

Ngành Dầu khí

Dự phóng 1Q25F: Không hoàn toàn suôn sẻ

Khí tự nhiên: LNG tăng tốc

Tính đến tháng 2/2025, tiến độ xây dựng các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4) đã đạt 96%. Trong cùng tháng, GAS và POW đã ký hợp đồng mua bán khí (GSA), đảm bảo nguồn cung LNG ổn định cho dự án. Mặc dù sản lượng bao tiêu không được công bố, con số này tối thiểu tương ứng mức Qc 65%, theo quy định tại Nghị định 56/2025/NĐ-CP đối với các dự án điện khí LNG. Hiện tại, chúng tôi ước tính sản lượng LNG bao tiêu cho NT3&4 vào khoảng 0.9 BCM mỗi năm.

Trong năm 2025, chúng tôi giữ nguyên dự báo tổng lượng tiêu thụ LNG đạt 564 nghìn tấn (+76% n/n). Riêng trong 1Q25F, tiêu thụ LNG dự kiến đạt 36 nghìn tấn, chủ yếu phục vụ cho giai đoạn chạy thử của NT3&4 – so với gần như bằng 0 trong 1Q24.

E&P: Lô B – Ô Môn sôi động trở lại

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng tại dự án Lô B – Ô Môn sẽ tăng tốc trong 2025F nhằm kịp tiến độ đón dòng khí đầu tiên vào năm 2027, được thúc đẩy bởi (1) cam kết chính trị mạnh mẽ và (2) quyết định trao thầu đầy đủ (Full LOA) cho các gói thầu EPCI của Lô B, thay vì chỉ cấp LOA hạn chế. PVS được kỳ vọng sẽ là bên hưởng lợi chính trong năm 2025, do đang tham gia cả ba gói thầu lớn của dự án. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng Phú Quốc POC sẽ hoàn tất quá trình đấu thầu lựa chọn đơn vị cung cấp FSO trong năm nay, với PVS là một trong những ứng cử viên sáng giá nhất.

Xăng dầu: Một quý đầy thử thách

Hệ số biến động (Coefficient of Variation – CV) của giá dầu Brent – chỉ số đo mức độ biến động – ước tính sẽ đạt mức cao khoảng 4.4% trong 1Q25F (+1.4 đpt n/n, +1.7 đpt q/q cho thấy sự gia tăng mạnh về độ biến động trong giai đoạn. Tình trạng bất ổn gia tăng này được dự báo sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của các nhà phân phối xăng dầu trong 1Q25F, do làm tăng rủi ro chênh lệch giá mua/bán và giảm giá hàng tồn kho.

Biên lợi dầu (crack spread) đối với MOGAS92 và dầu Diesel tiếp tục yếu trong 1Q25, với mức trung bình lần lượt là 8.2 USD và 13.9 USD, giảm tương ứng 37% và 43% n/n. Chúng tôi cho rằng tình hình biên lợi dầu yếu trên toàn cầu sẽ gây áp lực lớn lên lợi nhuận của các nhà máy lọc dầu trong nước, bao gồm cả BSR.

Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với toàn ngành trong 1Q25F. Đối với từng doanh nghiệp cụ thể, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với GAS (GMT: 79,300 đồng) đồng thời bắt đầu khuyến nghị **MUA** đối với PVS (GMT: 45,800 đồng) và PLX (GMT: 47,300 đồng). Trong khi đó, chúng tôi có khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho CNG (duy trì) và PVD (hạ khuyến nghị).

Trung lập

Công ty	Khuyến nghị	TP (đồng)
PV GAS	MUA	79,300
CNG Việt Nam	NĂM GIỮ	-
PV Drilling	NĂM GIỮ	-
PTSC	MUA	45,800
Petrolimex	MUA	47,300

Bảng 1: Danh mục cổ phiếu

Khuyến nghị			Lợi nhuận và Định giá											
Công ty			Doanh thu	LNHĐ	LNST	EPS	BPS	ROE	ROA	PE	PB	EV/EBITDA	DY	
			(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(%)	
GAS	Khuyến nghị:	MUA	2022A	100,724	17,799	15,066	7,732	31,274	26.7	18.7	12.9	3.2	9.5	3.0
	GMT (đồng)	79,300	2023A	89,954	12,906	11,793	5,053	27,887	18.7	13.8	14.7	2.7	10.9	4.0
	Thị giá (14/4, đồng)	59,200	2024	103,564	12,042	10,590	4,527	26,232	16.7	12.5	15.7	2.8	10.5	8.4
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	138,686	2025F	120,297	12,896	11,231	4,802	26,301	18.3	13.7	14.8	2.7	9.8	4.1
			2026F	120,637	14,024	11,993	5,127	28,217	18.8	13.9	13.8	2.6	9.0	4.1
CNG	Khuyến nghị:	NĂM GIỮ	2022A	4,185	150	118	4,356	21,014	21.6	9.8	11.1	1.3	2.0	8.4
	GMT (đồng)	-	2023A	3,112	117	110	3,142	17,169	18.8	9.1	11.3	2.1	5.3	2.6
	Thị giá (14/4, đồng)	29,050	2024	3,519	117	96	2,721	18,133	15.4	7.6	13.1	2.0	5.3	3.4
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	1,020	2025F	4,480	149	122	3,488	19,759	18.4	8.1	10.2	1.8	4.2	3.4
			2026F	4,701	157	129	3,677	21,537	17.8	7.5	9.7	1.7	4.0	3.4
PVD	Khuyến nghị:	NĂM GIỮ	2022A	5,432	67	(155)	(185)	24,896	(0.8)	(0.7)	11.1	1.3	175.7	-
	GMT (đồng)	-	2023A	5,804	759	546	1,051	26,354	4.1	2.6	27.0	1.0	19.4	-
	Thị giá (14/4, đồng)	18,900	2024	9,288	1,109	689	1,241	28,403	4.5	3.0	21.4	0.9	13.3	-
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	10,506	2025F	8,117	797	429	655	27,528	2.3	1.7	34.4	1.0	18.5	-
			2026F	9,964	1,298	733	1,317	28,733	4.7	2.8	20.1	0.9	11.4	-
PVS	Khuyến nghị:	MUA	2022A	16,366	107	1,051	2,070	25,785	8.2	4.1	11.1	1.3	110.3	3.9
	GMT (đồng)	45,800	2023A	19,374	(13)	1,060	2,148	26,852	8.2	4.1	13.9	1.1	(1,115.1)	2.3
	Thị giá (14/4, đồng)	25,800	2024	23,878	(117)	1,412	2,473	27,878	9.0	4.7	10.5	1.1	(125.7)	2.3
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	12,332	2025F	34,159	378	1,504	3,052	29,619	10.6	4.5	9.8	1.0	39.0	2.3
			2026F	33,309	409	1,490	3,024	31,339	9.9	4.6	9.9	1.0	36.1	2.3
PLX	Khuyến nghị:	MUA	2022A	304,064	997	1,902	1,120	18,930	5.8	2.7	11.1	1.3	39.8	3.9
	GMT (đồng)	47,300	2023A	273,979	2,175	3,077	2,190	20,048	11.2	4.0	14.2	1.7	17.1	2.1
	Thị giá (14/4, đồng)	34,850	2024	284,028	2,748	3,163	2,234	20,107	11.1	3.9	13.4	1.6	17.9	4.6
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	44,280	2025F	264,555	3,435	3,622	2,716	21,333	13.1	4.8	11.7	1.5	14.3	3.1
			2026F	268,784	5,782	5,465	4,097	23,693	18.2	7.9	7.7	1.4	8.5	3.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Bảng 2: Dự phóng KQKD 1Q25F, danh mục KIS

