

TRIỂN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ 2H25

GIÓ THUẬN NỘI ĐỊA, GIÓ NGƯỢC TOÀN CẦU

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.

Triển vọng ngành Dầu khí 2H25F

Gió thuận nội địa, gió ngược toàn cầu

Sector Rating	TIÊU CỰC	TÍCH CỰC
Tổng quan ngành	Khí tự nhiên: 1Q25 không phải mùa cao điểm nhưng ghi nhận lượng tiêu thụ LNG đáng kể, củng cố xu hướng tăng trưởng của phân khúc LNG mới trong bối cảnh nguồn khí đốt trong nước suy giảm. Giá LNG giao ngay tại châu Á đã hạ nhiệt so với mức đỉnh trong 2Q25, điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiêu thụ LNG trong 2H25F. E&P: Thị trường khoan dầu tiếp tục dư cung nghiêm trọng trong 1H24, gây áp lực lên đơn giá thuê giàn khoan của các đơn vị như PVD. Số lượng giàn khoan đang hoạt động có xu hướng giảm và có thể đã chạm đáy chu kỳ. Ở chiều ngược lại, hoạt động E&P trong nước – đặc biệt là dự án Lô B – Ô Môn – vẫn ghi nhận tiến độ xây dựng tích cực. Xăng dầu: Trong 1H25, hệ số biến động (CV) của giá Brent duy trì ở mức cao do ảnh hưởng từ nhiều sự kiện toàn cầu: Lệnh trừng phạt với hạm đội “bóng đêm”; Kỳ vọng hòa bình tại Nga–Ukraine; Lệnh ngừng bắn chóng vánh giữa Israel–Hamas; Chính sách thuế mới từ ông Trump; Leo thang căng thẳng Israel–Iran. Điều này gây bất lợi cho các nhà phân phối xăng dầu khi phải chịu rủi ro mất giá tồn kho và chênh lệch giá bán. Biên lợi dầu vẫn đang chật vật trong việc phục hồi.	
Triển vọng 2H25F	Khí tự nhiên: - Sản lượng khí tự nhiên (bao gồm LNG) dự kiến tăng 11% trong 2H25F, chủ yếu nhờ các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 (vận hành thương mại từ tháng 9) và Nhơn Trạch 4 (từ tháng 11) đi vào hoạt động. - Chúng tôi dự kiến nhu cầu LNG (từ các nhà máy điện) được kỳ vọng tăng nhờ: (1) Giá LNG giao ngay đã hạ nhiệt; (2) Sản lượng khí nội địa dự kiến giảm trên 30% yoy; (3) Mục tiêu tăng trưởng GDP cao của Chính phủ sẽ kéo theo nhu cầu phát điện mạnh mẽ. E&P: - Thị trường khoan có thể tiếp tục dư cung, tạo áp lực lên đơn giá thuê giàn khoan. - Dự án Lô B – Ô Môn được kỳ vọng triển khai thuận lợi nhờ quyết tâm cao từ phía Chính phủ – tạo lợi thế cho các doanh nghiệp đang tham gia vào dự án. Xăng dầu: - Thách thức ngắn hạn: Thị trường gần đây xuất hiện thêm một lớp “war premium” giá dầu do căng thẳng Israel–Iran, làm lu mờ lo ngại dư cung. Tuy nhiên, khi căng thẳng dịu xuống và “war premium” được gỡ bỏ, tâm lý thị trường có thể nhanh chóng quay lại với mối lo dư cung. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu trong 3Q25 sẽ biến động mạnh, tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu.. - Cơ hội dài hạn: Dự thảo Nghị định xăng dầu lần 6 là bước đi quan trọng trong việc tự do hóa thị trường xăng dầu, với: Quyền định giá linh hoạt hơn cho các nhà phân phối; Điều kiện kinh doanh chặt chẽ hơn. Chúng tôi kỳ vọng nghị định này sẽ được thông qua trong 2H25F. - Biên lợi dầu vẫn chịu áp lực do nhu cầu nhiên liệu tăng chậm.	
Khuyến nghị	Do triển vọng phân hóa giữa các phân ngành, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP đối với toàn ngành Dầu khí. Về khuyến nghị cổ phiếu cụ thể, chúng tôi lần lượt đánh giá: GAS (MUA), CNG (NĂM GIỮ), PVS (MUA), PVD (NĂM GIỮ), PLX (MUA).	

Danh sách cổ phiếu theo dõi

Danh sách cổ phiếu theo dõi của KIS

Mã	Khuyến nghị	GMT	Upside	25F DT	25F LNST	DT - yoy	LNST - yoy	Trailing PE	Trailing PB	Tỷ suất cổ tức
Khí thiên nhiên										
GAS	MUA	79,300	+17%	114,835	12,389	11	17	14.9	2.5	4.1
CNG	NẮM GIỮ	31,600	+9%	4,302	66	22	(27)	11.3	1.6	3.4
Thăm dò và khai thác (E&P)										
PVS	MUA	45,800	+43%	33,610	1,415	41	0	14.3	1.1	2.3
PVD	NẮM GIỮ	22,500	+14%	7,545	455	(19)	(34)	16.1	0.7	1.9
Xăng dầu										
PLX	MUA	43,800	+17%	260,126	1,438	(8)	(55)	24.3	1.8	3.7



Ngành Dầu khí 2H25F – Gió thuận nội địa, gió ngược toàn cầu

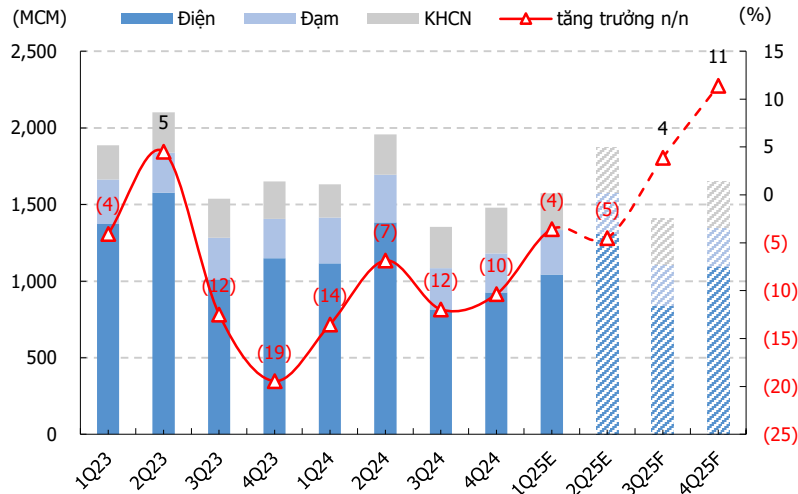
I. Phân tích ngành

1. Khí tự nhiên: LNG sẽ là yếu tố then chốt
2. E&P: Tập trung vào dự án Lô B – Ô Môn
3. Xăng dầu: Khó khăn ngắn hạn nhưng tiềm năng dài hạn

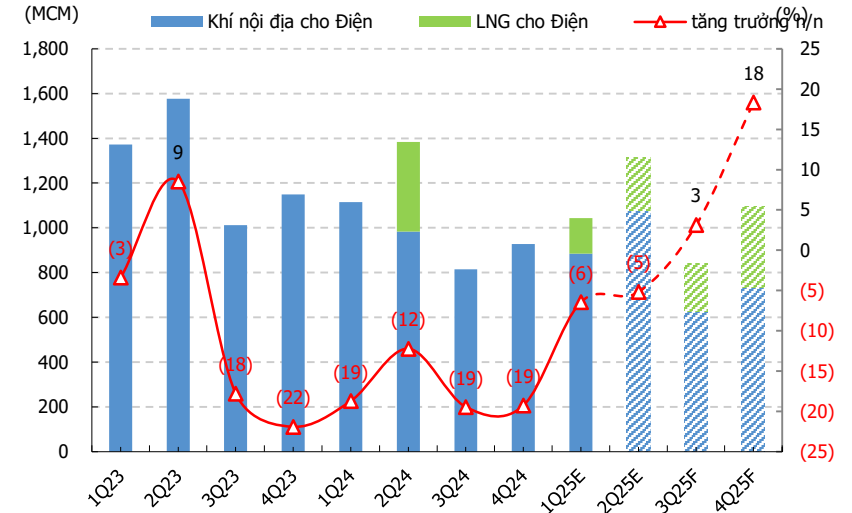
1. Khí tự nhiên

LNG mang làn gió mới đến thị trường khí đốt

Hình 1. Tiêu thụ khí khô nội địa trong 2H25F có thể tăng vọt 14% svck ...



Hình 2. ... được thúc đẩy bởi nhu cầu từ ngành điện: +11% svck



Hình 3. Hệ số sử dụng (CF) của điện khí dự kiến cải thiện lên 36% trong 2H25 nhờ đóng góp từ Nhơn Trạch 3 & 4

hệ số công suất	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
Thuỷ điện	30%	50%	28%	62%	34%	57%
Nhiệt điện Than	55%	52%	68%	50%	67%	52%
Nhiệt điện Khí	46%	29%	38%	31%	33%	36%
trong đó NT3&4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	46%
NLTT	19%	17%	19%	17%	21%	21%

Source: GAS, EVN, KIS Research estimates

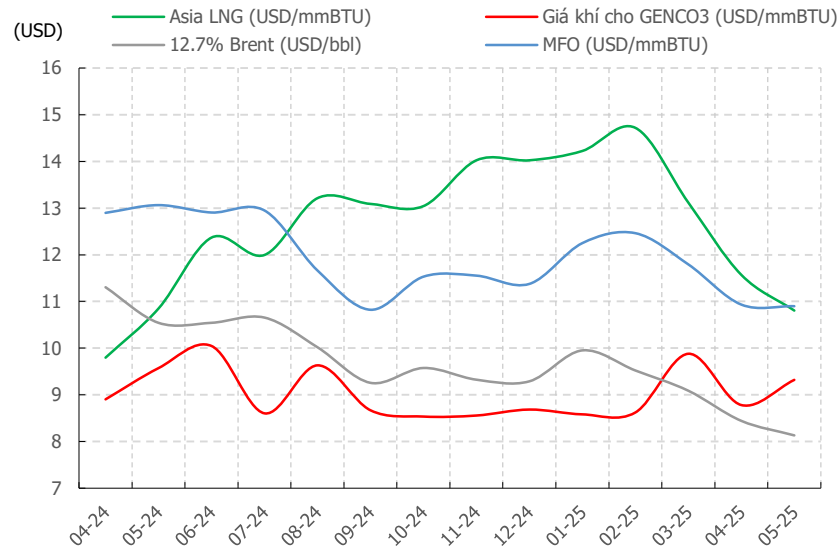
Tiêu thụ khí tự nhiên trong 2H25F dự kiến tăng mạnh 14% svck:

- Khách hàng điện: tăng 11% nhờ (1) công suất mới từ các nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3&4, và (2) tăng huy động LNG cho các nhà máy điện truyền thống – giúp bù đắp tác động từ khí nội địa suy giảm 22% svck.
- Khách hàng phân bón: đi ngang n/n.
- Khách hàng công nghiệp: tăng 5% nhờ sự phục hồi của lĩnh vực bất động sản và xây dựng.

