thời Mỹ-Iran ngày 17/6, sau đó giảm trở lại khoảng 5% trong tháng 8 khi thỏa thuận đình chiến

đổ vỡ. Trong tháng 9 tính đến nay, lượt tàu qua lại ở mức khoảng 5–7% so với mức trước xung đột. Sau sáu tháng gián đoạn, eo biển vẫn chỉ hoạt động ở một phần nhỏ so với lưu lượng thông thường.

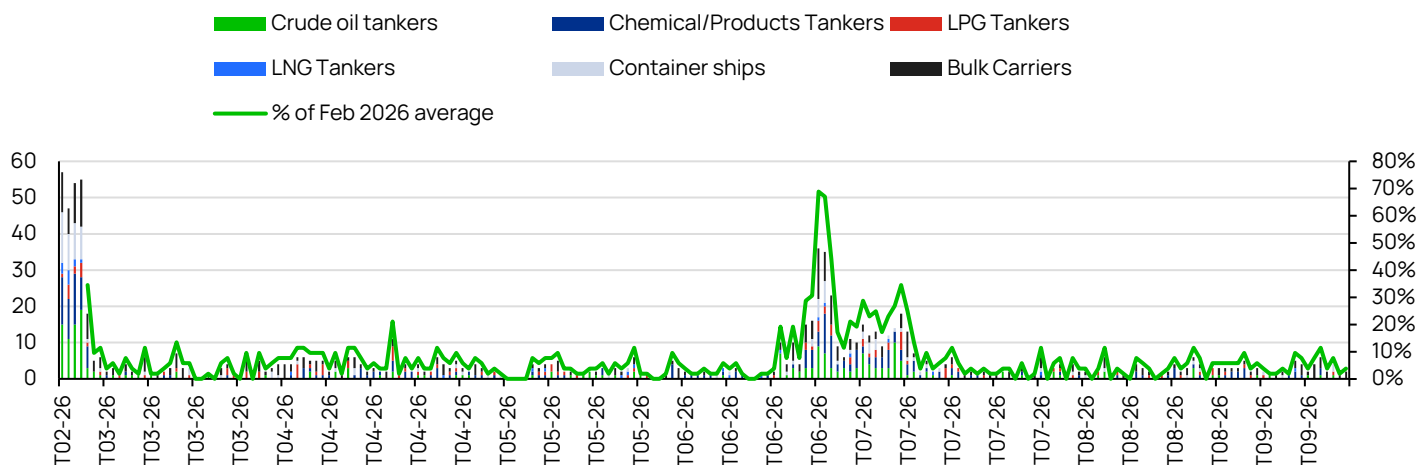
Tuy nhiên, số lượng tàu quan sát được dựa trên tín hiệu AIS nhiều khả năng thấp hơn lưu lượng thực tế. Các nguồn tin ngành vận tải biển và Kpler cho biết ngày càng nhiều tàu tắt bộ phát tín hiệu AIS công khai khi đi qua eo biển, phản ánh những lo ngại an ninh gia tăng và trong một số trường hợp là nỗ lực giảm rủi ro bị tấn công. Phạm vi phủ sóng AIS cũng gặp gián đoạn không liên tục. Do đó, dòng chảy thực tế có thể cao hơn ở mức vừa phải so với lưu lượng quan sát được thể hiện trong các hình dưới đây.

Hình 3: Lưu lượng tàu đi vào eo biển Hormuz theo loại tàu



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: Số lượng tàu hàng ngày dựa trên các tàu có thể quan sát được xác định qua tín hiệu AIS)

Hình 4: Lưu lượng tàu đi ra khỏi eo biển Hormuz theo loại tàu



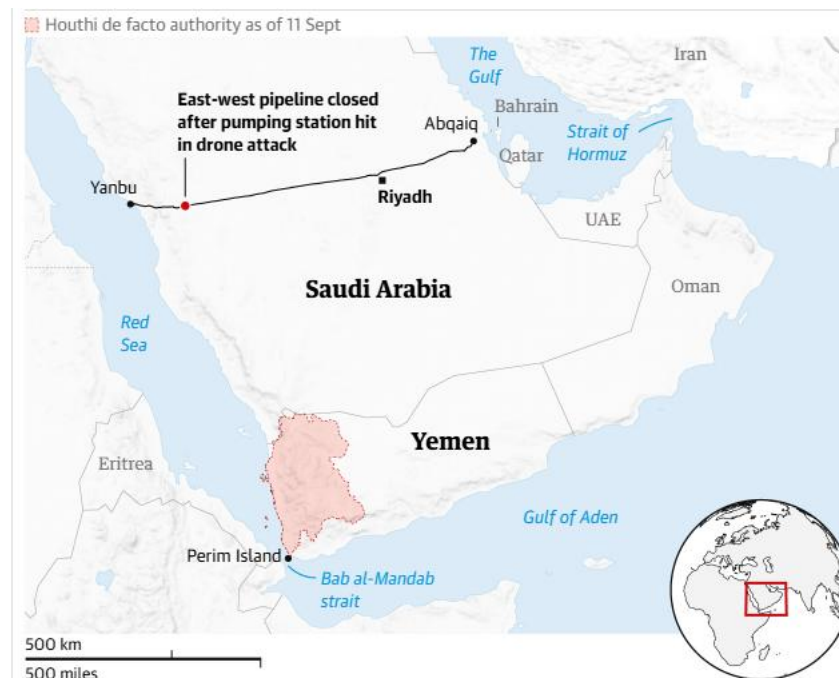
Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: Số lượng tàu hàng ngày dựa trên các tàu có thể quan sát được xác định qua tín hiệu AIS)

Một diễn biến quan trọng trong giai đoạn này là sự mất đi các tuyến thay thế

Ngày 11/9, Ả Rập Xê-út đã tạm thời đóng đường ống Đông - Tây sau một cuộc tấn công bằng máy bay không người lái mà Riyadh và Baghdad cho rằng xuất phát từ Iraq. Tuyến đường ống này đã vận chuyển 4–5 triệu thùng/ngày và là tuyến chính để đưa dầu thô từ vùng Vịnh đến Biển Đỏ mà

không cần đi qua Hormuz. Theo The Guardian và Reuters, công tác sửa chữa có thể mất sáu tuần (đến cuối tháng 10/2026), với giả định không phát sinh thêm thiệt hại. Ả Rập Xê-út cũng đã đẩy nhanh tuyến Địa Trung Hải, với lượng xuất khẩu qua cảng Sidi Kerir của Ai Cập tăng lên khoảng 2,3 triệu thùng/ngày trong tháng 8 từ mức khoảng 1 triệu thùng/ngày trong tháng 7, tuy nhiên tuyến này không thể thay thế hoàn toàn sản lượng của đường ống Đông - Tây. Cùng ngày, lực lượng Houthi đã chiếm đảo Perim tại Bab el-Mandeb, khiến một điểm nghẽn thứ hai đứng trước rủi ro.

Hình 5: Eo biển Hormuz và các tuyến đường thay thế



Nguồn: Đồ họa của The Guardian

An ninh năng lượng của Việt Nam

Vui lòng tham khảo [Báo cáo Cập nhật ngành Năng lượng](#) trước đây của chúng tôi (ngày 05/05/2026) để biết thêm thông tin chi tiết về an ninh năng lượng của Việt Nam.

Nguồn cung dầu thô được đảm bảo đến cuối tháng 10

Việt Nam thường nhập khẩu khoảng 50-60% nhu cầu dầu thô.

Hiện có hai nhà máy lọc dầu: Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn - NSRP, công suất 10 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 40% thị phần trong nước và Nhà máy lọc dầu Bình Sơn - BSR - công suất 6,5 triệu tấn/năm, chiếm khoảng 30% thị phần.

Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đã đa dạng hóa nguồn nguyên liệu đầu vào và duy trì hiệu suất hoạt động cao từ đầu năm

Nhà máy đã chuyển đổi thành công từ trạng thái gần như phụ thuộc hoàn toàn vào dầu thô xuất khẩu Kuwait (KEC) sang cơ cấu dầu thô đa dạng. Trong nửa đầu năm 2026, chỉ khoảng 18 triệu thùng trên tổng số khoảng 39 triệu thùng nhập khẩu là KEC (khoảng 46%), trong khi NSRP đã thử nghiệm/chế biến thành công 10 loại dầu thô ngoài KEC (bao gồm WTI, Cộng hòa Congo, UAE, Qatar, Iraq).

Trong nửa đầu năm 2026, tổng sản lượng của nhà máy đạt tương đương 117% công suất thiết kế. Ngoài ra, NSRP cũng thông báo đã cải thiện đáng kể kết quả tài chính trong nửa đầu năm 2026, điều mà chúng tôi cho rằng sẽ củng cố hoạt động và sản lượng của nhà máy, qua đó hỗ trợ an ninh năng lượng của Việt Nam.

NSRP thông báo đã đảm bảo khoảng 35 triệu thùng dầu thô thay thế đến hết tháng 9/2026. Ngoài ra, các chuyên gia trong ngành ước tính nguồn dầu vào đã được đảm bảo đến hết tháng 10. Mặc dù lưu lượng hiện tại qua eo biển Hormuz vẫn rất hạn chế, chúng tôi kỳ vọng NSRP sẽ xử lý tốt tình huống này tương tự như giai đoạn tháng 3 – tháng 4.

BSR có khả năng đảm bảo nguồn nguyên liệu đầu vào tương đối tốt, với dầu thô trong nước đáp ứng khoảng 90% công suất lắp đặt. Nhà máy cũng đã nâng khả năng chế biến dầu WTI của Mỹ từ 30% lên 45%, qua đó tăng tính linh hoạt của nguồn nguyên liệu đầu vào. Nhà máy cũng vận hành ở hiệu suất cao khoảng 120% từ đầu năm.

Nguồn cung xăng dầu/sản phẩm dầu được đảm bảo đến cuối năm 2026

Trong 8T 2026, sản lượng bán hàng sơ bộ của Petrolimex tăng 16% YoY trong khi sản lượng của PVOIL tăng gần 25% YoY trong nửa đầu năm 2026. Petrolimex và PVOIL là hai nhà phân phối xăng dầu lớn nhất Việt Nam, với thị phần trong nước lần lượt khoảng 50% và 25%. Tăng trưởng sản lượng tích cực phản ánh nỗ lực đảm bảo nguồn cung xăng dầu quốc gia của hai doanh nghiệp.

Trao đổi gần đây với Petrolimex và PVOIL cho thấy nguồn đầu vào đã được đảm bảo đến cuối năm. PLX cho biết ngoài các trung tâm cung ứng truyền thống tại Singapore và Hàn Quốc, công ty đã mở rộng mạng lưới nhà cung cấp toàn cầu. Ban lãnh đạo nhấn mạnh rằng hệ thống cơ sở hạ tầng rộng khắp và mối quan hệ chặt chẽ với hàng chục nhà cung cấp quốc tế là các lợi thế cạnh tranh then chốt, giúp tập đoàn hỗ trợ an ninh nguồn cung xăng dầu quốc gia ngay cả trong điều kiện căng thẳng. Ngoài ra, OIL cũng thể hiện sự tự tin nhờ việc đa dạng hóa nguồn cung ra khỏi eo biển Hormuz. Do đó, chúng tôi cho rằng PLX và OIL có thể bù đắp cho các doanh nghiệp còn lại trong trường hợp hoạt động nhập khẩu gặp khó khăn.

Nguồn cung điện: Đảm bảo trong năm 2026, rủi ro trong năm 2027

Chúng tôi cho rằng nguồn cung điện đảm bảo trong năm 2026, được hỗ trợ bởi nguồn than và LNG nhập khẩu đã được đảm bảo ở mức cao bất chấp nhu cầu tăng mạnh. Bộ Công Thương ước tính sản lượng điện của Việt Nam năm nay đạt 354,4 tỷ kWh, tăng khoảng 9,7% YoY. Bộ Công Thương đánh giá hệ thống điện năm 2026 về cơ bản có khả năng đáp ứng nhu cầu điện. EVN ghi nhận nhu cầu điện 8T 2026 tăng mạnh 9,8% YoY, được hỗ trợ bởi nhu cầu dân dụng và công nghiệp ổn định.

Tuy nhiên, rủi ro đang xuất hiện cho năm 2027, đặc biệt tại khu vực miền Bắc. Bộ Công Thương dự báo miền Bắc sẽ đối mặt với mức thiếu hụt công suất 5.860 MW (5,6% công suất quốc gia năm 2027 theo ước tính của chúng tôi) và thiếu hụt sản lượng điện 2,9 tỷ kWh chủ yếu trong mùa khô (khoảng 0,9% sản lượng điện tiêu thụ năm 2027 theo ước tính của chúng tôi).

Một số giải pháp được kỳ vọng sẽ giảm đáng kể các rủi ro này: Tổng cộng 5.100 MW công suất mới dự kiến đi vào vận hành trong nửa đầu năm 2027: 1) Đẩy nhanh điện mặt trời mái nhà với 2.800 MW đến tháng 6/2027, chủ yếu tại các cơ sở công và khu công nghiệp; 2) Đẩy nhanh 1.000 MW điện mặt trời trang trại/điện mặt trời nổi trong năm 2027; 3) Tăng nhập khẩu điện thêm khoảng 700 MW từ Lào trong năm 2027 và khoảng 600 MW từ Trung Quốc đến tháng 3/2027. Ngoài ra, Bộ Công Thương kỳ vọng vào quản lý nhu cầu, tức dịch chuyển khoảng 3.000 MW ra khỏi giờ cao điểm và đạt mức tiết kiệm điện ít nhất 3%.

