

Ngành Dầu khí

Ngành
Ngày báo cáo

Năng lượng
23/09/2025

Đỗ Công Anh Tuấn

Chuyên viên

tuans.do@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.181

Dương Tấn Phước

Chuyên viên

phuc.duong@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.135

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc

duong.dinh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.140

Giá dầu dự kiến giảm nhẹ trong năm 2026 trước khi phục hồi vào 2027

Căng thẳng thương mại toàn cầu đã hạ nhiệt kể từ Báo cáo Cập nhật ngành Dầu khí tháng 4/2025 của chúng tôi. Vào tháng 5/2025, Trung Quốc và Mỹ đã đạt được thỏa thuận tạm thời giảm thuế. Đến tháng 7, Mỹ đã giảm thuế quan đối ứng cho hầu hết các quốc gia từ mức 20-50% trước đó xuống còn 10-50%, qua đó góp phần giảm bớt tình hình căng thẳng đối với thương mại toàn cầu. Vào ngày 10/8, Tổng thống Trump đã ký sắc lệnh gia hạn thỏa thuận đình chiến thương mại với Trung Quốc thêm 90 ngày, đến ngày 10/11. Do đó, IEA, EIA và OPEC đã điều chỉnh tăng dự báo nhu cầu dầu toàn cầu trong các báo cáo cập nhật tháng 9/2025 của các tổ chức này. Mức tăng của trung vị nhu cầu dầu toàn cầu hiện ở mức +1,0 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và +1,3 triệu thùng/ngày trong năm 2026, cả 2 đều cao hơn so với mức ước tính trong tháng 4, tương ứng với các mức là 0,9 triệu thùng và 1,0 triệu thùng ngày.

Tuy nhiên, nguồn cung từ OPEC+ ghi nhận ở mức cao hơn đáng kể so với ước tính trước đây. OPEC+ đang nới lỏng các đợt cắt giảm tự nguyện với tốc độ nhanh hơn nhiều so với dự kiến, bao gồm việc đảo ngược hoàn toàn mức cắt giảm sản lượng 2,2 triệu thùng/ngày (đã hoàn tất vào tháng 9/2025) và bắt đầu gỡ bỏ dần mức cắt giảm sản lượng 1,65 triệu thùng/ngày với việc giải phóng 8% sản lượng trong phần cắt giảm này vào tháng 10/2025 (dự kiến sẽ hoàn tất giải phóng toàn bộ vào tháng 10/2026). Chúng tôi dự báo mức cắt giảm trung bình của OPEC+ sẽ ở mức 4,9 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và 2,5 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (thấp hơn 13% và 39% so với ước tính tháng 4 của chúng tôi).

Chúng tôi giữ nguyên dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025 ở mức 65 USD/thùng nhưng giảm 8% dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2026 xuống mức 60 USD/thùng (-8% YoY) do nguy cơ dư thừa nguồn cung. Chúng tôi ước tính tăng trưởng nguồn cung có khả năng sẽ ở mức 2,4 triệu thùng/ngày trong năm 2026, chủ yếu đến từ OPEC+ (do sản lượng năm 2026 của Mỹ dự kiến sẽ giảm nhẹ 1% YoY và nguồn cung giả định từ các quốc gia ngoài OPEC+ dự kiến sẽ đi ngang YoY). Mức tăng trưởng này nhiều khả năng sẽ vượt qua mức tăng trưởng nhu cầu là 1,3 triệu thùng/ngày. Hơn nữa, EIA dự báo thị trường vẫn sẽ phải đối mặt với tình trạng dư cung, ở mức khoảng 1,6 triệu thùng/ngày trong năm 2026.

Về dài hạn, chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo giá dầu Brent giai đoạn 2027-2029 ở mức 65 USD/thùng nhờ chính sách hỗ trợ nhiên liệu hóa thạch của Mỹ. Chúng tôi ghi nhận mức giá hòa vốn dầu WTI tại Mỹ là 61-64 USD/thùng. Điều này ngụ ý giá dầu Brent sẽ nằm trên mức 65-68 USD/thùng (dựa trên chênh lệch trung bình 5 năm giữa giá dầu Brent–giá dầu WTI là 4,1 USD/thùng).

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước sẽ ghi nhận triển vọng khả quan. Giá dầu Brent trung bình dự kiến sẽ ở mức 64 USD/thùng trong giai đoạn 2025-2029, vẫn cao hơn 10% so với mức trước đại dịch COVID-19, qua đó củng cố hơn nữa triển vọng đối với các hoạt động E&P. Ngoài ra, vào ngày 20/08/2025, Tổng Bí thư Tô Lâm đã ban hành Nghị quyết 70-NQ/TW nhằm bảo đảm nguồn cung điện đáp ứng mục tiêu tăng trưởng GDP 10%/năm cho đến năm 2030, với tầm nhìn đến năm 2045. Theo đó, mục tiêu tổng nguồn cung năng lượng sơ cấp của Việt Nam sẽ ở mức 150–170 triệu tấn dầu quy đổi vào năm 2030 (gấp 2,3 lần so với năm 2024). Đây là nền tảng vững chắc để phát triển thêm các mỏ khai thác dầu khí tại Việt Nam.

Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định giá dầu nhiên liệu (FO) các năm 2025/26 của chúng tôi ở mức 430/390 USD/tấn. Giá FO 9T 2025 ghi nhận ở mức 435 USD/tấn. Chúng tôi dự báo giá FO năm 2026 sẽ đạt 390 USD/tấn (-9% YoY), so với mức giá dầu Brent dự kiến là 60 USD/thùng (-8% YoY), nhìn chung phù hợp với báo cáo đồng thuận hiện tại của CME và Bloomberg (lần lượt ở mức 406 và 395 USD/tấn). Chúng tôi điều chỉnh tăng 6% dự báo giá FO năm 2027 lên mức 380 USD/tấn, nhằm phản ánh diễn biến kém khả quan hơn của giá FO so với giá dầu Brent.

Chúng tôi nâng dự báo giá LNG nhập khẩu trung bình giai đoạn 2025-29 (chưa bao gồm thuế) lên thêm 10% so với Báo cáo GAS tháng 8/2025 của chúng tôi. Cụ thể, chúng tôi giữ nguyên dự báo giá LNG nhập khẩu năm 2025 của Việt Nam (không bao gồm thuế) ở mức 12,8 USD/triệu BTU. Chúng tôi giảm 1% dự báo năm 2026 xuống còn 11,2 USD/triệu BTU. Chúng tôi tăng ~17% dự báo giá LNG trung bình lên 10,4/9,8/9,3 USD/triệu BTU tương ứng cho các năm 2027/28/29 (trang 13).