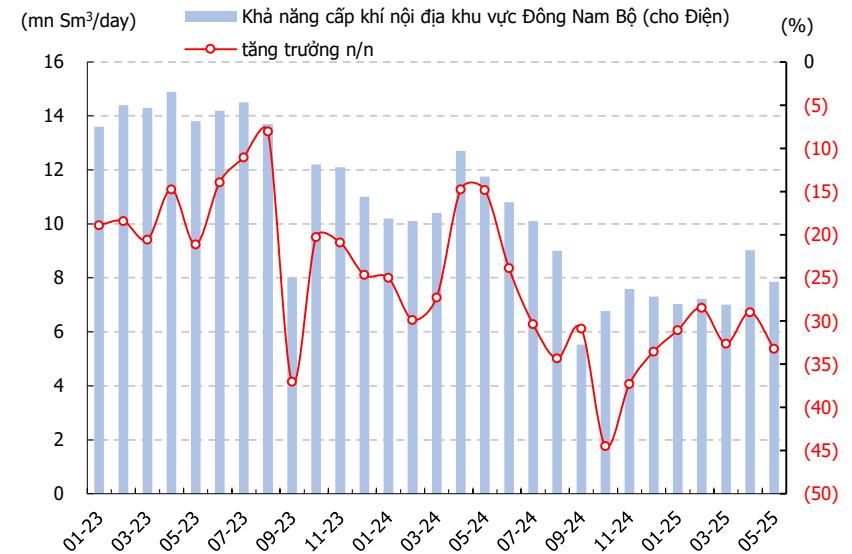
1. Khí tự nhiên

Nguồn cung khí đốt nội địa suy giảm & LNG rẻ hơn thúc đẩy tiêu thụ LNG

Hình 4. Giá điện GENCO3 neo ở mức cao, trong khi giá LNG châu Á đã hạ nhiệt từ đỉnh tháng 2/2025



Hình 5. Công suất cung ứng khí tại Đông Nam Bộ (ngành điện) tiếp tục giảm trên 30% svck



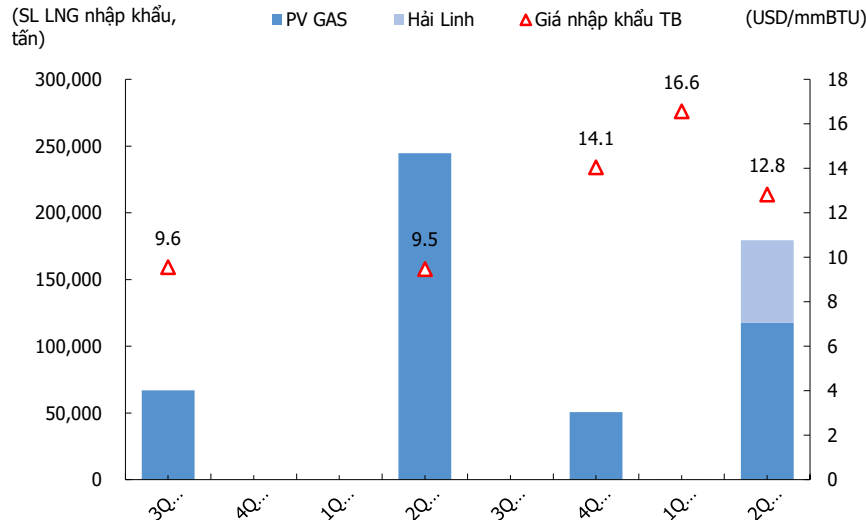
2H25F: Giá LNG hạ nhiệt & nguồn khí đốt nội địa suy giảm thúc đẩy tiêu thụ LNG:

- Khả năng cấp khí nội địa (cho sản xuất Điện) dự kiến giảm trên 30% n/n trong giai đoạn tới.
- Giá LNG giao ngay tại châu Á đã hạ nhiệt từ mức đỉnh 14.7 USD/mmBTU (tháng 2/2025) xuống khoảng 11 USD/mmBTU.
- Nhu cầu phụ tải đỉnh và ổn định lưới điện vẫn ở mức cao khi Việt Nam theo đuổi mục tiêu tăng trưởng kinh tế tham vọng.

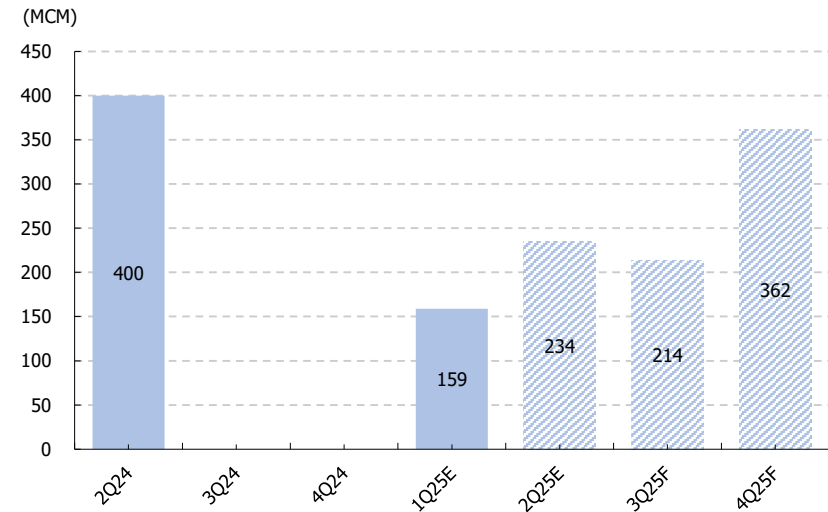
1. Khí tự nhiên

LNG sẽ tăng mạnh trong 2H25 nhờ Nhơn Trạch 3 & 4 đi vào vận hành thương mại

Hình 6. Hải Linh gia nhập “sân chơi” LNG trong 2Q25



Hình 7. Tiêu thụ LNG của PV GAS có thể bùng nổ từ 2H25F

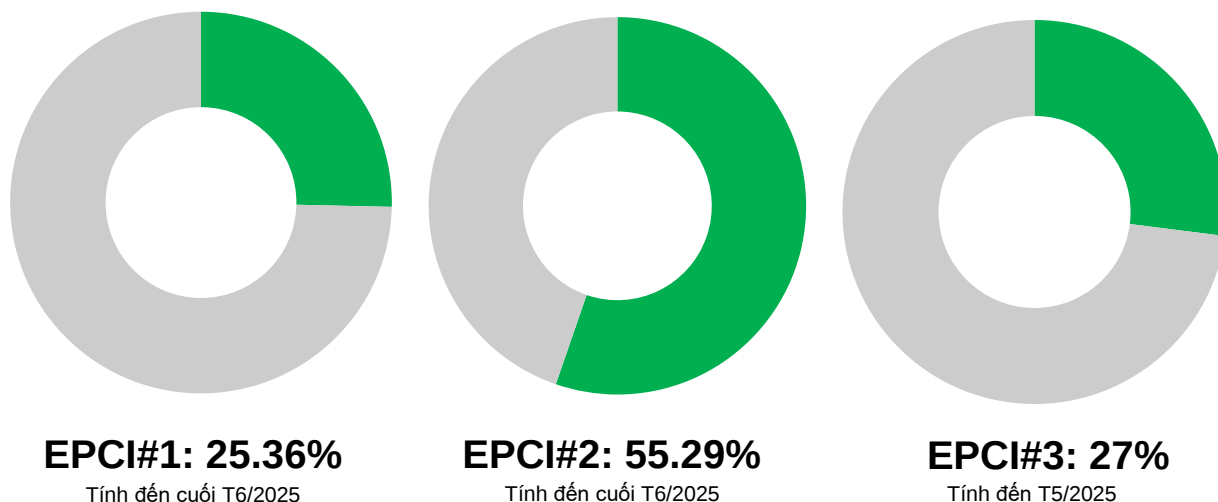


- **2H25F:** Nhơn Trạch 3 & 4 dự kiến vận hành thương mại vào tháng 9 và 11 năm 2025 (trễ so với kế hoạch trước đó là tháng 6 và 9).
- Kho cảng LNG Cái Mép của Hải Linh (nằm gần cảng LNG Thị Vải của PV GAS) đã nhập chuyển LNG đầu tiên vào ngày 27/5, cho thấy tình hình cạnh tranh trong ngành cao hơn trong thời gian tới. Chúng tôi cho rằng LNG Cái Mép sẽ cạnh tranh trực tiếp với PV GAS trong việc cung cấp LNG cho các nhà máy điện khí truyền thống cũng như khách hàng công nghiệp.