Triển vọng giá dầu Brent

Giá dầu Brent vượt mốc 100 USD/thùng khi tuyến tránh Hormuz bị đóng

Giá dầu Brent trung bình từ đầu năm tính đến ngày 11/09/2026 đạt 87,7 USD/thùng, cao hơn 5,7% so với dự báo kịch bản cơ sở năm 2026 trước đó của chúng tôi là 83 USD/thùng và thấp hơn 5,7% so với kịch bản cao trước đó là 93 USD/thùng.

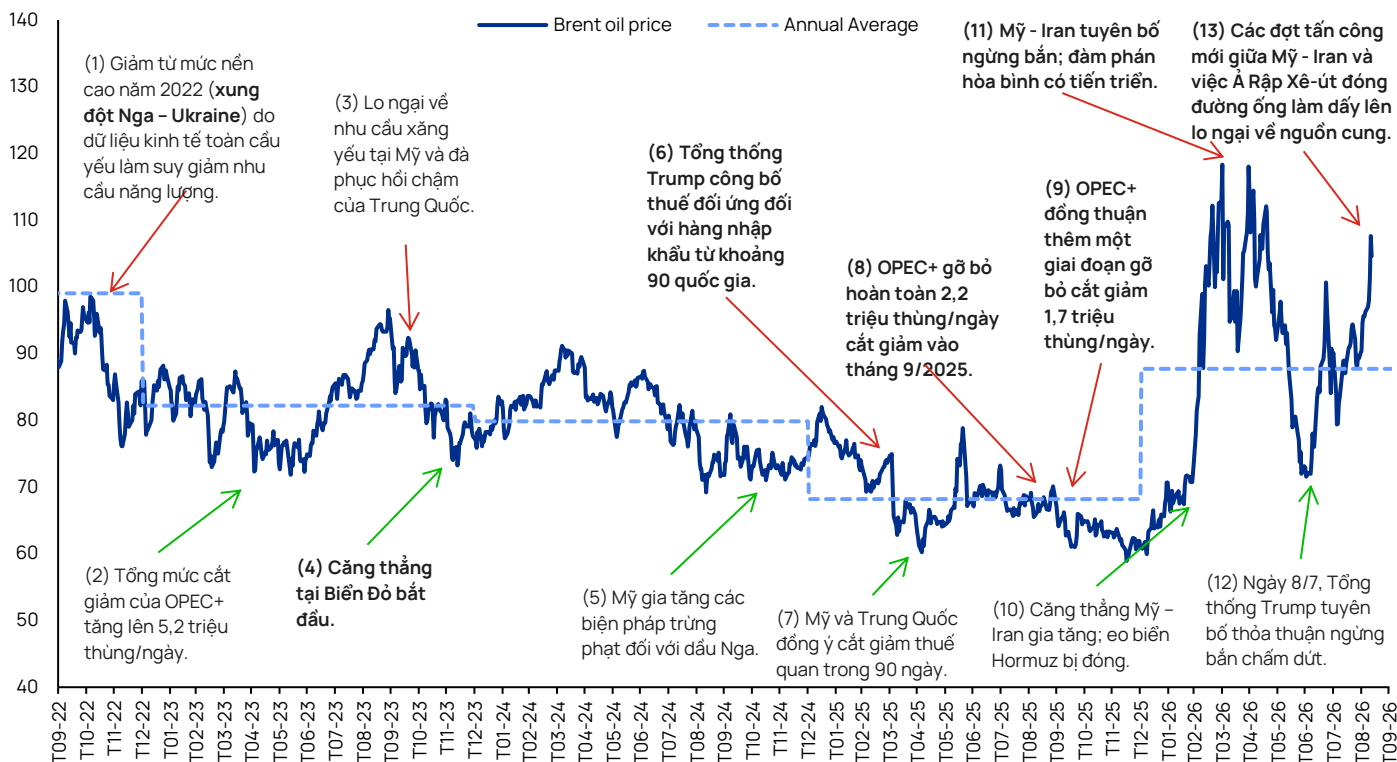
Giá dầu Brent đã trải qua một chu kỳ tăng - giảm - tăng và kết thúc ở mặt bằng cao hơn trong giai đoạn này. Giá đạt đỉnh khoảng 101 USD/thùng vào ngày 23/7 sau khi IRGC đóng eo biển, sau đó giảm về khoảng 79 USD/thùng vào đầu tháng 8 khi OPEC+ phê duyệt đợt tăng hạn ngạch cuối

cùng của năm và khung hành lang vận tải Iran–Oman được hình thành. Từ giữa tháng 8, giá tiếp tục tăng, trước tiên do Iran khẳng định eo biển sẽ không được mở lại nếu không được nới lỏng trừng phạt, sau đó do Mỹ mở rộng trừng phạt đối với đội tàu bóng tối của Iran và vụ tấn công hai tàu chở dầu của UAE vào ngày 14/8. Đà tăng tăng tốc mạnh trong tháng 9: giá Brent trung bình từ đầu tháng đạt 98,9 USD/thùng, vượt mốc 100 USD/thùng vào ngày 9/9, đạt đỉnh 107,6 USD/thùng vào ngày 10/9 và đóng cửa tại 104,6 USD/thùng vào ngày 11/9 (+8,7% WoW), với mức giá trong phiên có thời điểm tiệm cận 110 USD/thùng trong tuần.

Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ duy trì ở mức cao và biến động mạnh, với rủi ro nghiêng về phía tăng. Điểm thay đổi then chốt không chỉ là mặt bằng giá cao hơn, mà là sự thu hẹp của các tuyến xuất khẩu thay thế. Với việc đường ống Đông – Tây ngừng hoạt động và Bab el-Mandeb đối mặt rủi ro an ninh gia tăng, các nhà sản xuất vùng Vịnh có ít lựa chọn đáng tin cậy hơn để tránh eo biển Hormuz. Đồng thời, phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh đối với các chuyến đi qua Hormuz đã tăng mạnh từ khoảng 0,25% lên 3–10% giá trị thân tàu, làm tăng đáng kể chi phí vận tải và củng cố phần bù rủi ro địa chính trị trong giá dầu thô.

Yếu tố rõ ràng nhất có thể kéo giá giảm là tiến trình ngoại giao – Iran đã tham gia đàm phán với các quốc gia vùng Vịnh tại Oman vào ngày 14/9 về tương lai của eo biển – tuy nhiên Iran đang tìm kiếm sự công nhận quyền kiểm soát và quyền thu phí trung chuyển, điều mà Washington bác bỏ, do đó một giải pháp nhanh chóng khó có khả năng xảy ra. Ngoài ra, theo thông tin ngày 9/9, các cố vấn Nhà Trắng đã cảnh báo riêng rằng cuộc xung đột có thể kéo dài đến hết nhiệm kỳ của Tổng thống Trump.

Hình 6: Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Nhu cầu suy giảm sâu hơn trong năm 2026, trong khi dự báo phục hồi năm 2027 được nâng lên

Trong các báo cáo tháng 9/2026, OPEC/EIA/IEA đã lần lượt điều chỉnh giảm dự báo nhu cầu dầu năm 2026 thêm 0,32/0,19/1,40 triệu thùng/ngày so với các bản cập nhật tháng 7. Dự báo trung vị về tăng trưởng nhu cầu năm 2026 giảm xuống -1,36 triệu thùng/ngày từ mức -1,1 triệu thùng/ngày trong lần tổng hợp trước, trong đó IEA bi quan nhất ở mức -2,5 triệu thùng/ngày và OPEC vẫn ở mức dương nhẹ +0,38 triệu thùng/ngày.

Đối với năm 2027, bức tranh tiếp tục cải thiện. Tăng trưởng nhu cầu trung vị được điều chỉnh tăng lên +2,4 triệu thùng/ngày từ +2,0 triệu thùng/ngày, cho thấy sự phục hồi mạnh mẽ khi dòng chảy bình thường hóa và giá dầu giảm.

Hình 7: Dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Tổ chức	2025A	Tổng hợp mới Tháng 9/2026		Tổng hợp cũ Tháng 7/2026		Mới so với cũ	
		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
IEA	0,85	-2,50	2,60	-1,10	2,00	-1,40	0,60
EIA	1,18	-1,36	2,39	-1,17	2,03	-0,19	0,36
OPEC	1,70	0,38	2,40	0,70	2,00	-0,32	0,40
Trung vị	1,18	-1,36	2,40	-1,10	2,00	-0,26	0,40

Nguồn: Các tổ chức trong bảng, Vietcap

Nhìn chung, sự suy giảm nhu cầu chỉ bù đắp một phần cho quy mô gián đoạn nguồn cung, khiến thị trường dầu vẫn thắt chặt trong năm 2026. Mức giảm tốc tăng trưởng nhu cầu dầu 1,36 triệu thùng/ngày so với cùng kỳ vẫn thấp hơn đáng kể so với mức gián đoạn nguồn cung ước tính (gián đoạn tổng 8–10 triệu thùng/ngày, tương ứng khoảng 7,3 triệu thùng/ngày trên cơ sở ròng quy đổi cả năm theo kịch bản cơ sở của chúng tôi).

Dự báo nhu cầu thấp hơn phản ánh cả tác động giá và các hạn chế vật lý. Khi nguồn cung bị gián đoạn, giá dầu thô và sản phẩm lọc dầu tăng mạnh, nhanh chóng tác động làm giảm tiêu thụ của người dùng cuối. Đồng thời, các hạn chế vật lý củng cố thêm quá trình điều chỉnh này. Với việc Hormuz bị gián đoạn, một số khu vực đối mặt với tình trạng thiếu nguồn hàng chứ không chỉ là giá cao hơn, buộc các nhà máy lọc dầu phải giảm công suất vận hành và người dùng cuối phải giảm tiêu thụ.

Theo chúng tôi, mức sụt giảm nhu cầu này chủ yếu mang tính sự kiện và có thể đảo chiều, thay vì mang tính cơ cấu. Các điểm đảo chiều then chốt sẽ phụ thuộc vào: (1) việc bình thường hóa dòng chảy tại Trung Đông, qua đó giảm bớt tình trạng thắt chặt vật lý và các hạn chế logistics, và (2) các phản ứng chính sách, bao gồm sự phục hồi của nhu cầu dầu nhằm bổ sung kho dự trữ dầu chiến lược.

OPEC+ đã hoàn tất việc gỡ bỏ các đợt cắt giảm tự nguyện, nhưng nguồn cung vật lý vẫn bị giới hạn bởi Hormuz

Các diễn biến của OPEC+ kể từ báo cáo tháng 7 của chúng tôi phù hợp với dự báo của chúng tôi. Vào ngày 2/8, nhóm đã phê duyệt tăng hạn ngạch khoảng 188 nghìn thùng/ngày từ tháng 9, hoàn tất lộ trình gỡ bỏ theo từng giai đoạn đối với mức cắt giảm tự nguyện 1,65 triệu thùng/ngày được thống nhất ban đầu vào năm 2023. Vào ngày 6/9, OPEC+ giữ nguyên mức sản lượng yêu cầu cho tháng 10; cuộc họp tiếp theo dự kiến diễn ra vào ngày 4/10. Chúng tôi ước tính mức cắt giảm sản lượng trung bình của OPEC+ năm 2026 ở mức khoảng 2,56 triệu thùng/ngày.

Đối với năm 2027, chúng tôi tiếp tục giả định không còn mức cắt giảm sản lượng nào của OPEC+, về lý thuyết hàm ý mức tăng hạn ngạch so với cùng kỳ lên đến 2,56 triệu thùng/ngày. Tuy nhiên, tăng trưởng sản lượng thực tế có thể thấp hơn, do việc gỡ bỏ cắt giảm phản ánh hạn ngạch cao hơn chứ không phải nguồn cung vật lý. Thiệt hại đối với cơ sở hạ tầng dầu khí Trung

Đồng, ước tính ảnh hưởng đến khoảng 3 triệu thùng/ngày công suất, có thể hạn chế tốc độ khôi phục sản lượng của các thành viên OPEC+.

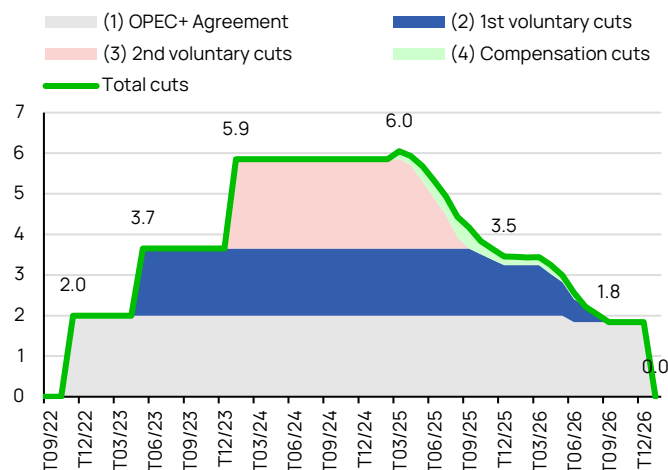
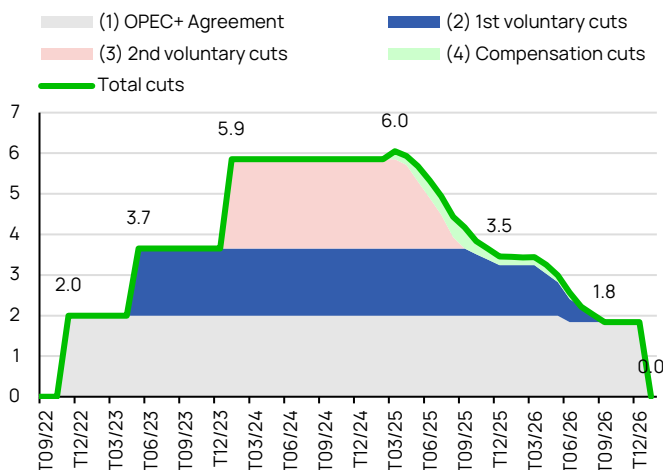
Tóm lại, trước khi UAE rút lui, đóng góp của nước này trong các lớp cắt giảm của OPEC+ như sau:

- (1) 2,00 triệu thùng/ngày: thỏa thuận chính thức của OPEC+, được gia hạn đến hết năm 2026: UAE cam kết khoảng 0,16 triệu thùng/ngày; chưa gỡ bỏ tính đến cuối tháng 4/2026, phù hợp với OPEC+.
- (2) 1,66 triệu thùng/ngày: đợt cắt giảm tự nguyện thứ nhất, được gỡ bỏ dần từ tháng 10/2025 và gỡ bỏ hoàn toàn từ tháng 9/2026: UAE đóng góp khoảng 0,14 triệu thùng/ngày; đã gỡ bỏ một phần, còn lại khoảng 0,07 triệu thùng/ngày tính đến cuối tháng 4/2026.
- (3) 2,20 triệu thùng/ngày: đợt cắt giảm tự nguyện thứ hai, đã gỡ bỏ hoàn toàn vào tháng 9/2025: UAE đóng góp khoảng 0,16 triệu thùng/ngày; đã gỡ bỏ hoàn toàn vào tháng 9/2025
- (4) 0,30 triệu thùng/ngày: các đợt cắt giảm bù trừ (áp dụng từ tháng 4/2025), được thực hiện từ tháng 3/2025 đến tháng 6/2026 bởi tám quốc gia thành viên nhằm bù đắp cho phần sản lượng vượt mức trước đó. UAE đã cam kết cắt giảm 0,03 triệu thùng/ngày.