(Tỷ đồng, %, %p)

	Doanh thu			LNST		
	1Q25F	n/n	q/q	1Q25F	n/n	q/q
GAS	27,002	15.8	8.2	2,346	(7.8)	14.3
CNG	1,024	62.2	(3.0)	26	1,831.0	46.4
PVD	1,677	(4.0)	(40.0)	48	(68.0)	(79.0)
PVS	6,563	76.9	(32.9)	375	23.0	(46.8)
PLX	69,832	(7.0)	(1.7)	663	(41.0)	8.3
Danh mục KIS	106,098	1.5	(3.2)	3,458	(16.3)	(4.4)

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

MỤC LỤC

I.	Khí tự nhiên: LNG tăng tốc	4
	Tiêu thụ khí tự nhiên có xu hướng giảm nhẹ	4
	LNG tăng tốc	7
II.	E&P: Lô B – Ô Môn trở nên sôi động	7
	Lô B – Ô Môn sôi động lên	8
	Khoan dầu khí: thị trường nói lỏng, giá thuê giàn khoan giảm mạnh	8
III.	Xăng dầu: Một quý đầy thử thách	9
	Tổng nguồn xăng dầu của Việt Nam giảm	9
	Biến động giá dầu lớn ảnh hưởng tiêu cực các nhà phân phối xăng dầu	9
	Biên lọc dầu vẫn chật vật	10
IV.	Kết quả kinh doanh 1Q25F của các doanh nghiệp niêm yết	12
	GAS – áp lực trích lập dự phòng	12
	CNG – nhu cầu phục hồi	13
	PVD – giá thuê giàn không thuận lợi	14
	PVS – tăng tốc với dự án Lô B	15
	PLX – chứng lại do biến động giá dầu	16

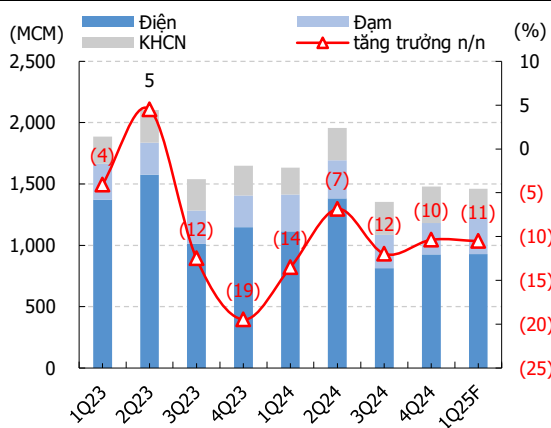
I. Khí tự nhiên: LNG tăng tốc

Tiêu thụ khí thiên nhiên có xu hướng giảm nhẹ

Chúng tôi dự báo tổng lượng tiêu thụ khí thiên nhiên, bao gồm LNG, sẽ đạt 1.4 BCM trong 1Q25F, tương ứng với mức giảm 11% n/n (Hình 1). Nguyên nhân chính đến từ nhu cầu suy yếu kéo dài của khách hàng Điện, ước tính chỉ khoảng 0.9 BCM (-17% n/n). Trong khi đó, nhu cầu từ ngành Đạm được dự báo sẽ giữ nguyên, phù hợp với sản lượng urê ổn định. Ngược lại, nhóm khách hàng công nghiệp được kỳ vọng sẽ tiếp tục phục hồi ổn định, với mức tăng trưởng khoảng 10% n/n trong 1Q25F.

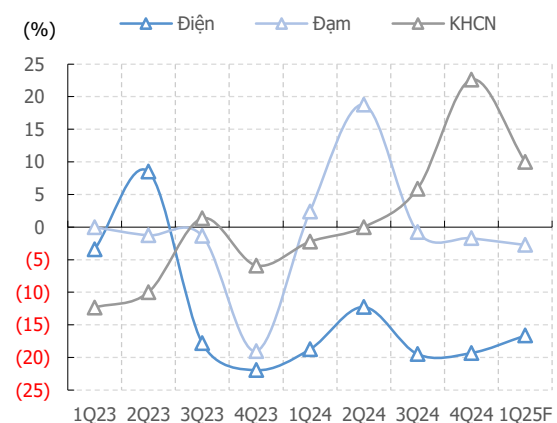
Giá khí bán cho các nhà máy điện (GENCO3) duy trì ổn định ở mức 8,6 USD/mmBTU trong 2T25 (+1% n/n, Hình 3), bất chấp giá dầu FO tăng 10% n/n lên mức 475 – 495 USD/tấn. Khả năng cấp khí cho phát điện tại khu vực Đông Nam Bộ tiếp tục suy giảm mạnh, giảm từ 28%–30% n/n do sản lượng từ các mỏ khí ngoài khơi suy yếu (Hình 4). Điều này có thể dẫn đến (1) nhu cầu thấp trong mùa thấp điểm do chi phí đầu vào cao, và (2) thiếu hụt khí trong mùa khô, thời điểm nhu cầu lên cao.

Hình 1. Tổng sản lượng khí tự nhiên có thể giảm 11% n/n trong 1Q25F



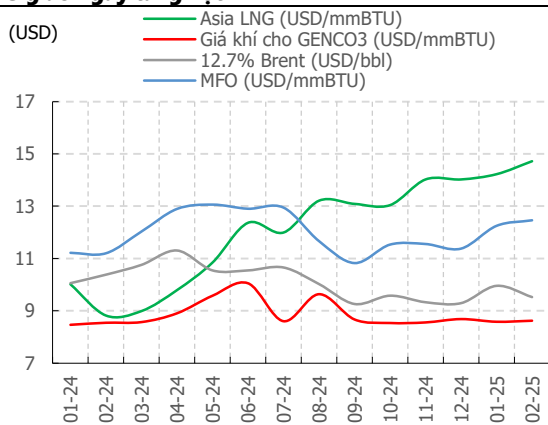
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 2. Tăng trưởng n/n theo nhóm khách hàng



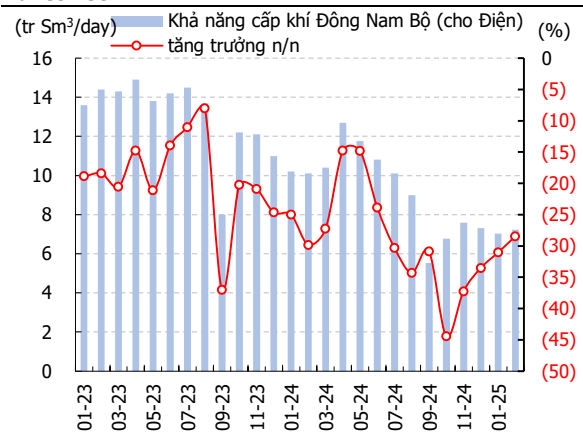
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 3. Giá khí cho Điện gần như đi ngang, trong khi giá LNG giao ngay tăng vọt