2. Thăm dò & Khai thác:

Lô B – Ô Môn: Kỳ vọng triển vọng tích cực trong 2H25 với quyết tâm cao từ Chính phủ

Hình 8. Các gói thầu EPCI của PVS đang được triển khai mạnh mẽ sau khi nhận đầy đủ LOA



Hình 9. Thỏa thuận cung cấp FSO cho dự án Lô B cũng đã hoàn tất



PTSC
A member of PETROVIETNAM

X

YINSON
Production

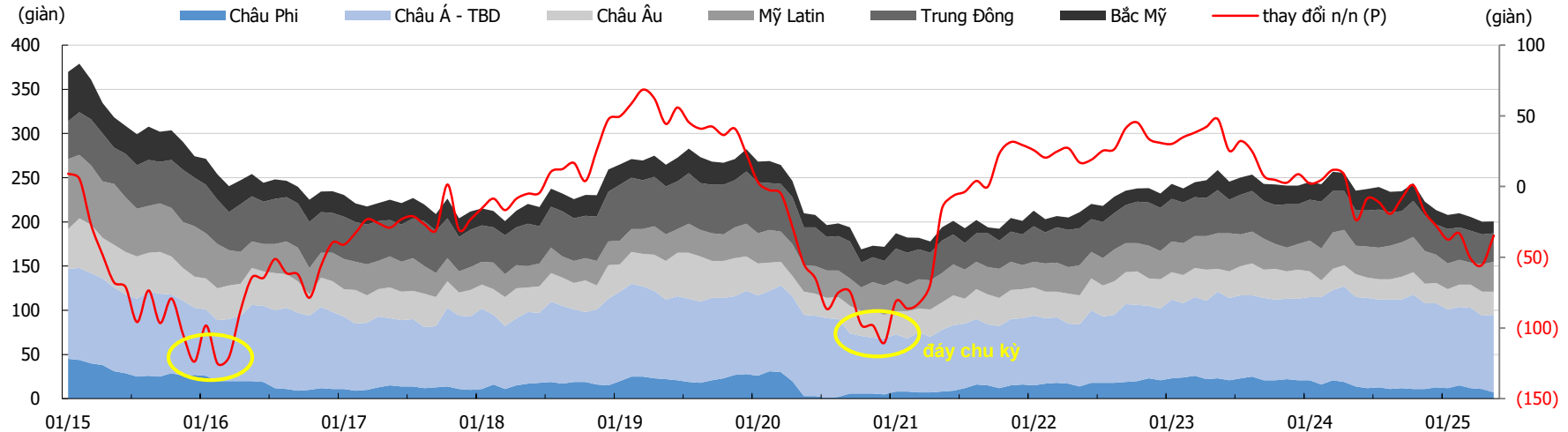
Dự án Lô B – Ô Môn đang được đẩy nhanh tiến độ:

- Tiến độ xây dựng các gói EPCI #1, #2 và #3 đang dần được ghi nhận. Tuy nhiên, gói EPCI #3 đang gặp một số chậm trễ nhỏ do vướng mắc trong giải phóng mặt bằng.
- Nhà thầu cho gói EPCI #4 (phạm vi: đường ống ngoài khơi) đã được chọn – là liên danh gồm Vietsovpetro, PT Timas Suplindo và TOS.
- Đồng thời, liên doanh giữa PTSC (HSX: PVS) và Yinson đã chính thức được trao hợp đồng cung cấp FSO cho dự án Lô B.

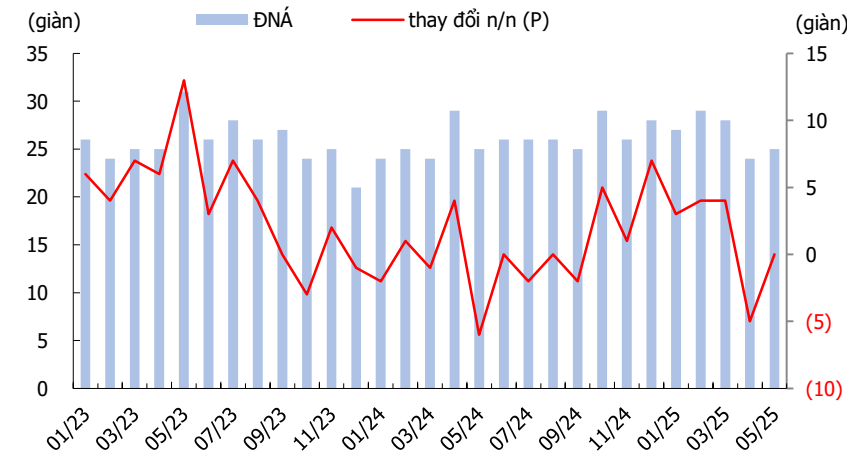
2. Thăm dò & Khai thác:

Khoan dầu khí: Đơn giá thuê giàn tiếp tục chịu áp lực lớn do dư cung kéo dài

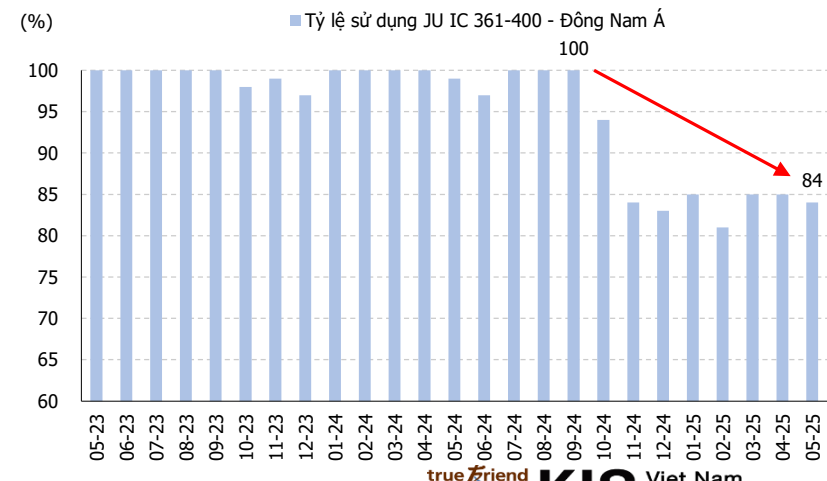
Hình 10. Tổng số giàn khoan ngoài khơi đang hoạt động đã rơi vào vùng tăng trưởng âm từ 2H24 và tiếp tục suy yếu trong 1H25 do triển vọng dư cung dầu toàn cầu. Chúng tôi cho rằng đây là quá trình điều chỉnh của thị trường sau giai đoạn tăng nóng trong năm 2022–2023, và kỳ vọng số lượng giàn hoạt động có thể giảm thêm khi thị trường tiến đến vùng đáy của chu kỳ hiện tại.



Hình 11. Số lượng giàn khoan hoạt động tại Đông Nam Á tăng nhẹ, phản ánh nhu cầu ổn định nhưng chúng tôi lo ngại áp lực dư cung vẫn chiếm ưu thế.



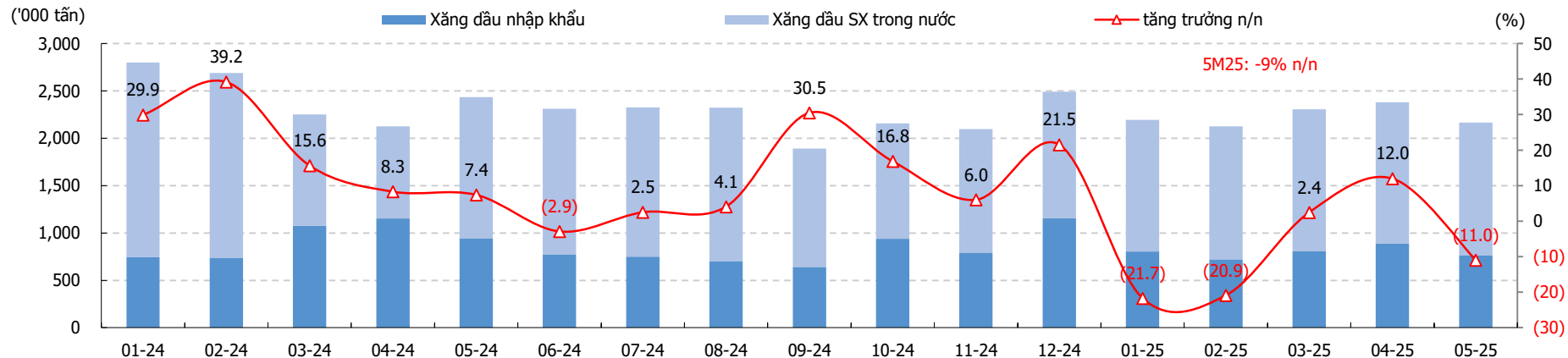
Hình 12. Tỷ lệ sử dụng giàn khoan tự nâng (IC361–400) tại Đông Nam Á giảm, có thể là dấu hiệu của tình trạng dư cung.