Hình 8: Kế hoạch cắt giảm sản lượng của OPEC+ (triệu thùng/ngày)

Tổng hợp trước đây (kế hoạch công bố tháng 7/2026*)

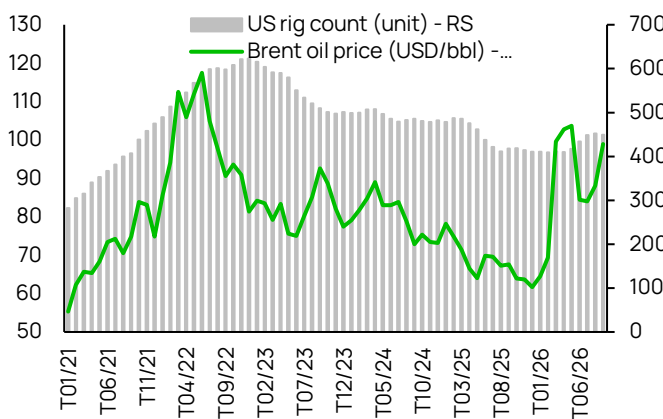
Tổng hợp hiện tại (kế hoạch công bố tháng 9/2026*)



Nguồn: OPEC+, truyền thông, Vietcap (Dữ liệu theo kế hoạch hiện tại của OPEC+, công bố đầu tháng 9/2026)

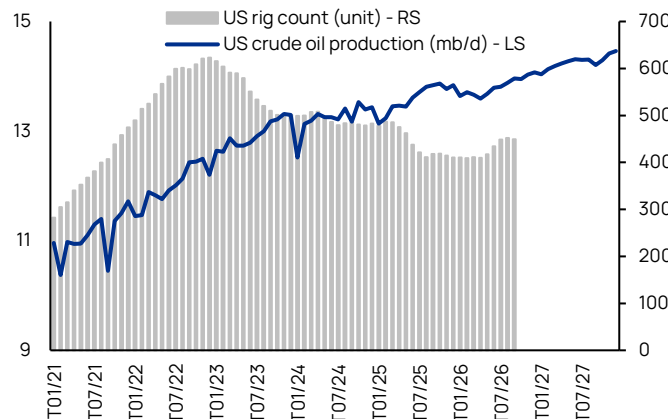
Số lượng giếng khoan tại Mỹ phục hồi; sản lượng dầu thô của Mỹ hiện được dự báo tăng trong cả năm 2026 và 2027

Hình 9: Số lượng giếng khoan tại Mỹ và giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, Baker Hughes, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 15/09/2026)

Hình 10: Sản lượng dầu thô và số lượng giếng khoan của Mỹ

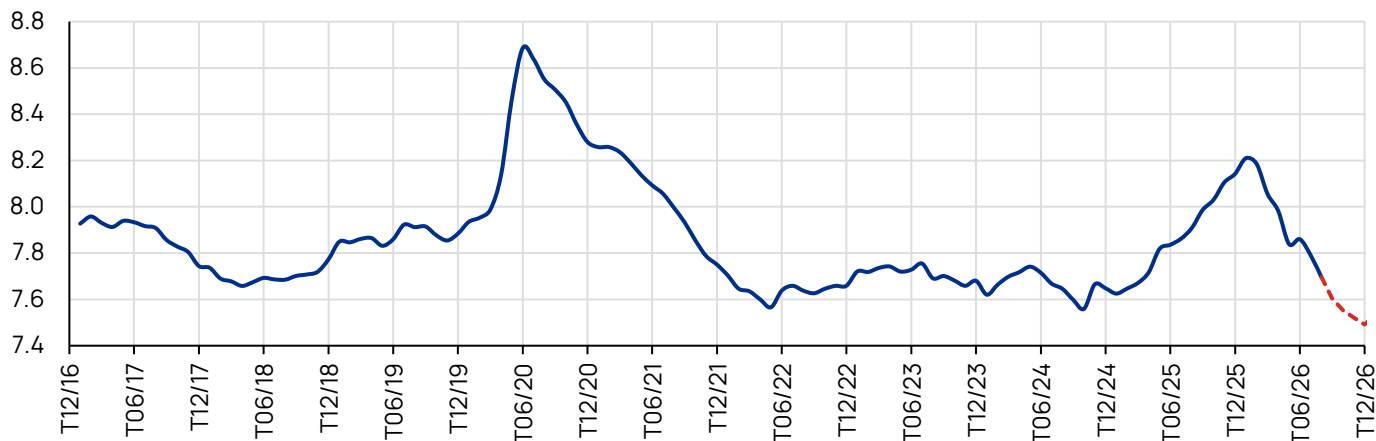


Nguồn: Báo cáo triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (báo cáo tháng 9/2026; dữ liệu thực tế đến ngày 15/09/2026; dữ liệu dự báo từ tháng 9/2026 đến tháng 12/2027), Baker Hughes, Bloomberg, Vietcap

Số lượng giếng khoan tại Mỹ đang phục hồi, trung bình khoảng 427 giếng từ đầu năm 2026 (thấp hơn 3,7% so với mức trung bình năm 2025) nhưng cao hơn mức 420 giếng trong 7T 2026, khi hoạt động khoan gia tăng cùng với giá dầu vững hơn. Với hoạt động khoan ổn định trở lại, EIA dự báo sản lượng dầu thô của Mỹ đạt 13,8 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (+1,6% YoY; +0,22 triệu thùng/ngày; nhìn chung không đổi so với dự báo tháng 7/2026) và 14,3 triệu thùng/ngày trong năm 2027 (+3,2% YoY; +0,45 triệu thùng/ngày; điều chỉnh tăng từ mức 14,0 triệu thùng/ngày trong dự báo tháng 7/2026).

Tồn kho toàn cầu có thể được tái tích trữ trong quý 1/2027

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



Nguồn: IEA, Kayros, Kpler, FEDCom/S&P Global Platts, Enterprise Singapore (Dữ liệu tính đến tháng 8/2026)

Bộ đệm tồn kho đang tiệm cận ngưỡng quan trọng. Tồn kho dầu quan sát được trên toàn cầu ở mức khoảng 7,70 tỷ thùng vào cuối tháng 8/2026, giảm khoảng 95 triệu thùng trong tháng – tháng giảm thứ hai liên tiếp sau đợt tăng ngắn trong tháng 6 và là mức giảm theo tháng nhanh nhất kể từ tháng 5.

Tồn kho hiện chỉ còn cao hơn khoảng 130 triệu thùng so với mức đáy gần đây là khoảng 7,57 tỷ thùng ghi nhận vào tháng 5/2022. Từ cuối tháng 2 đến cuối tháng 8/2026, tồn kho giảm với tốc độ trung bình 2,4 triệu thùng/ngày. Với giả định tốc độ này tiếp diễn, chúng tôi ước tính sẽ mất khoảng 54 ngày kể từ cuối tháng 8 – tức khoảng cuối tháng 10/2026 – để tồn kho giảm về mức của tháng 5/2022, so với ước tính trước đó của chúng tôi là cuối tháng 9.

EIA kỳ vọng thị trường sẽ quay trở lại trạng thái dư cung từ tháng 1/2027, qua đó hỗ trợ tái tích trữ tồn kho đến cuối năm. Tuy nhiên, việc eo biển Hormuz bị gián đoạn kéo dài có thể khiến nguồn cung tại châu Á thắt chặt đáng kể, do khu vực này phụ thuộc lớn vào tuyến đường này. Trong năm 2025, khoảng 13,4 triệu thùng dầu thô mỗi ngày đi qua eo biển Hormuz. Hơn 80% khối lượng này hướng đến các quốc gia châu Á. Khi tồn kho toàn cầu đã trong xu hướng giảm, tình trạng gián đoạn kéo dài sẽ đẩy nhanh việc rút hàng tồn kho, dẫn đến tồn kho tại châu Á giảm nhanh, chênh lệch giá khu vực nơi rộng và gián đoạn logistics gia tăng.

Gián đoạn kéo dài khiến mức thiếu hụt năm 2026 sâu hơn, nhưng dư cung được kỳ vọng trong năm 2027

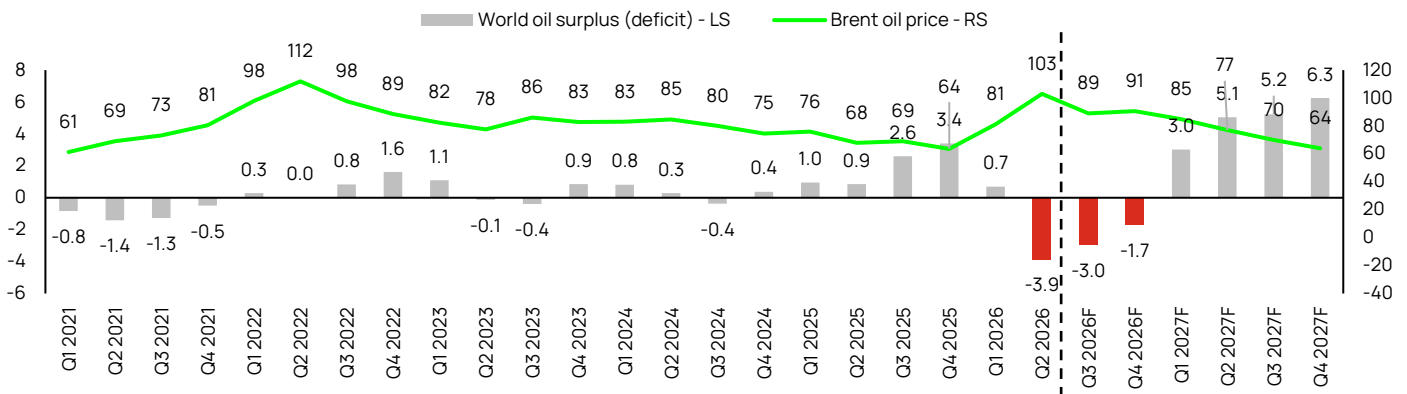
Giá dầu có mối tương quan chặt chẽ với cán cân cung - cầu dầu thô toàn cầu. Khi nhu cầu vượt nguồn cung, tồn kho bị rút và giá được hỗ trợ tăng, và ngược lại.

Theo Rystad Energy, việc eo biển Hormuz bị gián đoạn hoàn toàn có thể làm mất 8-10 triệu thùng/ngày nguồn cung dầu thô (8-10% nguồn cung toàn cầu), ngay cả khi một phần dòng chảy đã được chuyển hướng qua đường ống Đông - Tây của Ả Rập Xê-út và các đường ống của Abu Dhabi. Dựa trên dữ liệu quan sát được, lưu lượng qua Hormuz đã giảm mạnh về khoảng 5-10% mức bình thường trong giai đoạn tháng 3-tháng 4/2026. Chúng tôi lưu ý rằng báo cáo tháng 9 của EIA, công bố ngày 9/9, chưa phản ánh việc đóng đường ống Đông - Tây của Ả Rập Xê-út vào ngày 12/9. Công tác sửa chữa có thể mất sáu tuần (đến cuối tháng 10/2026), với giả định không phát sinh thêm thiệt hại.

Trong báo cáo STEO tháng 9/2026, EIA dự báo thị trường dầu toàn cầu thiếu hụt 2,0 triệu thùng/ngày trong năm 2026, rộng hơn mức thiếu hụt 0,9 triệu thùng/ngày dự báo hồi tháng 7, do các gián đoạn nguồn cung từ xung đột kéo dài hơn dự kiến. Đây là sự đảo chiều mạnh so với mức dư cung 2,0 triệu thùng/ngày ghi nhận trong năm 2025. Điều chỉnh đáng kể nhất nằm ở cán cân theo quý, khi EIA hiện dự báo quý 4/2026 vẫn thiếu hụt 1,7 triệu thùng/ngày, so với dự báo trước đó là dư cung 2,7 triệu thùng/ngày. Mức thiếu hụt đạt đỉnh 3,9 triệu thùng/ngày trong quý 2/2026 và được dự báo thu hẹp về 3,0 triệu thùng/ngày trong quý 3 và 1,7 triệu thùng/ngày trong quý 4, trước khi thị trường đảo chiều sang dư cung 3,0 triệu thùng/ngày trong quý 1/2027, tiếp theo là trạng thái dư cung trên diện rộng trong suốt năm 2027. Mức thiếu hụt sâu hơn và kéo dài hơn trong ngắn hạn hỗ trợ giá Brent trong năm 2026, trong khi việc quay trở lại trạng thái dư cung từ quý 1/2027 sẽ kìm hãm giá.