Chúng tôi lần lượt giảm 6%/2% dự báo giá than trộn các năm 2025/26. Điều chỉnh này dựa theo việc Bloomberg giảm 8% dự báo giá than nhiệt Newcastle năm 2025 so với báo cáo đồng thuận trước đó.

Các cổ phiếu trong ngành được chúng tôi đánh giá cao: PVS & DCM. *Chúng tôi không thay đổi dự báo lợi nhuận/giá mục tiêu cho các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi trong Báo cáo Cập nhật này nhưng sẽ đưa điều chỉnh về giá đầu vào các Báo cáo cập nhật công ty sắp tới.*

Tác động trung lập đối với PVS & PVT: Khối lượng công việc lớn hiện tại từ Lô B và triển vọng khả quan từ các dự án dầu khí sắp tới cho thấy triển vọng tích cực đối với PVS. Điều này có thể sẽ bù đắp cho mức giảm nhẹ của giá dầu năm 2026. Về PVT, tác động từ mức giảm của giá dầu/giá nhiên liệu sẽ được chuyển giao hoàn toàn cho khách hàng.

Tác động tiêu cực nhẹ đối với GAS & PVD: Đối với GAS, tác động tiêu cực chủ yếu xuất phát từ sự gia tăng của giá LNG, có khả năng sẽ gây áp lực lên lượng tiêu thụ khí, trong khi mức tăng của giá FO năm 2027 có thể sẽ hỗ trợ phần nào cho lợi nhuận. Mức giảm YoY của giá dầu năm 2026 nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng đến quá trình hồi phục giá thuê ngày của PVD.

Tác động tiêu cực nhẹ đối với PLX & BSR do giá dầu thấp hơn có thể làm giảm spread và biên lợi nhuận.

Tác động tiêu cực nhẹ đối với DPM & DCM: Giá FO năm 2027 cao hơn có thể làm tăng nhẹ chi phí đầu vào của các công ty này.

Tác động tiêu cực nhẹ đối với các nhà máy điện khí (POW & NT2): Mức tăng đối với giá FO năm 2027 và giá LNG giai đoạn 2027-2029 có thể gây ra ảnh hưởng tiêu cực nhẹ đối với biên lợi nhuận trong thị trường phát điện cạnh tranh.

Tác động tích cực nhẹ đối với cổ phiếu nhiệt điện than (QTP & PPC) do giá nguyên liệu đầu vào của các công ty này có mối quan tương quan chặt chẽ với giá dầu/than. Các nhà máy điện này có thể sẽ có chi phí tốt hơn để cạnh tranh trong thị trường phát điện cạnh tranh đối với khoản 20% sản lượng của họ.

Hình 1: Tác động của việc tăng giả định giá dầu năm 2025 lên các cổ phiếu thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi

Mã	Giá cổ phiếu, đồng/cp	Giá mục tiêu, đồng/cp	Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật lần cuối	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời %	Khuyến nghị	Yếu tố hỗ trợ/rủi ro
Công ty Dầu khí								
PLX	35.600	47.800	8/4/25	34,3	3,4	37,6	MUA	Tiêu cực nhẹ
DCM	38.200	46.600	9/17/25	22,0	5,2	27,2	MUA	Tiêu cực nhẹ
GAS	63.000	76.100	8/13/25	20,8	4,0	24,8	KQ	Tiêu cực nhẹ
PVS	34.700	41.600	8/8/25	19,9	0,0	19,9	MUA	Tác động hạn chế
PVT	18.200	21.200	8/13/25	16,5	0,0	16,5	KQ	Tác động hạn chế
PLC	28.500	31.900	9/12/25	11,9	3,5	15,4	MUA	Tích cực nhẹ
PVD	23.000	24.900	8/11/25	8,3	2,2	10,5	KQ	Tiêu cực nhẹ
DPM	26.550	29.000	9/17/25	9,2	4,5	13,7	KQ	Tiêu cực nhẹ
BSR	26.850	20.100	8/28/25	-25,1	0,0	-25,1	BÁN	Tiêu cực nhẹ
Công ty Điện lực								
QTP	13.300	15.000	6/2/25	12,8	9,0	21,8	MUA	Tích cực nhẹ
PPC	10.900	12.400	6/2/25	13,8	5,5	19,3	PHTT	Tích cực nhẹ
NT2	22.750	23.500	7/18/25	3,3	3,1	6,4	MUA	Tiêu cực nhẹ
POW	15.350	14.800	6/2/25	-3,6	0,0	-3,6	KQ	Tiêu cực nhẹ

Nguồn: FiinPro, Vietcap. Lưu ý: (*) TSR được tính dựa trên giá đóng cửa ngày 18/09/2025, trong khi khuyến nghị của chúng tôi được lấy từ các Báo cáo Cập nhật mới nhất.

Hình 2: Cổ phiếu ngành Năng lượng – Tổng hợp định giá (*)

Mã	Giá cổ phiếu đồng/cp	EPS g 2023 %	EPS g 2024F %	EPS g 2025F %	P/E trượt x	P/E 2023 x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	EV/EBITD A 2024F x	ROE 2024F %	P/B Quý gần nhất x	Nợ vay ròng/ VCSH quý gần nhất %
Công ty Dầu khí												
PLX	35.600	2,0	-14,6	65,5	24,6	17,2	20,2	12,2	6,1	8,2	1,7	-38,0
DCM	38.200	28,0	43,6	24,0	12,6	15,5	10,8	8,7	5,2	19,1	2,0	-90,3
GAS	63.000	-10,4	17,4	6,6	12,2	14,5	12,7	11,9	7,1	19,2	2,1	-55,4
PVS	34.700	-7,5	13,4	22,5	16,2	22,7	20,0	16,3	8,7	6,8	1,1	-102,1
PVT	18.200	12,4	-6,3	21,2	8,6	8,2	8,7	7,2	3,2	12,4	1,1	18,6
PLC	28.500	-57,6	192,6	99,7	24,5	53,3	18,2	9,1	8,4	9,8	1,8	77,6
PVD	23.000	19,1	17,5	33,1	18,8	21,0	17,9	13,4	7,9	5,1	0,8	2,9
DPM	26.550	3,5	101,4	38,1	25,5	40,4	20,1	14,5	7,6	9,5	1,5	-72,1
BSR	26.850	-92,7	370,2	32,3	N,M,	131,9	28,1	21,2	12,9	5,2	1,5	-54,2
Công ty Điện lực												
QTP	13.300	6,2	-5,0	7,7	10,1	9,7	10,2	9,5	8,2	12,0	1,2	0,8
PPC	10.900	11,6	-42,8	127,5	14,9	8,6	15,0	6,6	11,4	5,3	0,7	-0,2
NT2	22.750	-82,0	492,3	64,1	13,6	81,9	13,8	8,4	7,2	10,9	1,6	-34,2
POW	15.350	7,0	18,6	49,4	22,4	34,1	25,4	17,2	7,9	4,1	1,0	29,2