3. Xăng dầu:

Tổng nguồn cung xăng dầu của Việt Nam suy giảm

Hình 13. Trong 5T25, tổng nguồn cung nội địa giảm 9% so với cùng kỳ năm trước



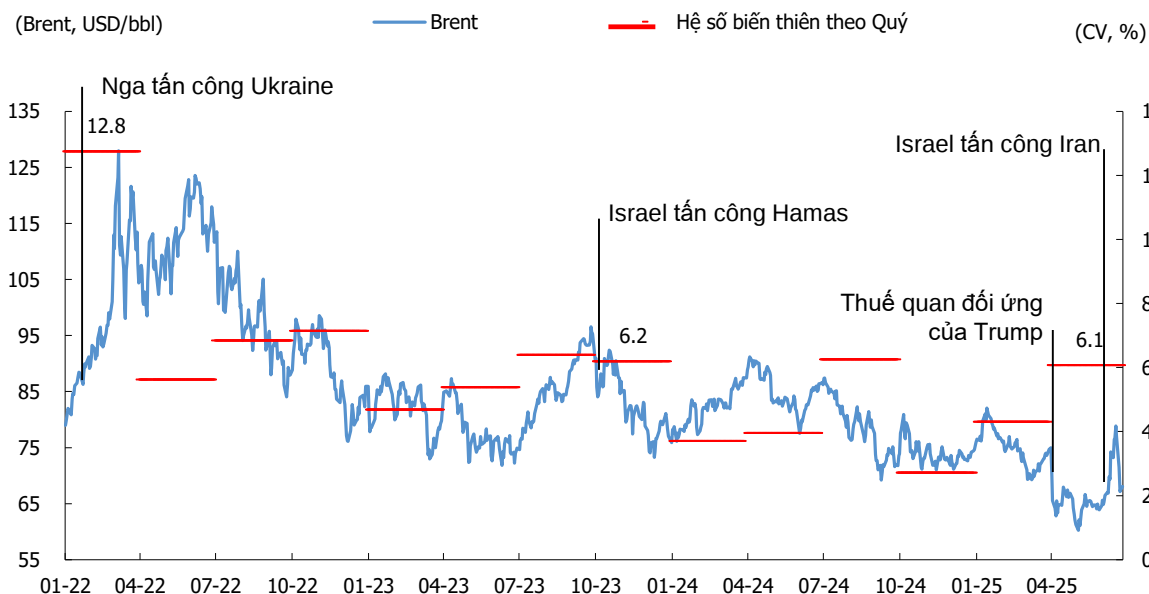
2H25F: Tăng trưởng tổng nguồn cung xăng dầu của Việt Nam có thể trở lại mức dương một chữ số:

- Trong 5T25, tổng nguồn cung xăng dầu giảm 9% so với cùng kỳ, theo chúng tôi, là do hiệu ứng nền cao khi ngành đã chủ động tăng tích trữ hàng tồn kho trong tháng 1 và 2/2024, để chuẩn bị cho khả năng thu hồi giấy phép của một số nhà nhập khẩu xăng dầu không tuân thủ quy định.
- Tuy nhiên, trong 3 tháng gần nhất (tháng 3–5/2025), tổng nguồn cung xăng dầu đã tăng 1% so với cùng kỳ, cho thấy xu hướng dần ổn định trở lại.

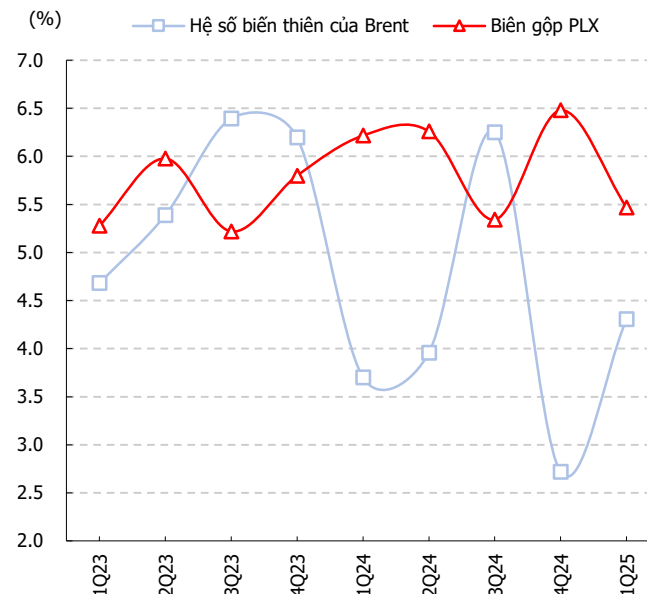
3. Xăng dầu:

Khó khăn ngắn hạn: Biến động giá dầu ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu

Hình 14. Biến động giá dầu (đo bằng hệ số biến thiên – Coefficient of Variance) có xu hướng tăng mạnh vào thời điểm đầu các cuộc xung đột



Hình 15. Hệ số biến thiên (CV) của giá Brent so với biên lợi nhuận gộp của PLX



Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục biến động mạnh trong 2H25F, chịu tác động bởi hai yếu tố chính:

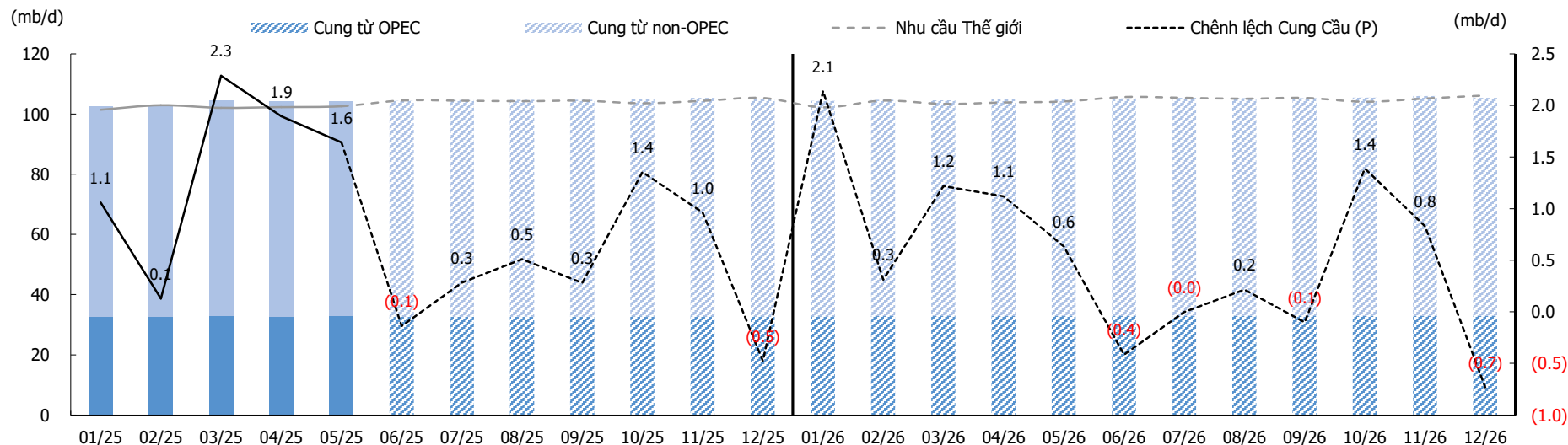
- (1) Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông, đặc biệt là xung đột giữa Israel và Iran. Chúng tôi cho rằng lệnh ngừng bắn do Mỹ làm trung gian vẫn còn mong manh và có thể sụp đổ bất cứ lúc nào.
- (2) Áp lực dư cung kéo dài, đặc biệt nếu OPEC thực hiện kế hoạch dỡ bỏ cắt giảm sản lượng. Khi “war premium” biến mất, tâm lý thị trường có thể nhanh chóng đảo chiều theo hướng tiêu cực.

→ Biến động giá như vậy nhiều khả năng sẽ gây áp lực lên các nhà phân phối xăng dầu như **PLX** và **OIL**, do rủi ro tồn kho và chênh lệch giá bán – mua có thể làm xói mòn biên lợi nhuận.

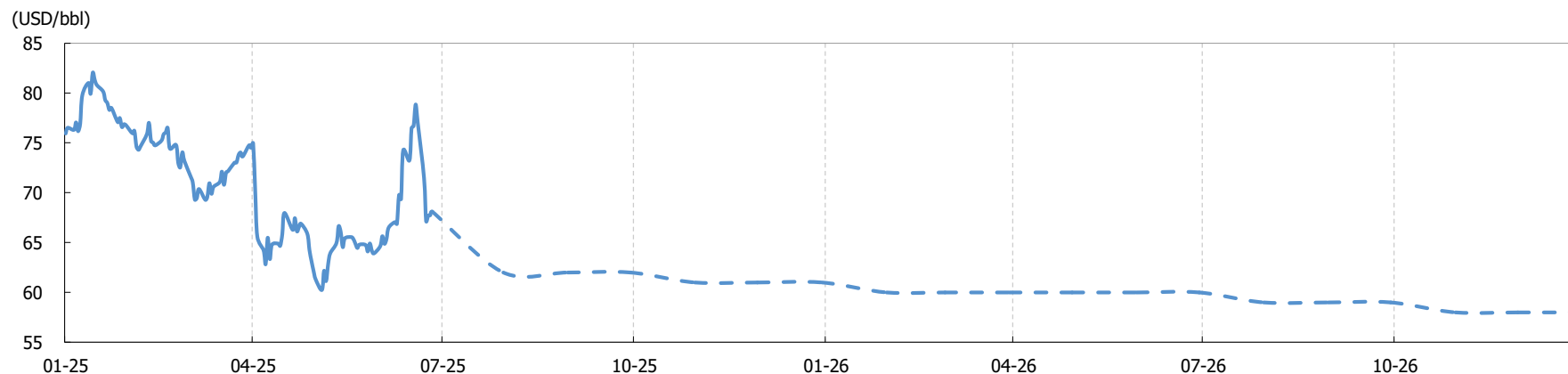
3. Xăng dầu:

Dư cung dầu vẫn hiện hữu dưới lớp vỏ rủi ro địa chính trị bao trùm thị trường

Hình 16. Áp lực dư cung dầu vẫn tiếp diễn do sản lượng OPEC+ gia tăng, có thể đảo chiều tâm lý thị trường khi “war premium” biến mất



Hình 17. Dự báo giá dầu của EIA đến năm 2026F vẫn là đường dốc xuống tính đến tháng 6