Nguồn: GENCO3, Bloomberg, KIS Research ước tính

Hình 4. Khả năng cấp khí ĐNB tiếp tục giảm mạnh ở mức hai con số



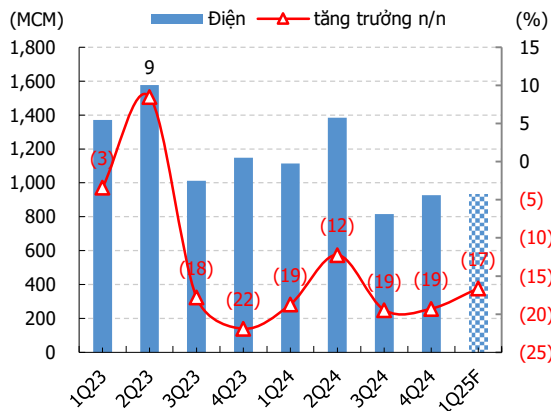
Nguồn: GENCO3, KIS Research ước tính

• **Nhu cầu từ các nhà máy điện khí**

Trong 1Q25F, chúng tôi dự báo tiêu thụ khí thiên nhiên tại các nhà máy điện sẽ giảm mạnh 17% n/n, xuống mức 0.9 BCM, do sản lượng điện khí giảm (Hình 5). Nguyên nhân đến từ:

- (1) Tình hình thủy văn được cải thiện so với năm ngoái (chịu tác động mạnh từ El Niño), dẫn đến việc tăng cường sử dụng thủy điện, từ đó làm giảm nhu cầu nhu cầu phát điện khí (Hình 6).
- (2) Hợp đồng BOT của nhà máy điện Phú Mỹ 2.2 đã hết hạn vào ngày 4 tháng 2; nhà máy này trước đó tiêu thụ khoảng 0.77 BCM khí mỗi năm, nhiều khả năng đã góp phần làm sụt giảm tiêu thụ khí.
- (3) Giá khí đầu vào ở mức cao cũng làm giảm nhu cầu từ phía các nhà máy điện.

Hình 5. Lượng khí tự nhiên cung cấp cho các nhà máy điện có thể giảm 17% n/n trong 1Q25F ...



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 6. Hệ số sử dụng công suất của điện khí ước đạt 29% trong 1Q25F

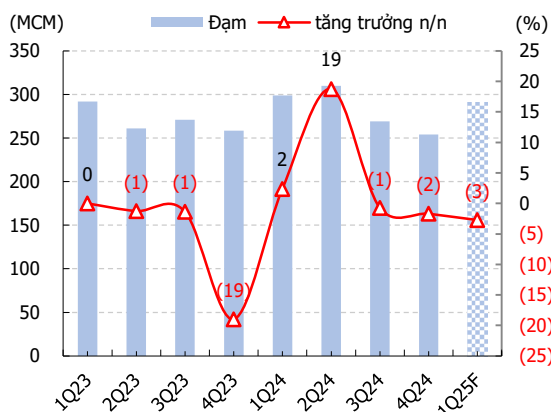
hệ số công suất	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F
Thủy điện	21%	36%	75%	46%	29%
Điện than	65%	74%	48%	62%	71%
Điện khí (bao gồm LNG)	38%	42%	24%	27%	29%
NLTT	22%	18%	20%	20%	24%

Nguồn: EVN, KIS Research ước tính

• **Nhu cầu từ ngành đạm**

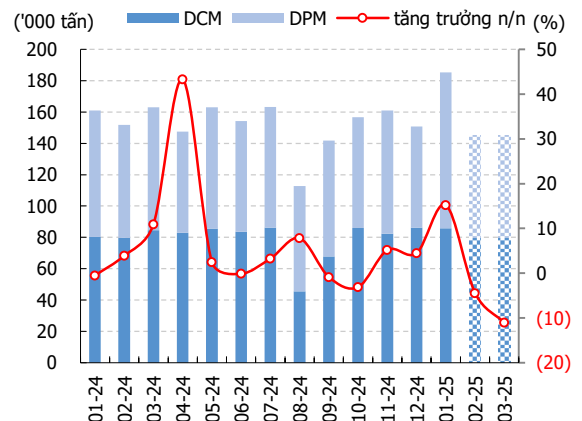
Trong 1Q25F, chúng tôi dự báo mức tiêu thụ khí sẽ ổn định do sản lượng ure dự kiến đi ngang. Lượng khí thiên nhiên sử dụng cho sản xuất phân bón có thể đạt khoảng 0.29 BCM trong 1Q25F (Hình 7, 8).

Hình 7. Lượng khí thiên nhiên dùng cho sản xuất ure có thể đi ngang...



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 8. ...do tổng sản lượng ure không đổi n/n



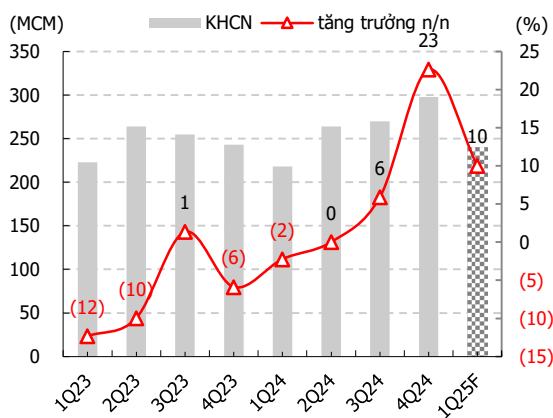
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bộ Công Thương, KIS Research ước tính

Nhu cầu từ khách hàng công nghiệp

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khí tiêu thụ của nhóm khách hàng công nghiệp trong 1Q25F sẽ tiếp tục đà phục hồi, đạt 0.24 BCM (+10% n/n, Hình 9), nhờ vào:

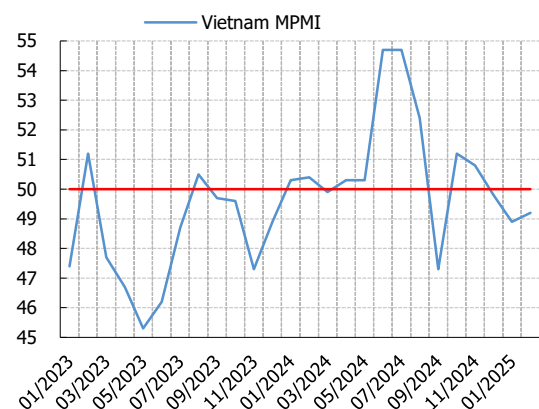
- (1) Sản lượng khí cho nhóm này nhiều khả năng đã chạm đáy từ 2Q24 và hiện đang trong xu hướng tăng trở lại.
- (2) Dù chỉ số MPMI vẫn phản ánh bức tranh chưa khả quan trong ngành sản xuất (Hình 10), chúng tôi nhận thấy những tín hiệu tích cực từ nhóm vật liệu xây dựng trong 1Q25F bao gồm (a) sản lượng thép tăng và (b) ngành sản xuất gạch ốp lát phục hồi qua khỏi vùng đáy. (Hình 11, 12).