Nguồn: FiinPro, Vietcap (* Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa trên lợi nhuận báo cáo; dữ liệu tính đến ngày 18/09/2025)

Tác động tiềm ẩn từ các chính sách của Tổng thống Trump đối với dầu mỏ toàn cầu

Căng thẳng thương mại: từ leo thang đến hạ nhiệt một phần

Căng thẳng thương mại leo thang mạnh trong tháng 4/2025, khi Tổng thống Trump áp thuế quan đối ứng lên tới 145% đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và 10% đối với hàng nhập khẩu từ hơn 90 quốc gia. Trung Quốc đáp trả bằng mức thuế 125% đối với hàng hóa của Mỹ vào ngày 11/04, đánh dấu một giai đoạn mới của cuộc chiến thương mại.

Tuy nhiên, đến tháng 8/2025, căng thẳng xuất hiện dấu hiệu hạ nhiệt. Mỹ giảm thuế quan đối ứng đối với hàng nhập khẩu từ hơn 90 quốc gia, trong khi vẫn duy trì mức thuế cao với Trung Quốc do đàm phán chưa đi đến kết quả. Việc hạ nhiệt một phần này có thể giúp giảm áp lực lên dòng chảy thương mại toàn cầu và mức tiêu thụ dầu mỏ. Tuy vậy, tiềm năng bất định vẫn cao khi tranh chấp thương mại Mỹ-Trung tiếp diễn, trong bối cảnh Trung Quốc chiếm 16% nhu cầu dầu mỏ toàn cầu.

Hình 3: Dòng sự kiện chính gần đây của cuộc chiến tranh thương mại

Date	Quốc gia/ Khu vực	Sự kiện chính
02/04	Mỹ	Mỹ khởi động cơ chế thuế quan đối ứng. • Tổng thống Trump tăng thêm 34% lên thuế đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc sang Mỹ, nâng tổng mức thuế lên 54%. • Trump cũng áp dụng mức thuế 20–50% đối với hàng nhập khẩu từ hơn 90 quốc gia khác sang Mỹ.
04/04	TQ	• Để đáp trả, Trung Quốc cũng công bố mức thuế 34% đối với hàng Mỹ nhập khẩu vào Trung Quốc, có hiệu lực từ ngày 10/04. • Mặt hàng nhắm đến bao gồm thịt heo, thịt bò, sản phẩm thủy sản, trái cây, rau củ và sữa.
07–08/04	Mỹ	• Mỹ tăng thêm 50% thuế lên hàng hóa Trung Quốc, nâng tổng mức thuế quan lên 104% . • Ngày 08/04, Tổng thống Trump bày tỏ sẵn sàng đàm phán.
09/04	Mỹ, TQ, EU, Canada	• Trung Quốc nâng thuế lên mức 84% đối với hàng Mỹ. • Trump công bố tạm hoãn thuế 90 ngày cho nhiều đối tác thương mại nhưng nâng mức thuế đối với Trung Quốc lên 145% . • EU sẽ áp thuế 25% đối với 23,8 tỷ USD (21 tỷ EUR) hàng hóa Mỹ, nhắm đến nông sản (giảm so với đe dọa ban đầu là 26 tỷ EUR kể từ ngày 01/04), có hiệu lực từ ngày 15/04.
10/04	EU, Mỹ	• EU công bố tạm hoãn 90 ngày đối với kế hoạch áp thuế 25% vốn dự kiến bắt đầu từ ngày 15/04/2025, với bổ sung theo giai đoạn vào tháng 7 và tháng 12.
11/04	Mỹ, TQ	• Trung Quốc tăng thuế trả đũa lên 125% đối với hàng Mỹ nhập khẩu. • Mỹ làm rõ thuế quan đối ứng sẽ không bao gồm hàng điện tử tiêu dùng đối với đa số quốc gia nhưng giữ mức 20% đối với Trung Quốc .
23/04	Mỹ	• Tổng thống Trump cho biết mức thuế cao đối với hàng Trung Quốc sẽ “giảm đáng kể, nhưng không về 0.” • Bộ trưởng Tài chính Mỹ Scott Bessent gợi ý khả năng hạ nhiệt với Trung Quốc trong tương lai gần.
12/05	Mỹ, TQ	• Đợt tạm hoãn thuế 90 ngày giữa Mỹ - Trung lần thứ nhất (12/05 – 11/08) . Trong giai đoạn này, Mỹ giảm thuế với hàng Trung Quốc từ mức cao nhất là 145% xuống 30%, và Trung Quốc giảm thuế đối với hàng Mỹ từ 125% xuống 10%.
31/07	Mỹ	• Mỹ giảm mức thuế quan đối ứng cơ sở cho phần lớn quốc gia từ 20–50% xuống 10–50%, giúp hạ nhiệt căng thẳng thương mại. Mức giảm này không áp dụng cho Trung Quốc, chờ các đàm phán tiếp theo.
11/08	Mỹ, TQ	• Đợt tạm hoãn thuế 90 ngày giữa Mỹ - Trung lần thứ hai (12/08 – 10/11) . Tổng thống Trump ký sắc lệnh gia hạn “đình chiến thuế” với Trung Quốc thêm 90 ngày. Giai hạn này tiếp tục tạm hoãn các mức thuế cao hơn, giữ trần thuế của Mỹ ở mức 30% đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và 10% đối với hàng Mỹ vào Trung Quốc trong giai đoạn này.
13–15/09	Mỹ - TQ	Đàm phán tại Madrid. Các quan chức cấp cao của Mỹ và Trung Quốc (bao gồm Bộ trưởng Tài chính Scott Bessent, Đại diện Thương mại Mỹ Jamieson Greer, Phó Thủ tướng Hà Lập Phong).