3. Xăng dầu:

Tiềm năng dài hạn: Nghị định xăng dầu mới hướng đến tự do hóa thị trường



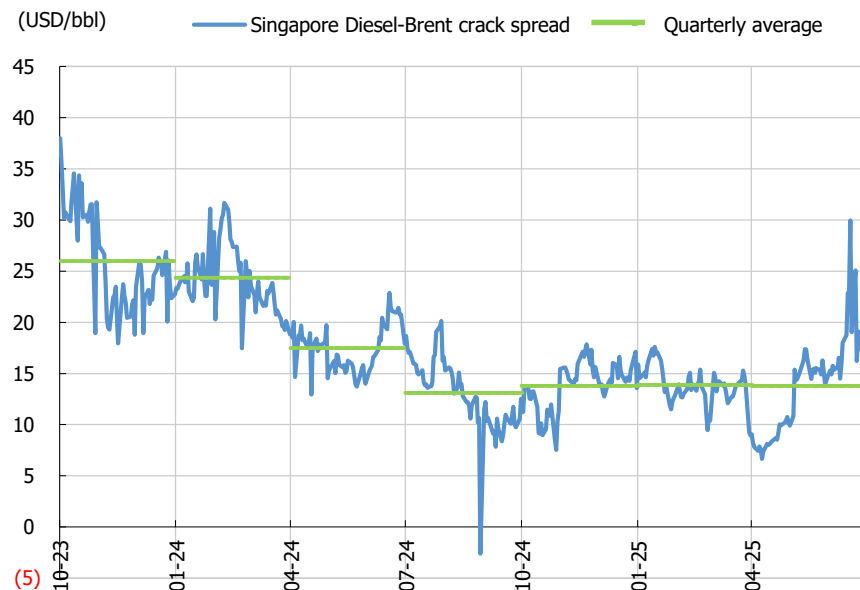
Dự thảo lần thứ 6 của Nghị định xăng dầu – Những thay đổi chính:

- **Giá bán theo cơ chế thị trường:** Doanh nghiệp phân phối sẽ chủ động quyết định giá bán (cập nhật mỗi 7 ngày) mà không còn bị ràng buộc bởi mức giá do Nhà nước quy định.
 - **Quy định thị trường chặt chẽ hơn:** Tăng sản lượng tối thiểu đối với thương nhân đầu mỗi lên 100,000 m³/năm (so với mức 30–40,000 hiện tại). Đơn vị thuê và cho thuê kho xăng dầu phải báo cáo tình trạng sử dụng và đối soát định kỳ.
- Chúng tôi kỳ vọng Nghị định mới dự kiến thông qua trong **2H25**, sẽ góp phần làm giảm đáng kể rủi ro kinh doanh cho các nhà phân phối xăng dầu.
- Những doanh nghiệp mạnh, quản trị tốt và tuân thủ quy định, có thể chiếm thị phần của các doanh nghiệp yếu kém hoặc không tuân thủ.

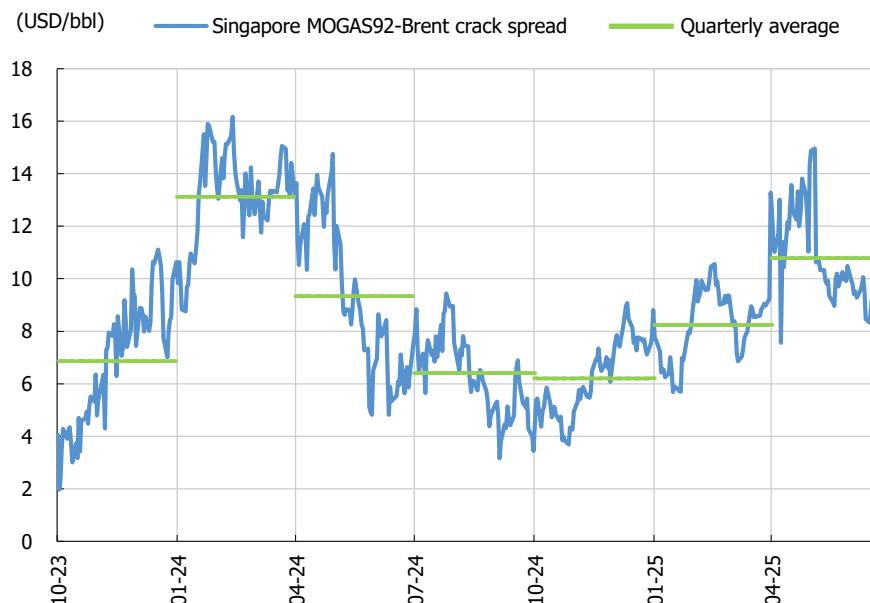
3. Xăng dầu:

Biên lệch dầu cải thiện nhẹ, nhưng chưa xuất hiện tín hiệu phục hồi ổn định

Hình 18. Biên lệch dầu diesel chỉ chạm ngưỡng 30 USD sau khi xung đột Israel-Iran leo thang, nhưng nhanh chóng điều chỉnh về mức 16–17 USD; trung bình 2Q25 vẫn giảm 21% svck



Hình 19. Biên lệch xăng trung bình đạt 10.8 USD trong 2Q25, tăng 16% svck



- Biên lệch dầu diesel giảm 21% so với cùng kỳ trong 2Q25, duy trì ngang mức trung bình của 1Q25 và chưa xuất hiện tín hiệu tăng trưởng rõ ràng.
 - Biên lệch xăng tăng 16% n/n trong 2Q25, nhưng đà cải thiện có dấu hiệu chững lại.
- **Trong 2H25**, trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng kinh tế và thương mại toàn cầu kém hơn do thuế quan và chiến tranh, chúng tôi không lạc quan về xu hướng sắp tới của biên lệch dầu, đặc biệt là diesel.



Ngành Dầu khí 2H25F – Gió thuận nội địa, gió ngược toàn cầu

II. Phân tích công ty

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

1. GAS – MUA | GMT: 79,300 VND | +17% @ 6/27/2025

LNG tăng trưởng mạnh mẽ

Luận điểm đầu tư

- Tình hình nợ xấu cải thiện sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho lợi nhuận ròng 2H25F, khi GAS đang có lớp đệm dự phòng dư thừa.
- Triển vọng LPG dự kiến duy trì ổn định.
- LNG sẽ bùng nổ trong 2H25F, nhờ COD của Nhơn Trạch 3&4.
- Dự án Lô B – Ô Môn là động lực tăng trưởng dài hạn, tác động tích cực từ năm 2028F trở đi.

Rủi ro cần lưu ý

- Cổ phiếu dầu khí trở nên nhạy hơn với biến động giá dầu, trong bối cảnh giá dầu biến động mạnh và bất ổn địa chính trị gia tăng tại Trung Đông.
- Chậm trễ trong COD NT3&4 có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của GAS trong 2H25F.

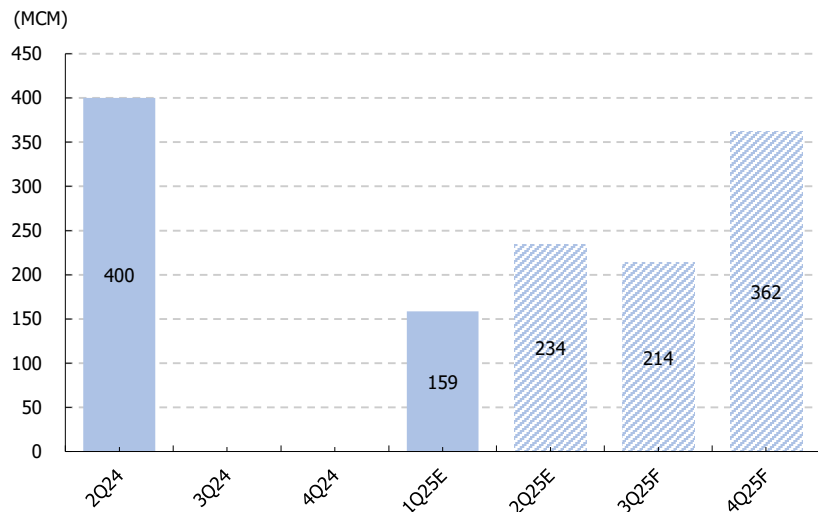
Bảng 1: Dự phòng KQKD GAS, 2025-2027F

	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	25,675	31,196	27,508	30,455	114,835	120,586	121,772
Khí khô	11,023	14,310	11,170	14,082	50,585	49,266	48,245
LPG	13,325	13,955	14,229	14,229	55,737	63,531	66,661
Vận chuyển khí	562	610	444	479	2,095	2,178	1,587
Khác	766	2,321	1,665	1,665	6,418	5,611	5,279
Tăng trưởng	10	4	9	22	11	5	1
Khí khô	18	4	33	56	25	(3)	(2)
LPG	2	2	(5)	4	2	14	5
Vận chuyển khí	74	(30)	(15)	(17)	(24)	4	(27)
Khác	18	30	10	6	18	(13)	(6)
Lợi nhuận gộp	4,090	4,991	4,341	4,755	18,177	18,011	17,394
% n/n	11	(13)	4	18	3	(1)	(3)
% biên gộp	15.9	16.0	15.8	15.6	15.8	14.9	14.3
Lợi nhuận hoạt động	3,172	4,081	3,335	3,662	14,249	13,993	13,336
% n/n	10	1	16	61	18	(2)	(5)
% biên LN hoạt động	12.4	13.1	12.1	12.0	12.4	11.6	11.0
Lợi nhuận ròng	2,763	3,522	2,921	3,184	12,389	12,036	11,276
% n/n	9	3	13	55	17	(3)	(6)
% biên ròng	10.8	11.3	10.6	10.5	10.8	10.0	9.3
% ROE					20.0	18.5	16.3
Tỷ lệ định giá							
PE					13.4	13.8	14.7
PB					2.7	2.5	2.4
DY					4.1	2.9	4.1

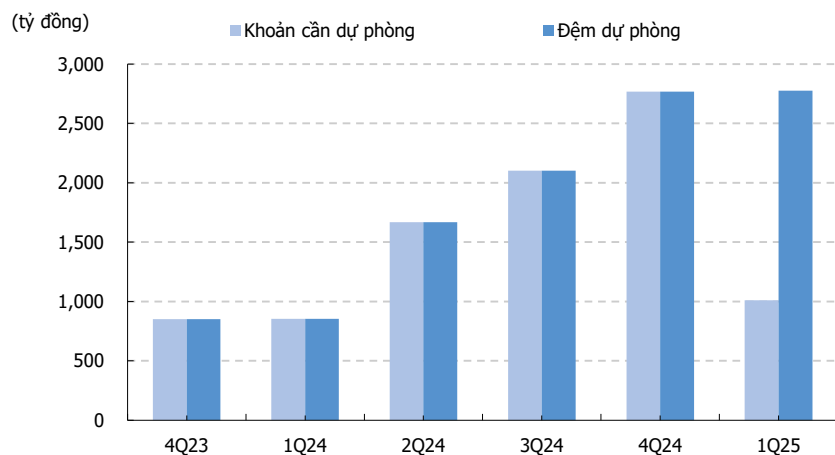
1. GAS – MUA | GMT: 79,300 VND | +17% @ 6/27/2025