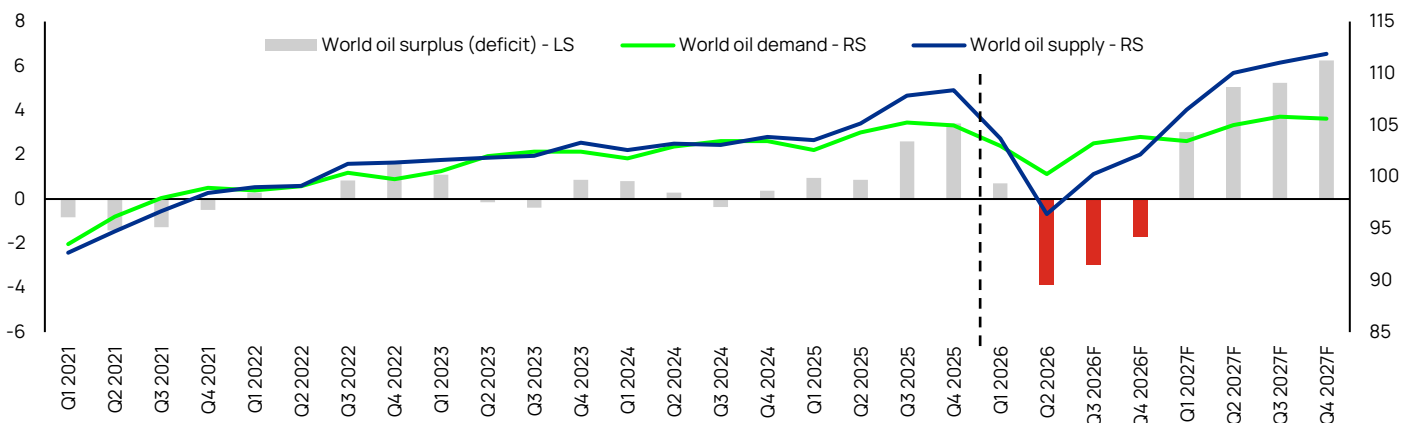
Đối với năm 2027, EIA dự báo thị trường dầu toàn cầu dư cung trung bình 4,9 triệu thùng/ngày (so với 5,0 triệu thùng/ngày trong báo cáo STEO tháng 7), tương ứng mức đảo chiều 6,9 triệu thùng/ngày YoY so với mức thiếu hụt 2,0 triệu thùng/ngày trong năm 2026.

Hình 12: Dự báo cán cân dầu thô thế giới của EIA (triệu thùng/ngày) (*) so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: Báo cáo triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (báo cáo tháng 9/2026), Vietcap. (*) Nguồn cung dầu thế giới bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ khí ngưng tụ, nhiên liệu sinh học và các loại nhiên liệu lỏng khác.

Hình 13: Dự báo nguồn cung và tiêu thụ nhiên liệu lỏng thế giới (triệu thùng/ngày) (*)



Nguồn: Báo cáo triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (báo cáo tháng 9/2026), Vietcap. (*) Nguồn cung dầu thế giới bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ khí ngưng tụ, nhiên liệu sinh học và các loại nhiên liệu lỏng khác.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo kịch bản cơ sở năm 2026 lên 90 USD/thùng và năm 2027 lên 75 USD/thùng

Hình 14: Dự báo giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)

Các tổ chức	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Dự báo tại thời điểm
Đồng thuận Bloomberg	84	76	72	72	74	T9-26
EIA	91	74	N/A	N/A	N/A	T7-26
Ngân hàng Thế giới	86	70	N/A	N/A	N/A	T4-26
Trung bình các dự báo trên (Mới)	87	73	72	72	74	T9-26
Trung bình các dự báo trên (Cũ)	84	69	70	73	74	T7-26
Thay đổi %	4,0%	6,1%	1,6%	-1,1%	-0,1%	
Kịch bản cơ sở giá dầu của Vietcap (Mới)	90	75	72	72	72	T9-26
Kịch bản cơ sở giá dầu của Vietcap (Cũ)	83	70	70	70	70	T5-26
Thay đổi %	7,9%	7,0%	2,9%	2,9%	2,9%	
Kịch bản cao giá dầu của Vietcap (Mới)	93	80	72	72	72	T9-26
Kịch bản cao giá dầu của Vietcap (Cũ)	93	80	70	70	70	T5-26
Thay đổi %	0,0%	0,0%	2,9%	2,9%	2,9%	

Nguồn: Các tổ chức trong bảng, Vietcap

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng 4,7% dự báo trung bình kịch bản cơ sở giai đoạn 2026–30 và tăng 1,7% dự báo kịch bản cao. Tính đến ngày 11/09/2026, giá dầu Brent trung bình từ đầu năm ở mức 87,7 USD/thùng (cao hơn 5,7% so với kịch bản cơ sở trước đó của chúng tôi). Các điều chỉnh này phản ánh xung đột Mỹ/Israel–Iran vẫn đang tiếp diễn, bắt đầu từ ngày 28/2 và kéo dài hơn dự kiến, cũng như các thiệt hại bổ sung đối với cơ sở hạ tầng năng lượng Trung Đông có thể làm chậm quá trình phục hồi nguồn cung trong dài hạn.

Trong ngắn hạn, bộ đệm tồn kho toàn cầu đang tiệm cận ngưỡng quan trọng. Điều này cho thấy hệ thống ban đầu có thể hấp thụ các gián đoạn nguồn cung trong khoảng 54 ngày kể từ cuối tháng 8 (đến cuối tháng 10/2026) trước khi chuyển thành tình trạng thiếu hụt vật lý đáng kể (như đã phân tích tại trang 10). EIA kỳ vọng thị trường sẽ quay lại trạng thái dư cung từ tháng 1/2027, qua đó hỗ trợ tái tích trữ tồn kho sau thời điểm này. Việc eo biển Hormuz bị gián đoạn kéo dài có thể khiến nguồn cung thắt chặt đáng kể, đặc biệt tại châu Á – khu vực tiếp nhận hơn 80% dòng dầu thô đi qua eo biển. Trong điều kiện đó, giá Brent có thể tăng mạnh và tiến về kịch bản cao khi tồn kho giảm và tình trạng thắt chặt nguồn cung khu vực xuất hiện.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 8% dự báo kịch bản cơ sở năm 2026 lên 90 USD/thùng (+31% YoY) và tăng 7% dự báo kịch bản cơ sở năm 2027 lên 75 USD/thùng (-16% YoY). Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định dòng chảy qua Hormuz phục hồi lên 30% mức bình thường trong tháng 11–12/2026, cải thiện lên khoảng 45% trong nửa đầu năm 2027 và bình thường hóa thêm lên khoảng 85% trong nửa cuối năm 2027. Lộ trình này hàm ý mức thiếu hụt nguồn cung thực tế trung bình 7,3 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (khoảng 7% nguồn cung toàn cầu), cao hơn ước tính trước đó của chúng tôi là 4,6 triệu thùng/ngày. Đối với năm 2027, việc dòng chảy qua Hormuz bình thường hóa, cùng với sản lượng cao hơn của OPEC+ và Mỹ, sẽ đưa thị trường trở lại trạng thái dư cung ước tính 4,4 triệu thùng/ngày, qua đó hỗ trợ mức giảm so với cùng kỳ trong dự báo giá Brent của chúng tôi. Con số này nhìn chung phù hợp với mức dư cung 4,9 triệu thùng/ngày mà EIA dự báo cho năm 2027. Chúng tôi lưu ý rằng mức dư cung này có thể thấp hơn do nhu cầu toàn cầu có thể cao hơn kỳ vọng (từ nhu cầu tái tích trữ tồn kho) và cơ sở hạ tầng dầu khí Trung Đông phục hồi chậm hơn dự kiến (trang 14).

Chúng tôi duy trì kịch bản cao năm 2026 ở mức 93 USD/thùng (+35% YoY) và kịch bản cao năm 2027 ở mức 80 USD/thùng (-14% YoY). Kịch bản cao của chúng tôi giả định dòng chảy vận tải phục hồi chậm hơn, duy trì ở mức 5% mức bình thường đến hết tháng 11, chỉ tăng lên khoảng 10% trong tháng 12, cải thiện lên khoảng 25% trong nửa đầu năm 2027 và bình thường hóa thêm lên khoảng 75% trong nửa cuối năm 2027. Lộ trình này hàm ý mức thiếu hụt nguồn cung thực tế 7,8 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (7,4% nguồn cung toàn cầu). Điều này cũng hàm ý thị trường dầu toàn cầu thiếu hụt 3,9 triệu thùng/ngày trong năm 2026 và dư cung 3,4 triệu thùng/ngày trong năm 2027.

Đối với dài hạn, chúng tôi điều chỉnh tăng 3% dự báo giá Brent giai đoạn 2028–30 lên 72 USD/thùng ở cả kịch bản cơ sở và kịch bản cao. Điều này chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) tiến độ khôi phục chậm của cơ sở hạ tầng năng lượng Trung Đông bị thiệt hại, với lộ trình sửa chữa hiện tại cho thấy việc khôi phục hoàn toàn có thể kéo dài đến giai đoạn 2029–30, và (2) chi phí hòa vốn của dầu đá phiến Mỹ cao hơn. Theo Khảo sát Năng lượng tháng 3/2026 của Fed Dallas, mức giá WTI cần thiết để khoan một giếng mới có lãi đã tăng lên 62–66 USD/thùng (khoảng 2,4% cao hơn mức 61–64 USD/thùng ghi nhận vào tháng 3/2025). Điều này hàm ý mức giá Brent khoảng 66–70 USD/thùng là ngưỡng sàn cơ cấu hợp lý.

Nhập khẩu gia tăng của Trung Quốc là yếu tố hỗ trợ chính cho giá dầu năm 2027

Trung Quốc đã chuyển từ vai trò kim hãm giá Brent sang khuếch đại giá, và triển vọng tiếp tục nghiêng về phía tăng. EIA lưu ý rằng biến số then chốt tác động đến giá dầu Brent là **lực cầu vật lý ròng của Trung Quốc trên thị trường** — bao gồm lượng nhập khẩu cộng với biến động tồn kho chiến lược/thương mại — thay vì mức tiêu thụ sản phẩm lọc dầu của nước này. Lực cầu này đã chuyển từ mức âm mạnh trong nửa đầu năm sang dương mạnh trong nửa cuối năm, và yếu tố xoay chiều này hiện củng cố xu hướng tăng thay vì bù đắp cho nó.

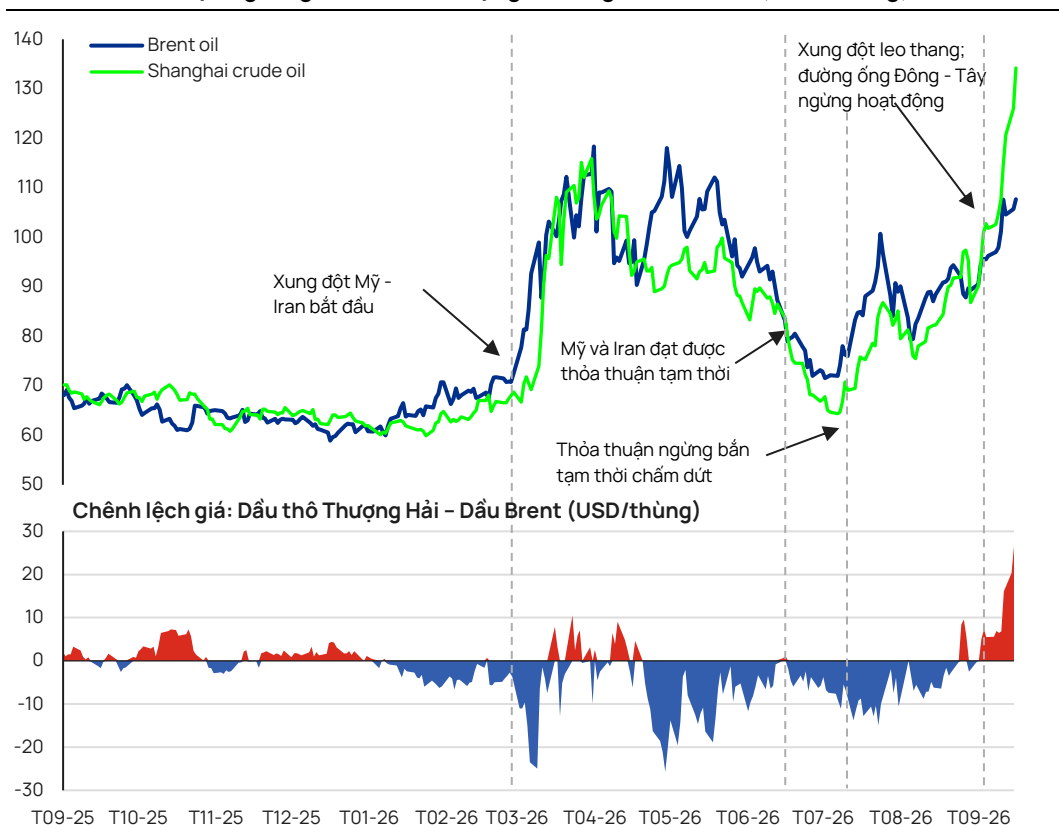
Nửa đầu năm 2026: Trung Quốc đã hấp thụ cú sốc. EIA cho biết lượng nhập khẩu đã giảm xuống mức thấp nhất một thập kỷ (dưới 8,0 triệu thùng/ngày trong tháng 5–6, thấp nhất kể từ năm 2016) trong khi Trung Quốc rút kho dự trữ khoảng 1,4 tỷ thùng tại thời điểm cuối năm 2025 (với tốc độ khoảng 600.000–700.000 thùng/ngày) để hỗ trợ các nhà máy lọc dầu — JPMorgan ước tính riêng mức cắt giảm này đã chiếm 74% toàn bộ mức sụt giảm nhập khẩu dầu thô toàn cầu, và EIA cho rằng việc rút kho này đã làm dịu tác động giá từ gián đoạn tại Hormuz. Nếu không có việc Trung Quốc cắt giảm nhập khẩu, mức tăng giá do xung đột sẽ lớn hơn đáng kể.