Nguồn: Vietcap tổng hợp

Ảnh hưởng đến GDP/thương mại toàn cầu và mức tiêu thụ dầu mỏ

IMF đã nâng triển vọng tăng trưởng khi rủi ro thương mại hạ nhiệt, nhưng bất định vẫn hiện hữu. IMF hiện kỳ vọng kinh tế toàn cầu trụ vững tốt hơn so với lo ngại hồi tháng 4, được hỗ trợ bởi việc căng thẳng thương mại hạ nhiệt một phần và nhu cầu bổ sung hàng trước (front-loading) tăng. Dù vậy, rủi ro vẫn nghiêng về kịch bản tiêu cực nếu căng thẳng thương mại Mỹ – Trung không tiếp tục hạ nhiệt.

- **Tăng trưởng toàn cầu:** Dự báo tăng lên 3,0% trong năm 2025 (+0,2 điểm % so với tháng 4) và 3,1% trong năm 2026 (+0,1 điểm %), phản ánh rủi ro giảm sau khi Mỹ hạ thuế quan đối ứng đối với phần lớn đối tác thương mại (không bao gồm Trung Quốc).
- **Tăng trưởng thương mại:** Tăng lên 2,6% trong năm 2025 (+0,9 điểm %) nhưng giảm xuống 1,9% trong năm 2026 (-0,6 điểm %). Cú hích trong ngắn hạn phản ánh dòng thương mại được kéo về sớm trước nguy cơ hạn chế, song hiệu ứng này được kỳ vọng sẽ phai nhạt và tạo lực cản trong năm 2026.

Hình 4: Triển vọng tăng trưởng toàn cầu theo IMF

	Dự báo T7/2025	Dự báo T4/2025
Tăng trưởng GDP toàn cầu	2024: 3,3% 2025: 3,0% (+0,2 điểm % so với tháng 4) 2026: 3,1% (+0,1 điểm % so với tháng 4)	2024: 3,3% 2025: 2,8% 2026: 3,0%
Tăng trưởng thương mại toàn cầu	2024: 3,5% 2025: 2,6% (+0,9 điểm % so với tháng 4) 2026: 1,9% (-0,6 điểm % so với tháng 4)	2024: 3,5% 2025: 1,7% 2026: 2,5%
Tăng trưởng GDP của Mỹ	2024: 2,8% 2025: 1,9% (+0,1 điểm % so với tháng 4) 2026: 2,0% (+0,3 điểm % so với tháng 4)	2024: 2,8% 2025: 1,8% 2026: 1,7%
Tăng trưởng GDP của Trung Quốc	2024: 5,0% 2025: 4,8% (+0,8 điểm % so với tháng 4) 2026: 4,2% (+0,2 điểm % so với tháng 4)	2024: 5,0% 2025: 4,0% 2026: 4,0%

Nguồn: IMF, Vietcap

Wood Mackenzie duy trì quan điểm thận trọng về tăng trưởng nhu cầu dầu. Tính đến tháng 6/2025, Wood Mackenzie dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu đạt mức 0,9 triệu thùng/ngày cho cả năm 2025 và 2026, trong đó dự báo năm 2026 được điều chỉnh tăng 0,4 triệu thùng/ngày so với tháng 4 nhưng vẫn thấp hơn mức đồng thuận 25%. Triển vọng này phản ánh kịch bản các rào cản thương mại toàn cầu vẫn tồn tại nhưng tránh được cuộc chiến thương mại toàn diện. Trong khi thuế quan đối với nhiều đối tác thương mại của Mỹ đã được nới lỏng, tranh chấp thuế quan Mỹ – Trung vẫn kéo dài, gây sức ép lên dòng chảy thương mại và tiêu thụ dầu. Wood Mackenzie kỳ vọng Mỹ sẽ đàm phán các thỏa thuận thương mại với các đối tác trong 6–12 tháng tới, với mức thuế quan hiệu dụng sẽ trở lại mức bình thường quanh 10% vào cuối 2026, cao gấp khoảng 4 lần so với trước 2024, phản ánh đà phục hồi trong nhu cầu có bị ảnh hưởng dù bất ổn hạ nhiệt một phần.

Hình 5: Dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu theo Wood Mackenzie

	Dự báo tháng 6/2025	Dự báo tháng 4/2025
2025	0,9 triệu thùng/ngày (không đổi so với tháng 4) (thấp hơn 10% so với báo cáo đồng thuận)	0,9 triệu thùng/ngày (theo báo cáo đồng thuận)
2026	0,9 triệu thùng/ngày (+0,4 mb/ngày so với tháng 4) (thấp hơn 25% so với báo cáo đồng thuận)	0,5 triệu thùng/ngày (thấp hơn 50% so với báo cáo đồng thuận)

Nguồn: Wood Mackenzie, Vietcap

Goldman Sachs có quan điểm tích cực hơn đối với triển vọng dầu khi rủi ro giảm. Goldman Sachs đã điều chỉnh tăng dự báo giá dầu Brent trong tháng 7/2025, dự phóng mức trung bình 66 USD/thùng trong nửa cuối năm 2025, phản ánh trung bình cả năm đạt 68 USD/thùng (+9,7% so với kịch bản cơ sở tháng 4). Dự báo cho năm 2026 duy trì ở mức 56 USD/thùng (+1,8% so với tháng 4). Ngân hàng kỳ vọng có thể tránh được suy thoái toàn cầu nghiêm trọng, với lực đỡ từ việc căng thẳng thương mại hạ nhiệt (ngoại trừ Trung Quốc). Goldman Sachs hiện dự phóng giá dầu Brent cho năm 2026 sẽ vào khoảng 40–90 USD/thùng, tích cực hơn so với khoảng dưới 40 - 55 USD/thùng hồi tháng 4. Dù vậy, ngân hàng vẫn thận trọng do mức thuế Mỹ – Trung chưa được giải quyết và sự linh hoạt trong điều hành sản lượng của OPEC+ tiếp tục làm tăng biến động đối với triển vọng.

