

TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ 2H26

THƯỢNG NGUỒN CHIẾM TÂM ĐIỂM TRUNG LẬP



- Tài liệu này được chuẩn bị bởi KIS Vietnam Securities Corp nhằm giúp các nhân viên nội bộ của chúng tôi đầu tư vào chứng khoán. Tài liệu này được bảo vệ bản quyền và không được sao chép, phân phối, chuyển tiếp hoặc thay đổi dưới bất kỳ hình thức nào mà không có sự đồng ý của KIS Vietnam Securities Corp.
- Tài liệu này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản tài liệu này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Chúng tôi không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của tài liệu này và nó không nên được tin cậy như vậy. Công ty không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này hoặc nội dung của tài liệu này. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và tài liệu phân tích này không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Cổ phiếu trong báo cáo này được lựa chọn dựa trên sự đồng thuận và các mô hình định lượng của KIS Vietnam Securities Corp, do đó có thể không trùng khớp với các khuyến nghị của KIS Vietnam Securities Corp.
- Nội dung của tài liệu này phản ánh chính xác quan điểm của nhà phân tích. Dưới bất kỳ hình thức nào, không có áp lực hoặc can thiệp từ bên ngoài trong quá trình phân tích hoặc chuẩn bị tài liệu này.

Ngành Dầu khí 2H26F

Thượng nguồn chiếm tâm điểm



Triển vọng 2H26F

- Khí thiên nhiên:**
- Tiêu thụ khí thiên nhiên 2H26F dự kiến duy trì tương đối đi ngang, tăng +1.3% n/n:
 - Nhu cầu từ nhóm khách hàng Điện dự kiến tăng 2.4% n/n (xem chi tiết ở trang sau), bao gồm:
 - ✓ Khí nội địa: chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ tăng 4.8% n/n nhờ nguồn cung khu vực Đông Nam Bộ cải thiện.
 - ✓ LNG: nhu cầu có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ, do chúng tôi kỳ vọng NT3&4 vận hành dưới mức Qc 65% trong mùa thấp điểm.
 - Nhu cầu từ Phân bón & Công nghiệp: dự báo duy trì ổn định.
 - Nguồn cung khí nội địa khu vực Đông Nam Bộ cải thiện:
 - Đảo chiều xu hướng: Trong 4Q25, công suất cung cấp khí nội địa khu vực Đông Nam Bộ đã quay trở lại tăng trưởng dương sau hơn 3 năm suy giảm hai chữ số.
 - Chúng tôi kỳ vọng xu hướng phục hồi nguồn cung thượng nguồn sẽ tiếp diễn, qua đó đưa tiêu thụ khí nội địa trở lại tăng trưởng dương, đồng thời giảm nhu cầu LNG.
- Thăm dò & Khai thác (E&P):**
- Tiềm năng tăng trưởng nhu cầu E&P được thúc đẩy bởi các KPI tăng trưởng của PVN, môi trường pháp lý thuận lợi hơn, giá dầu cao hơn và đầu tư thượng nguồn gia tăng.
 - Nhu cầu đối với giàn khoan vẫn duy trì ở mức cao tại Đông Nam Á.
- Phân phối xăng dầu:**
- Rủi ro vẫn hiện hữu khi các sản phẩm xăng dầu thành phẩm vẫn đang mang mức war premium khoảng 20-30%.
 - Các doanh nghiệp phân phối thuộc sở hữu nhà nước có thể gia tăng thị phần, nhưng đồng thời cũng gia tăng mức độ risk exposure.
- Lọc dầu:**
- Biên lợi nhuận của BSR dự kiến sẽ dần trở về mức bình thường trong 2H26F khi crack spread thu hẹp.

Khuyến nghị

- Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với mảng E&P, trong khi nhìn chung vẫn duy trì quan điểm TRUNG LẬP đối với các phân khúc còn lại. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với toàn ngành Dầu khí.
- Đối với khuyến nghị cổ phiếu, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với 6 cổ phiếu gồm GAS, CNG, PVD, PVS, PLX và BSR.

DANH MỤC THEO DÕI NGÀNH DẦU KHÍ

Danh mục theo dõi ngành dầu khí

Ticker	Đánh giá	Giá mục tiêu đồng/cp	Tăng giá %	LNST 3Q26F tỷ đồng n/n, %		LNST 4Q26F tỷ đồng n/n, %		LNST 2026F tỷ đồng n/n, %		ROE 2026F %	PE Fw 26F x	PB Fw 26F x	Lợi suất cổ tức %
GAS	NẮM GIỮ	79,300	+3%	3,174	21	2,991	116	13,764	19	19.3	13.2	2.4	3.3
CNG	NẮM GIỮ	25,800	+28%	20	(23)	20	345	80	16	9.9	11.9	1.2	4.7
PVS	NẮM GIỮ	39,000	+3%	527	58	1,211	25	2,627	37	15.1	6.9	1.1	-
PVD	NẮM GIỮ	18,200	-5%	577	108	647	71	1,939	85	11.3	7.4	1.0	-
PLX	NẮM GIỮ	38,800	+8%	597	(15)	673	(2)	697	(77)	7.9	19.5	1.7	3.4
BSR	NẮM GIỮ	20,100	-23%	1,680	86	2,532	(17)	23,825	3.6x	35.6	5.4	1.7	1.2

Ngành Dầu khí 2H26F

Thượng nguồn chiếm tâm điểm

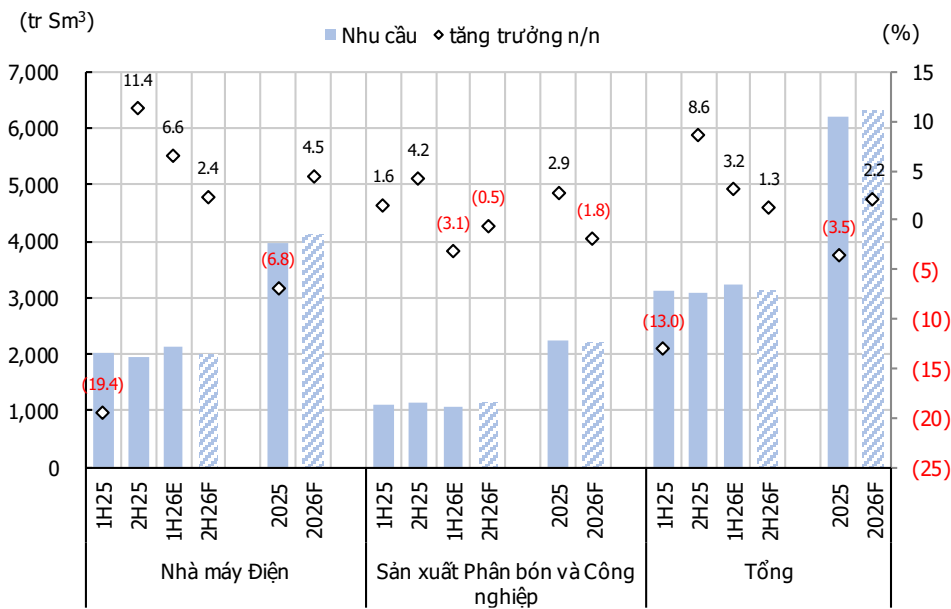
I. Phân tích ngành

1. Khí thiên nhiên & LNG
2. E&P
3. Phân phối xăng dầu
4. Lọc dầu

I. Phân tích ngành | Khí thiên nhiên & LNG

Tổng nhu cầu Khí thiên nhiên & LNG: tiêu thụ có thể duy trì ổn định trong 2H26F

Hình 1. Nhu cầu khí thiên nhiên dự kiến tăng 1.4% n/n



Hình 2. Hệ số công suất của điện khí dự kiến duy trì ổn định ở mức 31% trong 2H26F

hệ số công suất	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26	2H26F
Thủy điện	28%	62%	35%	54%	32%	51%
Điện than	68%	50%	67%	59%	73%	63%
Điện khí	38%	31%	32%	29%	35%	31%
NLTT	19%	19%	20%	20%	21%	21%

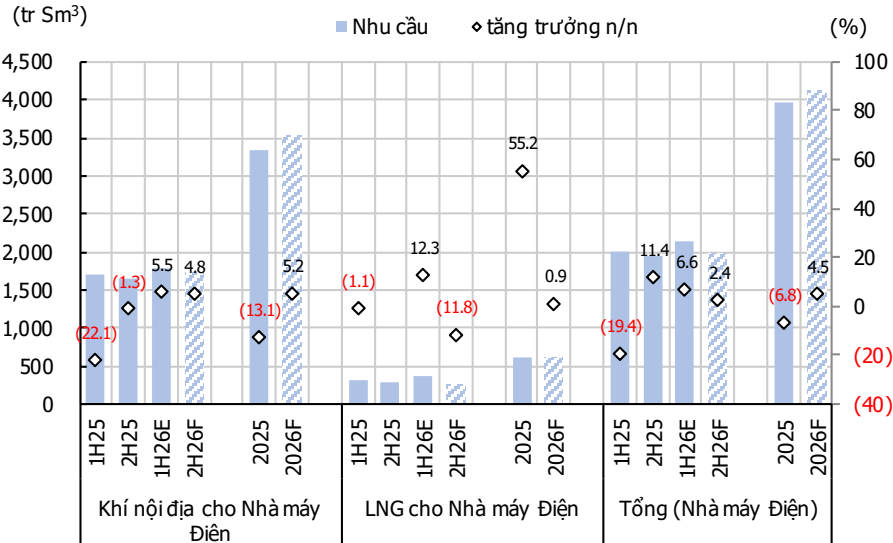
Tiêu thụ khí thiên nhiên 2H26F dự kiến duy trì tương đối đi ngang, tăng 1.3% n/n:

- Nhu cầu từ nhóm khách hàng Điện dự kiến tăng 2.4% n/n (xem chi tiết ở trang sau), bao gồm:
 - Khí nội địa: chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ tăng 4.8% n/n nhờ nguồn cung khu vực Đông Nam Bộ cải thiện.
 - LNG: nhu cầu có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ, do chúng tôi kỳ vọng NT3&4 vận hành dưới mức Qc 65% trong mùa thấp điểm.
- Nhu cầu từ Phân bón & Công nghiệp: dự báo duy trì ổn định.

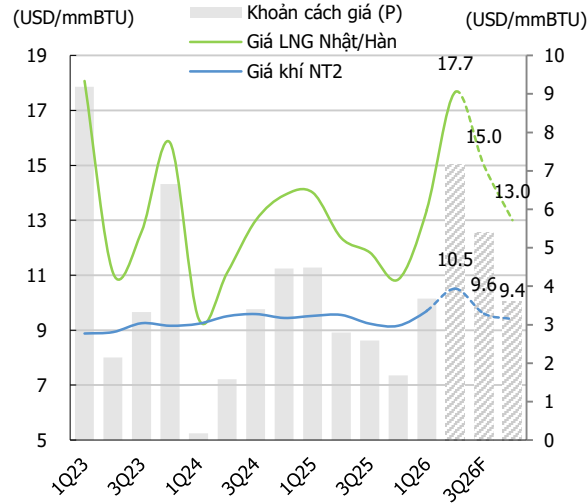
I. Phân tích ngành | Khí thiên nhiên & LNG

Nhu cầu khí của nhóm khách hàng Điện: nguồn cung khí nội địa cải thiện có thể làm giảm nhu cầu LNG.

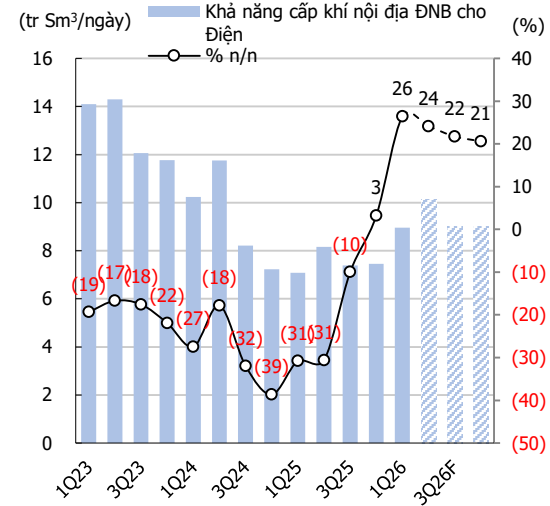
Hình 3. Tiêu thụ LNG có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ khi NT3&4 vận hành dưới ngưỡng Qc (65%). Tiêu thụ khí nội địa có thể tăng 4.8% n/n nhờ nguồn cung cải thiện tại khu vực Đông Nam Bộ



Hình 4. Chênh lệch giá giữa LNG và khí nội địa có thể tiếp tục duy trì ở mức cao trong 2H26F



Hình 5. Công suất nguồn cung khí nội địa khu vực Đông Nam Bộ đã chuyển sang tăng trưởng sau giai đoạn suy giảm



Giá LNG cao làm giảm mức huy động của EVN đối với Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4)

- Giai đoạn thấp điểm (1Q26):** Sản lượng phát điện thực tế liên tục thấp hơn mức sản lượng hợp đồng (Qc) 65%. EVN lựa chọn trả phí công suất (take-or-pay) thay vì huy động phát điện do chi phí LNG ở mức cao.
- Phục hồi trong mùa cao điểm (2Q26):** Trong cao điểm mùa khô, mức huy động đã phục hồi lên tương đương ngưỡng Qc 65%.
- Triển vọng LNG 2H26F:** Chúng tôi dự báo chênh lệch giá giữa LNG và khí nội địa sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao. Trong bối cảnh 2H26 là mùa thấp điểm và giá LNG vẫn neo cao, chúng tôi cho rằng NT3&4 sẽ được huy động dưới mức Qc, khiến tổng nhu cầu LNG đi ngang hoặc giảm nhẹ n/n.