Nửa cuối năm 2026: Bộ đệm đảo chiều, và chính sự đảo chiều này trở thành nguồn áp lực tăng giá. Dữ liệu hải quan Trung Quốc cho thấy nhập khẩu phục hồi 22% MoM trong tháng 7 và 6,2% MoM trong tháng 8, vẫn giảm 23% YoY nhưng đã rõ ràng thoát khỏi vùng đáy. Chênh lệch giá dầu Thượng Hải–Brent đã đảo chiều từ mức chiết khấu khoảng 20 USD trong tháng 4 sang mức phần bù duy trì, với giá dầu Thượng Hải vượt 134 USD/thùng sau sự cố đường ống Đông – Tây của Ả Rập Xê-út so với mức đỉnh trước đó là 115 USD/thùng trong tháng 3 (**Hình 15**). Các chuyên gia cảnh báo rằng hoạt động tái tích trữ có thể khuếch đại đợt tăng giá dầu tiếp theo thay vì kim hãm nó, khác với nửa đầu năm.

Dầu thô Thượng Hải (SC) là hợp đồng tương lai dầu thô định giá bằng Nhân dân tệ của Trung Quốc, được Sở Giao dịch Năng lượng Quốc tế Thượng Hải (INE) ra mắt. Đây là thị trường tương lai dầu thô lớn thứ ba thế giới về khối lượng, và ảnh hưởng của thị trường này đối với giá giao ngay châu Á đã tăng lên đáng kể kể từ năm 2021, theo một nghiên cứu năm 2024 trên tạp chí Energy Economics. Tuy nhiên, thị trường này vẫn chủ yếu là bên nhận giá từ WTI và Brent, chưa vượt qua vị thế chi phối của hai loại dầu này trong định giá dầu toàn cầu.

Dữ liệu mới nhất về tồn kho của Trung Quốc củng cố quan điểm tích cực đối với giá dầu: Reuters cho biết tồn kho dầu thô trên bờ của Trung Quốc ở mức 1,23 tỷ thùng vào ngày 9/9, giảm 24,05 triệu thùng kể từ cuối tháng 8, cho thấy tốc độ rút kho đang tăng nhanh. Công suất chế biến của các nhà máy lọc dầu tăng 11% MoM lên 13,91 triệu thùng/ngày trong tháng 8, trong khi Kpler ước tính xuất khẩu sản phẩm chưng cất nhẹ/trung bình đạt 975.000 thùng/ngày và trên 1 triệu thùng/ngày trong tháng 9 — mức cao nhất kể từ tháng 3/2024 — được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận lọc dầu tích cực. *Bộ đệm tồn kho của Trung Quốc từng hấp thụ cú sốc ban đầu tại Hormuz hiện đang thu hẹp nhanh chóng, làm giảm khả năng bù đắp cho một đợt gián đoạn khác thông qua việc giảm nhập khẩu và rút tồn kho, qua đó gia tăng rủi ro tăng giá đối với dầu Brent.*

Hình 15: Chênh lệch giữa giá dầu thô Thượng Hải và giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap.

Cơ sở hạ tầng năng lượng bị thiệt hại trong xung đột

Tính đến ngày 14/04/2026, Rystad Energy ước tính tổng chi phí sửa chữa và khôi phục cơ sở hạ tầng năng lượng bị thiệt hại ở mức 34–58 tỷ USD, bao gồm 30–50 tỷ USD cho các cơ sở dầu khí. Con số này cao hơn đáng kể so với ước tính ban đầu 25 tỷ USD vào ngày 25/3, phản ánh phạm vi thiệt hại ngày càng mở rộng. Phần lớn công tác sửa chữa có thể mất đến 36 tháng, trong khi việc khôi phục Train 4 và 6 của tổ hợp LNG Ras Laffan (Qatar) có thể cần đến 60 tháng.

Phạm vi thiệt hại đã mở rộng kể từ báo cáo tháng 7 của chúng tôi.

- Trước lệnh ngừng bắn ngày 7/4, thiệt hại tập trung tại một số tài sản có độ phức tạp cao, bao gồm cụm xử lý khí South Pars/Asaluyeh của Iran, tổ hợp LNG Ras Laffan và Pearl GTL của Qatar, nhà máy lọc dầu Sitra của Bahrain, cùng một số cơ sở xuất khẩu, tồn trữ, lọc dầu và logistics của Iran.
- Trong thời gian ngừng bắn, các cuộc tấn công vào những tài sản dầu khí lớn đã giảm bớt, với các vụ việc chủ yếu nhắm vào cơ sở hạ tầng phụ trợ như cầu, cảng và các cơ sở năng lượng.
- Tuy nhiên, kể từ khi thỏa thuận đình chiến đổ vỡ vào tháng 7, các cuộc tấn công đã trở lại nhắm vào cơ sở hạ tầng sản xuất và xuất khẩu, bao gồm nhà máy lọc dầu Jizan của Saudi Aramco trong tháng 8 và tháng 9 và đường ống dầu thô Đông - Tây vào ngày 12/9. Tuyến đường ống này đã vận chuyển 4–5 triệu thùng/ngày và là tuyến chính đưa dầu thô vùng Vịnh đến Biển Đỏ mà không cần đi qua Hormuz. Theo The Guardian, công tác sửa chữa có thể mất sáu tuần (đến cuối tháng 10/2026), với giả định không phát sinh thêm thiệt hại. Xu hướng gần đây ngày càng chuyển sang cơ sở hạ tầng xuất khẩu và logistics – vốn có thể không trực tiếp phá hủy công suất sản xuất nhưng có thể ngăn lượng dầu sẵn có tiếp cận thị trường, làm chậm công tác sửa chữa và logistics, đồng thời làm tăng chi phí bảo hiểm rủi ro xung đột, chi phí tái huy động và chi phí EPC.

Nhìn chung, xung đột đã ảnh hưởng đến công suất dầu tương đương hơn 3% nguồn cung dầu toàn cầu. Thiệt hại cơ sở hạ tầng dầu chủ yếu tập trung tại Iran, ảnh hưởng đến khoảng 1,6 triệu

thùng/ngày công suất, trong khi tổng tác động có thể lên đến khoảng 3 triệu thùng/ngày nếu tính cả thiệt hại tại các khu vực khác của Trung Đông, tương đương khoảng 3% nguồn cung dầu toàn cầu năm 2025. Ngoài ra, cuộc tấn công vào đường ống Đông - Tây của Ả Rập Xê-út trong tháng 9/2026 đã tạm thời loại bỏ một tuyến tránh quan trọng quanh eo biển Hormuz, tuyến vận chuyển khoảng 4-5 triệu thùng/ngày trong thời gian gián đoạn. Mặc dù điều này không đồng nghĩa với việc công suất sản xuất bị phá hủy thêm, nó có thể làm tăng mức hạn chế nguồn cung dầu thực tế lên hơn 3%.

Thiệt hại cơ sở hạ tầng khí và LNG nghiêm trọng hơn, gấp 3 lần thiệt hại công suất dầu, với công suất bị ảnh hưởng ước tính khoảng 9% thương mại LNG toàn cầu năm 2025 sau khi khôi phục, dựa trên thông tin cập nhật về thiệt hại tại các cơ sở khí/LNG.

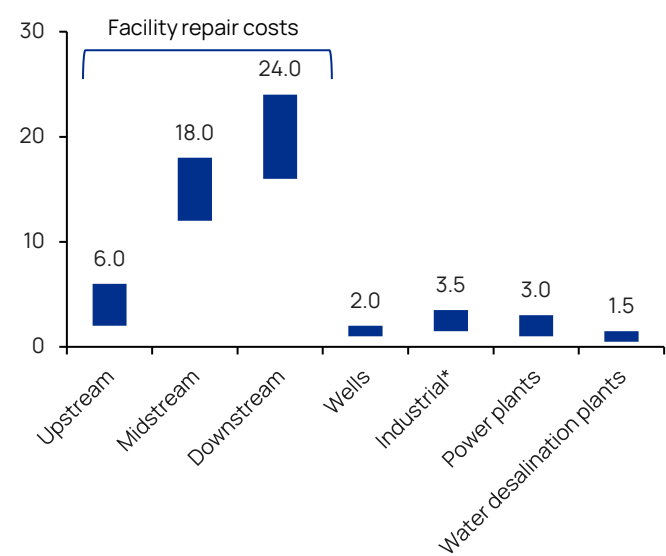
Hình 16: Các cơ sở hạ tầng khí/LNG lớn bị thiệt hại, chúng tôi ước tính mức thiệt hại tối đa là 52 tỷ m3 sau khi khôi phục công suất, tương đương khoảng 9% thương mại LNG toàn cầu năm 2025 (558 tỷ m3)

Cơ sở/Quốc gia	Mức độ thiệt hại	Công suất (tỷ m3/năm)
Tổ hợp LNG Ras Laffan, Qatar	Thiệt hại nghiêm trọng; 2/14 train LNG ngừng hoạt động (~17%)	Tổng ~106 tỷ m3; ~17,5 tỷ m3 ngừng hoạt động, IEA ước tính cần 3-5 năm để sửa chữa
Pearl GTL, Qatar	1 train GTL bị thiệt hại; sản xuất tạm dừng	~16,5 tỷ m3/năm khí đầu vào, sửa chữa có thể mất 1 năm
South Pars / Asaluyeh, Iran	Xác nhận bị tấn công	Mỏ khí tự nhiên ngoài khơi lớn nhất thế giới theo trữ lượng; 15 tỷ m3; 40% công suất bị thiệt hại đã quay lại sản xuất
Tổ hợp khí Habshan, UAE	Tạm dừng hoạt động	63 tỷ m3 (thiệt hại một phần), đã khôi phục 85% công suất

Nguồn: Truyền thông, Vietcap

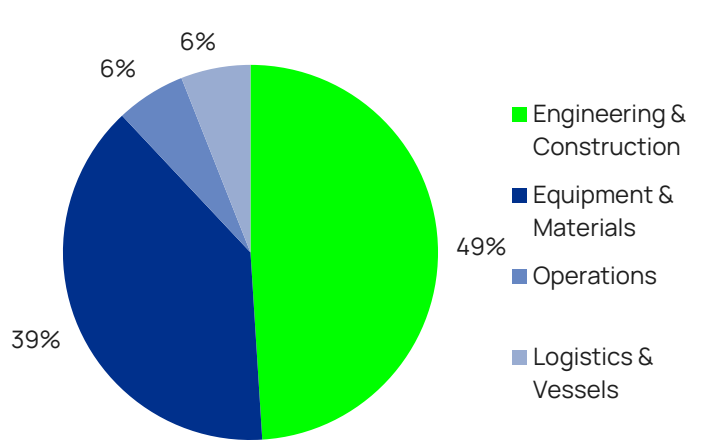
Rystad Energy ước tính chi phí sửa chữa các cơ sở lên đến 48 tỷ USD, với chi tiêu lớn nhất tập trung vào thiết kế kỹ thuật, xây dựng, thiết bị và vật tư – các lĩnh vực phù hợp chặt chẽ với năng lực M&C của PVS. Do đó, hoạt động tái thiết sau xung đột có thể tạo ra cơ hội lớn cho PVS khi các NOC tại Trung Đông đẩy nhanh các gói thầu sửa chữa và tái thiết sau khi điều kiện an ninh bình thường hóa.

Hình 17: Chi phí sửa chữa cơ sở hạ tầng bị ảnh hưởng theo loại cơ sở (58 tỷ USD)



Nguồn: Rystad Energy (Lưu ý: *Bao gồm chi phí tái thiết các nhà máy nhôm và thép bị ảnh hưởng)

Hình 18: Chi phí sửa chữa dự kiến đối với cơ sở hạ tầng dầu khí bị ảnh hưởng, bao gồm thượng nguồn, trung nguồn và hạ nguồn (48 tỷ USD)



Nguồn: Rystad Energy

Các nhà máy lọc dầu châu Á đa dạng hóa nguồn cung dầu thô ra khỏi eo biển Hormuz hỗ trợ nguồn cung sản phẩm lọc dầu

Các nhà máy lọc dầu châu Á ngày càng đa dạng hóa nguồn cung dầu thô ra khỏi các nguồn phụ thuộc vào Hormuz. Thứ nhất, các nhà máy lọc dầu đã chuyển hướng mua hàng sang khu vực Đại Tây Dương, tăng nguồn cung từ Mỹ, Tây Phi, Brazil/Mỹ Latinh và Canada, mặc dù quãng đường vận chuyển dài hơn và chi phí vận tải cao hơn khiến việc thay thế nhanh chóng gặp khó khăn. Ví dụ, trước khi xảy ra gián đoạn, khoảng 70% nguồn dầu thô của nhà máy lọc dầu Aster (Singapore) đến từ vùng Vịnh Ba Tư; đến tháng 9, khoảng 70% được cung cấp từ ngoài vùng Vịnh, bao gồm Tây Phi, Mỹ Latinh và Canada.