Hình 6: Dự báo giá dầu Brent hiện tại của Goldman Sachs theo các kịch bản khác nhau

Kịch bản	Cuối năm 2025	Cuối năm 2026
Kịch bản tích cực 1: Mất nguồn cung từ Iran	N/A	90 USD/thùng
Kịch bản tích cực 2: Trung Quốc và các nước khác tích trữ dầu hỗ trợ giá	N/A	60 USD/thùng
Kịch bản cơ sở	68 USD/thùng	56 USD/thùng
Kịch bản tiêu cực 1: OPEC+ hoàn toàn hủy bỏ thỏa thuận cắt giảm 1,6 triệu thùng/ngày	N/A	40 USD/thùng

Nguồn: Goldman Sachs (dự báo tính đến tháng 7 và tháng 8/2025), Vietcap

Hình 7: Dự báo giá dầu Brent trước đây của Goldman Sachs theo các kịch bản khác nhau

Kịch bản	Cuối năm 2025	Cuối năm 2026
Kịch bản cơ sở: Mỹ tránh được suy thoái do giảm thuế quan đáng kể	62 USD/thùng	55 USD/thùng
Kịch bản tiêu cực 1: Suy thoái điển hình của Mỹ	58 USD/thùng	50 USD/thùng
Kịch bản tiêu cực 2: Suy thoái kinh tế toàn cầu	54 USD/thùng	45 USD/thùng
Kịch bản tiêu cực 3: Suy thoái toàn cầu & OPEC+ hoàn toàn đảo ngược sản lượng (kịch bản cực đoan và ít khả năng xảy ra hơn)	N/A	< 40 USD/thùng

Nguồn: Goldman Sachs (dự báo tính đến tháng 4/2025), Vietcap

Tác động tiềm ẩn của thỏa thuận hòa bình Nga-Ukraine

Tiến triển đàm phán hòa bình

Hội nghị thượng đỉnh giữa Tổng thống Trump – Tổng thống Putin tại Alaska (15/08/25). Hội nghị kết thúc mà không đạt được thỏa thuận, nhưng để ngỏ khả năng làm việc trực tiếp tiếp theo với Kyiv và các đối tác Châu Âu. Mỹ tái khẳng định ủng hộ chủ quyền của Ukraine đồng thời nhấn mạnh nhu cầu tránh leo thang và gìn giữ ổn định khu vực. Hai Tổng thống thống nhất theo đuổi một thỏa thuận hòa bình toàn diện hơn là một lệnh ngừng bắn giới hạn; ông Trump thể hiện sự linh hoạt khi tri hoãn các biện pháp trừng phạt đối với những bên mua dầu thô Nga lớn như Trung Quốc và Ấn Độ, qua đó duy trì dòng xuất khẩu của Nga.

Hội nghị thượng đỉnh giữa Trump – Zelenskyy và các lãnh đạo châu Âu tại Washington (18/08/25). Hội nghị không mang lại thỏa thuận hòa bình hay ngừng bắn, nhưng đặt nền tảng cho khả năng tổ chức một hội nghị thượng đỉnh ba bên có sự tham dự của Tổng thống Putin, với Tổng thống Trump đóng vai trò trung gian. Ngoài ra, cuộc gặp tái khẳng định cam kết của EU và Mỹ đối với an ninh và chủ quyền của Ukraine.

Vấn tiến triển chậm và thăm dò, với khác biệt lớn giữa yêu cầu của Nga và lập trường của Ukraine. (1) Nga yêu cầu công nhận Donetsk, Luhansk và Crimea, trong khi (2) Ukraine bác bỏ nhượng bộ, yêu cầu trước hết phải có lệnh ngừng bắn toàn diện. Dù vậy, các hội nghị đã tạo đà cho một khuôn khổ đàm phán có cấu trúc và các cuộc đối thoại đa phương chính thức.

Hệ quả đối với thị trường dầu khí toàn cầu

Kịch bản 1: Đạt thỏa thuận hòa bình

Thỏa thuận hòa bình sẽ khai mở lại dòng chảy năng lượng từ Nga, đặc biệt là các tuyến sang Châu Âu, và giảm áp lực trừng phạt lên dầu Nga. Diễn biến này sẽ cho phép dầu thô và sản phẩm lọc hóa dầu quay trở lại các thị trường phương Tây một cách tự do hơn. Tác động chính không phải là bùng nổ sản lượng, mà là tái sắp xếp các dòng thương mại. Việc OPEC+ quản lý sản lượng sẽ hạn chế khả năng tăng mạnh nguồn cung của Nga, do Nga vẫn cam kết các đợt cắt giảm phối hợp đến hết 2026. Tuy nhiên, việc chuyển hướng dầu của Nga quay lại Châu Âu và Mỹ nhiều khả năng sẽ giúp giảm giá khi rủi ro địa chính trị giảm và các tuyến vận tải được rút ngắn.

- **Giá dầu:** Giá dầu Brent chịu áp lực giảm khi dầu thô và các sản phẩm dầu của Nga lấy lại quyền tiếp cận thị trường Châu Âu/Mỹ.
- **Trung nguồn:** Nhu cầu tàu chở dầu suy yếu do khoảng cách hải trình rút ngắn (Nga → Châu Âu thay vì Nga → Châu Á → Châu Âu). Cước tàu có thể giảm, trong khi các đường ống và cảng Châu Âu có thể ghi nhận lợi ích tăng thêm khi nguồn cung của Nga được khôi phục.
- **Hạ nguồn:** Các nhà máy lọc dầu và doanh nghiệp phân phối xăng dầu đối mặt với áp lực biên lợi nhuận ngắn hạn do lỗ tồn kho khi giá dầu giảm. Diễn biến này cũng gây sức ép lên giá khí tại EU và cuối cùng là giá urê.

Kịch bản 2: Không đạt thỏa thuận hòa bình, trừng phạt leo thang

Việc đàm phán thất bại nhiều khả năng sẽ kích hoạt các biện pháp trừng phạt nghiêm khắc hơn. Tổng thống Trump có kế hoạch trừng phạt các bên mua dầu thô Nga, đặc biệt là Trung Quốc và Ấn Độ. JP Morgan ước tính diễn biến này có thể ảnh hưởng tới tối đa 2,75 triệu thùng/ngày xuất khẩu dầu đường biển của Nga, làm gia tăng rủi ro gián đoạn nguồn cung toàn cầu. Kịch bản này sẽ hỗ trợ giá tăng và kéo dài biến động, trong khi các dòng thương mại tiếp tục bị căng thẳng.

- **Giá dầu:** Giá tăng khi các biện pháp trừng phạt thắt chặt hơn, hạn chế nguồn cung và duy trì rủi ro địa chính trị ở mức cao.
- **Trung nguồn:** Thị trường tàu chở dầu được hưởng lợi từ các dòng thương mại đường dài duy trì, hỗ trợ nhu cầu tấn-dậm và cước tàu.
- **Hạ nguồn:** Các nhà máy lọc dầu chịu tác động trái chiều: chi phí dầu thô cao hơn khiến biên lợi nhuận giảm, trừ khi crack spread tăng. Các doanh nghiệp phân phối xăng dầu có thể ghi nhận lãi tồn kho nếu giá sản phẩm tăng, nhưng nhu cầu bán lẻ có thể suy yếu do giá cao hơn. Ngoài ra, diễn biến này phản ánh tác động tích cực lên giá urê.