LNG tăng trưởng mạnh mẽ

Hình 20. Mức tiêu thụ LNG có thể bùng nổ từ 2H25F

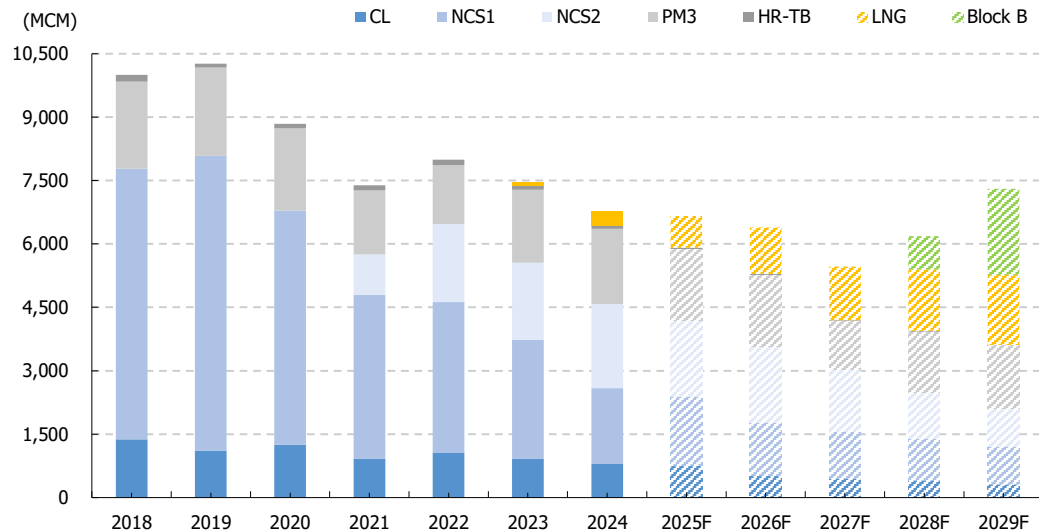


Hình 22. Dự phòng của GAS đang ở mức dư và có thể được hoàn nhập



Source: GAS, KIS Research estimate

Hình 21. Dòng khí đầu tiên từ Lô B dự kiến vào năm 2028F, trong khi LNG sẽ đóng góp ổn định nhờ hợp đồng GSA với Nhơn Trạch 3&4



• Động lực thúc đẩy 2H25F:

- Tiêu thụ LNG từ khách hàng sẽ bùng nổ trong 2H25F, nhờ: (1) Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành thương mại và (2) nhu cầu LNG tăng khi nhu cầu điện gia tăng và nguồn khí nội địa suy giảm.
- Tình hình nợ xấu cải thiện: GAS đã thu hồi phần lớn nợ xấu trong 1Q25, dẫn đến lớp đệm dự phòng dư thừa, có thể được hoàn nhập hỗ trợ lợi nhuận.

- **Về dài hạn:** Lô B – Ô Môn dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào năm 2028F. Trong khi đó, LNG sẽ duy trì ổn định nhờ cơ chế bao tiêu cho Nhơn Trạch 3&4.

2. CNG – NẮM GIỮ

Áp lực ngắn hạn khi công ty phát triển tệp khách hàng cho LNG công nghiệp

Luận điểm đầu tư

- Nhóm khách hàng công nghiệp sử dụng khí đã vượt qua giai đoạn khó khăn từ 3Q24, và chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ khí đốt sẽ ổn định trong 2H25.
- CNG có thể ghi nhận chi phí bán hàng tăng khi mở rộng tệp khách hàng mới sử dụng LNG, do chi phí đầu tư cho trạm LNG tại địa điểm của khách hàng sẽ được hạch toán vào chi phí bán hàng.

Rủi ro cần lưu ý

- Rủi ro giảm giá dầu có thể kéo theo việc giảm giá bán CNG, từ đó làm suy giảm biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.
- Kết quả kinh doanh kém khả quan hơn dự kiến của nhóm khách hàng công nghiệp có thể cản trở đà phục hồi sản lượng tiêu thụ khí.

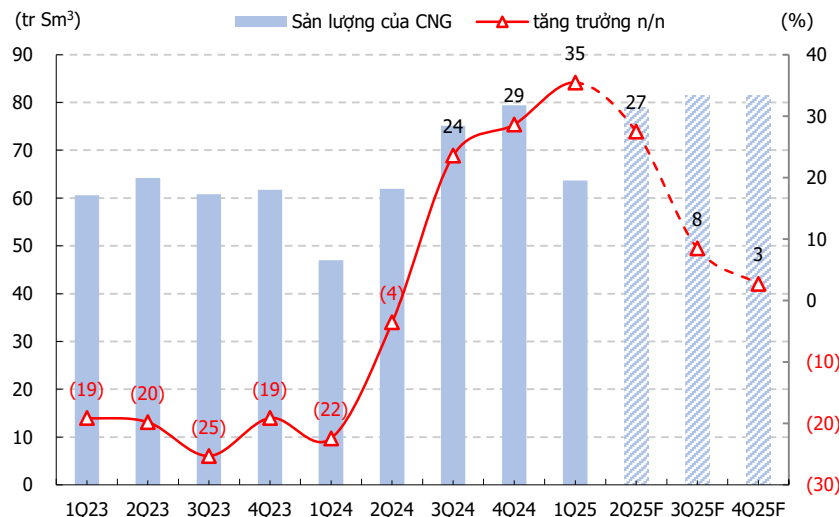
Bảng 2: Dự phòng KQKD CNG, 2024-2027F

	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	850	1,118	1,167	1,167	4,302	4,521	4,819
% n/n	35	33	18	11	22	5	7
Lợi nhuận gộp	51	81	83	83	298	323	333
% n/n	69	(11)	8	(4)	5	9	3
% biên gộp	6.0	7.3	7.1	7.1	6.9	7.2	6.9
Lợi nhuận hoạt động	3	33	34	16	86	102	103
% n/n	50	(40)	(0)	(28)	(24)	19	1
% biên LN hoạt động	0.3	2.9	2.9	1.4	2.0	2.3	2.1
Lợi nhuận ròng	1	26	27	12	66	85	86
% n/n	0	(42)	(2)	(31)	(27)	29	1
% biên ròng	0.2	2.3	2.3	1.0	1.5	1.9	1.8
% ROE					10.7	13.7	13.2
Tỷ lệ định giá							
PE					18.9	14.7	14.6
PB					2.1	2.0	1.9
DY					3.4	3.4	3.4

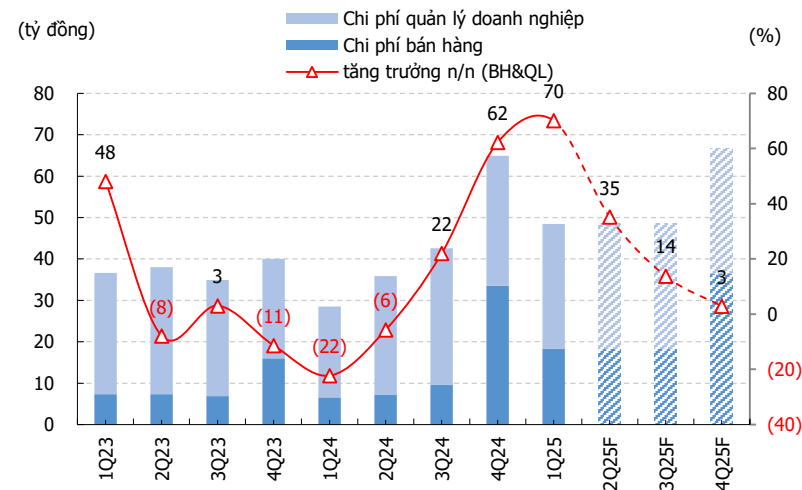
2. CNG – NĂM GIỮ

Áp lực ngắn hạn khi công ty phát triển tệp khách hàng cho LNG công nghiệp

Hình 23. Tổng sản lượng CNG tại Việt Nam



Hình 24. Giá bán so với giá đầu vào của CNG



- **Sản lượng tiêu thụ khí CNG dự kiến tăng trong 2H25**, khi đã phục hồi tiếp tục duy trì sau khi vượt đáy từ 3Q24, nhờ: (1) Nhu cầu khí đốt tăng từ nhóm sản xuất vật liệu xây dựng (2) Nguồn cung khí đốt tại miền Bắc cải thiện sau khi hệ thống khí Tiền Hải – Thái Bình thực hiện bán vữa, phần nào giải quyết tình trạng thiếu khí của khu vực này.
- **Chi phí bán hàng tăng:** CNG hiện đang theo đuổi chiến lược mở rộng thị trường nhằm đón đầu xu hướng, trong bối cảnh nguồn cung LNG ngày càng dồi dào có thể thu hút nhiều đối thủ cạnh tranh hơn trong tương lai. Vì vậy, chi phí bán hàng được dự báo sẽ tăng, tạo áp lực lên lợi nhuận doanh nghiệp trong ngắn hạn.

3. PVS – MUA | GMT: 45,800 VND | +43% @ 6/27/2025

M&C Lô B – Ô Môn thúc đẩy tăng trưởng ngắn hạn

Luận điểm đầu tư

- PVS được kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận kỷ lục trong 2H25, nhờ khối lượng công việc lớn tại các gói thầu EPCI thuộc dự án Lô B – Ô Môn.
- Về dài hạn, FSO Yellow Camel (từ 2027) và FSO Lô B (từ 2028) sẽ mang lại nguồn thu nhập ổn định cho PVS dưới hình thức lợi nhuận từ công ty liên kết.