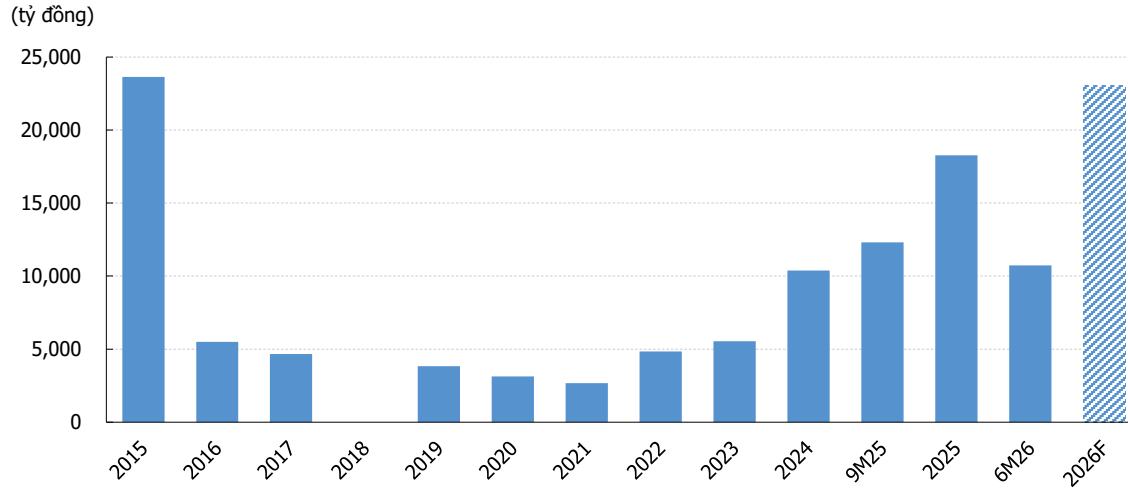
Nguồn cung khí khu vực Đông Nam Bộ chuyển sang tăng trưởng lần đầu tiên trong hơn 3 nămĐiểm đảo chiều:

- Trong 4Q25, công suất nguồn cung khí nội địa khu vực Đông Nam Bộ đã chuyển sang tăng trưởng sau hơn 3 năm suy giảm hai chữ số. Những chuyển biến về chính sách cùng các mục tiêu tăng trưởng sản lượng thượng nguồn quyết liệt đã giúp cải thiện tỷ lệ thu hồi, ngay cả tại các mỏ khí đã khai thác lâu năm.
- Chúng tôi kỳ vọng xu hướng phục hồi nguồn cung thượng nguồn sẽ tiếp tục được duy trì, đặc biệt tại khu vực Đông Nam Bộ. Điều này có thể thúc đẩy tiêu thụ khí nội địa quay trở lại tăng trưởng, đồng thời làm giảm nhu cầu LNG.

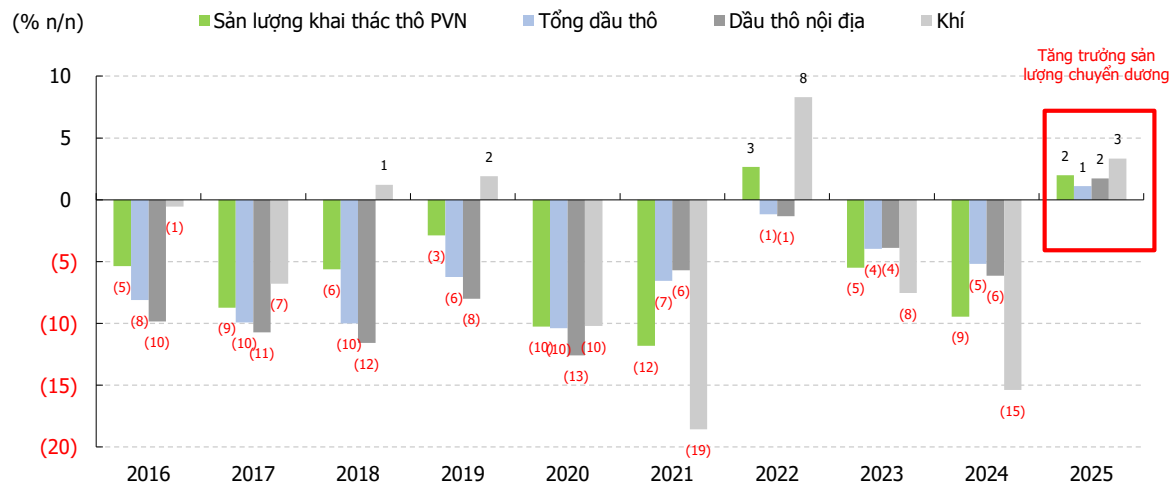
I. Phân tích ngành | Exploration & Production

Đầu tư thượng nguồn tăng mạnh; sản lượng đảo chiều tăng trưởng dương sau thời gian dài suy giảm

Hình 6. CapEx thượng nguồn (PVEP) có thể quay trở lại mức của năm 2015 trong 2026F



Hình 7. KPI sản lượng của PVN xác nhận xu hướng đảo chiều trong 2025



Đà phục hồi thượng nguồn đã được xác nhận, kỳ vọng duy trì tăng trưởng trong 2H26:

- **Mục tiêu tăng trưởng GDP 10%** trong 2026 và duy trì mức hai chữ số trong giai đoạn 2026-30F: nhằm đáp ứng các KPI tăng trưởng GDP do Chính phủ giao, PVN với vai trò doanh nghiệp trụ cột quốc gia được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh đầu tư thượng nguồn nhằm đảm bảo tăng trưởng sản lượng bền vững cho bản thân và các đơn vị thành viên.
- **Xu hướng đảo chiều sản lượng** đã được xác nhận: gần như toàn bộ các KPI khai thác đã chuyển sang tăng trưởng trong 2025, đảo ngược xu hướng suy giảm kéo dài trước đó. Trong đó, sản lượng khai thác dầu thô ghi nhận tăng trưởng lần đầu tiên sau 11 năm.
- **CapEx thượng nguồn:** đầu tư thượng nguồn của PVEP tăng mạnh 76% n/n trong 2025 và 26% n/n trong 6T26, chúng tôi kỳ vọng CapEx thượng nguồn sẽ quay trở lại mức của năm 2015 trong 2026F

I. Phân tích ngành | Exploration & Production

Các cột mốc first oil/gas sắp tới giai đoạn 2026-28 đánh dấu thời kỳ cao điểm giải ngân CapEx

Hình 8. Giai đoạn 2026-28F được kỳ vọng sẽ là thời kỳ cao điểm giải ngân CapEx thượng nguồn, nhờ các cột mốc first oil/gas của hàng loạt dự án lớn đang được triển khai. Trong đó, Lô B – Ô Môn là dự án lớn nhất, với first gas dự kiến vào 3Q27, sau đó tiếp tục phát triển theo từng giai đoạn trước khi mở đạt sản lượng ổn định

Tên dự án	Loại	Vị trí	Kế hoạch first gas/oil	Trữ lượng (mmBOE)	CapEx (triệu USD)	2025	2026	2027	2028	sau 2030
Kèn Bầu	Khí	Bể Sông Hồng	sau 2030	1,248 - 1.560	N/A					
Cá Voi Xanh	Khí	Bể Sông Hồng	sau 2030	936.0	4,600					
Lô B	Khí	Bể Malay - Thổ Chu	3Q27	667.7	6,600	Construction		3Q27	Phased development	
Báo Vàng - Báo Đen	Khí	Bể Sông Hồng	sau 2030	361.2	1,321					
Lạc Đà Vàng	Dầu	Bể Cửu Long	4Q26	100 - 113	693	Construction		4Q26		
Sư Tử Trắng (GĐ 2B)	Khí	Bể Cửu Long	T7/2028	99.8	1,300		partial	Construction	Jun 28	
Thiên Nga - Hải Âu	Khí	Bể Nam Côn Sơn	cuối 2026	62.6	349	Construction		4Q26		
Nam Du - U Minh	Khí	Bể Malay - Thổ Chu	cuối 2028	34.9	N/A		FDP approved (Mar 2026)		late 28	
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	Khí	Bể Malay - Thổ Chu	4Q27	25.1	N/A		Construction	4Q27		
Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	Dầu	Bể Cửu Long	2025	21.6	650					
Đại Hùng Nam	Dầu	Bể Nam Côn Sơn	3Q27	N/A	400		Construction	3Q27		
Kinh Ngư Vàng	Dầu	Bể Cửu Long	3Q27	17.3	N/A		Under FEED (67.4%)	3Q27		

■ Mốc first gas/oil ■ Đang tiến hành xây lắp

I. Phân tích ngành | Exploration & Production

Nghị quyết 66.6: Tinh giản quy trình đầu tư thượng nguồn, thúc đẩy backlog và sản lượng

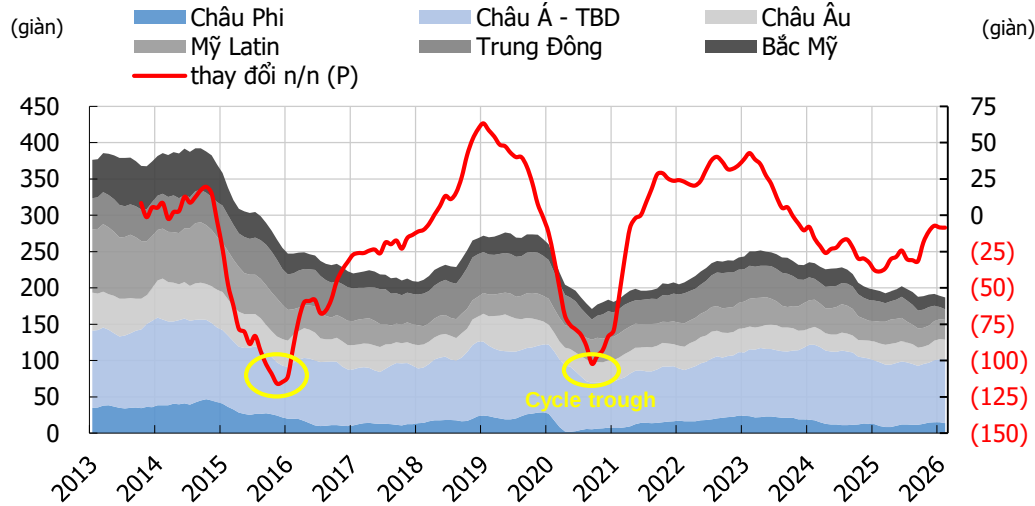
Hình 9. Các cơ chế trao quyền cho PVN tại Nghị quyết số 66.6/2025/NQ-CP được kỳ vọng sẽ tinh giản quy trình đầu tư thượng nguồn, tạo thêm khối lượng công việc và thúc đẩy tỷ lệ thu hồi dầu khí

Stt	Quyền PVN được trao	Nội dung
1	Phê duyệt và điều chỉnh Kế hoạch phát triển mỏ đại cường (ODPs)	- Phê duyệt ODP cho các mỏ dầu khí, ngoại trừ các dự án phát triển mỏ trên đất liền và các dự án có chuỗi công trình, thiết bị đồng bộ trên bờ và ngoài khơi. - Phê duyệt điều chỉnh ODP trong trường hợp thay đổi phương án phát triển, ngoại trừ các dự án khí và các dự án có thay đổi nhu cầu sử dụng đất đối với các phát hiện dầu khí đã được Phê duyệt.
2	Phê duyệt điều chỉnh Kế hoạch khai thác sớm (EPS)	- Các điều chỉnh dẫn đến giảm Chi phí đầu tư (CapEx), bất kể có thay đổi đối với các hạng mục công việc cụ thể hay các cấu phần chi phí riêng lẻ hay không. - Các điều chỉnh dẫn đến tăng Chi phí đầu tư (CapEx) dưới 10%, ngoại trừ các trường hợp có phát sinh việc xây dựng bổ sung giàn khai thác.
3	Phê duyệt điều chỉnh Kế hoạch phát triển mỏ (FDPs)	- Các điều chỉnh dẫn đến giảm Chi phí đầu tư (CapEx), bất kể có thay đổi đối với các hạng mục công việc cụ thể hay các cấu phần chi phí riêng lẻ hay không. - Các điều chỉnh dẫn đến tăng Chi phí đầu tư (CapEx) dưới 10%, ngoại trừ các trường hợp có phát sinh việc xây dựng bổ sung giàn khai thác.
4	Phê duyệt điều chỉnh Kế hoạch thu dọn công trình dầu khí	- Các điều chỉnh dẫn đến thay đổi +/-20% dự toán chi phí so với kế hoạch gần nhất được Bộ Công Thương (MOIT) phê duyệt, bất kể bản chất của các thay đổi là gì.
5	Phê duyệt Báo cáo Tài nguyên và Trữ lượng dầu khí (RRR) ban đầu	- Tổng Trữ lượng dầu tại chỗ ban đầu (STOIIP) nhỏ hơn 30 triệu m3 - Tổng Trữ lượng khí tại chỗ ban đầu (GIIP) nhỏ hơn 30 tỷ m3