Triển vọng giá dầu Brent

Biến động mạnh trong năm 2025 dưới tác động bởi các chính sách của Tổng thống Trump

Bước vào năm 2025, giá dầu Brent ở mức khoảng 80 USD/thùng, hồi phục ngắn trong tháng 1 nhờ (1) OPEC+ trì hoãn việc đưa nguồn cung 2,2 triệu thùng/ngày trở lại và (2) Mỹ siết chặt trừng phạt đối với dầu từ Nga. Từ tháng 2 đến tháng 4, giá dầu Brent có xu hướng giảm do (1) Tổng thống Trump thúc đẩy thỏa thuận hòa bình Nga – Ukraine (làm dấy lên lo ngại dư cung) và (2) công bố thuế quan đối ứng đối với hàng nhập khẩu từ ~90 quốc gia, làm gia tăng lo ngại về suy giảm thương mại toàn cầu.

Giá phục hồi tạm thời trong tháng 5, đạt 79 USD/thùng, nhờ (1) căng thẳng thương mại hạ nhiệt, (2) các đợt cắt giảm bù trừ bổ sung của OPEC+, và (3) căng thẳng gia tăng giữa Israel và Iran.

Tuy nhiên, đà tăng suy yếu đến tháng 7 khi OPEC+ tăng tốc đảo ngược mức cắt giảm 2,2 triệu thùng/ngày (hoàn tất vào tháng 9/2025), và sẽ hoàn nguyên 8% của gói cắt giảm 1,65 triệu thùng/ngày trong tháng 10/2025 (chúng tôi dự phóng hoàn tất vào tháng 10/2026).

Rủi ro tiềm ẩn vẫn hiện hữu. (1) Xung đột thương mại Mỹ – Trung tiếp tục đè nặng lên tâm lý nhu cầu (Trung Quốc chiếm 16% nhu cầu dầu toàn cầu), và dù lệnh đình chiến thuế được gia hạn thêm 90 ngày, mức độ bất ổn vẫn lớn. Rủi ro khác là (2) khả năng đạt thỏa thuận hòa bình giữa Nga–Ukraine: bất kỳ nới lỏng trừng phạt nào đều có thể làm tăng xuất khẩu của Nga, dù nguy cơ Mỹ áp trừng phạt thứ cấp đối với các khách mua chủ chốt như Trung Quốc và Ấn Độ vẫn khiến thị trường sẽ ở mức bất ổn cao.

Tính đến ngày 15/09/2025, giá dầu Brent bình quân kể từ đầu năm là 70,1 USD/thùng, cao hơn 8% so với dự báo cho năm 2025 trước đó của chúng tôi là 65 USD/thùng. ***Chúng tôi dự kiến giá dầu tiếp tục biến động mạnh, với khả năng theo giảm QoQ do thặng dư dự kiến trong các quý tới.***

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



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu giai đoạn 2027-29, đồng thời cắt giảm thêm 8% dự báo năm 2026

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

Tổ chức	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Forecast as of
Đồng thuận Bloomberg	68	65	67	70	69	09/25
EIA	68	51	N/A	N/A	N/A	09/25
Ngân hàng Thế giới	64	60	N/A	N/A	N/A	04/25
Trung bình của dự báo trên (Mới)	67	59	67	70	69	
Trung bình của dự báo trên (Cũ)	71	68	73	72	70	04/25
TL thay đổi %	-6,3%	-13,1%	-7,6%	-2,8%	-1,4%	
Giá dầu cơ sở của Vietcap (Mới)	65	60	65	65	65	09/25
Giá dầu cơ sở của Vietcap (Cũ)	65	65	65	65	65	04/25
TL thay đổi %	0,0%	-7,7%	0,0%	0,0%	0,0%	

Nguồn: Các tổ chức đề cập trong bảng, Vietcap

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025 ở mức 65 USD/thùng (-18% YoY). Tính đến ngày 15/09/2025, giá dầu Brent trung bình kể từ đầu năm đạt mức 70,1 USD/thùng (cao hơn 8% so với dự báo trước đó của chúng tôi). Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng giá dầu tiếp tục biến động mạnh, với khả năng theo đà giảm QoQ đến cuối năm 2025 do thặng dư nguồn cung gia tăng (trang 7).

Đối với năm 2026, chúng tôi điều chỉnh giảm 7,7% dự báo giá dầu Brent xuống 60 USD/thùng (-8% YoY). Điều chỉnh giảm này chủ yếu do phía cung: (1) OPEC+ đang đảo ngược các đợt cắt giảm, đảo ngược hoàn toàn 2,2 triệu thùng/ngày và dần dần thêm 1,65 triệu thùng/ngày; và (2)

khả năng đạt thỏa thuận hòa bình Nga – Ukraine, trong đó căng thẳng hạ nhiệt có thể giảm rủi ro và thúc đẩy xuất khẩu dầu thô của Nga, gia tăng áp lực giảm giá.

Đối với năm 2027, chúng tôi dự phóng giá dầu Brent phục hồi 8% YoY lên 65 USD/thùng (không thay đổi so với dự báo cũ). Chúng tôi cho rằng nhịp điều chỉnh năm 2026 phản ánh mức giá yếu trong ngắn hạn khi loại bỏ phần bù rủi ro địa chính trị. Chúng tôi nhìn nhận 65–68 USD/thùng là mức giá sàn hợp lý, phù hợp với điểm hòa vốn WTI của mảng sản xuất dầu tại Mỹ ở mức USD61–64/thùng.

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

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

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

Chúng tôi nhìn nhận chính sách dầu mỏ của Mỹ dưới thời Tổng thống Trump theo 2 đường hướng: (1) giữ giá đủ thấp để hạ nhiệt lạm phát và lãi suất, nhưng (2) đủ cao để duy trì hoạt động khoan trong nước phù hợp với chính sách độc lập năng lượng. Bộ trưởng Tài chính Scott Bessent đặt mục tiêu sản lượng của Mỹ tăng 3,0 nghìn thùng/ngày vào năm 2028 so với năm 2024, tương ứng CAGR đạt 5,3% trong giai đoạn 2024–28. Diễn biến này đòi hỏi giá duy trì trên mức hòa vốn.