Rủi ro cần lưu ý

- Cổ phiếu dầu khí trở nên nhạy hơn với biến động giá dầu, trong bối cảnh giá dầu biến động mạnh và bất ổn địa chính trị gia tăng tại Trung Đông.

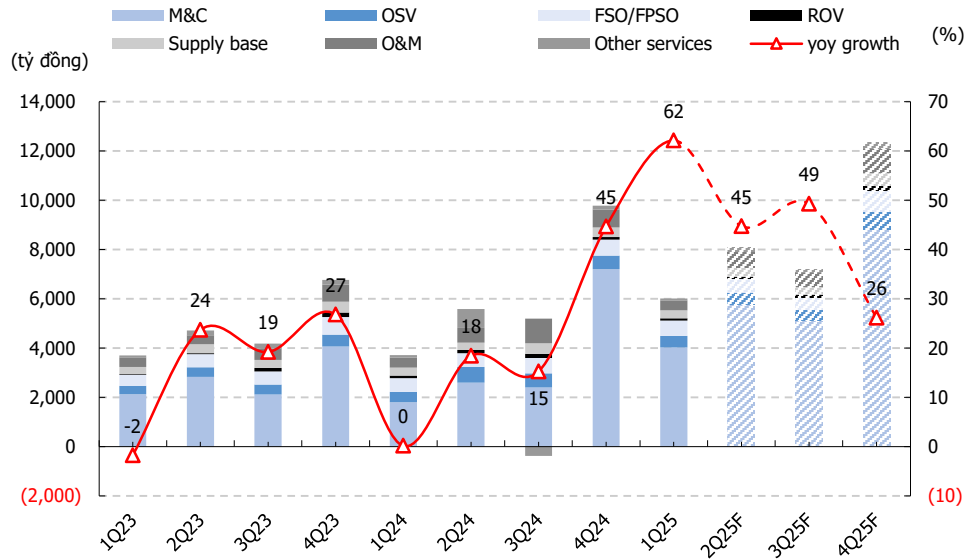
Bảng 3: Dự phòng KQKD PVS, 2025-2027F

	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	6,014	8,074	7,184	12,338	33,610	33,309	27,147
% n/n	62	45	49	26	41	(1)	(18)
Lợi nhuận gộp	257	270	337	487	1,351	1,433	1,232
% n/n	(1)	17	(2)	62	19	6	(14)
% biên gộp	4.3	3.3	4.7	4.0	4.0	4.3	4.5
Lợi nhuận hoạt động	(138)	(1)	112	150	122	409	232
% n/n	(540)	(99)	14	(203)		234	(43)
% biên LN hoạt động	(2.3)	(0.0)	1.6	1.2	0.4	1.2	0.9
LN từ LDLK	213	213	213	213	851	852	1,002
% n/n	8	(10)	(1)	(1)	(1)	0	18
Lợi nhuận ròng	300	291	384	440	1,415	1,489	1,454
% n/n	(2)	39	99	(38)	0	5	(2)
% biên ròng	5.0	3.6	5.3	3.6	4.2	4.5	5.4
% ROE					10.0	10.0	9.2
Tỷ lệ định giá							
PE					10.4	9.9	10.2
PB					1.0	1.0	0.9
DY					2.3	2.3	2.3

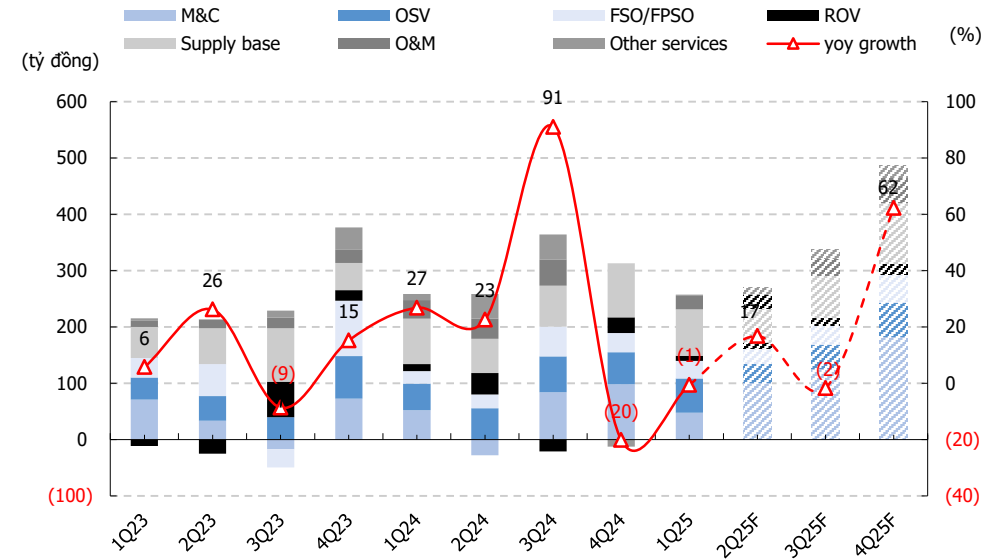
3. PVS – MUA | GMT: 45,800 VND | +43% @ 6/27/2025

M&C Lô B – Ô Môn thúc đẩy tăng trưởng ngắn hạn

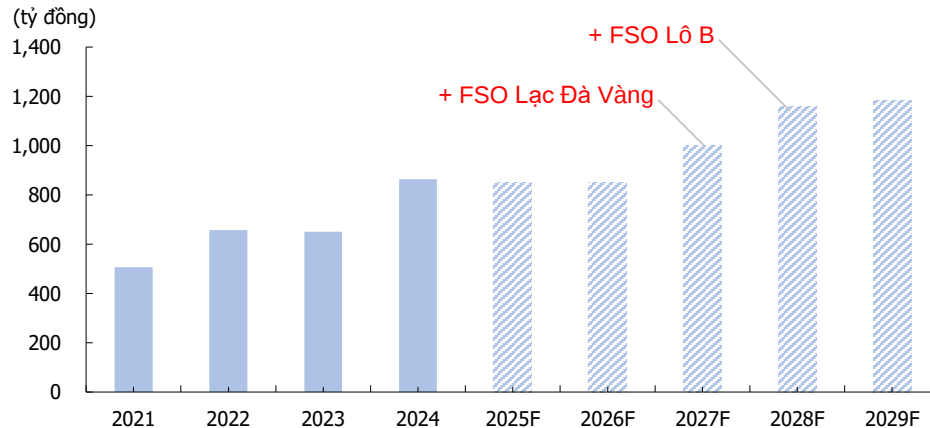
Hình 25. Doanh thu của PVS tăng mạnh nhờ mảng M&C, được thúc đẩy bởi khối lượng công việc lớn từ các gói EPCI #1, #2, #3 của dự án Lô B – Ô Môn.



Hình 26. Lợi nhuận gộp mảng M&C dự kiến sẽ dẫn dắt tăng trưởng GP của PVS trong 2H25F



Hình 27. Dự phóng lợi nhuận từ công ty liên kết giai đoạn 2025–2029F



- **Động lực ngắn hạn:** Dự án Lô B dự kiến tăng tốc triển khai trong thời gian tới khi toàn bộ thư trao thầu chính thức (Full LOA) đã được cấp, từ đó thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận gộp của PVS trong 2H25 và giai đoạn 2026–2027F.
- **Động lực dài hạn:** PVS cùng các đối tác đã chính thức giành được hợp đồng cung cấp FSO cho cả hai dự án Lạc Đà Vàng (dự kiến có dòng dầu đầu tiên trong năm 2027F) và Lô B (dòng khí đầu tiên vào năm 2028F).

4. PVD – NĂM GIỮ

Giá thuê giàn khoan vẫn chịu áp lực lớn từ tình trạng dư cung

Luận điểm đầu tư

- Mặc dù tỷ lệ sử dụng giàn khoan của PVD đang ở mức cao, chúng tôi cho rằng giá thuê giàn (day rate) của PVD sẽ tiếp tục chịu áp lực do tình trạng dư cung trên thị trường giàn khoan toàn cầu.
- Về dài hạn, PVD có thể tham gia khoan cho dự án Lô B từ năm 2026F.

Rủi ro cần lưu ý

- Cổ phiếu dầu khí trở nên nhạy hơn với biến động giá dầu, trong bối cảnh giá dầu biến động mạnh và bất ổn địa chính trị gia tăng tại Trung Đông.
- Tình trạng dư cung giàn khoan ngoài khơi xấu hơn dự kiến có thể khiến triển vọng kinh doanh của PVD trở nên kém tích cực.