Hình 9. Sản lượng khí cung cấp cho khách hàng công nghiệp có thể phục hồi 10% n/n



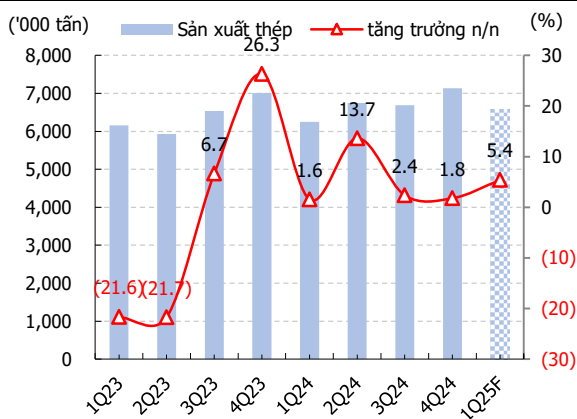
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 10. Chỉ số MPMI của Việt Nam cho thấy ngành sản xuất vẫn chưa khả quan



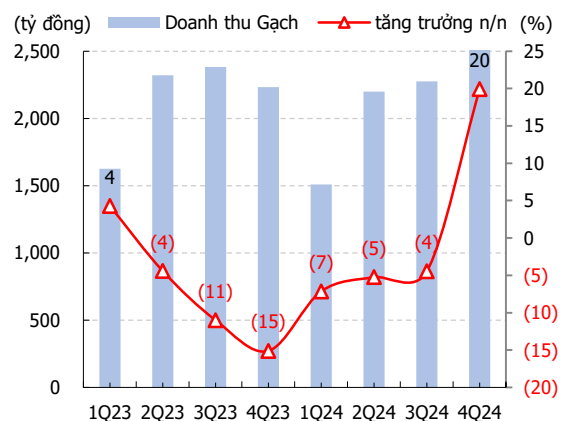
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 11. Sản lượng thép tăng trưởng ổn định



Nguồn: VSA, KIS Research ước tính

Hình 12. Doanh thu gạch ốp lát tăng 20% n/n, củng cố tín hiệu vượt đáy



Note: tổng doanh thu phân khúc gạch ốp lát của các doanh nghiệp niêm yết
 Nguồn: KIS Research

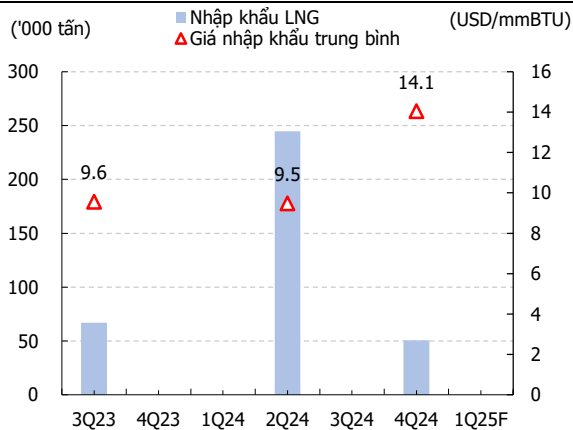
LNG tăng tốc

Tính đến tháng 2/2025, tiến độ xây dựng các nhà máy điện sử dụng LNG Nhơn Trạch 3 & 4 (NT3&4) đã đạt 96%. Trong cùng tháng, GAS và POW đã ký hợp đồng mua bán khí (GSA), đảm bảo nguồn cung LNG ổn định cho dự án. Mặc dù sản lượng khí tiêu thụ không được công bố cụ thể, nhưng tỷ lệ cam kết ít nhất sẽ tương ứng mức 65% Qc, mức nhỏ nhất theo quy định của Nghị định

56/2025/NĐ-CP đối với các dự án điện khí LNG. Hiện tại, chúng tôi ước tính sản lượng bao tiêu vào khoảng 0.9 BCM mỗi năm cho NT3&4.

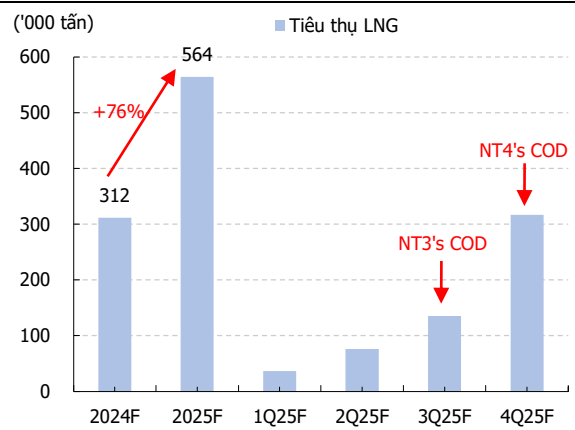
Trong năm 2025, chúng tôi duy trì dự báo tổng tiêu thụ LNG ở mức 564 nghìn tấn (+76% n/n, Hình 14). Trong 1Q25F, lượng tiêu thụ LNG được dự kiến đạt 36 nghìn tấn, chủ yếu phục vụ cho giai đoạn chạy thử của NT3&4 – trái ngược hoàn toàn với mức tiêu thụ gần như bằng 0 trong 1Q24.

Hình 13. LNG được nhập khẩu tại kho cảng Thị Vải LNG



Nguồn: KIS Research ước tính

Hình 14. Dự báo sản lượng tiêu thụ LNG trong 2025F



Nguồn: KIS Research ước tính

Theo quan sát của chúng tôi, lô hàng LNG mới nhất được nhập khẩu vào ngày 27 tháng 11, với tổng khối lượng vượt hơn 50 nghìn tấn. Giá LNG nhập khẩu trong 4Q24 đạt mức USD14.05/mmBTU, tăng 48% so với các lô hàng trước đó (Hình 13). Vào ngày 16 tháng 3, GAS chính thức ký kết các thỏa thuận về giải pháp và nguồn cung cấp khí LNG dài hạn với các đối tác Hoa Kỳ. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đi quan trọng nhằm đảm bảo nguồn cung LNG ổn định hơn và có chi phí hiệu quả hơn trong tương lai.

II. E&P: Lô B – Ô Môn trở nên sôi động

Lô B – Ô Môn sôi động lên

Tính đến tháng 2/2025, tiến độ thực hiện các gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 của dự án Lô B – Ô Môn lần lượt đạt 16,7% và 34%, trong khi gói EPC tuyến ống dẫn khí trên bờ đã hoàn thành 16%. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng sẽ được đẩy mạnh trong năm 2025 nhằm kịp tiến độ khí thương mại đầu tiên vào năm 2027, với sự hỗ trợ từ (1) cam kết chính trị mạnh mẽ và (2) quyết định của Phú Quốc POC trong việc cấp Thư trao thầu chính thức (full LOA) cho các gói EPCI, thay vì chỉ cấp LOA hạn chế.

PVS được dự báo sẽ là bên hưởng lợi chính trong năm 2025 do tham gia cả ba gói thầu quan trọng. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng Phú Quốc POC sẽ hoàn tất quá trình đấu thầu lựa chọn nhà cung cấp FSO trong năm nay, và PVS là một trong những ứng cử viên sáng giá nhất.

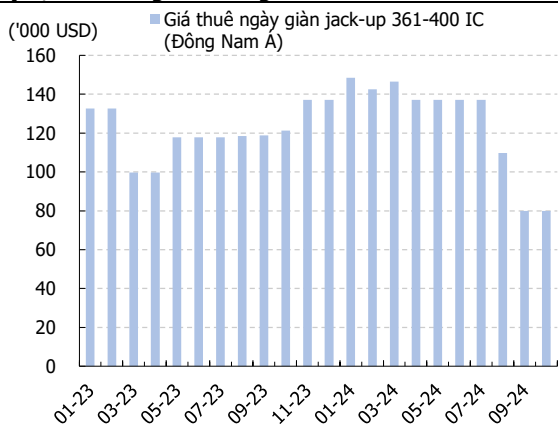
Khoan dầu khí: thị trường nở rộ, giá thuê giảm mạnh

Giá thuê giàn khoan tự nâng (jack-up) tại khu vực Đông Nam Á đã giảm mạnh trong tháng 8 và 9, xuống lần lượt 110,000 USD và 80,000 USD sau 9 tháng liên tiếp duy trì trên mức 135,000 USD (361-400 IC, Hình 15), chủ yếu đến từ:

- (1) Ba (03) hợp đồng giàn khoan mới có mức giá thuê thấp, bao gồm COSLSeeker, Valaris và Baltic. COSLSeeker – giàn khoan từng được ARAMCO cho ngừng hoạt động vào đầu năm 2024, đã ký hợp đồng 3 năm (kèm tùy chọn gia hạn thêm 2 năm) với mức giá thuê 88,000 USD/ngày. Valaris JU-106 hoạt động với giá thuê 85,000 USD/ngày; Baltic – một giàn khoan đã 41 năm tuổi – cũng hoạt động cho Petronas từ tháng 7 với mức giá thuê thấp.
- (2) Dư cung giàn khoan trên thị trường đạt đỉnh vào tháng 9 trong khi giá dầu chưa giảm đã giúp bên thuê giàn có nhiều lợi thế hơn trong việc đàm phán giá thuê (Hình 17).