Chúng tôi nhận thấy giá hòa vốn dầu của Mỹ ở mức USD61–64/thùng theo WTI. Diễn biến này tương ứng với giá dầu Brent trên 65–68 USD/thùng (dựa trên chênh lệch Brent–WTI trung bình 5 năm là 4,1 USD/thùng). Mức hòa vốn tại Permian Basin (Midland và Delaware) và Eagle Ford, hai khu vực chiếm 57% sản lượng dầu thô của Mỹ, ở mức 61–62 USD/thùng. Các mỏ khác cần 66–70 USD/thùng để duy trì lợi nhuận. Do đó, để duy trì sản lượng của Mỹ trong trung hạn, WTI cần trên mức 61 USD/thùng. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng OPEC+ có nhiều động lực chuyển trọng tâm sang giá hơn là sản lượng. Lý do là chênh lệch giữa giá dầu Brent và giá hòa vốn ngân sách đã tiến gần mức 30 USD/thùng, gây căng thẳng cho ngân sách quốc gia, vốn theo trước đây là ngưỡng khiến OPEC+ quay lại ưu tiên hỗ trợ giá.

Nguồn cung dư thừa gây áp lực lên giá dầu Brent trong giai đoạn 2025 – 2026

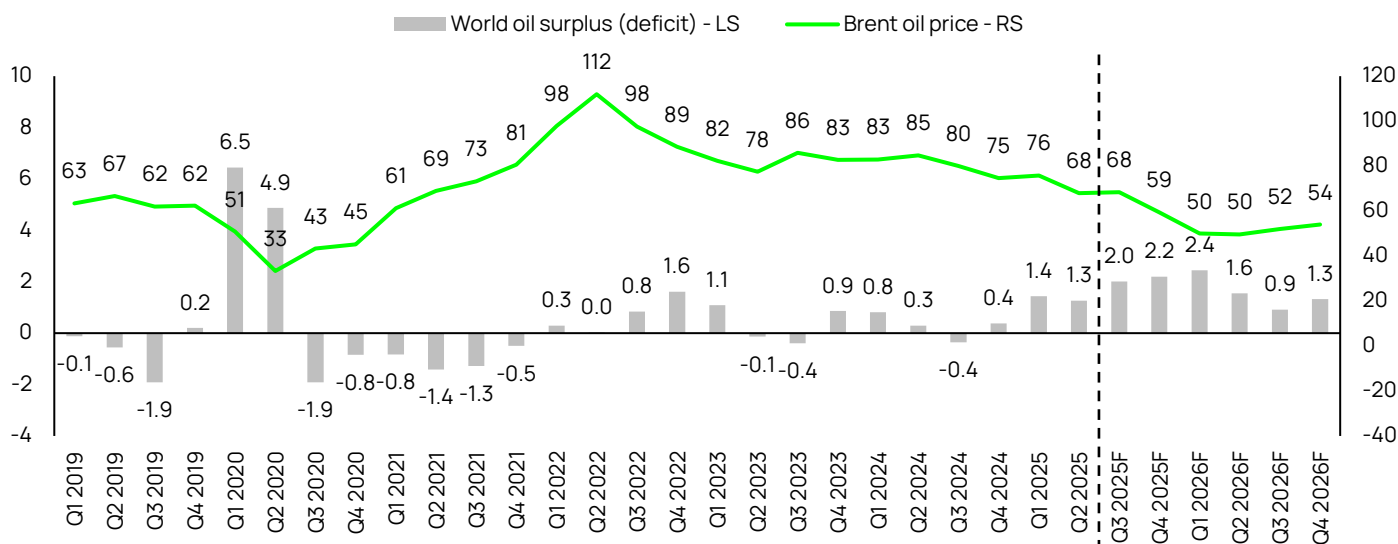
Giá dầu có mối tương quan chặt chẽ với cán cân cung - cầu dầu thô toàn cầu. Khi cầu vượt cung, tồn kho giảm, hỗ trợ giá tăng, và ngược lại.

Trong quý 1/2025, thị trường dầu chuyển sang dư cung, trung bình +1,4 triệu thùng/ngày, và dự kiến tăng lên +2,2 triệu thùng/ngày vào quý 4/2025, được dẫn dắt bởi sản lượng tăng từ OPEC+ và các đồng minh. Trong cả năm, EIA dự báo nguồn cung toàn cầu đạt 105,5 triệu thùng/ngày, vượt nhu cầu 103,8 triệu thùng/ngày là 1,7 triệu thùng/ngày, đánh dấu sự thay đổi mạnh so với trạng thái cân bằng của năm 2024 (thặng dư chỉ 0,3 triệu thùng/ngày).

Thặng dư dự kiến kéo dài sang năm 2026, với nguồn cung tăng lên 106,6 triệu thùng/ngày (+1,1 triệu thùng/ngày YoY) so với nhu cầu 105,1 triệu thùng/ngày (+1,3 triệu thùng/ngày YoY). Dù tăng trưởng nhu cầu được kỳ vọng vượt tăng trưởng nguồn cung, thị trường vẫn đối mặt với dư cung khoảng 1,6 triệu thùng/ngày, chỉ giảm nhẹ 0,1 triệu thùng/ngày so với năm 2025.