Đối với các nhà máy lọc dầu vẫn phụ thuộc về mặt kỹ thuật vào đặc tính dầu thô Trung Đông, Oman là một nguồn thay thế quan trọng mà không cần đi qua Hormuz. Dầu Oman Export Blend có thể được bốc hàng bên ngoài eo biển và vận chuyển trực tiếp vào Ấn Độ Dương. Lượng nhập khẩu dầu Oman của Hàn Quốc được cho là đã tăng gấp ba lần, trong khi các nhà máy lọc dầu tại Nhật Bản, Malaysia, Ấn Độ và Hàn Quốc đã tìm kiếm sản lượng hợp đồng dài hạn cao hơn.

Trung Quốc và Ấn Độ có thêm các lựa chọn đa dạng hóa thông qua dầu thô Nga và hệ thống đường ống. Nga vẫn là nhà cung cấp thay thế quan trọng đối với cả hai quốc gia, trong khi Trung Quốc còn có đường ống kết nối với dầu thô của Nga và Trung Á, qua đó giảm phụ thuộc vào các điểm nghẽn hàng hải. Ấn Độ hiện đã đa dạng hóa ở mức cao, nhập khẩu dầu thô từ hơn 40 quốc gia, trong đó Nga vẫn là nhà cung cấp lớn nhất và Tây Phi cùng Mỹ Latinh là các nguồn thay thế bổ sung.

Hoạt động rút tồn kho cũng tạo ra bộ đệm trong khi các chuỗi cung ứng thay thế được hình thành. Trung Quốc đã rút tồn kho dầu thô với mức thay đổi lần lượt -500/-940/+210/-940 nghìn thùng/ngày trong tháng 5/6/7/8 năm 2026. Tồn kho dầu thô trên bờ của Trung Quốc ở mức khoảng 1,23 tỷ thùng tính đến ngày 9/9, tạo thêm bộ đệm trước các gián đoạn nguồn cung trong ngắn hạn.

Thị trường sản phẩm lọc dầu duy trì thắt chặt, qua đó hỗ trợ crack spread

Cơ sở hạ tầng hạ nguồn tại Trung Đông chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng thiệt hại, với chi phí sửa chữa được Rystad Energy ước tính lên đến 24 tỷ USD (khoảng 42% chi phí khôi phục cận trên). Do công tác sửa chữa có thể mất đến 36 tháng, công suất hạ nguồn có thể vẫn bị hạn chế ngay cả sau khi sản lượng dầu thô phục hồi, qua đó giữ thị trường sản phẩm lọc dầu thắt chặt đến giai đoạn 2027–28. Điều này tạo ra sự bất đối xứng then chốt cho thị trường sản phẩm lọc dầu. Trong khi EIA, IEA và OPEC kỳ vọng nguồn cung dầu thô phục hồi trong năm 2027, với EIA dự báo thị trường dầu thô quay lại trạng thái dư cung, công suất lọc dầu bị thiệt hại không thể được khôi phục theo cùng lộ trình. Do đó, nguồn cung dầu thô cao hơn có thể làm giảm chi phí nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy lọc dầu, trong khi công suất lọc dầu bị hạn chế giữ nguồn cung sản phẩm lọc dầu thắt chặt, qua đó hỗ trợ crack spread giữa giá bán sản phẩm lọc dầu và chi phí dầu thô đầu vào nới rộng.

Xung đột Nga-Ukraine làm trầm trọng thêm tình trạng thiếu hụt sản phẩm lọc dầu. Nga vẫn là nhà xuất khẩu lớn dầu diesel và các sản phẩm lọc dầu khác. Nga và vùng Vịnh cùng chiếm gần 45% thương mại diesel đường biển toàn cầu trước khi hai cuộc xung đột leo thang (Reuters). Các cuộc tấn công của Ukraine vào cơ sở hạ tầng lọc dầu của Nga đã khiến một nguồn cung sản phẩm lớn khác ngừng hoạt động, với 24 trong số 34 nhà máy lọc dầu lớn của Nga được cho là đã bị tấn công trong 8T 2026. Công suất vận hành của các nhà máy lọc dầu giảm xuống khoảng 3,9 triệu thùng/ngày vào đầu tháng 7 (-26% YoY). Ngoài ra, Nga áp đặt lệnh cấm xuất khẩu diesel từ ngày 8/7 đến ngày 30/09/2026 (hiện đang thảo luận gia hạn đến hết tháng 10), trong khi lệnh cấm xuất khẩu xăng vẫn duy trì đến tháng 1/2027.

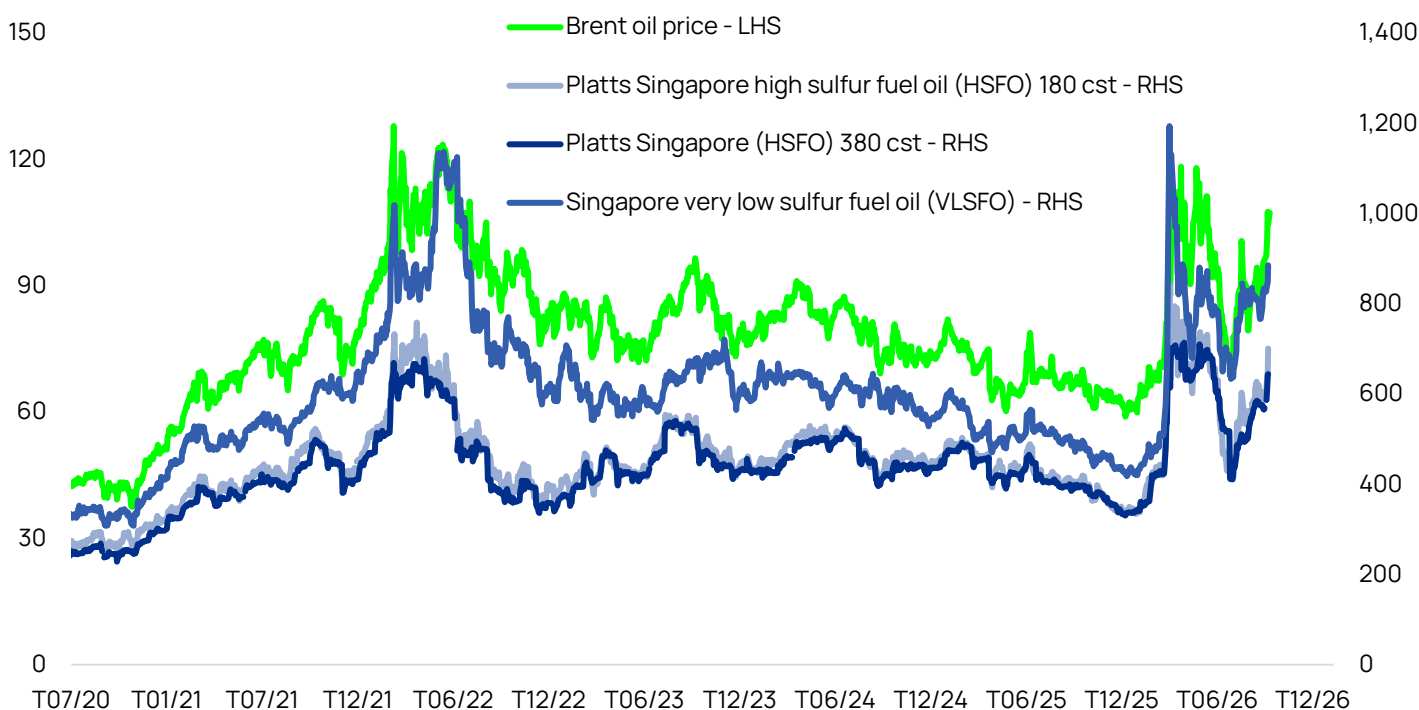
Trong khi đó, việc đa dạng hóa nguồn dầu thô giúp các nhà máy lọc dầu châu Á duy trì công suất vận hành nhưng đi kèm chi phí cao hơn và không bù đắp hoàn toàn cho công suất lọc dầu bị mất. Các lô dầu thay thế từ Mỹ, Tây Phi, Mỹ Latinh và Canada thường đi kèm quãng đường vận chuyển dài hơn cùng chi phí vận tải và vốn lưu động cao hơn, trong khi khác biệt về chất lượng dầu thô có thể dẫn đến cơ cấu nguyên liệu và hiệu suất thu hồi kém tối ưu hơn. Do đó, mặc dù việc đa dạng hóa cơ cấu dầu thô đã giúp các nhà máy lọc dầu châu Á duy trì hoạt động, điều này không thể thay thế hoàn toàn công suất lọc dầu và sản lượng xuất khẩu sản phẩm bị mất, qua đó hỗ trợ crack spread duy trì ở mức cao cho đến khi công suất bị thiệt hại và logistics khu vực bình thường hóa.

Triển vọng giá dầu nhiên liệu (FO)

Giá dầu FO tăng mạnh sau các đợt tấn công mới

Giá FO trung bình 8T 2026 đạt 552 USD/tấn (+25% YoY, tương tự mức +24% YoY của giá Brent), tương đương khoảng 104% dự báo năm 2026 trước đó của chúng tôi. Giá FO duy trì ở mức cao từ tháng 7 quanh mức 600 USD/tấn, sau khi các cuộc tấn công giữa Mỹ và Iran gia tăng. Tính đến ngày 14/9, giá FO trung bình giao dịch ở mức 683 USD/tấn và mức hiện tại vẫn cao hơn 60% so với mức trước xung đột.

Hình 19: Giá dầu Brent (USD/thùng) và giá dầu nhiên liệu (USD/tấn) trong quá khứ



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Điều chỉnh tăng giả định giá FO nhờ giá 8T 2026 và giá dầu Brent cao hơn dự kiến

Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% giả định giá FO trung bình giai đoạn 2026–30 trong kịch bản cơ sở, phản ánh giá dầu cao hơn và dự báo đồng thuận của Bloomberg cao hơn.

+ **Dự báo 2026:** Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% giả định giá FO lên 570 USD/tấn (+37% YoY) do (1) giá FO 8T cao hơn dự kiến và (2) điều chỉnh giả định giá dầu Brent năm 2026 tăng 8%.

+ **Dự báo 2027:** Chúng tôi điều chỉnh tăng 9% dự báo giá FO lên 501 USD/tấn (-12% YoY) do dự báo đồng thuận của Bloomberg tại ngày 14/9 cao hơn so với đồng thuận tháng 5 trong báo cáo trước đây của chúng tôi.

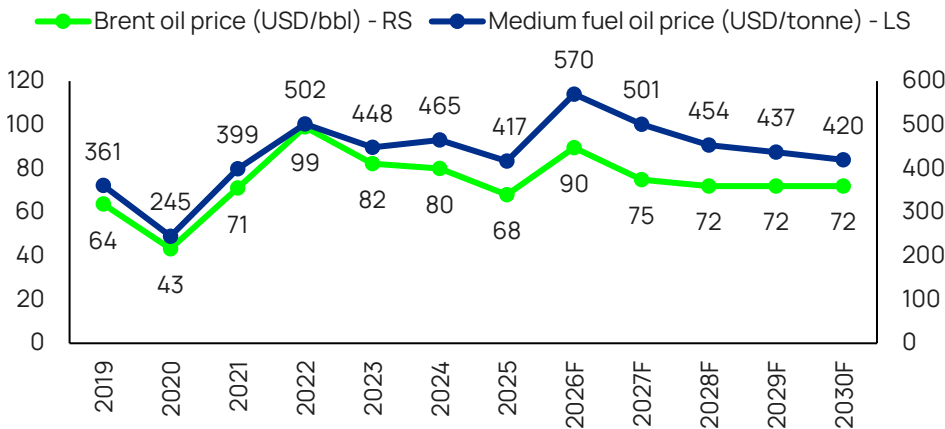
+ **Dự báo 2028–30:** Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% giả định giá FO trung bình, cũng do dự báo đồng thuận của Bloomberg cao hơn, trong đó tăng lần lượt 3%/2%/0% trong năm 2028/29/30. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì quan điểm rằng giá FO sẽ diễn biến kém hơn giá Brent trong giai đoạn 2028–30, đảo ngược xu hướng vượt trội giai đoạn 2023–27 khi nguồn cung bình thường hóa và phần bù rủi ro địa chính trị giảm dần.

Hình 20: Dự báo giá FO trung bình (USD/tấn)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Thay đổi TB 2026-30F
Kịch bản cơ sở mới						
Giá FO dự báo mới	570	501	454	437	420	
Giá FO dự báo cũ	531	458	438	428	420	5%
Mới so với cũ	7%	9%	3%	2%	0%	
% YoY	37%	-12%	-10%	-4%	-4%	
Kịch bản cao mới						
Giá FO dự báo mới	632	536	454	437	420	
Giá FO dự báo cũ	635	524	438	428	420	1%
Mới so với cũ	0%	2%	4%	2%	0%	
% YoY	52%	-15%	-15%	-4%	-4%	

Nguồn: Vietcap

Hình 21: Giá định kịch bản cơ sở giá dầu Brent và giá dầu nhiên liệu của Vietcap



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

Triển vọng giá LNG

Dự báo giá LNG 2026-27 được điều chỉnh tăng, nhưng triển vọng giá dài hạn vẫn duy trì xu hướng giảm

Giá LNG giao ngay tại Nhật Bản trung bình 8T 2026 đạt 16,8 USD/triệu BTU (+31% YoY) so với mức tăng 24% YoY của giá Brent. Tính đến ngày 14/9, giá LNG giao ngay đã tăng vọt lên 25 USD/triệu BTU, cao hơn 19% so với mức đỉnh trong tháng 3.