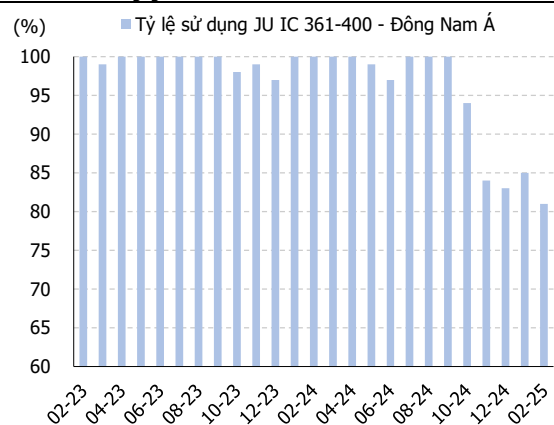
Đến tháng 2/2025, tỷ lệ sử dụng giàn khoan tự nâng (IC 361-400') tại khu vực Đông Nam Á đã giảm xuống chỉ còn 81%, so với mức 97–100% trong 2.5 năm qua (Hình 16). Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh sự thận trọng của các nhà đầu tư thượng nguồn khi họ đánh giá lại triển vọng thị trường dầu mỏ dưới nhiệm kỳ Tổng thống Trump. Do thị trường khoan dầu khí đã tăng khá mạnh trong suốt năm 2024, chúng tôi kỳ vọng thị trường sẽ điều chỉnh trong 2025. Theo Westwood, ba xu hướng chính của thị trường khoan dầu toàn cầu trong 2025F bao gồm: (1) nhu cầu chững lại, (2) tỷ lệ loại bỏ giàn khoan tăng, và (3) áp lực giảm giá thuê tiếp tục kéo dài.

Hình 15. Giá thuê giàn khoan tự nâng tại Đông Nam Á chịu áp lực từ Tháng 9 – Tháng 10/2024...



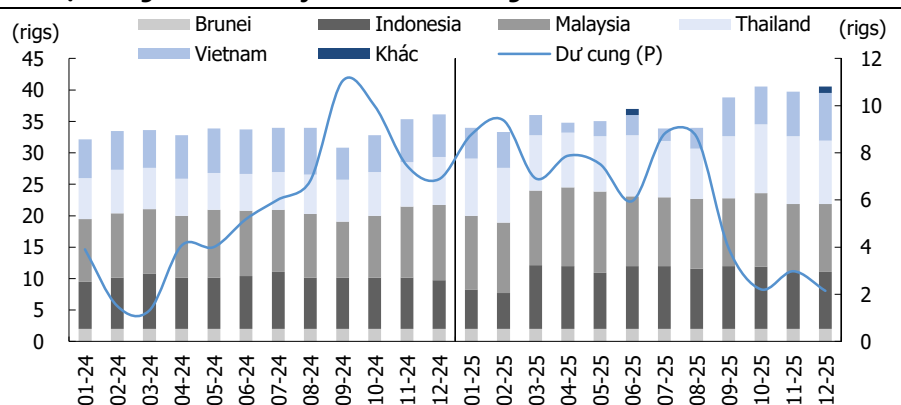
Nguồn: SP Global, KIS Research

Hình 16. ... trong khi tỷ lệ sử dụng thấp cho thấy nhu cầu khoan đầu suy yếu



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 17. Nhu cầu giàn khoan có thể phục hồi trong 2025F, nhưng tình trạng dư cung trên thị trường có thể vẫn duy trì ở mức cao trong 8T25



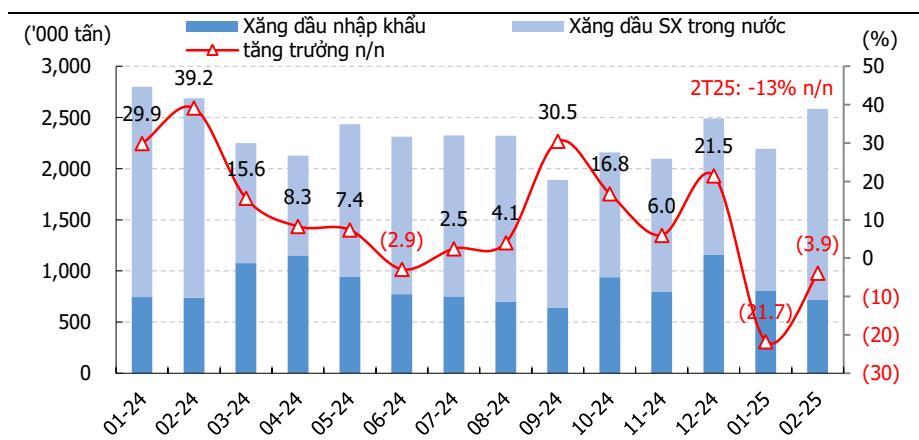
Nguồn: S&P Global (dữ liệu được tổng hợp vào ngày 15/10), KIS Research

III. Xăng dầu: Một quý đầy thử thách

Tổng nguồn xăng dầu của Việt Nam giảm

Tổng nguồn cung xăng dầu của Việt Nam trong 2T25 giảm 13% n/n xuống mức 4.78 triệu tấn (Hình 18), chủ yếu đến từ (1) hiệu ứng nền cao và (2) nhu cầu nhiên liệu suy yếu phần nào trong bối cảnh ngành sản xuất không khả quan, thể hiện qua chỉ số MPMI dưới 50 (Hình 8). Nguồn cung dồi dào trong 2T24 nhiều khả năng bắt nguồn từ việc các doanh nghiệp đầu mối tích trữ hàng tồn kho cao, nhằm dự phòng cho việc thu hồi giấy phép của một số nhà nhập khẩu sai phạm. Trong 1Q25F, chúng tôi dự báo nguồn cung xăng dầu toàn quốc sẽ tiếp tục giảm nhẹ ở mức một con số.