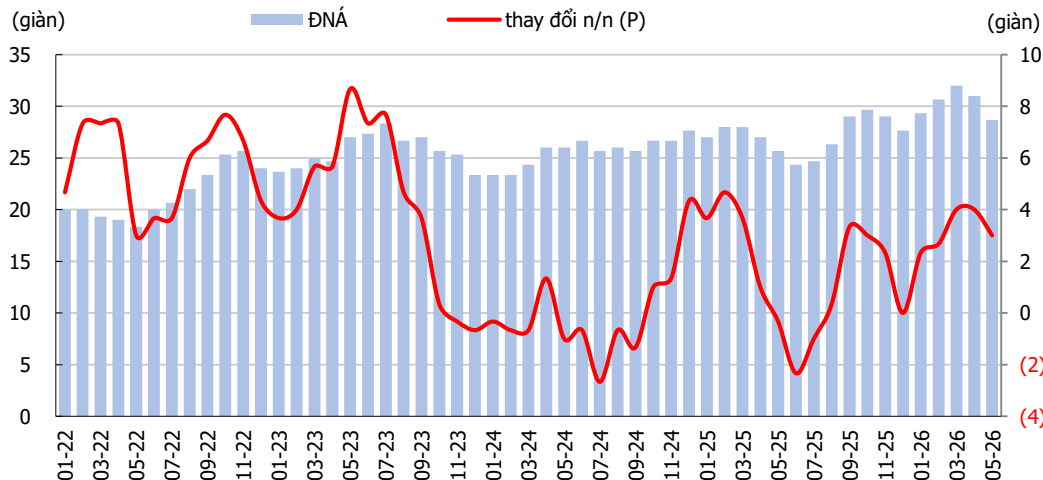
I. Phân tích ngành | Exploration & Production

Ngành Khoan: số lượng giếng khoan hoạt động gia tăng phản ánh nhu cầu trong bối cảnh giá dầu tích cực

Hình 10. Số lượng giếng khoan ngoài khơi đang hoạt động trên toàn cầu (TB trượt 3 tháng) dường như đang ở vùng đáy, với đà suy giảm đang dần chậm lại



Hình 11. Số lượng giếng khoan hoạt động tại Đông Nam Á (trung bình trượt 3 tháng) đang gia tăng nhờ nhu cầu tích cực



Nguồn: Baker Hughes, KIS Research

Triển vọng tích cực cho mảng Khoan trong 2H26F nhờ nhu cầu tăng cao:

Nhu cầu E&P vững chắc tại Đông Nam Á: Số lượng giếng khoan hoạt động tiếp tục xu hướng gia tăng, phản ánh nhu cầu khoan thượng nguồn mạnh mẽ. Chúng tôi cho rằng xu hướng này được hỗ trợ bởi:

- Các chiến dịch khoan quy mô lớn tại Indonesia và Malaysia
- Nhu cầu gia tăng đối với hoạt động gia tăng hệ số thu hồi tại Việt Nam sau các thay đổi chính sách gần đây và mục tiêu tăng trưởng GDP của Chính phủ.
- Nhu cầu lớn từ các dự án trong nước đang triển khai như Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, Lạc Đà Vàng và các dự án khác

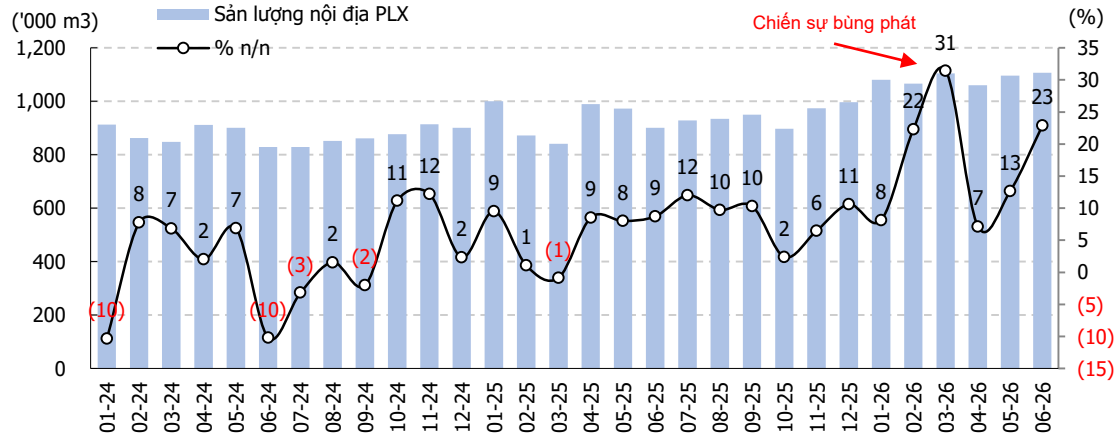
Yếu tố hỗ trợ từ giá dầu:

- Chúng tôi cho rằng môi trường giá dầu duy trì trên 70 đô/thùng sẽ tiếp tục thúc đẩy hoạt động đầu tư thượng nguồn trên phạm vi toàn cầu.
- Theo quan điểm của chúng tôi, thị trường khoan toàn cầu có thể bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới nếu mặt bằng giá dầu này được duy trì.

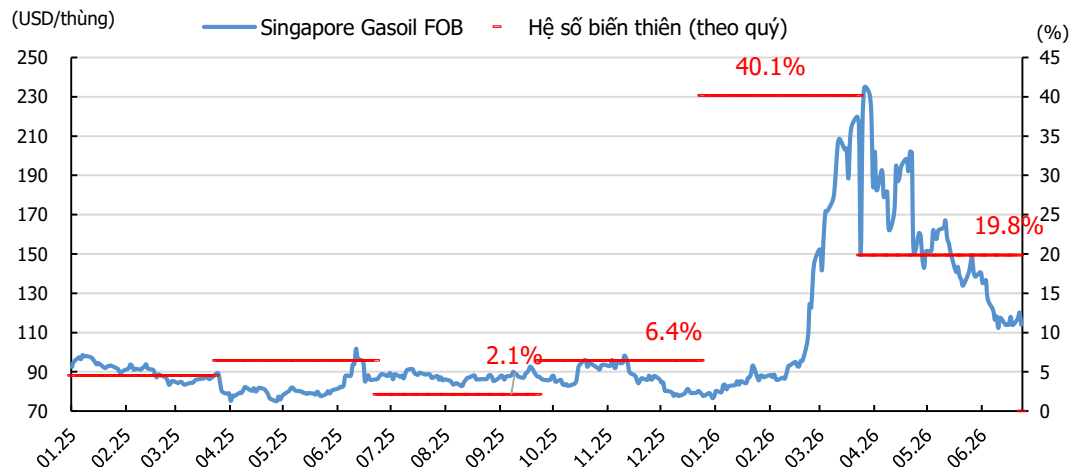
I. Phân tích ngành | Phân phối Xăng dầu

Nhà tạo nguồn quốc doanh: tăng thị phần, nhưng đồng thời đối mặt với rủi ro hàng tồn kho cao hơn

Hình 12. Sản lượng nội địa của PLX tăng trưởng hai chữ số khi xung đột nổ ra để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia, đồng thời cũng tăng vị thế rủi ro tồn kho



Hình 13. Giá Diesel Singapore ghi nhận biến động ở mức rất cao, với hệ số biến thiên đạt 40% và 19% trong 1Q-2Q26. Đến cuối 1H26, giá vẫn cao hơn 20-30% so với trước xung đột, hàm ý vẫn còn rủi ro giảm đáng kể từ war-premium



Nguồn: Bloomberg, PLX, KIS Research

*Note: PLX's domestic volume CAGR 2019-25: 2.6%

Điều kiện thị trường kém thuận lợi hơn trong 1H26:

- Nguồn cung xăng dầu tại châu Á bị thắt chặt ngay sau khi xung đột bùng phát, khiến giá xăng dầu tăng vọt và biến động mạnh, qua đó làm xấu đi điều kiện kinh doanh.
- Các doanh nghiệp nhập khẩu xăng dầu tư nhân có xu hướng hạn chế gia tăng hàng tồn kho do (1) rủi ro hàng tồn kho cao và (2) biên lợi nhuận phân phối bị thu hẹp.

Các doanh nghiệp phân phối nhà nước gia tăng thị phần nhưng cũng chấp nhận nhiều rủi ro hơn:

- Sản lượng tiêu thụ nội địa của PLX tăng mạnh 31% n/n trong tháng 3 và tăng 18% n/n trong giai đoạn tháng 3-6, trong bối cảnh doanh nghiệp chấp nhận gia tăng rủi ro hàng tồn kho nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.
- Trong 1Q26, PLX đã trích lập VND6.2tn dự phòng giảm giá hàng tồn kho do giá Diesel giảm mạnh đột ngột.

Rủi ro vẫn hiện hữu trong 2H26F:

- Các doanh nghiệp phân phối nhà nước như PLX có thể tiếp tục gia tăng thị phần, với sản lượng tiêu thụ nội địa dự kiến tăng 10-15%.
- Rủi ro hàng tồn kho vẫn ở mức cao khi giá xăng và Diesel Singapore tại cuối 1H26 vẫn đang mang mức premium 20-30% so với trước thời điểm xung đột.

I. Phân tích ngành | Phân phối Xăng dầu

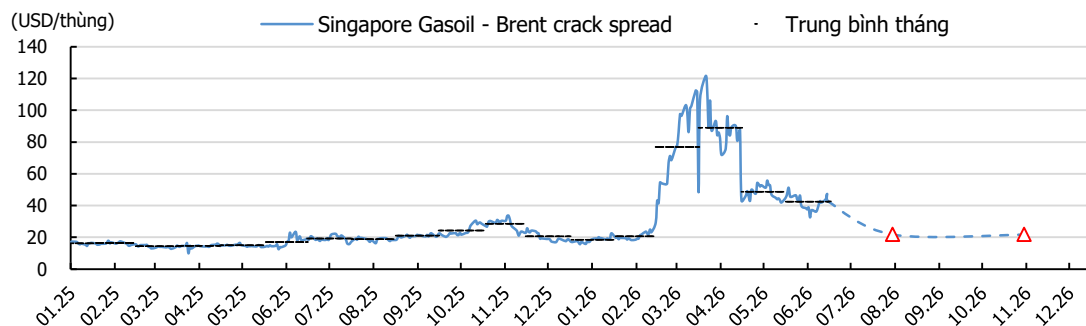
Nghị định Xăng dầu mới: kỳ vọng ban hành từ 1H27F khi an ninh năng lượng vẫn được ưu tiên hàng đầu

	Nghị định 80/2023 (current)	Dự thảo lần thứ 10 (tháng 1 2026)
Công thức giá bán	Giá bán do Nhà nước ấn định: Giá xăng dầu nhập khẩu/trong nước = Giá xăng dầu thế giới + Chi phí đưa xăng dầu về Việt Nam/vận chuyển từ nhà máy lọc dầu trong nước về cảng +/- Premium + Chi phí kinh doanh định mức + Trích lập Quỹ bình ổn giá + Thuế (Thuế nhập khẩu, Thuế tiêu thụ đặc biệt, Thuế bảo vệ môi trường, VAT và các loại thuế khác) Giá = Giá bình quân gia quyền (theo sản lượng) của giá xăng dầu nhập khẩu và trong nước	Giá bán theo cơ chế “bán” thị trường: Giá = Giá xăng dầu đầu vào + Chi phí tạo nguồn + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận + Thuế (Thuế nhập khẩu, Thuế tiêu thụ đặc biệt, Thuế bảo vệ môi trường, VAT và các loại thuế khác)
Giá bán cho vùng sâu vùng xa	Giá bán do cơ quan quản lý xác định	Áp dụng phần bù tối đa 2% cho chi phí logistic
Ai là người tính toán giá bán?	Cơ quan quản lý tính toán dựa trên quy tắc bình quân gia quyền như công thức	Cơ quan quản lý sẽ tính toán chi phí kinh doanh định mức (điều chỉnh theo lạm phát, rà soát mỗi 3 năm) Các doanh nghiệp phân phối sẽ tự xác định, tự kê khai các cấu phần chi phí còn lại và giá bán lẻ
Premium	Bộ Tài Chính xác định mỗi 3 tháng dựa trên nguyên tắc bình quân gia quyền	Không đề cập
Chi phí vận chuyển định mức	Bộ Tài Chính xác định mỗi 3 tháng dựa trên nguyên tắc bình quân gia quyền	Không đề cập
Chi phí kinh doanh định mức	Bộ Tài Chính điều chỉnh hằng năm	Cơ quan quản lý xác định, điều chỉnh hằng năm theo lạm phát và rà soát lại sau mỗi 3 năm.
Lợi nhuận định mức	300	Không đề cập
Chu kỳ điều chỉnh giá	7 ngày	7 ngày
Dự trữ bắt buộc	20 ngày tồn kho	20 ngày tồn kho
Số doanh nhân phân phối trên mỗi doanh nhân bán lẻ	3	1