Trong tháng 3, đợt tăng giá ban đầu chủ yếu do việc mất tạm thời nguồn xuất khẩu LNG qua eo biển Hormuz sau khi xung đột Trung Đông bùng phát. Qatar và UAE cùng chiếm khoảng 20% thương mại LNG toàn cầu, khiến gián đoạn này trở thành một cú sốc nguồn cung toàn cầu tức thì. Tuy nhiên, do thị trường ban đầu kỳ vọng gián đoạn chỉ mang tính tạm thời, giá LNG sau đó đã hạ nhiệt khi nguồn cung thay thế từ Mỹ và các nhà sản xuất khác giúp bù đắp một phần sản lượng thiếu hụt từ vùng Vịnh.

Tuy nhiên, kể từ tháng 7, giá LNG đã tăng tốc tiến về mức 25 USD/triệu BTU hiện tại, khi gián đoạn chuyển từ các nút thắt tạm thời sang tình trạng thiếu hụt nguồn cung dai dẳng hơn do: (1) giá dầu Brent phục hồi và các gián đoạn gần đây tại đường ống Đông - Tây của Ả Rập Xê-út, (2) ngày càng nhiều bằng chứng về thiệt hại đáng kể đối với cơ sở hạ tầng khí và LNG với công suất bị ảnh hưởng ước tính lên đến 9% thương mại LNG toàn cầu, (3) nguồn cung lô hàng LNG khan hiếm hơn sau khi Qatar mua khẩn cấp 33 lô LNG từ Mỹ (so với chỉ bốn lô trong năm 2025) để thực hiện nghĩa vụ giao hàng cho các khách hàng chủ chốt tại châu Á, (4) sản lượng của Mỹ giảm theo mùa do bảo dưỡng khiến xuất khẩu LNG của Mỹ ở mức thấp, và (5) cạnh tranh gay gắt hơn đối với các

lô LNG linh hoạt khi nhu cầu làm mát mạnh hơn tại châu Á trong mùa hè trùng với hoạt động tích trữ mạnh mẽ cho mùa đông của châu Âu trong bối cảnh tồn kho thấp.

Tính đến ngày 14/9, dự báo đồng thuận giá LNG châu Á của CME đã được điều chỉnh lần lượt +13%/+42%/+25%/+17%/+12% cho các năm 2026/27/28/29/30 so với đồng thuận ngày 21/07/2026 được sử dụng trong báo cáo trước đây của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng mức điều chỉnh tăng mạnh này phản ánh:

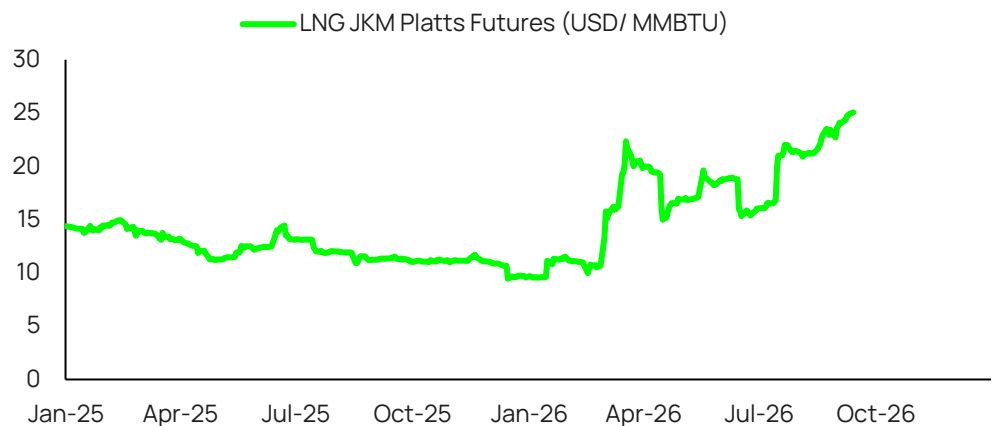
+ Dự báo 2026: Chúng tôi cho rằng mức điều chỉnh tăng 13% chủ yếu phản ánh việc mất nguồn xuất khẩu của Qatar và UAE qua Hormuz kéo dài sau các đợt tấn công mới.

+ Dự báo 2027: Chúng tôi cho rằng mức điều chỉnh +42% đến từ việc nguồn cung LNG thất chặt mang tính cơ cấu hơn do tổn thất vật lý kéo dài từ hoạt động hóa lỏng LNG của Qatar, khi hai dây chuyển hóa lỏng bị thiệt hại có thể mất ba đến năm năm để sửa chữa. Theo Reuters, QatarEnergy cũng đang tìm kiếm nguồn cung LNG từ Mỹ đến năm 2031, cho thấy nước này đang chuẩn bị cho tình trạng thiếu hụt kéo dài thay vì chỉ trông chờ vào sự phục hồi tạm thời của dòng chảy qua Hormuz. Mặc dù gián đoạn dòng chảy LNG qua eo biển Hormuz và mức tăng nhu cầu đồng thời tại châu Á và châu Âu dường như chỉ là các nút thắt tạm thời, việc khôi phục cơ sở hạ tầng LNG bị thiệt hại của Qatar được kỳ vọng sẽ tác động kéo dài đến nguồn cung LNG toàn cầu, do công tác sửa chữa có thể mất từ ba đến năm năm. Theo IEA, tác động đến nguồn cung dự kiến tập trung nhiều nhất trong năm 2026 và 2027.

+ Dự báo 2028/29/30: Mức điều chỉnh tăng chủ yếu phản ánh mức nền so sánh cao hơn chuyển tiếp từ năm 2026/27, trong khi triển vọng giá hạ nhiệt vẫn được duy trì nhờ tác động từ các gián đoạn tại Trung Đông giảm dần, công suất bị thiệt hại của Qatar được khôi phục và công suất mới từ Mỹ và Qatar.

IEA ước tính công suất hóa lỏng và xuất khẩu LNG toàn cầu hiện ở mức khoảng 670 tỷ m³/năm, với khoảng 316 tỷ m³/năm công suất đã có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) hoặc đang xây dựng dự kiến đi vào vận hành trong giai đoạn 2026–30 – tương đương khoảng 47% công suất hiện hữu. Đợt mở rộng này chủ yếu đến từ các dự án tại Mỹ và Qatar với công suất bổ sung mới lần lượt khoảng 151,3 tỷ m³/năm và khoảng 65 tỷ m³/năm, đợt mở rộng này sẽ cải thiện đáng kể nguồn cung LNG và hỗ trợ giá giảm trong nửa cuối thập kỷ.

Hình 22: Giá hợp đồng tương lai LNG JKM Platts



Nguồn: Investing, Vietcap.

Trong bối cảnh đó, chúng tôi điều chỉnh tăng 10% dự báo giá LNG nhập khẩu trung bình của Việt Nam giai đoạn 2026-30 (đã bao gồm thuế/phí) trong kịch bản cơ sở. Cụ thể,

+ **Dự báo 2026:** Chúng tôi điều chỉnh tăng 14% dự báo giá LNG của Việt Nam (đã bao gồm thuế/phí) lên 21,6 USD/triệu BTU (+47% YoY), chủ yếu phản ánh đồng thuận về mức giá cao hơn.

+ Dự báo 2027: Chúng tôi điều chỉnh tăng 15% giả định giá LNG lên 18,1 USD/triệu BTU (-16% YoY). Mức điều chỉnh này phản ánh dự báo của CME cao hơn đáng kể và đồng thuận Bloomberg cao hơn nhẹ.

+ Dự báo 2028-30: Chúng tôi điều chỉnh tăng khoảng 5% giả định giá và duy trì xu hướng giá giảm trong giai đoạn 2028-30, được hỗ trợ bởi kỳ vọng mở rộng nguồn cung LNG toàn cầu.

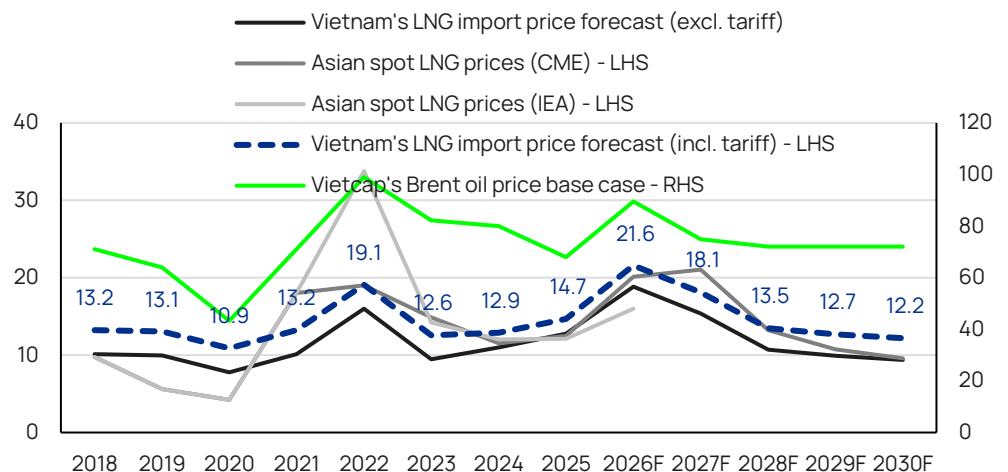
Mức tăng mạnh của giá LNG trong năm 2026 và 2027 có thể tạm thời làm suy yếu nhu cầu từ các nhà máy nhiệt điện khí. Tuy nhiên, xu hướng giá giảm dự kiến từ năm 2028 trở đi sẽ hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ LNG phục hồi. Chúng tôi dự báo giá LNG của Việt Nam cho các nhà máy điện, đã bao gồm thuế/phí, ở mức 12-14 USD/triệu BTU trong giai đoạn 2028-30, nhìn chung cạnh tranh với các mỏ khí mới trong nước như Lô B ở mức khoảng 14-15 USD/triệu BTU.

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

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Thay đổi TB 2026-30F
Kịch bản cơ sở						
Giá LNG dự báo mới	21,6	18,1	13,5	12,7	12,2	
Giá LNG dự báo cũ	18,9	15,7	12,8	12,0	11,8	10%
Mới so với cũ	14%	15%	5%	6%	3%	
% YoY	47%	-16%	-26%	-6%	-4%	
Kịch bản cao						
Giá LNG dự báo mới	22,3	19,2	13,5	12,7	12,2	
Giá LNG dự báo cũ	20,8	17,6	12,8	12,0	11,8	7%
Mới so với cũ	7%	9%	5%	6%	3%	
% YoY	52%	-14%	-30%	-6%	-4%	

Nguồn: Vietcap

Hình 24: Giá dầu Brent (USD/thùng) và dự báo giá LNG (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, CME, Vietcap. Lưu ý: Đồng thuận của CME tính đến ngày 14/09/2026 và dự báo của IEA từ tháng 7/2026.

Triển vọng giá than

Chúng tôi điều chỉnh tăng 4%/3% dự báo giá than trộn năm 2026-27 trong kịch bản cơ sở lên 3,0 triệu đồng/tấn (+32% YoY) trong năm 2026 và 2,7 triệu đồng/tấn (-11% YoY) trong năm 2027. Điều chỉnh này đến từ (1) mức tăng 8%/7% đối với dự báo giá Brent kịch bản cơ sở năm 2026/2027 và (2) đồng thuận Bloomberg vững hơn nhẹ, được điều chỉnh tăng 2% cho năm 2026 và đi ngang 0% cho năm 2027. Chúng tôi lưu ý rằng khí và than là các nhiên liệu thay thế trong sản xuất điện; chi phí khí cao hơn do giá dầu có thể khiến các quốc gia chuyển dịch nhiều hơn sang nhiệt điện than, qua đó làm tăng nhu cầu than nhiệt.

Indonesia (nguồn nhập khẩu than lớn nhất của Việt Nam) đang áp dụng cơ chế mới nhằm tập trung hóa hoạt động xuất khẩu than thông qua doanh nghiệp nhà nước PT Danantara Sumberdaya Indonesia (DSI). Từ tháng 9/2026, DSI dự kiến sẽ dần đảm nhận vai trò lớn hơn trong các giao dịch xuất khẩu, với mục tiêu triển khai đầy đủ vào ngày 01/01/2027. Các chuyên gia trong ngành kỳ vọng mức gián đoạn nguồn cung là không đáng kể do các lô hàng hiện hữu và hợp đồng dài hạn sẽ tiếp tục theo các thỏa thuận hiện tại.

Indonesia cũng ghi nhận tháng thứ ba liên tiếp xuất khẩu than sụt giảm kể từ tháng 6/2026, chủ yếu do thời tiết khô hạn kéo dài đã cản trở việc vận chuyển từ các mỏ đến cảng xuất khẩu.