Hình 18. Nguồn cung xăng dầu toàn quốc giảm 13% n/n trong 2T25



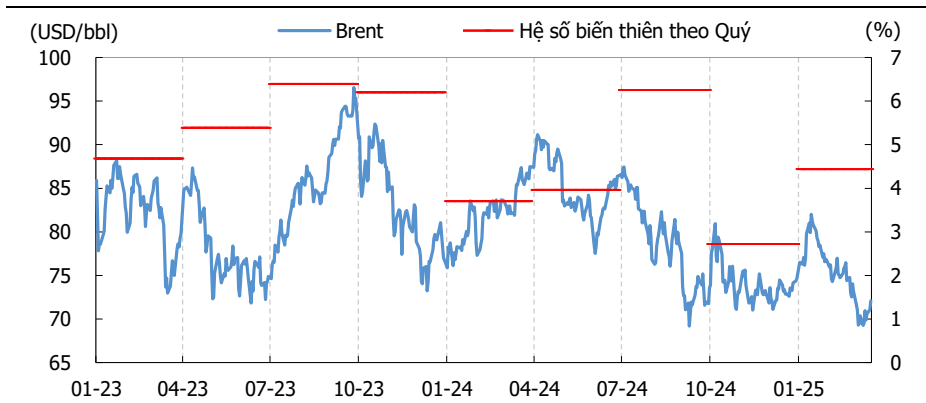
Nguồn: Customs, Bộ Công Thương, KIS Research

Biến động giá dầu gia tăng ảnh hưởng tiêu cực lên các nhà phân phối xăng dầu

Từ đầu năm 2025, giá Brent bắt đầu “dậy sóng”, với nhiều sự kiện lớn xảy ra trong khoảng thời gian ngắn. Giá dầu tăng vọt, đạt đỉnh 82 USD/thùng sau khi Mỹ công bố các lệnh trừng phạt đối với 183 tàu được cho là thuộc “hạm đội bóng đêm”. Tuy nhiên, Brent ngay sau đó chiết khấu mạnh khi có lệnh ngừng bắn giữa Israel và Hamas, cùng với triển vọng hòa bình khả quan hơn trong xung đột Nga – Ukraine, khiến giá Brent có lúc giảm về 69 USD/thùng. Sau đó, giá dầu lại điều chỉnh tăng trở lại khi Mỹ và Iran leo thang căng thẳng.

Hệ số biến động (Coefficient of Variation – CV) của giá Brent trong 1Q25F ước tính neo cao ở mức 4.4%, tăng 1.4 đpt n/n và 1.7 đpt q/q, cho thấy mức độ biến thiên đã tăng mạnh trong 1Q25. Tình trạng biến động gia tăng được dự báo sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của các nhà phân phối xăng dầu trong 1Q25F, do làm gia tăng rủi ro chênh lệch giữa giá nhập/bán, cùng với đó là nguy cơ giảm giá hàng tồn kho.

Hình 19. Giá dầu Brent biến động mạnh hơn trong 1Q25

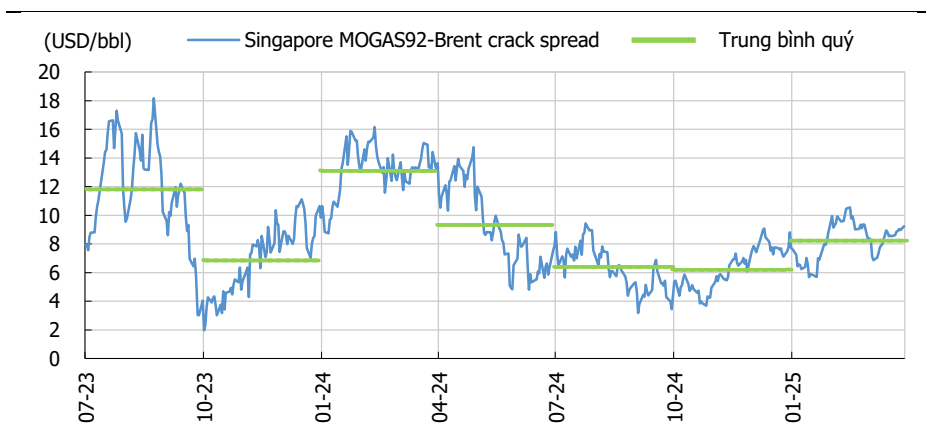


Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Biên lọc dầu vẫn chặt vật

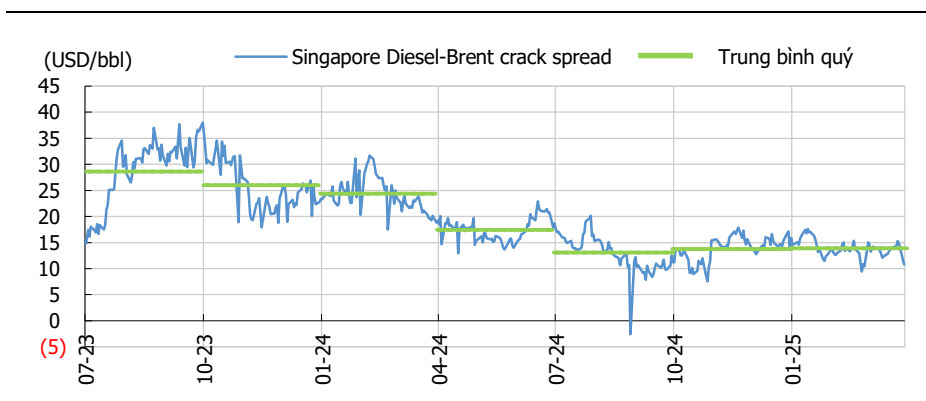
Tỷ lệ sử dụng công suất các nhà máy lọc dầu trong 2T25 ghi nhận xu hướng trái chiều giữa các khu vực, cải thiện tại Mỹ nhưng suy giảm ở châu Á. Công suất sử dụng của các nhà máy lọc dầu tại Mỹ đạt 86.5% (+1.57 đpt n/n), trong khi tại châu Á (chọn lọc), tỷ lệ này giảm 1.2 đpt n/n, ở mức 93%. Biên lọc dầu MOGAS92 và Diesel tiếp tục yếu trong 1Q25, với mức trung bình lần lượt là 8.2 USD và 13.9 USD, giảm lần lượt 37% và 43% n/n. Chúng tôi cho rằng tình trạng biên lọc dầu yếu sẽ gây áp lực lớn lên lợi nhuận của các nhà máy lọc dầu trong nước, trong đó có BSR.

Hình 20. Biên lọc dầu MOGAS92



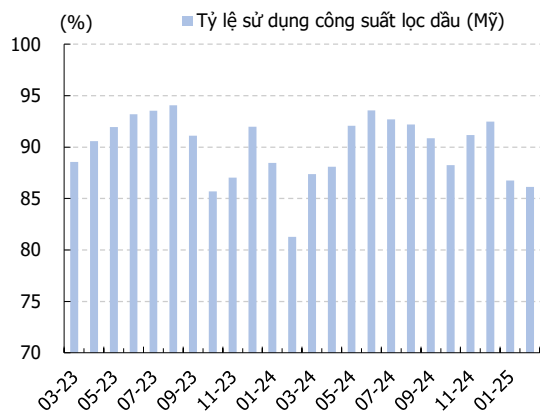
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 21. Biên lọc dầu Diesel



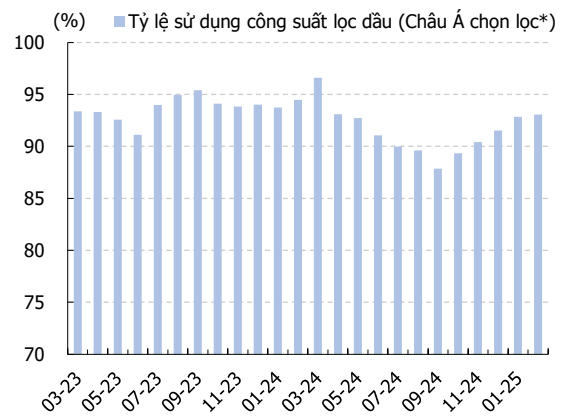
Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 22. Tỷ lệ sử dụng công suất lọc dầu tại Mỹ cải thiện nhẹ n/n