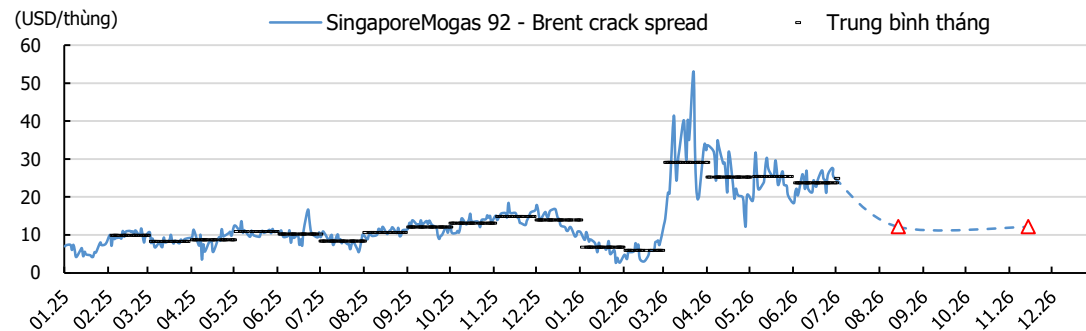
I. Phân tích ngành | **Lọc dầu**

Biên lọc dầu có thể bình thường hoá khi war premium được loại bỏ dần

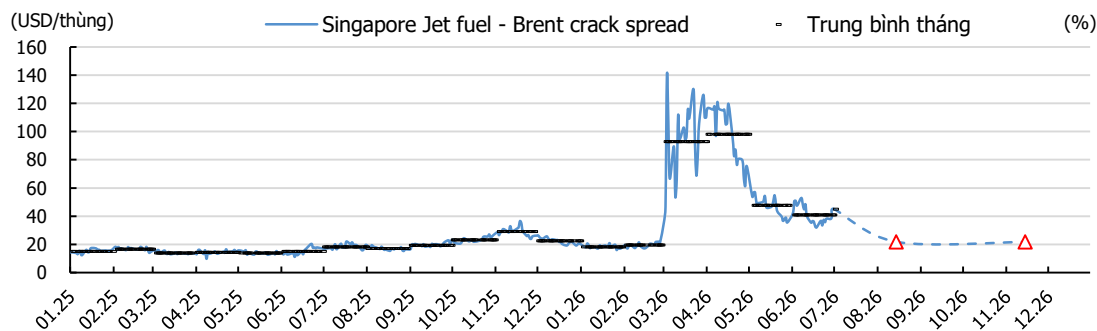
Hình 14. Chênh lệch giá (crack spread) Singapore Diesel – Brent



Hình 15. Chênh lệch giá (crack spread) Singapore Gasoline – Brent



Hình 16. Chênh lệch giá (crack spread) Singapore Jet fuel – Brent



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Crack spread 2H26F được kỳ vọng duy trì cao hơn mức trước xung đột:

- Đến cuối 1H26, các sản phẩm xăng dầu Singapore vẫn đang giao dịch với mức premium so với trước xung đột, trong khi phần lớn war premium trên giá dầu Brent dường như đã được triệt tiêu.
- Do khu vực Vùng Vịnh đóng vai trò then chốt trong nguồn cung xăng dầu thành phẩm toàn cầu, chúng tôi cho rằng war premium của các sản phẩm xăng dầu chỉ có thể được loại bỏ hoàn toàn khi hoạt động lưu thông qua eo biển Hormuz được khôi phục hoàn toàn.
- Chúng tôi kỳ vọng crack spread trong 2H26 sẽ giảm đáng kể so với mức cao kỷ lục trong 2Q26, nhưng vẫn duy trì cao hơn so với giai đoạn trước xung đột.

Ngành Dầu khí 2H26F

Thượng nguồn chiếm tâm điểm

II. Phân tích doanh nghiệp

1. GAS
2. CNG
3. PVS
4. PVD
5. PLX
6. BSR

1. GAS – NẮM GIỮ

Trở lại quỹ đạo

Luận điểm đầu tư

2H26F:

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của GAS trong 3Q26F / 4Q26F / 2H26F lần lượt đạt 52.7 / 61.0 / 113.8 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 48% / 40% / 43% n/n.
- Tăng trưởng doanh thu chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) GAS tiếp nhận hoạt động mua bán khí PM3-CAA từ PVN và (2) giá bán các sản phẩm LNG và LPG tăng cao.
- Chúng tôi dự phóng LNST cốt lõi (loại trừ tác động của trích lập dự phòng nợ xấu) đạt 3,174 tỷ đồng / 2,991 tỷ đồng / 6,164 tỷ đồng trong 3Q26F / 4Q26F / 2H26F, tương ứng tăng trưởng 21% / 16% / 19% n/n.

Rủi ro cần lưu ý

- GAS có thể gia tăng trích lập dự phòng gây áp lực lên LNST báo cáo trong ngắn hạn
- Giá dầu giảm có thể tạo tâm lý tiêu cực cho cổ phiếu

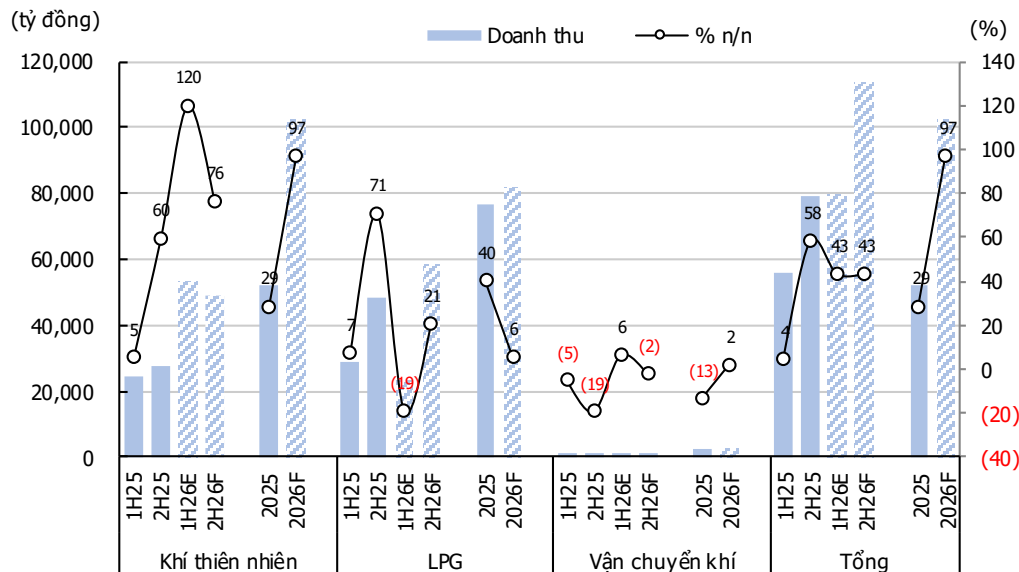
Hình 17: Dự phóng KQKD GAS 2H26

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	38,020	41,984	52,752	61,032	135,129	193,788	178,190
Khí thiên nhiên (nội địa & LNG)	20,950	32,577	25,334	23,571	52,070	102,983	71,351
LPG	15,489	7,723	25,467	32,790	76,912	82,613	95,993
Vận chuyển khí	574	637	584	643	2,389	2,471	2,962
Khác	1,006	1,047	1,367	4,028	3,758	7,309	7,885
Tăng trưởng	48.1	39.6	47.8	39.7	30	43	(8)
Khí thiên nhiên (nội địa & LNG)	90.1	144.9	104.3	53.6	29	98	(31)
LPG	16.2	(49.5)	18.3	22.4	40	7	16
Vận chuyển khí	2.1	10.5	4.0	(6.7)	3	3	20
Khác	31.4	13.3	13.3	367.5	(36)	94	8
LN gộp	4,508	6,500	4,969	4,788	17,051	20,765	19,559
% n/n	10.2	31.2	21.1	22.6	(3)	22	(6)
% biên gộp	11.9	15.5	9.4	7.8	12.6	10.7	11.0
LNHĐ	3,488	5,498	3,701	3,464	13,125	16,150	15,180
% n/n	9.9	(3.0)	28.2	147.6	9	23	(6)
% biên LNHĐ	9.2	13.1	7.0	5.7	9.7	8.3	8.5
LNST	2,994	4,606	3,174	2,991	11,572	13,764	12,935
% n/n	8.4	(4.2)	21.5	115.6	9	19	(6)
% biên ròng	7.9	11.0	6.0	4.9	8.6	7.1	7.3
% ROE					18.0	19.3	16.2
LNST loại bỏ tác động dự phòng	2,994	4,606	3,174	2,991	11,135	13,764	12,469
% n/n	8.1	45.1	21.1	16.4	(11)	24	(9)
Chỉ số định giá							
PE					15.1	13.2	14.0
PB					2.6	2.5	2.3
Lợi suất cổ tức					2.9	3.3	2.7

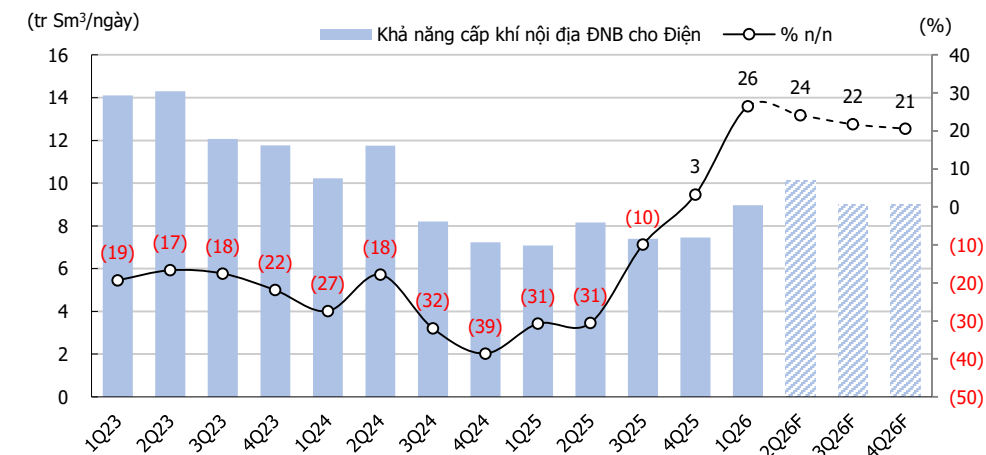
1. GAS – NẮM GIỮ

Trở lại quỹ đạo

Hình 18. Doanh thu 2H26F được dự phóng tăng 76% n/n, chủ yếu nhờ giá LNG/LPG cao hơn

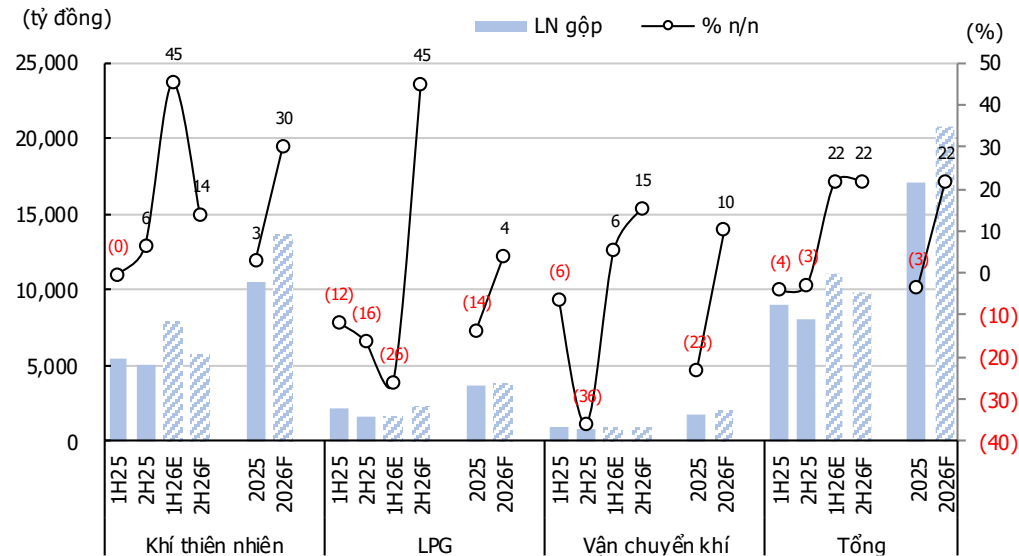


Hình 20. Nguồn cung khí nội địa khu vực Đông Nam Bộ đã chuyển sang tăng trưởng dương