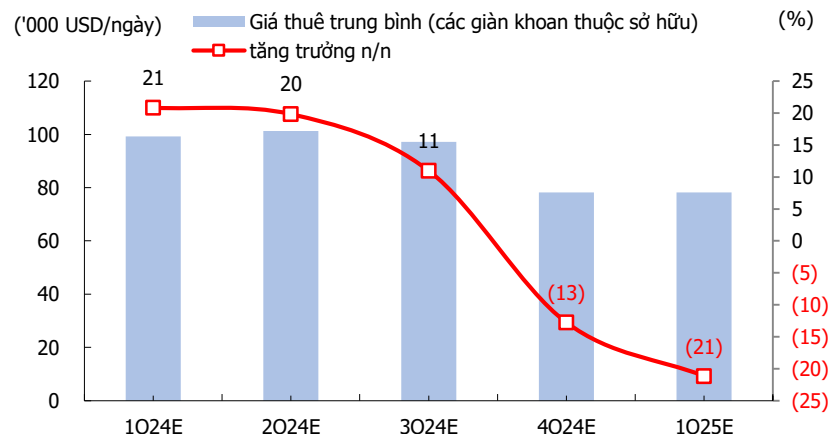
Bảng 4: Dự phòng KQKD PVD, 2025-2027F

	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	1,503	1,895	2,008	2,140	7,545	8,689	9,569
Khoan	877	1,161	1,289	1,175	4,502	5,258	5,881
DVKT	584	692	675	921	2,872	2,980	3,223
Hàng hoá	43	43	43	43	172	451	465
Tăng trưởng	(14)	(16)	(18)	(3)	(19)	16	10
Khoan	(25)	(25)	(20)	(9)	(20)	19	12
DVKT	56	24	18	33	17	4	8
Hàng hoá	(81)	(73)	(83)	(80)	(86)	163	3
Lợi nhuận gộp	270	312	324	356	1,262	1,446	1,986
% n/n	(40)	(34)	(28)	(1)	(28)	15	37
% biên gộp	18.0	16.4	16.1	16.6	16.7	16.6	20.8
Lợi nhuận hoạt động	155	158	152	171	636	820	1,360
% n/n	(54)	(50)	(45)	11	(43)	30	66
% biên LN hoạt động	10.3	8.3	7.6	8.0	8.4	9.4	14.2
Lợi nhuận ròng	143	99	94	119	455	442	901
% n/n	(4)	(25)	(48)	(49)	(34)	(2)	104
% Biên ròng	9.5	5.2	4.7	5.5	6.0	5.1	9.4
% ROE					3.1	2.8	5.6
Tỷ lệ định giá							
PE					32.6	33.4	16.4
PB					1.0	0.9	0.9
DY					1.9	0.0	0.0

4. PVD – NĂM GIỮ

Giá thuê giàn khoan vẫn chịu áp lực lớn từ tình trạng dư cung

Hình 28. Ước tính giá thuê bình quân của các giàn khoan thuộc sở hữu PVD (PVD I, II, III, V và VI) giảm do áp lực dư cung



- **Giá thuê chịu áp lực:** Kể từ 3Q24, khi các tổ chức quốc tế điều chỉnh hạ kỳ vọng giá dầu và nhiều giàn khoan bắt đầu chuyển hướng về khu vực Đông Nam Á, áp lực dư cung bắt đầu tác động rõ nét đến giá thuê giàn khoan (day rate) của PVD trong 4Q24. Áp lực này duy trì trong 1Q25 và theo đánh giá của chúng tôi, có thể tiếp diễn trong các quý tiếp theo.
- **Khối lượng công việc cao trong 2025F:** Bất chấp môi trường cạnh tranh gay gắt hơn, PVD đã ký kết được khối lượng công việc lớn cho cả năm 2025F. Điều này cho phép doanh nghiệp nắm bắt nhanh cơ hội tăng trưởng khi mặt bằng giá thuê giàn phục hồi trong tương lai

Hình 29. Lịch trình khoan của PVD năm 2025F

	2024												2025											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
PVD I	Petronas - Malaysia																							
PVD II	Pertamina - Indonesia																							
PVD III	Hibiscus - Malaysia						Hibiscus - Indonesia						Pertamina - Indonesia											
PVD V (TAD)	Shell - Brunei																							
PVD VI	Petronas - Malaysia																							
PVD 11 (land rig)	GBRS - Algeria						No more ownership																	
New jack-up rig																					Vietnam			
Hakuryu (rent)				Idemitsu						Murphy			Murphy											
BORR-THOR (rent)								HLJOC								Vietnam								

Source: PVD, KIS Research

Luận điểm đầu tư

- Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng PLX có thể chịu ảnh hưởng tiêu cực khi biến động giá dầu thế giới duy trì ở mức cao, trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông leo thang.
- Biến động giá dầu được dự báo sẽ ở mức cao trong 3Q25, trước khi dần hạ nhiệt trong 4Q25 nếu các yếu tố bất định được giải tỏa và các lệnh ngừng bắn được thiết lập.
- Nghị định xăng dầu mới là động lực tăng trưởng lợi nhuận dài hạn khi cho phép PLX giảm thiểu rủi ro kinh doanh và tối ưu hóa lợi nhuận hiệu quả hơn. PLX cũng có thể giành được thị phần từ các doanh nghiệp vi phạm trong bối cảnh quy định bị siết chặt.
- Sản lượng bán hàng nội địa của PLX gần đây tăng mạnh (6T25: +6% svck).

Rủi ro cần lưu ý

- Cổ phiếu dầu khí trở nên nhạy hơn với biến động giá dầu trong bối cảnh giá dầu biến động mạnh và bất ổn địa chính trị tại Trung Đông gia tăng.
- 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.

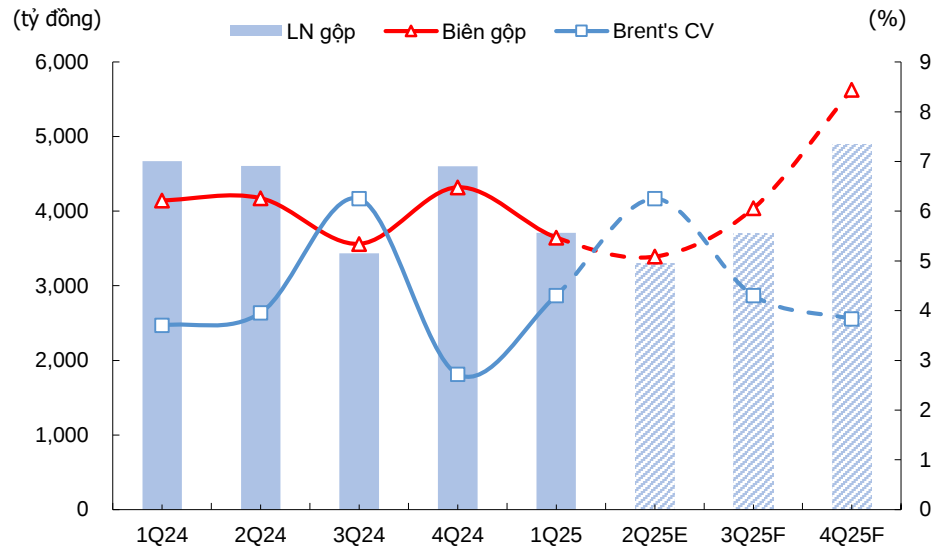
Bảng 5: Dự phòng KQKD PLX, 2025-2027F

	1Q25	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	67,861	64,733	61,057	58,021	260,126	268,784	290,690
% n/n	(10)	(12)	(5)	(18)	(8)	3	8
Lợi nhuận gộp	3,712	3,293	3,700	4,900	15,605	19,758	20,746
% n/n	(21)	(29)	8	6	(10)	27	5
% biên gộp	5.5	5.1	5.9	7.6	6.0	7.4	7.1
Lợi nhuận hoạt động	95	(76)	114	724	856	5,782	5,631
% n/n	(92)	(106)	(175)	69	(69)	575	(3)
% biên LN hoạt động	0.1	(0.1)	0.2	1.1	0.3	2.2	1.9
Lợi nhuận ròng	211	126	278	823	1,438	5,455	5,334
% n/n	(81)	(90)	113	35	(55)	279	(2)
% biên ròng	0.3	0.2	0.4	1.3	0.6	2.0	1.8
% ROE					5.4	19.5	17.2
Tỷ lệ định giá							
PE					29.4	7.7	7.9
PB					1.6	1.5	1.3
DY					3.7	3.1	3.1

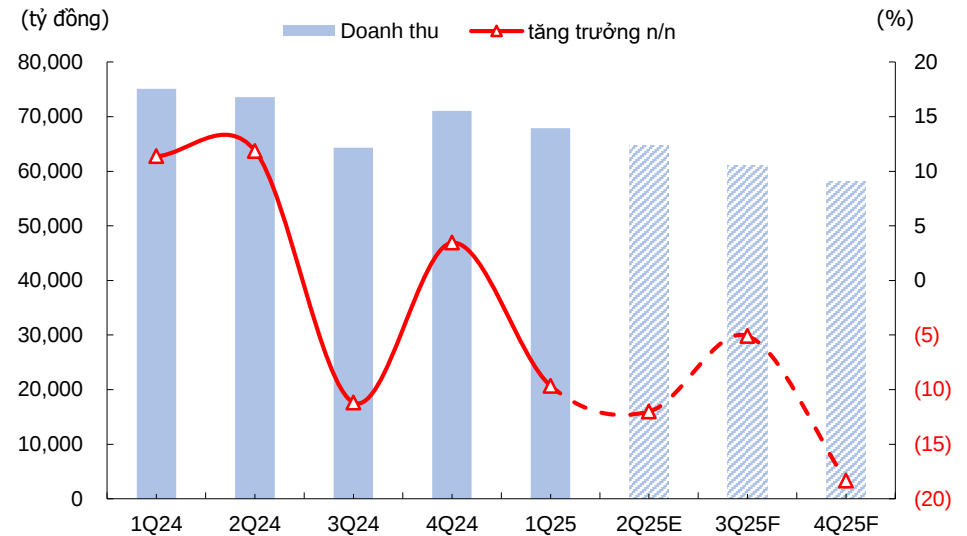
5. PLX – MUA | GMT: 43,800 VND | +17% @ 6/27/2025

Chờ đợi nghị định xăng dầu mới

Hình 30. Biên gộp của PLX có tương quan nghịch cao với hệ số biến động (CV) của Brent



Hình 31. Doanh thu kỳ vọng giảm do triển vọng dư cung dầu toàn cầu



- **Trong 3Q25F**, chúng tôi kỳ vọng Brent sẽ tiếp tục biến động mạnh (tương tự mức trong 1Q25), do tác động trái chiều từ (1) những bất định liên quan đến chiến sự Trung Đông và (2) nguồn cung gia tăng từ OPEC+. **Từ 4Q25F**, chúng tôi kỳ vọng mức độ biến động sẽ giảm xuống khi các yếu tố bất định dần được làm rõ.

→ Do đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của PLX sẽ chịu áp lực trong 3Q25F, và phục hồi về mức bình thường trong 4Q25F.