Nguồn: OPEC, KIS Research

Hình 23. Tỷ lệ sử dụng công suất lọc dầu tại châu Á giảm nhẹ n/n



Nguồn: OPEC, KIS Research

*Châu Á chọn lọc: Nhật Bản, Trung Quốc, Ấn Độ, Singapore, Hàn Quốc

IV. Kết quả kinh doanh 1Q25F của các doanh nghiệp niêm yết

GAS – áp lực trích lập dự phòng

Bảng 3. Dự phóng kết quả kinh doanh 1Q25F của GAS

(tỷ đồng, %)

	1Q24	4Q24	1Q25F	2025F		Đồng thuận	
				n/n	q/q	1Q25F	2025F
Giá dầu FO	446	450	476	6.6	5.7	456	(2)
Giá CP	632	578	620	(1.9)	7.2	605	(1)
Doanh thu	23,315	24,945	27,002	15.8	8.2	120,297	16
Khí tự nhiên	9,416	9,042	9,273	(1.5)	2.6	49,892	23
LPG	12,495	13,729	15,687	25.6	14.3	62,028	13
Vận chuyển khí	619	579	528	(14.7)	(8.8)	2,151	(22)
Khác	785	1,595	1,513	92.8	(5.2)	6,225	14
Lợi nhuận gộp	3,691	4,044	3,981	7.9	(1.6)	18,710	6
Doanh thu tài chính	463	420	400	(13.6)	(4.7)	1,600	(8)
BH&QL	803	1,767	1,337	66.5	(24.3)	5,814	4
LNST	3,171	2,558	2,914	(8.1)	13.9	13,970	6
LNST	2,544	2,052	2,346	(7.8)	14.3	11,231	6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ARAMCO, KIS Research ước tính

Dự phóng: Trong 1Q25F, chúng tôi ước tính doanh thu của GAS sẽ tăng 16%, chủ yếu nhờ mức nền thấp của mảng LPG trong 1Q24. Lợi nhuận gộp cũng được kỳ vọng tăng lên 3.98 nghìn tỷ đồng (+7.9% n/n). Tuy nhiên, chi phí BH&QL được dự báo sẽ tăng vọt tới 67% n/n (-24.3% q/q) do trích lập dự phòng các khoản phải thu khó đòi - trong khi 1Q24 không ghi nhận khoản trích lập nào. Theo đó, LNST 1Q25F có thể đạt khoảng 2.35 nghìn tỷ đồng (-7.8% n/n).

- **Khí tự nhiên:** Sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt 1.46 BCM, giảm 11% n/n. Giá khí neo cao tiếp tục làm suy giảm nhu cầu từ các nhà máy điện, trong bối cảnh công suất nguồn cung cũng đang giảm. Doanh số bán LNG có thể đạt 0.05 BCM, chủ yếu nhờ nhu cầu từ khách hàng công nghiệp và quá trình chạy thử NT3&4.
- **LPG:** GAS nhiều khả năng sẽ duy trì sản lượng LPG ở mức cao, trên 800 nghìn tấn, nhằm hỗ trợ kết quả kinh doanh như đã thể hiện trong ba quý gần nhất. Nhờ hiệu ứng nền thấp, sản lượng 1Q25F được dự báo sẽ tăng 26% n/n, trong đó hoạt động kinh doanh quốc tế tăng mạnh tới 37% n/n.

Định giá: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS, với giá mục tiêu **79,300 đồng/cổ phiếu**, phù hợp với chiến lược đầu tư dài hạn.

Rủi ro: Giá dầu thế giới giảm có thể tạo ra tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu GAS và gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp, đặc biệt là từ biến động giá dầu FO. Bên cạnh đó, việc chậm tiến độ ở các dự án NT3&4 và Lô B cũng là yếu tố rủi ro cần lưu ý.

CNG – nhu cầu phục hồi

Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh 1Q25F của CNG

(tỷ đồng, %)

	1Q24	4Q24	1Q25F		2025F		Đồng thuận	
			n/n	q/q		n/n	1Q24F	2025F
Sản lượng	47	79	73	54.5	(8.5)	315	19	
Doanh thu	631	1,056	1,024	62.2	(3.0)	4,480	27	
Lợi nhuận gộp	30	87	75	149.8	(13.1)	326	13	
BH&QL	28	64	44	54.6	(31.3)	176	3	
LNST	2	22	32	1,586	47.8	153	28	
LNST	1	18	26	1,831	46.4	122	28	

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Dự phóng: Trong 1Q25F chúng tôi kỳ vọng sản lượng khí tiêu thụ của CNG sẽ ổn định ở mức 73 triệu Sm³, giảm nhẹ so với quý trước, trong bối cảnh ngành vật liệu xây dựng tiếp tục phục hồi. Tuy nhiên, nhờ hiệu ứng nền thấp, mức tăng trưởng dự kiến đạt mức 55% n/n. Theo đó, doanh thu được dự báo sẽ tăng 62% n/n, lên khoảng 1.02 nghìn tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp (GPM) dự kiến đạt 7.4%, tăng 2.6 đpt n/n từ mức nền bất thường thấp. LNST được kỳ vọng tăng gấp 18 lần n/n, cũng nhờ nền thấp, do LNST 1Q24 chỉ đạt khoảng 1.3 tỷ đồng.

Định giá: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu CNG.

Rủi ro: Giá dầu thế giới giảm có thể gây tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu CNG và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp, đặc biệt là khi giá dầu FO và Brent giảm.

PVD – giá thuê giàn không thuận lợi

Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh 1Q25F của PVD

(tỷ đồng, %)

	1Q24	4Q24	1Q25F		2025F		Đồng thuận	
			n/n	q/q		n/n	1Q25F	2025F
Doanh thu	1,756	2,789	1,677	(4)	(40)	8,117	(13)	8,577
Khoan	1,162	1,290	897	(23)	(30)	4,121	(27)	
DVKT	374	931	470	26	(50)	2,758	26	
Hàng hoá	219	568	310	41	(46)	1,238	46	
Lợi nhuận gộp	450	359	240	(47)	(33)	1,425	(18)	2,317
Chi phí tài chính	27	37	38	40	3	153	0	
Lỗi tỷ giá	53	60	35	(34)	(42)	140	(8)	
BH&QL	118	185	118	0	(36)	628	(1)	
LNHĐ	227	206	88	(61)	(57)	660	(28)	
LN khác	(13)	50	(11)	(8)	(123)	(46)	(358)	
LNTT	215	257	77	(64)	(70)	614	(34)	
Thuế	66	24	28	(57)	18	185	(22)	
Thuế suất (%), dựa trên LNTT)	31	9	37	6	28	30	(5)	
LNST	149	232	48	(68)	(79)	429	(38)	
LNST-CMT	158	216	32	(80)	(85)	364	(47)	1,192

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Dự phóng: Trong 1Q25F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PVD sẽ giảm nhẹ xuống mức 1.7 nghìn tỷ đồng (-4% n/n, -40% q/q). Mảng kinh doanh cốt lõi là dịch vụ khoan được dự báo sẽ giảm mạnh 23% n/n, xuống mức 897 tỷ đồng, nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giá thuê giàn giảm:

- (1) *Khối lượng công việc ổn định:* Cả 5 giàn khoan sở hữu của PVD vẫn được khai thác tối đa trong suốt 1Q25F, không thay đổi so với cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, giàn khoan trên đất liền đã được công ty thanh lý trong 4Q24 sau hơn 6 tháng không hoạt động.
- (2) *Giá thuê giàn:* Mức giá thuê tham chiếu trên thị trường đã bắt đầu hạ nhiệt từ 4Q24, gây áp lực lớn lên đơn giá dịch vụ của PVD. Trong 1Q25F, tình trạng dư cung cao và diễn biến điều chỉnh trên thị trường được dự báo sẽ tiếp tục đè nặng lên giá thuê giàn. Giá thuê trung bình của PVD trong 1Q25F ước đạt khoảng 78,000 USD so với mức khoảng 87,000 USD trong 1Q24.