Nguồn: GAS, KIS Research

Hình 19. Chúng tôi dự phóng LN gộp 2H26F tăng 22% n/n



Triển vọng 2H26F:

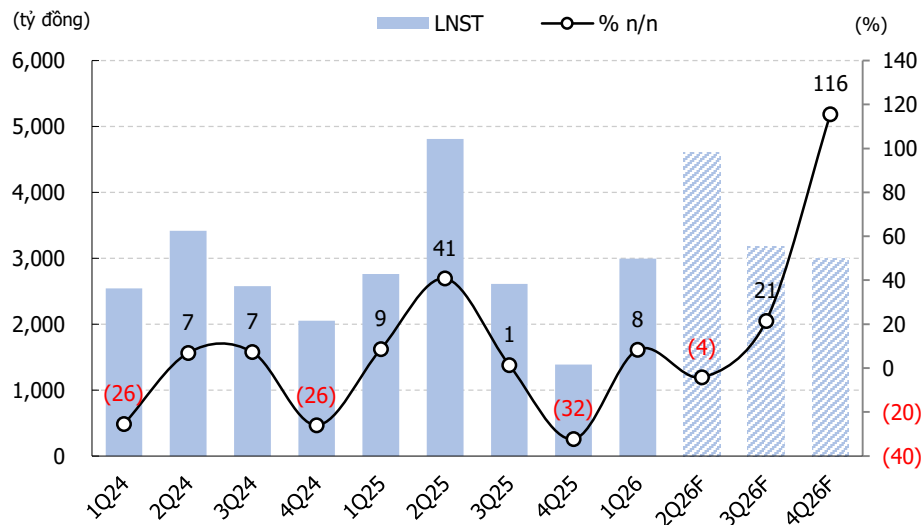
GAS chịu ảnh hưởng mạnh từ các chỉ tiêu tăng trưởng do PVN và định hướng chính sách đặt ra. Do đó, GAS có động lực đẩy mạnh hoạt động thương mại quốc tế với biên lợi nhuận thấp (cả LNG và LPG) nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu

- Khí thiên nhiên:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN gộp tăng lần lượt 76% và 14% n/n. Tăng trưởng doanh thu mạnh chủ yếu đến từ (1) ghi nhận doanh thu mua bán khí PM3-CAA (trước đây GAS chỉ ghi nhận doanh thu cước vận chuyển), và (2) tỷ trọng cao hơn của LNG nhập khẩu có giá trị lớn và hoạt động thương mại LNG quốc tế. Tăng trưởng LN gộp ở mức vừa phải nhờ biên lợi nhuận khí nội địa cải thiện theo giá dầu cao hơn và lợi nhuận từ hoạt động thương mại quốc tế.
- LPG:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LN gộp tăng lần lượt 20% và 45% n/n. Tăng trưởng doanh thu chủ yếu phản ánh giá LPG cao hơn, trong khi mức tăng LN gộp cao hơn n/n chủ yếu đến từ nền so sánh thấp cùng kỳ năm trước.

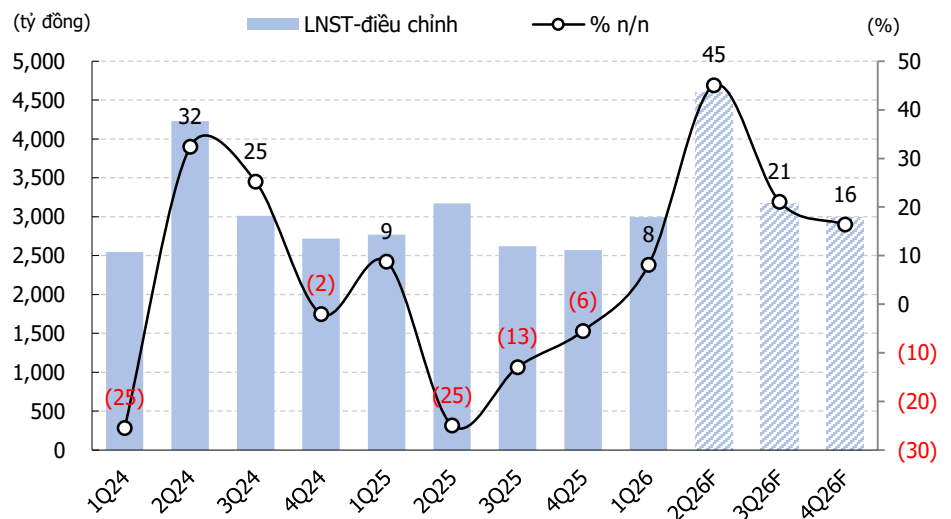
1. GAS – NẮM GIỮ

Trở lại quỹ đạo

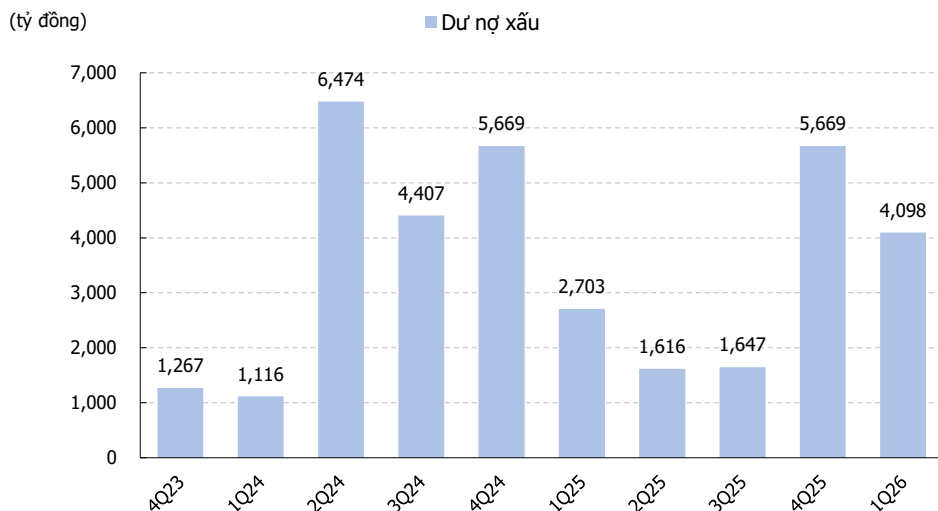
Hình 21. LNST báo cáo được dự phóng tăng 54% n/n trong 2H26F, giá định không phát sinh thêm trích lập dự phòng



Hình 22. LNST cốt lõi (điều chỉnh tác động trích lập dự phòng) được dự phóng tăng 19% n/n



Hình 23. Số dư nợ xấu duy trì ở mức 4.1 nghìn tỷ đồng vào cuối 1Q26



LNST cốt lõi được kỳ vọng tăng 19% trong 2H26F:

- Loại trừ tác động của trích lập dự phòng nợ xấu, chúng tôi dự phóng LNST cốt lõi tăng lần lượt 21% / 16% / 19% n/n trong 3Q26F / 4Q26F / 2H26F.

Lo ngại về trích lập dự phòng nợ xấu:

- Tính đến 3Q25, trong tổng số hơn VND1.6tn các khoản phải thu khó đòi, 944 tỷ đồng đến từ POW. Chúng tôi cho rằng khoản này có khả năng được thu hồi nhờ tình hình tài chính của EVN đang cải thiện.
- Theo Ban lãnh đạo, số dư nợ xấu tại các nhà máy điện không phản ánh sự suy giảm khả năng thanh toán mà chủ yếu xuất phát từ các yếu tố kế toán và kỹ thuật.

2. CNG – NĂM GIỮ

Áp lực chi phí bán hàng cao vẫn còn

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ và doanh thu 2H26F lần lượt tăng 30% và 57% n/n.
- Chúng tôi kỳ vọng LNST 2H26F duy trì ở mức khiêm tốn, đạt 40 tỷ đồng (+31% n/n), do chi phí bán hàng gia tăng tiếp tục gây áp lực lên lợi nhuận, bất chấp tăng trưởng doanh thu mạnh.

Rủi ro cần xem xét

- Việc thiếu vắng tăng trưởng LNST trong thời gian dài có thể gây tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu.
- Giá dầu có thể giảm nếu triển vọng hòa bình gia tăng, qua đó gây tác động tiêu cực đến tâm lý đối với cổ phiếu.

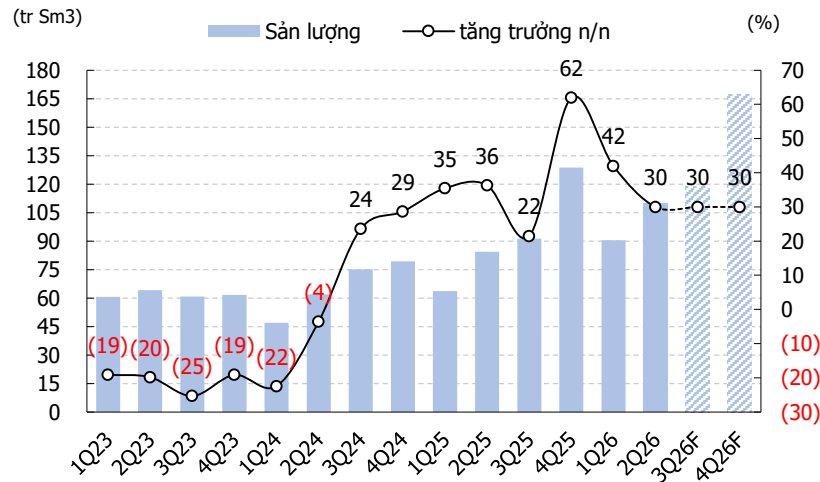
Hình 24: Dự phóng KQKD CNG 2H26

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	1,192	1,836	1,830	2,468	4,681	7,326	7,809
CNG	826	1,156	1,074	1,007	3,454	4,064	3,890
LNG/LPG	364	673	754	1,459	1,220	3,252	3,911
Khác	1	6	2	2	7	10	8
Tăng trưởng	40.2	67.6	57.0	57.2	33	56	2
CNG	9.0	23.7	15.5	21.4	10	18	(8)
LNG/LPG	305.2	325.7	222.4	97.7	233	166	14
Khác	(50.1)	203.3	1.1	(9.3)	(9)	38	32
LN gộp	93	152	111	140	362	496	491
% n/n	82.1	39.6	9.2	39.2	27	37	1
% biên gộp	7.8	8.3	6.1	5.7	7.7	6.8	6.3
LNHĐ	6	57	26	27	87	116	98
% n/n	152.1	26.0	(18.0)	263.9	(23)	33	(6)
% biên LNHĐ	0.5	3.1	1.4	1.1	1.9	1.6	1.3
LNST	4	44	20	20	69	88	69
% n/n	226.7	17.6	(23.1)	344.7	(24)	27	(13)
% biên ròng	0.4	2.4	1.1	0.8	1.5	1.2	0.9
% ROE					10.9	13.8	11.0
Chỉ số định giá							
PE					12.0	8.4	11.9
PB					1.7	1.1	1.2
Lợi suất cổ tức					3.9	4.7	4.7

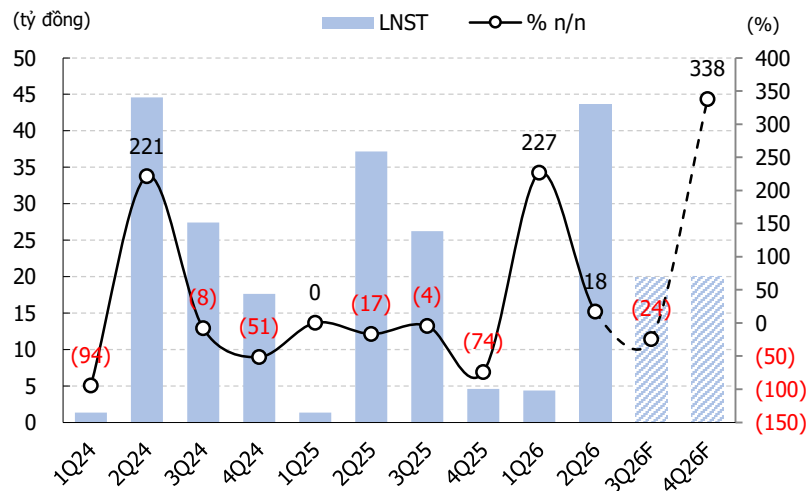
2. CNG – NĂM GIỮ

Áp lực chi phí bán hàng cao vẫn còn

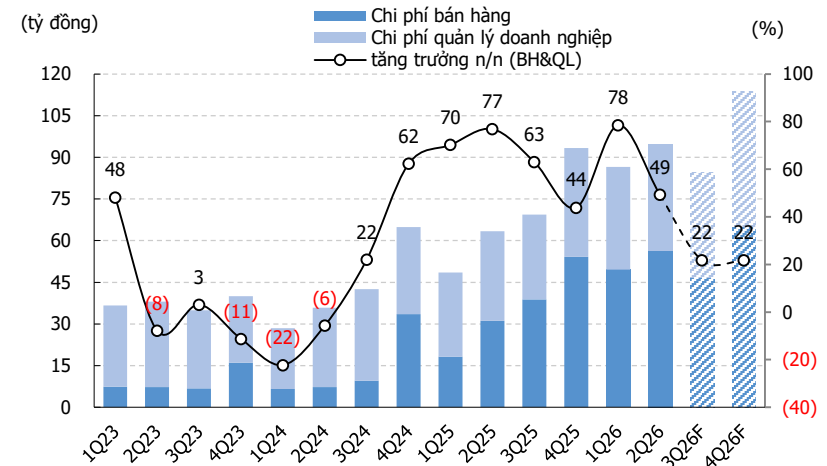
Hình 25. Sản lượng được kỳ vọng tăng 30% n/n ...