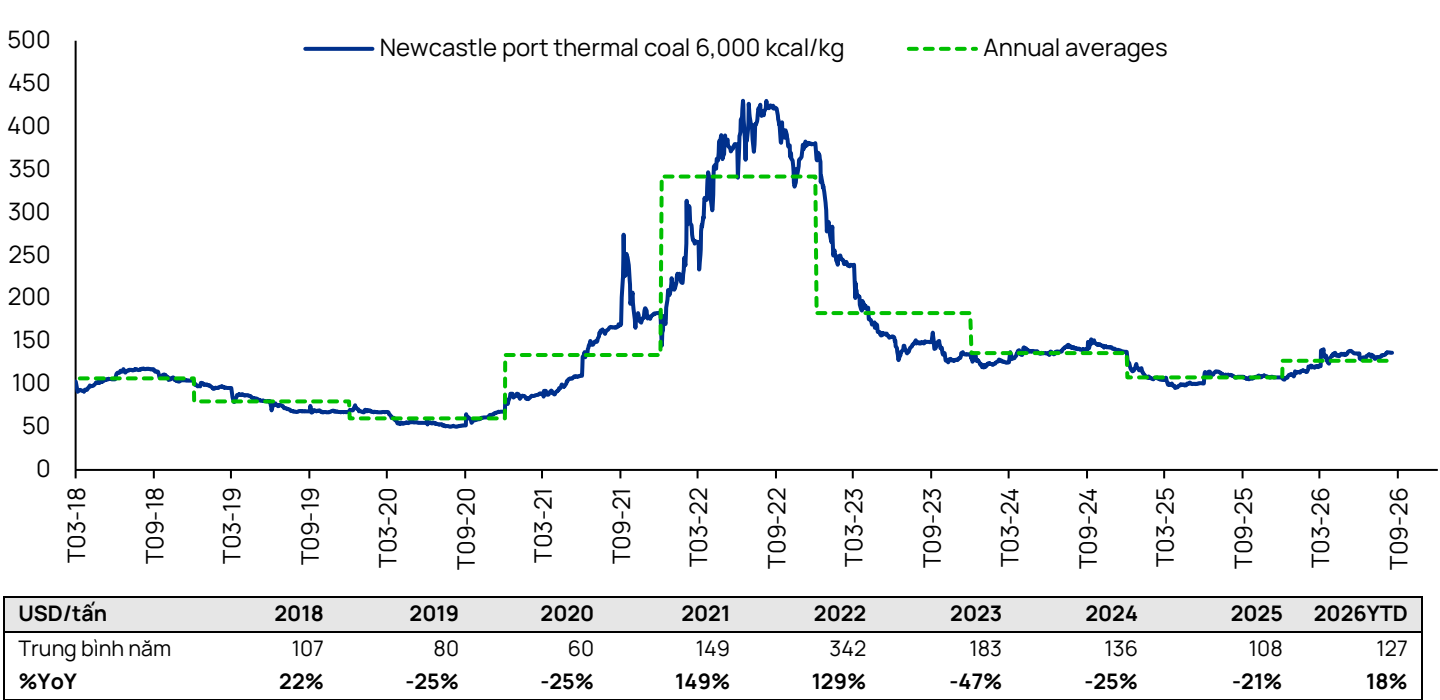
Các yếu tố này bù đắp cho nhu cầu than nhập khẩu suy yếu từ Ấn Độ, quốc gia nhập khẩu than nhiệt lớn thứ hai thế giới, nơi chính phủ đang gia tăng sử dụng than nội địa và giảm phụ thuộc vào nhập khẩu. Ấn Độ ghi nhận mức giảm 13,3% YoY trong nhập khẩu than nhiệt trong nửa đầu năm 2026.

Hình 25: Dự báo giá trung bình của than nội địa loại 5a và than trộn tương đương

'000 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 so với cũ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Than trộn, tương đương 5a (*) - kích bản cơ sở	2.238	2.460	2.275	3.003	2.678	2.707	2.792	2.906
Tăng trưởng YoY	-18,3%	9,9%	-7,5%	32,0%	-10,8%	1,1%	3,1%	4,1%
%Mới so với cũ	0,0%	0,0%	0,0%	3,9%	2,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Than trộn, tương đương 5a (*) - kích bản cao	2.238	2.460	2.275	3.374	2.798	2.707	2.792	2.906
Tăng trưởng YoY	-18,3%	9,9%	-7,5%	48,3%	-17,1%	-3,2%	3,1%	4,1%
%Mới so với cũ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Hình 26: Than nhiệt Newcastle 6.000 kcal/kg FOB (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá FOB chưa bao gồm chi phí vận chuyển và thuế GTGT; dữ liệu tính đến ngày 15/09/2026)

Hình 27: 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	131	125	118	120	118
Thay đổi YoY (%)	-21%	22%	-5%	-5%	1%	-2%
Đồng thuận trước đây (tháng 3/2026)		129	125	117	120	112
Mới so với trước đây		2%	0%	1%	0%	5%
Một số tổ chức tiêu biểu						
BMI, công ty thuộc Fitch Solutions		115	110	105	100	95
Westpac Banking Corp		120	110	110	120	
Barclays PLC		133	142	142	142	142
Deutsche Bank AG		131	130	120	123	
Morgan Stanley		136	131	124	130	135

Nguồn: Bloomberg, tổng hợp của Vietcap (Giá FOB chưa bao gồm cước vận chuyển, chi phí logistics và thuế GTGT; dữ liệu đồng thuận Bloomberg tính đến tháng 9/2026)

Phụ lục

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

- Các cú sốc giá dầu tác động mạnh nhất khi xuất phát từ gián đoạn tại các quốc gia sản xuất (Nga, Iran, Iraq), trong khi giá cước vận tải tăng vọt khi xảy ra gián đoạn tại các điểm nghẽn hàng hải (Biển Đỏ, eo biển Hormuz).
- Sau thập niên 1990, các cú sốc giá dầu ở mức thấp hơn do: 1) sức mạnh của liên minh OPEC giảm, 2) sự phát triển của năng lượng tái tạo, và 3) tăng trưởng nhu cầu chậm lại.

Hình 28: Các cú sốc nguồn cung dầu toàn cầu lớn trong quá khứ

Ngày/Sự kiện	Nguồn cung dầu toàn cầu bị ảnh hưởng	Thời gian	Phản ứng của giá dầu	Tác động lạm phát
Tháng 10/1973 - Lệnh cấm vận dầu mỏ của khối Ả Rập	~4-5% kéo dài OPEC cấm vận, cắt ~5 triệu thùng/ngày sang phương Tây	6 tháng	+300-400%	Nghiêm trọng, đình lạm
1978 - 1979 (Cách mạng Iran)	Cách mạng làm gián đoạn 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	Không đáng kể	Không đáng kể
2019 (Houthi tấn công Ả Rập Xê-út)	~5% tạm thời	Vài ngày	+20% trong 1 ngày	Không đáng kể
2022 (Xung đột Nga-Ukraine)	~14%	4 năm (đang diễn ra)	+35-60%	Áp lực lạm phát toàn cầu cao
2023 - 2025 (Houthi tấn công tại Biển Đỏ)	~9% ~90% lưu lượng được chuyển hướng từ Suez sang châu Phi	2 năm	+5-10%	Lạm phát có thể tăng thêm tới 1%
Tháng 6/2025 (Căng thẳng tại eo biển Hormuz)	~20% tạm thời	12 ngày	+14%	Tác động vừa phải
2026	0%-20% có rủi ro	Chưa xác định	Phần bù rủi ro tính đến hiện tại	Hạn chế tính đến hiện tại

Nguồn: Truyền thông, Vietcap

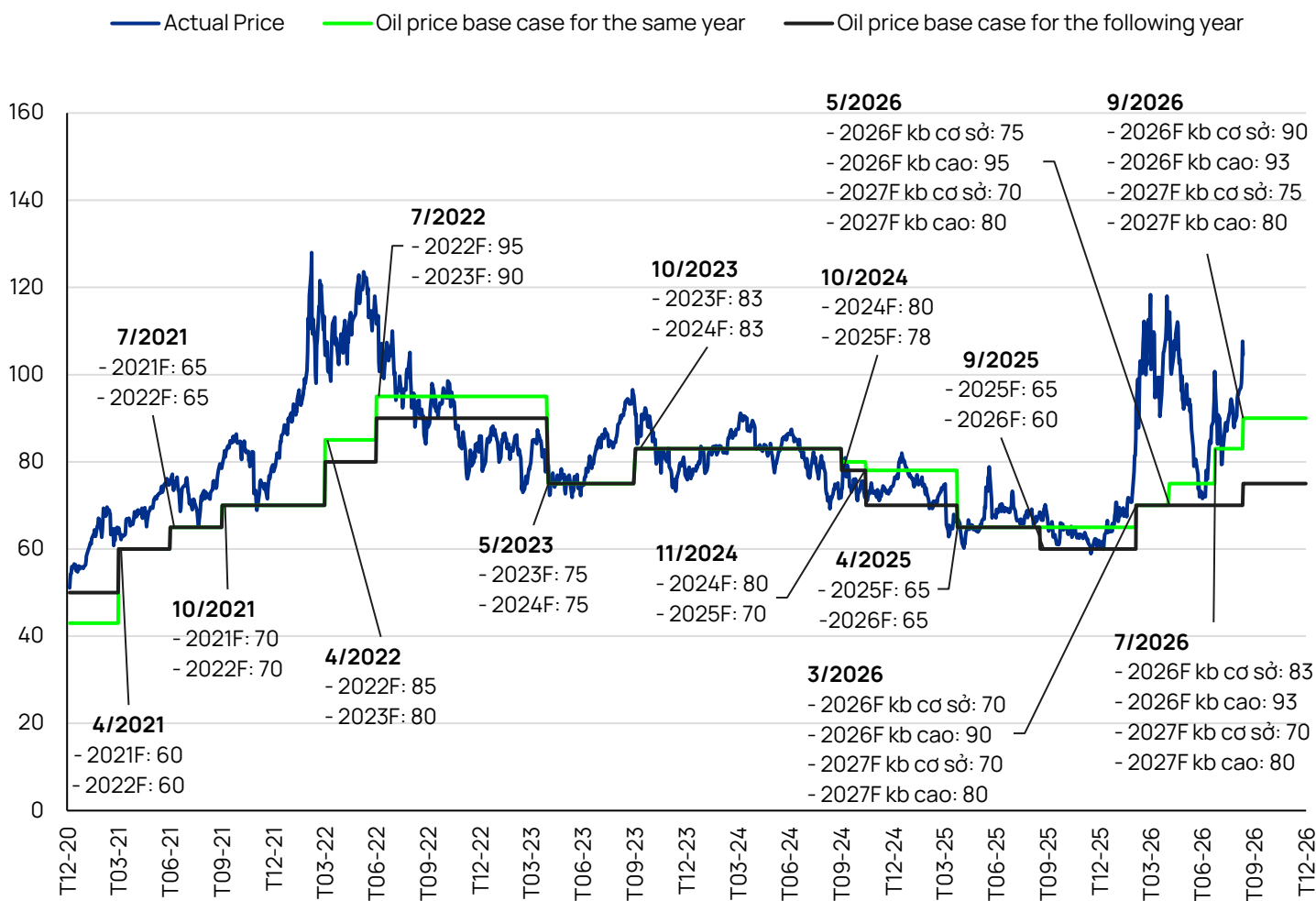
Hình 29: Các đợt gián đoạn lớn tại eo biển Hormuz thường kéo dài 30-45 ngày

Giai đoạn	Sự kiện	Thời gian gián đoạn ước tính	Diễn biến	Giá dầu sau 90 ngày kể từ khủng hoảng (USD/thùng)	Tác động đến giá dầu % so với ngày bắt đầu khủng hoảng	% so với 90 ngày trước đó)
1984-1988	Chiến tranh tàu chở dầu (Chiến tranh Iran-Iraq)	Khoảng 1.460 ngày (4 năm gián đoạn không liên tục)	Iran và Iraq tấn công khoảng 400 tàu chở dầu bằng tên lửa và thủy lôi	WTI: 29 USD/thùng	-5%	N.M
1987-1988	Chiến dịch hộ tống của Mỹ (Chiến dịch Earnest Will)	Khoảng 300 ngày	Hải quân Mỹ hộ tống tàu chở dầu Kuwait sau các đợt tấn công lớn	WTI: 20 USD/thùng	-3%	Gần như đi ngang
2003	Chiến tranh Iraq	Khoảng 10-15 ngày rủi ro gián đoạn gia tăng	Iran đặt lực lượng hải quân trong tình trạng báo động, lo ngại thủy lôi	Brent: 26 USD/thùng	+3%	-7%
2012	Khủng hoảng trừng phạt hạt nhân Iran	Khoảng 20-30 ngày rủi ro vận tải	Iran đe dọa đóng cửa, tăng cường lực lượng hải quân tại vùng Vịnh	Brent: 119 USD/thùng	+7%	+7%
Tháng 5/2019	Các vụ phá hoại tàu chở dầu	Khoảng 30 ngày	6 tàu chở dầu bị tấn công gần Fujairah và vịnh Oman	Brent: 59 USD/thùng	-17%	-5%
Tháng 7/2019	Bắt giữ tàu chở dầu (căng thẳng Anh-Iran)	Khoảng 10-15 ngày	Iran bắt giữ tàu Stena Impero của Anh	Brent: 60 USD/thùng	-4%	-19%
2022	Xung đột Nga-Ukraine	Không tác động đến Hormuz	Không tác động đến Hormuz	Brent: 114 USD/thùng	+15%	+57%
2023-2025	Houthi tấn công Biển Đỏ, xung đột Mỹ/Israel-Iran	Khoảng 20-40 ngày rủi ro không liên tục	Đe dọa tên lửa/máy bay không người lái đối với hoạt động vận tải	Brent: 83 USD/thùng	+4%	-1%

Nguồn: Truyền thông đại chúng, Vietcap

Dự báo giá dầu trong quá khứ

Hình 30: Dự báo kịch bản cơ sở giá dầu của Vietcap trong quá khứ (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Chúng tôi, Dương Tấn Phước, Nguyễn Thị Thùy Dương, Phạm Phú Lộc & Đinh Thị Thùy 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, Trưởng phòng, ext 364

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- 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 Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

- Nguyễn Thị Thùy Dương, Chuyên viên, ext 132

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

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

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

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.