Lợi nhuận gộp được dự báo ở mức khiêm tốn 240 tỷ đồng (-47% n/n), chủ yếu do giá thuê giàn sụt giảm. LNTT dự báo giảm xuống mức 77 tỷ đồng (-64% n/n) và LNST ước đạt 48 tỷ đồng (-68% n/n).

Định giá: Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu PVD xuống **NĂM GIỮ**, do thị trường khoan đang đối mặt với nhiều thách thức, cùng với lo ngại về xu hướng giảm giá thuê trong các quý tới.

Rủi ro: Giá dầu giảm trong ngắn hạn có thể tạo ra tâm lý tiêu cực đối với cổ phiếu PVD, mặc dù triển vọng của công ty phụ thuộc phần lớn vào triển vọng dài hạn của giá dầu.

PVS – tăng tốc với dự án Lô B

Bảng 6. Dự phóng kết quả kinh doanh 1Q25F của PVS

(tỷ đồng, %)

	1Q24	4Q24	1Q25F		2025F		Đồng thuận	
			n/n	q/q		n/n	1Q25F	2025F
Doanh thu	3,710	9,777	6,563	76.9	(32.9)	34,159	43	34,209
Lợi nhuận gộp	258	300	312	20.7	3.9	1,406	24	1,869
Doanh thu tài chính	151	188	178	18.1	(5.2)	712	27	
Chi phí tài chính	14	(14)	55	288.1	N/A	218	4	
Lợi nhuận từ công ty liên kết	197	215	213	7.8	(1.1)	850	(1)	
BH&QL	227	446	194	(14.3)	(56.4)	1,028	(18)	
LNTT	368	841	469	27	(44.3)	1,812	7	
LNST	305	705	375	23	(46.8)	1,504	7	1,299

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính, Bloomberg

Dự phóng: Chúng tôi kỳ vọng 1Q25F sẽ là một quý tăng trưởng mạnh đối với PVS, nhờ khối lượng thi công lớn tại dự án Lô B – Ô Môn. Doanh thu dự kiến tăng vọt 77% n/n, được thúc đẩy bởi hiệu suất cao của mảng M&C. Lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO được dự báo sẽ duy trì ổn định ở mức 213 tỷ đồng, trong khi chi phí BH&QL được kỳ vọng duy trì quanh mức 200 tỷ đồng. Theo đó, LNST của PVS được dự báo tăng 23% n/n, đạt 375 tỷ đồng.

Định giá: Chúng tôi bắt đầu khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PVS cho chiến lược đầu tư trung và dài hạn, với giá mục tiêu **45,800 đồng/cổ phiếu**, dựa trên (1) việc PVS đã được cấp Full LOA cho các gói EPCI tại dự án Lô B – Ô Môn, và (2) kỳ vọng PVS sẽ trúng thầu FSO dự án Lô B trong 2025F.

Rủi ro: Giá dầu giảm trong ngắn hạn có thể gây áp lực lên tâm lý thị trường đối với cổ phiếu PVS.

PLX – chứng lại do biến động giá dầu

Bảng 7. Dự phóng kết quả kinh doanh 1Q25F của PLX

(tỷ đồng, %)

	1Q24	4Q24	1Q25F		2025F		Đồng thuận	
			n/n	q/q		n/n	1Q25F	2025F
Doanh thu	75,106	71,038	69,832	(7.0)	(1.7)	264,555	(7)	269,854
Lợi nhuận gộp	4,669	4,604	3,820	(18.2)	(17.0)	17,192	(1)	17,379
Doanh thu tài chính	450	295	344	(23.5)	16.9	1,377	(16)	
Chi phí tài chính	375	251	274	(27.0)	9.0	1,095	(8)	
BH&QL	3,436	4,176	3,240	(5.7)	(22.4)	13,757	(6)	
LNTT	1,441	760	829	(43)	9.0	4,528	14	
LNST	1,133	612	663	(41)	8.3	3,622	15	2,983

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính, Bloomberg

Dự phóng: Trong 1Q25, sản lượng tiêu thụ nội địa của PLX tăng ổn định 4% n/n, đạt 2.7 triệu m³/tấn. Tuy vậy, doanh thu 1Q25F được dự báo sẽ giảm 7% n/n xuống mức 69.8 nghìn tỷ đồng, phản ánh mức giảm 8% n/n của giá dầu Brent. Lợi nhuận gộp có thể giảm mạnh 23.5% n/n xuống mức 3.8 nghìn tỷ đồng, do chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ thu hẹp còn 5.5% (giảm 0.7 đpt n/n và 1.0 đpt q/q) trong bối cảnh giá Brent biến động mạnh (CV ở mức 4.4%). LNST ước tính giảm 41% n/n, còn 663 tỷ đồng trong 1Q25F.

Định giá: Chúng tôi bắt đầu khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PLX cho chiến lược đầu tư trung và dài hạn, với giá mục tiêu **47,300 đồng/cổ phiếu**, dựa trên (1) Nghị định Xăng dầu mới – trao quyền quyết định giá cho nhà phân phối, giảm rủi ro kinh doanh và tối ưu hóa lợi nhuận; và (2) thị phần dẫn đầu cùng hệ thống hậu cần mạnh giúp PLX có lợi thế cạnh tranh vững chắc trong bối cảnh quy định siết chặt.

Rủi ro: Biến động mạnh của giá dầu có thể làm suy giảm biên lợi nhuận gộp của PLX, dẫn đến lợi nhuận biến động theo quý.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. stock ratings based on 12-month forward performance**

- BUY: Expected total return will be 15%p or more
- Hold: Expected total return will be between -5%p and 15%p
- Sell: Expected total return will be -5%p or less
- KIS Vietnam Securities Corp. does not offer target prices for stocks with Hold or Sell ratings.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. sector ratings for the next 12 months**

- Overweight: Recommend increasing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Neutral: Recommend maintaining the sector's weighting in the portfolio in line with its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Underweight: Recommend reducing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.

■ **Analyst Certification**

I/We, as the research analyst/analysts who prepared this report, do hereby certify that the views expressed in this research report accurately reflect my/our personal views about the subject securities and issuers discussed in this report. I/We do hereby also certify that no part of my/our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

■ **Important compliance notice**

As of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not own 1% or more of any class of common equity securities of the companies mentioned in this report.

There is no actual, material conflict of interest of the research analyst or KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates known at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not managed or co-managed a public offering of securities for the companies mentioned in this report in the past 12 months;

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not received compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the past 12 months; KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the next 3 months.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates was not making a market in securities of the companies mentioned in this report at the time that the research report was published.

KIS Vietnam Securities Corp. does not own over 1% of shares of the companies mentioned in this report as of 14 Apr 2025.

KIS Vietnam Securities Corp. has not provided this report to various third parties.

Neither the analyst/analysts who prepared this report nor their associates own any shares of the company/companies mentioned in this report as of 14 Apr 2025.

KIS Vietnam Securities Corp. has not issued CW with underlying stocks of stock names and is not the liquidity provider.

Prepared by: Phòng Phân tích

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (director consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by Korea Investment & Securities America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Korea Investment & Securities, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Korea Investment & Securities America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by Korea Investment & Securities Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of Korea Investment & Securities Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. Korea Investment & Securities Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom Korea Investment & Securities Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

Copyright © 2025 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.