Hình 27. LNST 2H26F được dự phóng đạt 40 tỷ đồng



Hình 26. ... nhưng chi phí bán hàng có thể tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận hoạt động



Triển vọng 2H26F:

- Sản lượng 2H26F được kỳ vọng tăng 30% n/n, nhờ (1) nhu cầu khí gia tăng trong bối cảnh triển vọng kinh tế tiếp tục tích cực và (2) tăng trưởng mạnh của mảng thương mại (LPG, LNG), được hỗ trợ bởi chiến lược chủ động lắp đặt hệ thống LNG tại cơ sở của khách hàng.
- Chi phí bán hàng ở mức cao:** CNG hiện đang theo đuổi chiến lược mở rộng thị trường mạnh mẽ nhằm đón đầu xu hướng tăng trưởng. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng sẽ tiếp tục gia tăng, qua đó tạo áp lực lên lợi nhuận của CNG trong ngắn hạn.

3. PVS – NĂM GIỮ

Lợi nhuận cao hơn nhờ biên M&C cao hơn và thu nhập một lần

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự phóng doanh thu 2H26F của PVS tăng 24% n/n, chủ yếu nhờ mảng M&C (+30% n/n). LN gộp (theo phương pháp hạch toán cũ) được kỳ vọng tăng 27% n/n, trong đó LN gộp mảng M&C tăng mạnh 70% n/n khi chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ ghi nhận nhiều lợi nhuận hơn từ các gói thầu Lô B sau khi đã vượt qua giai đoạn ghi nhận chi phí ban đầu.
- LNST được dự phóng tăng mạnh 33% n/n.
- Yếu tố hỗ trợ: PVS có thể ghi nhận lợi nhuận bất thường trong các quý tới từ hoàn nhập dự phòng bảo hành liên quan đến gói thầu Sao Vàng – Đại Nguyệt (số dư còn lại khoảng 684 tỷ đồng).

Rủi ro cần xem xét

- Giá dầu giảm có thể gây tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu ngành Dầu khí.
- Các sự cố và rủi ro kỹ thuật có thể gây thiệt hại đối với tài sản của PVS.

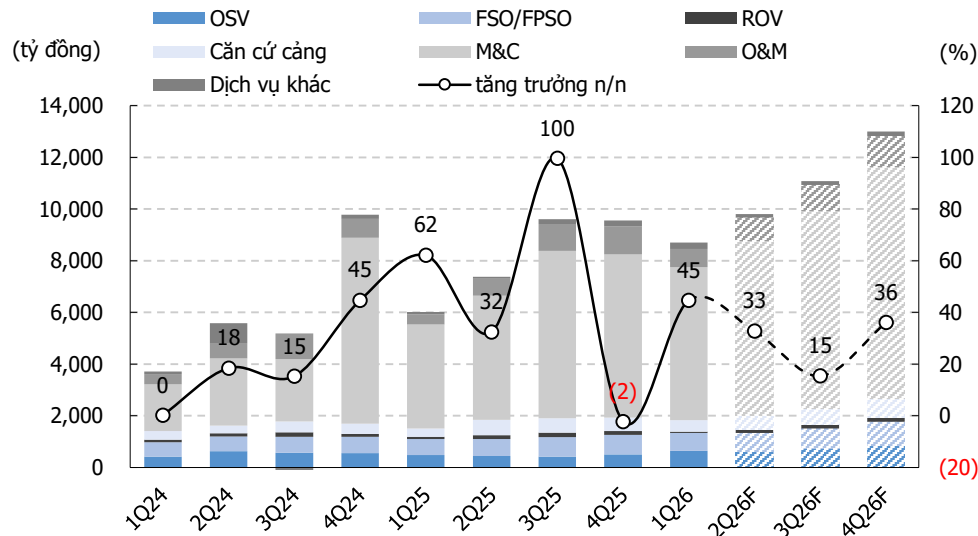
Hình 28: Dự phóng KQKD PVS 2H26

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	8,699	9,800	11,078	12,995	32,718	42,572	50,544
% n/n	44.6	33.2	15.0	33.8	38	30	19
LN gộp	855	670	757	889	1,871	3,323	3,303
% n/n	232.6	51.8	134.5	4.6	76	78	(1)
% biên gộp	9.8	6.8	6.8	6.8	5.7	7.8	6.5
LNHĐ	232	177	296	441	481	1,298	966
% n/n	NA	706.3	NA	(28.9)	NA	169.7	(25.6)
% biên LNHD	2.7	1.8	2.7	3.4	1.5	3.0	1.9
LN từ liên doanh liên kết	157	160	160	160	826	637	862
% n/n	(26.5)	(30.5)	(25.2)	(4.9)	(4.4)	(22.9)	35.4
LNST	435	454	527	1,211	1,921	2,627	2,202
% n/n	45.3	43.9	57.8	24.5	53	36.8	(20)
% biên ròng	5.0	4.6	4.8	9.3	5.9	6.2	4.4
% ROE					12.9	15.1	11.4
Chỉ số định giá							
PE					9.1	6.9	10.2
PB					1.2	1.1	1.0
Lợi suất cổ tức					0.0	0.0	0.0

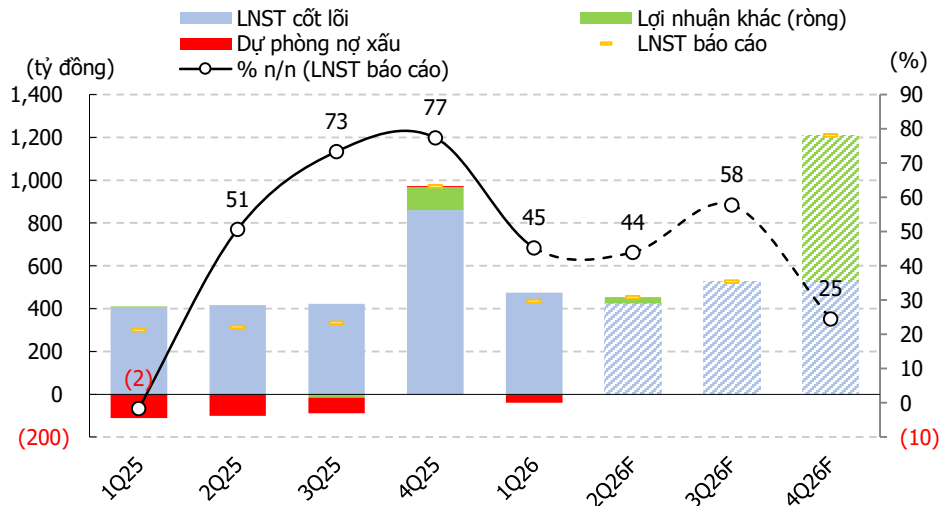
3. PVS – NẮM GIỮ

Lợi nhuận cao hơn nhờ biên M&C cao hơn và thu nhập một lần

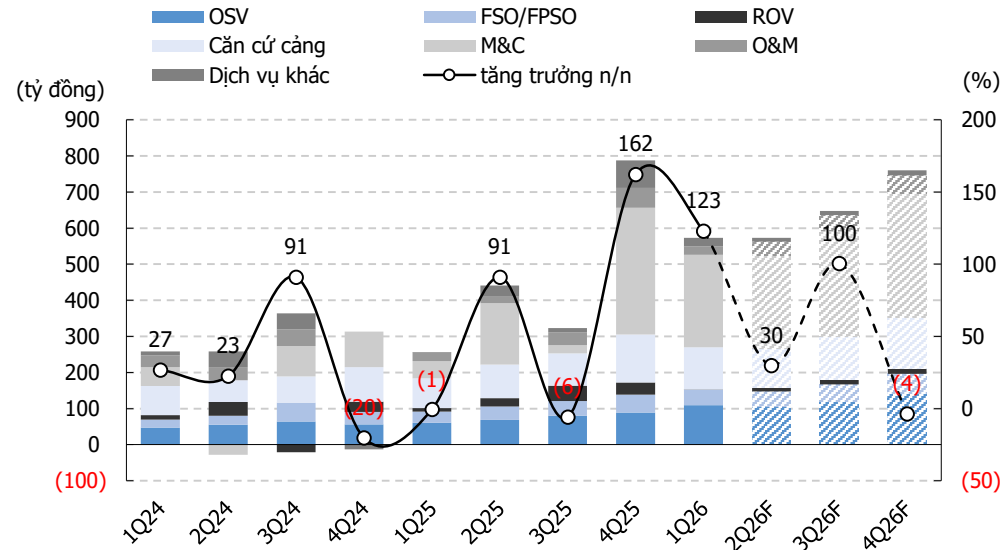
Hình 29. Doanh thu 2H26F của PVS được dự phóng tăng 24% n/n, chủ yếu nhờ mảng M&C (+30% n/n)



Hình 31. Lợi nhuận bất thường kỳ vọng ghi nhận trong 2H26F, hỗ trợ tăng trưởng LNST



Hình 30. LN gộp 2H26F của PVS (theo phương pháp hạch toán cũ) được kỳ vọng tăng 27% n/n, dẫn dắt bởi mảng M&C (+70% n/n)



Triển vọng 2H26F:

- Chúng tôi dự phóng doanh thu 2H26F của PVS tăng 24% n/n, chủ yếu nhờ mảng M&C (+30% n/n). LN gộp (theo phương pháp hạch toán cũ) được kỳ vọng tăng 27% n/n, trong đó LN gộp mảng M&C tăng mạnh 70% n/n khi chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ ghi nhận nhiều lợi nhuận hơn từ các gói thầu Lô B sau khi đã vượt qua giai đoạn ghi nhận chi phí ban đầu.
- LNST được dự phóng tăng mạnh 33% n/n nhờ biên lợi nhuận cải thiện và khoản lợi nhuận bất thường từ hoàn nhập dự phòng bảo hành.

Yếu tố hỗ trợ trong 2H26F từ lợi nhuận bất thường:

- PVS có thể ghi nhận lợi nhuận bất thường trong các quý tới từ hoàn nhập dự phòng bảo hành liên quan đến gói thầu Sao Vàng – Đại Nguyệt (số dư còn lại khoảng 684 tỷ đồng).

4. PVD – NĂM GIỮ

Hưởng lợi từ xu hướng ngành

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của PVD trong 3Q26F / 4Q26F / 2H26F lần lượt đạt 4,510 tỷ đồng / 5,423 tỷ đồng / 9,933 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 75% / 25% / 44% n/n.
 - Mảng Khoan:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN gộp 2H26F lần lượt đạt 5,374 tỷ đồng (+42% n/n) và 1,308 tỷ đồng (+67% n/n), chủ yếu nhờ khối lượng công việc gia tăng, đặc biệt với sự đóng góp của giàn khoan sở hữu mới PVD9 (xem bảng kế hoạch khoan ở các trang sau).
 - Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN gộp 2H26F lần lượt đạt 3,710 tỷ đồng (+39% n/n) và 890 tỷ đồng (+85% n/n). Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ tăng trưởng của hoạt động E&P trong nước (được thúc đẩy bởi các thay đổi chính sách và mục tiêu tăng trưởng cao hơn của PVN) sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn hơn đáng kể, đồng thời cải thiện biên lợi nhuận của các dịch vụ kỹ thuật thượng nguồn.
- LNST được dự phóng lần lượt đạt 577 tỷ đồng / 647 tỷ đồng / 1,225 tỷ đồng trong 3Q26F / 4Q26F / 2H26F, tương ứng tăng trưởng 108% / 71% / 87% n/n.

Rủi ro cần xem xét

- Giá dầu giảm có thể gây tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu ngành Dầu khí.
- Nguồn cung giàn khoan gia tăng tại Đông Nam Á có thể gây áp lực lên giá thuê giàn khoan.

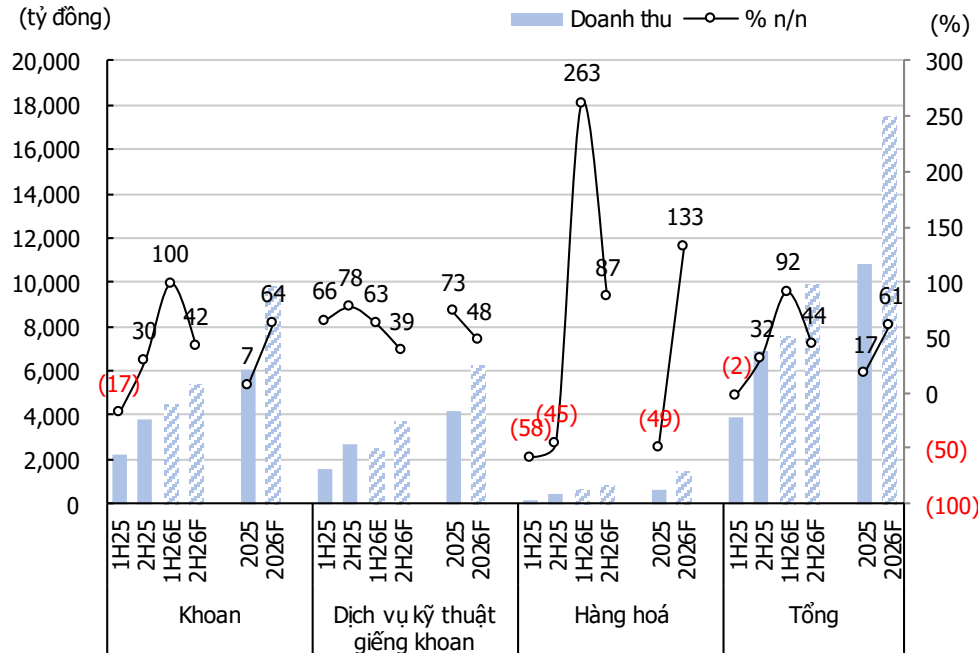
Hình 32: Dự phóng KQKD PVD 2H26

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	3,401	4,149	4,510	5,423	10,921	17,483	17,777
Khoan	2,162	2,290	2,651	2,723	6,052	9,825	9,210
DVKT	1,007	1,510	1,510	2,200	4,251	6,226	6,849
Trading	233	349	349	500	618	1,432	1,718
Tăng trưởng	126.3	70.7	75.4	25.1	17.6	60.1	1.7
Khoan	146.6	69.2	77.2	19.5	7.4	62.3	(6.3)
DVKT	72.4	57.4	58.2	27.7	73.7	46.5	10.0
Trading	447.4	195.9	190.6	49.8	(48.8)	131.8	20.0
LN gộp	638	851	1,043	1,235	2,078	3,768	4,492
% n/n	136.0	63.6	71.2	83.8	18	81	19
% biên gộp	18.8	20.5	23.1	22.8	19.0	21.5	25.3
LNHĐ	432	602	795	855	1,806	3,352	4,265
% n/n	179.1	93.2	98.2	142.9	22.0	85.6	27.2
% biên LNHD	12.7	14.5	17.6	15.8	16.5	19.2	24.0
NPAT	300	414	577	647	1,049	1,939	2,478
% n/n	109.9	65.5	108.4	71.0	50	85	28
% biên ròng	8.8	10.0	12.8	11.9	9.6	11.1	13.9
% ROE					6.4	11.8	13.8
Chỉ số định giá							
PE					19.1	9.3	7.4
PB					1.2	1.0	1.0
Lợi suất cổ tức					5.5	6.2	6.2

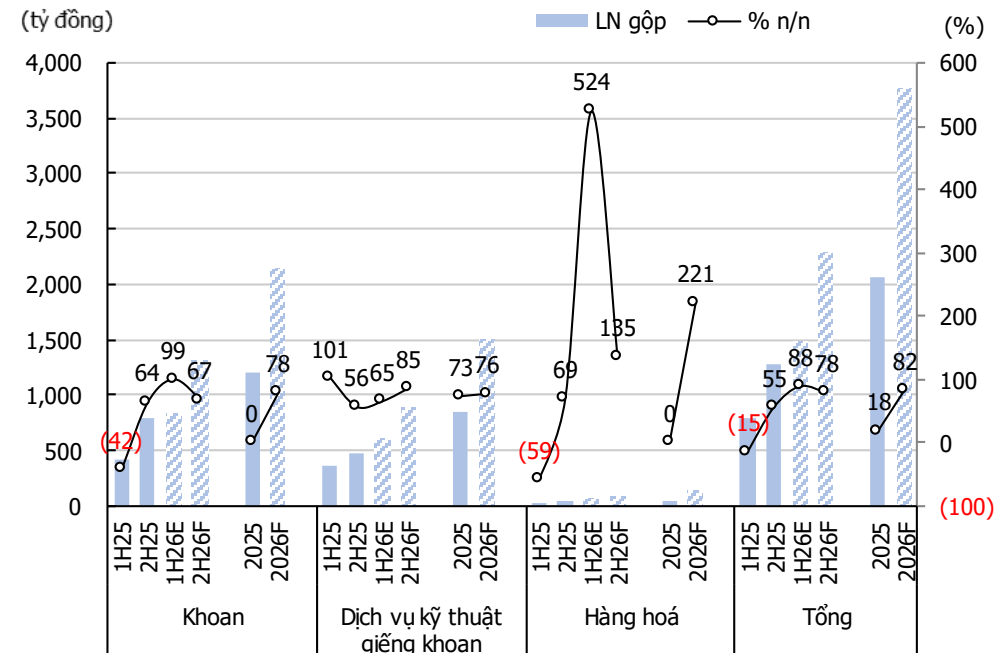
4. PVD – NĂM GIỮ

Hưởng lợi từ xu hướng ngành

Hình 33. Doanh thu dự phóng 2H26F tăng 44% n/n, đóng góp bởi cả mảng Khoan và DVKT giếng khoan



Hình 34. LN gộp kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng mạnh 78% n/n trong 2H26F



Triển vọng 2H26F:

Chúng tôi dự phóng doanh thu của PVD trong 3Q26F / 4Q26F / 2H26F lần lượt đạt 4,510 tỷ đồng / 5,423 tỷ đồng / 9,933 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 75% / 25% / 44% n/n. LNST được dự phóng lần lượt đạt 577 tỷ đồng / 647 tỷ đồng / 1,225 tỷ đồng trong 3Q26F / 4Q26F / 2H26F, tương ứng tăng trưởng 108% / 71% / 87% n/n.

- **Mảng Khoan:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN gộp 2H26F lần lượt đạt 5,374 tỷ đồng (+42% n/n) và 1,308 tỷ đồng (+67% n/n), chủ yếu nhờ khối lượng công việc gia tăng, đặc biệt với sự đóng góp của giàn khoan sở hữu mới PVD9 (xem kế hoạch khoan ở các trang sau).
- **Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan:** Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN gộp 2H26F lần lượt đạt 3,710 tỷ đồng (+39% n/n) và 890 tỷ đồng (+85% n/n). Chúng tôi kỳ vọng chu kỳ tăng trưởng của hoạt động E&P trong nước (được thúc đẩy bởi các thay đổi chính sách gần đây và mục tiêu tăng trưởng cao hơn của PVN) sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn hơn đáng kể, đồng thời cải thiện biên lợi nhuận của các dịch vụ kỹ thuật thượng nguồn.

4. PVD – NĂM GIỮ

Hưởng lợi từ xu hướng ngành

Hình 35. Lịch hoạt động giàn khoan năm 2026 của PVD: tỷ lệ sử dụng giàn khoan sở hữu cao hơn trong 2H26F sẽ thúc đẩy lợi nhuận mảng Khoan

	2025												2026																			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12								
Giàn PVD sở hữu																																
PVD I	Petronas - Malaysia (2-year fixed contract)												Mobilize	Cửu Long - Vietnam (250-day contract)																		
PVD II	Pertamina - Indonesia (3-year fixed contract)											re-export																				
PVD III	Hibiscus			Unwind			Pertamina - Indonesia (3-year fixed contract until 2028)												Overhaul													
PVD V (TAD)	Shell - Brunei (6-year fixed contract, plus a 2-year option)												Unwind																			
PVD VI	Overhaul				Mobilize	PCSB - Malaysia											standby	SKEO		Dialog					PCSB - Malaysia							
PVD VIII									Vietsovpetro - Vietnam									Upgrade	PCSB			Eneos										
PVD IX																Song Doc		Mobilize	PCSB - Malaysia													
PVD X																									Reactivation							
Giàn thuê của bên thứ 3																																
Hakuryu-11	Murphy																															
BORR-THOR					Vietsovpetro			Zarubezhneft			HL-HV JOC (230-day contract)							PVEP			Zarubezhneft											
BORR- GUNNLOD										HL-HV JOC						Thăng Long			PVEP-NSC													
Hakuryu-14										Murphy																						
Shelf Enterprise										Zarubezhneft																						
IDUN																		VSP														

5. PLX – NẮM GIỮ

Kinh doanh kỳ vọng trở lại quỹ đạo, nhưng rủi ro kinh doanh vẫn cao

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST 2H26F lần lượt đạt 204 nghìn tỷ đồng (+23% n/n) và 1.3 nghìn tỷ đồng (-9% n/n). Lợi nhuận trở về mức bình thường phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về việc giá dầu sẽ ít biến động hơn trong 2H26F.
- Việc ban hành Nghị định Xăng dầu mới có thể mất nhiều thời gian hơn so với kỳ vọng trước đây, khi Chính phủ có thể đang ưu tiên lộ trình chuyển đổi sang sử dụng 100% xăng E10 trong thời gian tới. Chúng tôi kỳ vọng Nghị định sẽ được áp dụng từ 2027F.

Rủi ro cần xem xét

- Giá dầu giảm có thể gây tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu ngành Dầu khí.
- Biến động giá dầu có thể ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của PLX do làm gia tăng rủi ro hàng tồn kho và rủi ro chênh lệch giá mua – bán.

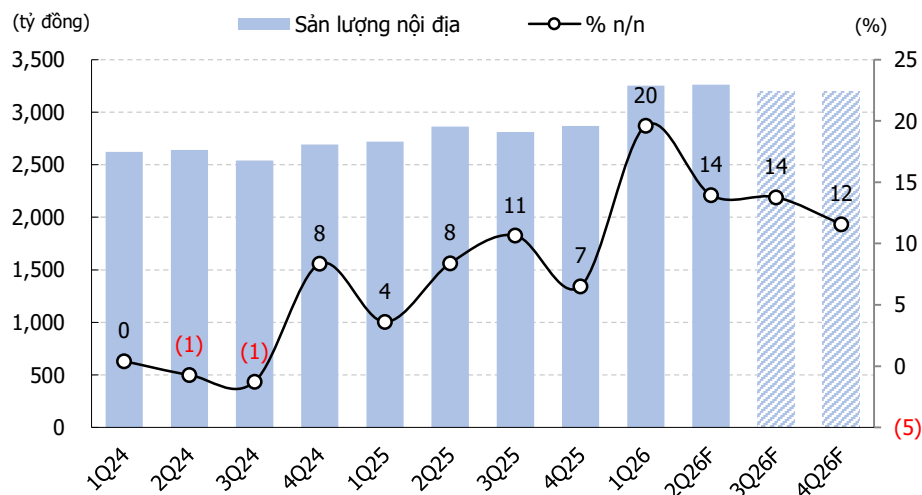
Hình 36: Dự phóng KQKD PLX 2H26

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	98,698	105,842	105,710	98,453	309,875	408,703	385,730
% n/n	45.4	38.3	26.4	20.3	9	32	(6)
LN gộp	3,701	4,157	5,084	5,050	17,998	18,678	21,111
% n/n	(0.3)	(19.3)	13.0	6.2	4	4	13
% biên gộp	3.7	3.9	4.8	5.1	5.8	6.1	6.7
LNHĐ	(621)	(157)	481	574	2,182	1,572	3,492
% n/n	578	(55)	(38)	(95)	(21)	(28)	122
% biên LNHD	0.8	0.8	0.4	0.0	0.7	0.5	1.1
LNST	(662)	90	597	673	3,027	697	4,180
% n/n	(414.3)	(93.7)	(15.5)	(1.9)	(4)	(77)	499
% biên ròng	-0.7	0.1	0.6	0.7	1.0	0.2	1.1
% ROE					10.3	7.9	13.8
Chỉ số định giá							
PE					14.8	19.5	10.9
PB					1.7	1.7	1.6
Tỷ suất cổ tức					3.4	3.4	2.8

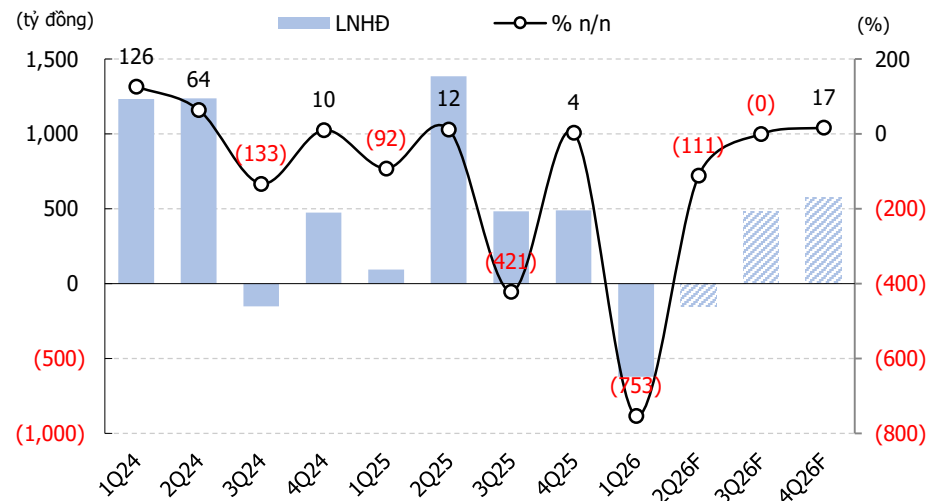
5. PLX – NĂM GIỮ

Kinh doanh kỳ vọng trở lại quỹ đạo, nhưng rủi ro kinh doanh vẫn cao

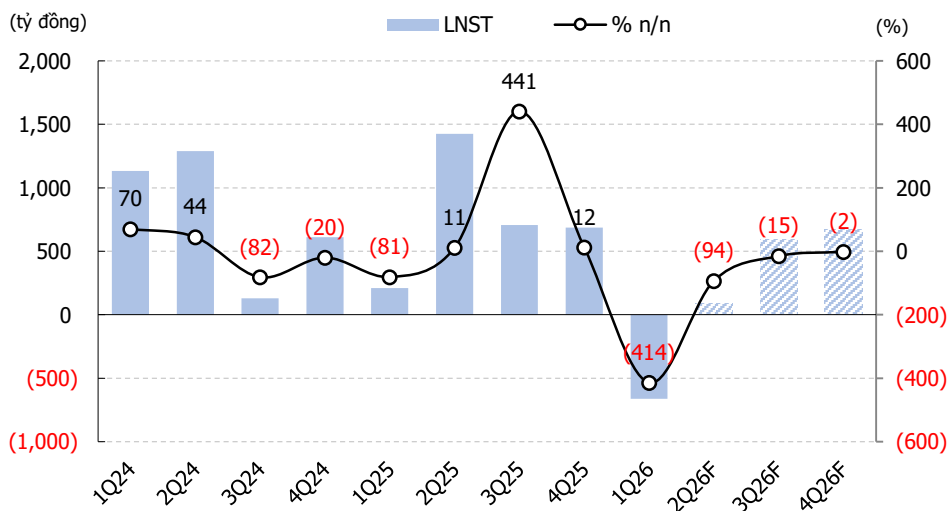
Hình 37. Sản lượng tiêu thụ nội địa của PLX được kỳ vọng tăng 13% n/n



Hình 38. LN HĐKD 2H26F có thể phục hồi về mức bình thường



Hình 39. Chúng tôi không kỳ vọng LNST 2H26F tăng trưởng mạnh (-8% n/n)



Sản lượng tiêu thụ nội địa tăng trưởng hai chữ số, LN HĐKD phục hồi về mức bình thường

- Như đã trình bày trong phần phân tích ngành, chúng tôi cho rằng vai trò đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia của PLX sẽ ngày càng gia tăng trong thời gian tới. Thị phần của PLX có thể sẽ gia tăng, khi sản lượng bán nội địa tăng 2 chữ số.
- Nhìn chung, chúng tôi dự phóng LN HĐKD của PLX sẽ phục hồi về mức bình thường sau giai đoạn 1H26 đầy thách thức.

War premium của các sản phẩm xăng dầu vẫn là rủi ro giảm giá

- Tại thời điểm cuối 1H26, giá nhiên liệu Singapore vẫn đang giao dịch cao hơn 20–30% so với mức trước xung đột. Chúng tôi cho rằng điều này hàm ý rủi ro giảm giá khoảng 20–30% đối với các mặt hàng này nếu triển vọng khôi phục hoạt động lưu thông qua eo biển Hormuz được cải thiện.
- Trong ngắn hạn, sản lượng tiêu thụ nội địa cao hơn đồng nghĩa với việc PLX phải đối mặt với rủi ro mất giá hàng tồn kho lớn hơn nếu giá xăng dầu giảm.

6. BSR – NẮM GIỮ

Kỳ vọng lợi nhuận bình thường hoá trong 2H26

Luận điểm đầu tư

- Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST 2H26F của BSR lần lượt đạt 81.7 nghìn tỷ đồng (+12% n/n) và 4.2 nghìn tỷ đồng (+6% n/n). Mức tăng trưởng lợi nhuận khiêm tốn phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về việc crack spread sẽ trở về mức bình thường so với vùng đỉnh ghi nhận trong 1H26 do tác động của xung đột.
- Động lực tăng trưởng dài hạn:** Khẩu vị dầu thô đầu vào sẽ được mở rộng sau khi dự án nâng cấp Nhà máy Lọc dầu Dung Quất hoàn thành (dự kiến năm 2028), qua đó có thể giúp cải thiện biên lọc dầu. Đồng thời, công suất lọc dầu cũng được kỳ vọng tăng thêm khoảng 15–16%.

Rủi ro cần xem xét

- Giá dầu giảm có thể gây tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu ngành Dầu khí.

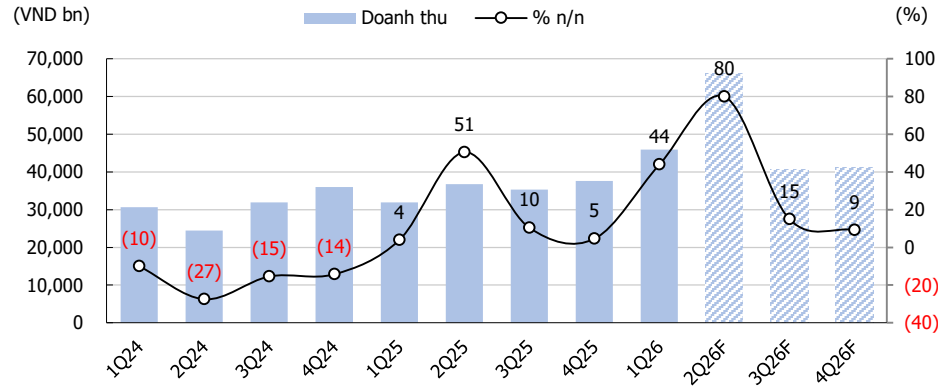
Hình 40: Dự phóng KQKD BSR 2H26

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
Doanh thu	45,920	66,203	40,583	41,123	141,578	192,796	182,856
Diesel	21,182	32,771	17,220	18,223	60,819	89,397	80,157
Xăng	16,218	24,103	16,792	16,187	55,879	73,306	74,394
Xăng máy bay	3,733	5,234	3,190	3,265	10,683	15,420	14,299
Khác	4,787	4,094	3,381	3,447	14,198	14,673	14,006
Tăng trưởng	44.0	80.0	15.0	9.3	15	36	(5)
Diesel	58.9	103.5	16.3	9.9	22	47	(10)
Xăng	27.7	67.0	17.7	11.8	10	31	1
Xăng máy bay	51.8	108.3	17.9	8.6	1	44	(7)
Khác	40.4	9.9	(3.4)	(3.3)	20	3	(5)
LN gộp	9,507	15,636	2,034	3,264	6,049	27,702	10,485
% n/n	2,386.5	1,438.4	101.7	(11.9)	1,132	358	(62)
% biên gộp	20.7	23.6	5.0	7.9	4.3	14.4	5.7
LNHĐ	8,957	15,096	1,676	2,662	4,484	25,906	8,599
% n/n	8,899.7	2,268.4	151.0	(15.0)	(721)	478	(67)
% biên LNHĐ	19.5	22.8	4.1	6.5	3.2	13.4	4.7
LNST	8,266	13,733	1,680	2,532	5,189	23,825	8,750
% n/n	1,969.2	1,521.9	86.1	(17.3)	778	359	(63)
% biên ròng	18.0	20.7	4.1	6.2	3.7	12.4	4.8
% ROE					8.9	35.6	12.1
Chỉ số định giá							
PE					15.5	5.4	14.6
PB					1.3	1.6	1.4
Lợi suất cổ tức					1.9	1.2	1.2

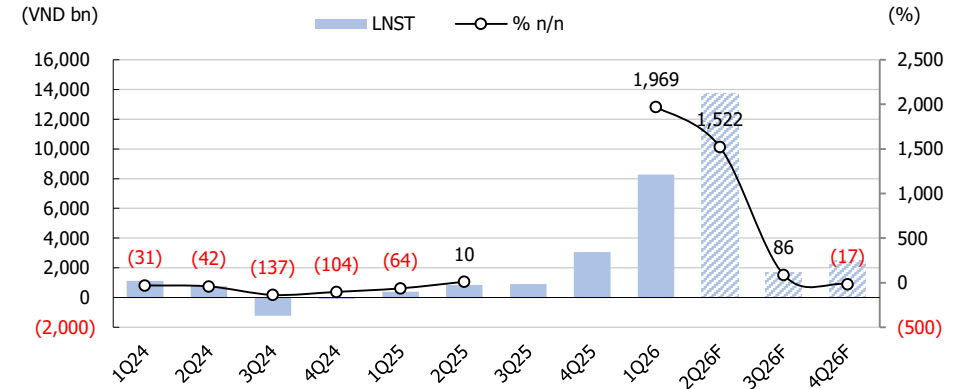
6. BSR – NẮM GIỮ

Kỳ vọng lợi nhuận bình thường hoá trong 2H26

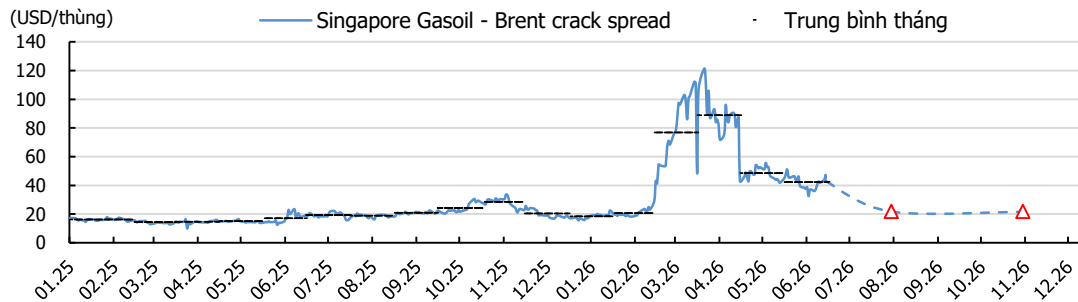
Hình 41. Doanh thu 2H26F của BSR được kỳ vọng tăng 12% n/n nhờ giá xăng dầu cao hơn, trong khi sản lượng được dự phóng đi ngang n/n



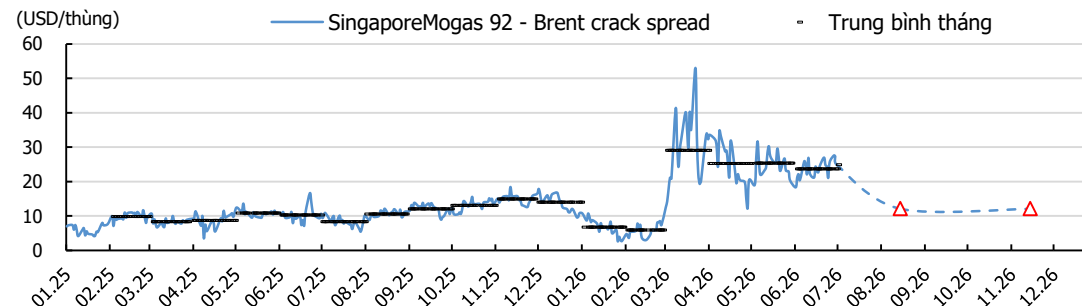
Hình 42. LNST 2H26F có thể trở về mức bình thường, đạt 4.2 nghìn tỷ đồng (+6% n/n)



Hình 43. Chênh lệch giá (crack spread) Singapore Diesel – Brent



Hình 44. Chênh lệch giá (crack spread) Singapore Gasoline – Brent



Triển vọng 2H26F: Hoạt động kinh doanh của BSR trở về mức bình thường

- Chúng tôi kỳ vọng crack spread trong 2H26 sẽ giảm đáng kể so với mức cao đột biến ghi nhận trong 2Q26, nhưng vẫn duy trì cao hơn so với giai đoạn trước xung đột.
- Phù hợp với kỳ vọng về crack spread, chúng tôi dự phóng LNST 2H26F của BSR tăng nhẹ 6% n/n, trong khi doanh thu có thể tăng 12% n/n nhờ giá các sản phẩm xăng dầu cao hơn.

Nguồn: BSR, Bloomberg, KIS Research