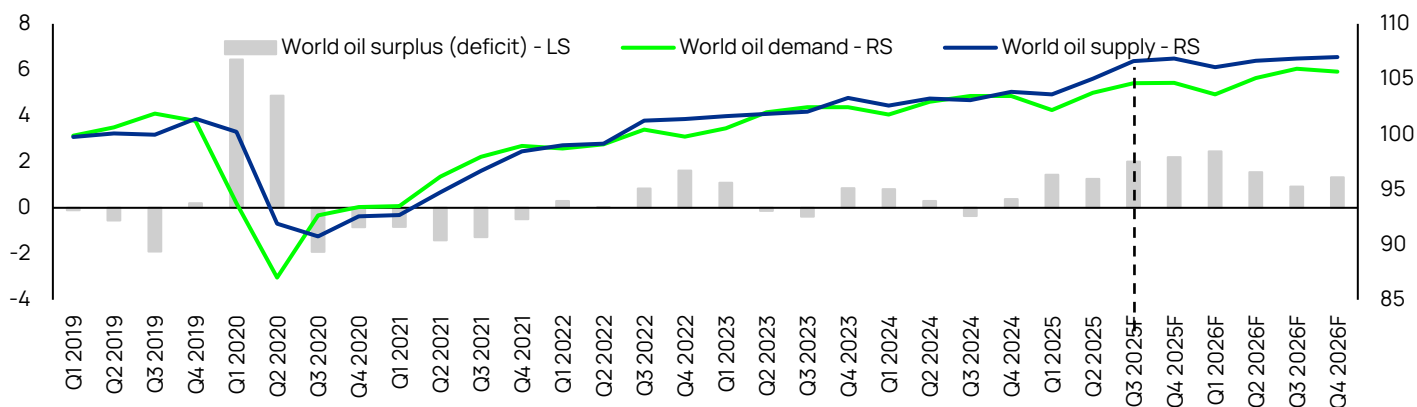
EIA dự báo giá dầu Brent sẽ tiếp tục chịu áp lực trong ngắn hạn, giảm từ 68 USD/thùng trong quý 1/2025 xuống 50 USD/thùng trong quý 1/2026, trước khi hồi phục nhẹ lên 54 USD/thùng vào quý 4/2026, được hỗ trợ bởi nhu cầu phục hồi dần.

Hình 11: Cán cân dầu thô thế giới của EIA (triệu thùng/ngày) (*) so với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA tính đến tháng 09/2025, Vietcap. Lưu ý: (*) Nguồn cung dầu toàn cầu bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ dầu lỏng từ nhà máy khí tự nhiên, nhiên liệu sinh học, và các chất lỏng khác.

Hình 12: Dự báo nguồn cung và nhu cầu dầu lỏng toàn cầu (triệu thùng/ngày) (*)



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA tính đến tháng 09/2025, Vietcap. Lưu ý: (*) Nguồn cung dầu toàn cầu bao gồm sản lượng dầu thô và một lượng nhỏ dầu lỏng từ nhà máy khí tự nhiên, nhiên liệu sinh học, và các chất lỏng khác.

OPEC+ đảo ngược hoàn toàn mức cắt giảm 2.2 mb/d sớm hơn kế hoạch một năm, và đảo ngược một phần của mức cắt giảm 1.6 mb/d

OPEC+ đã hành động nhanh hơn nhiều so với dự kiến trong việc đảo ngược các đợt cắt giảm tự nguyện. Diễn biến này bao gồm việc đảo ngược toàn bộ mức cắt giảm 22,2 triệu thùng/ngày (hoàn tất vào tháng 9/2025) và bắt đầu đảo ngược mức cắt giảm 1,65 triệu thùng/ngày với 8% vào tháng 10/2025 (chúng tôi kỳ vọng sẽ hoàn tất vào tháng 10/2026). Động thái này phản ánh mục tiêu của OPEC+ nhằm giành lại thị phần trong bối cảnh chịu nhiều áp lực bên ngoài, đặc biệt từ Mỹ.

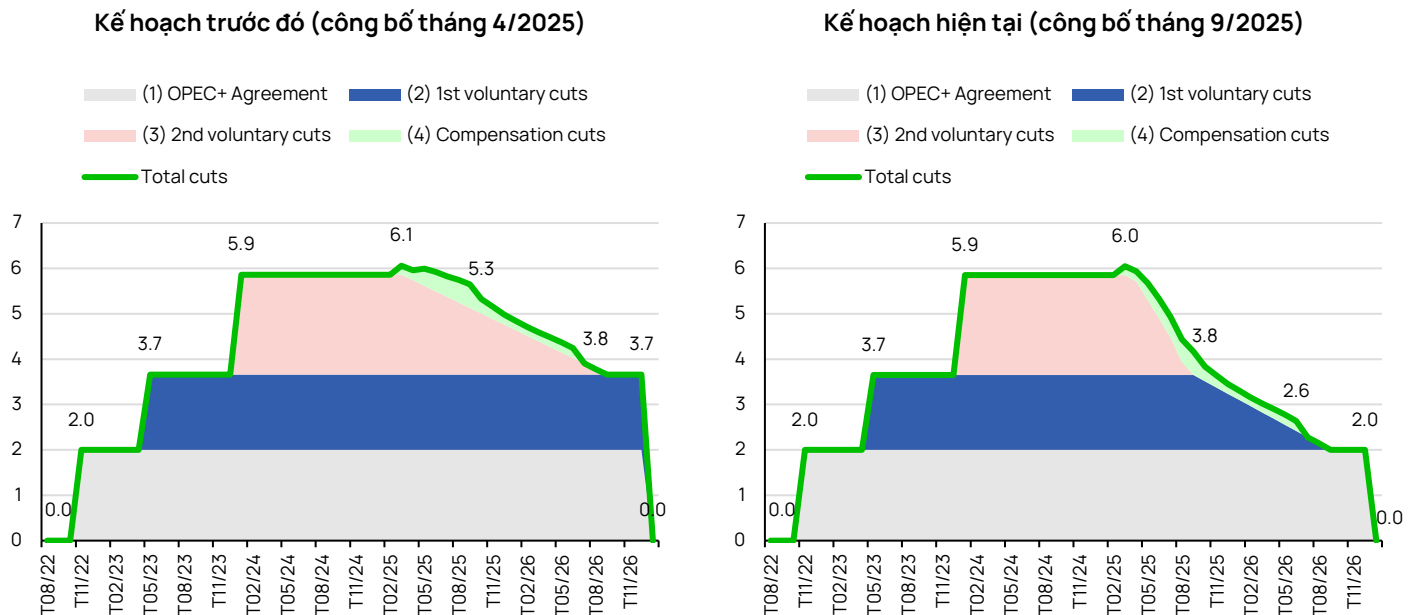
- **Đợt cắt giảm tự nguyện thứ hai (2,2 triệu thùng/ngày):** Ngày 03/08/2025, nhóm thống nhất tăng sản lượng thêm 547 nghìn thùng/ngày cho tháng 9. Động thái này hoàn tất việc đảo ngược toàn bộ đợt cắt giảm sản lượng lớn nhất của OPEC+ là 2,2 triệu thùng/ngày (sớm hơn tới 12 tháng so với lịch trình ban đầu là tháng 9/2026), cùng với mức tăng bổ sung dành cho UAE, đưa tổng mức tăng cung lên khoảng 2,5 triệu thùng/ngày.
- **Đợt cắt giảm tự nguyện thứ nhất (1,65 triệu thùng/ngày):** Ngày 07/09/2025, OPEC+ thống nhất tăng sản lượng thêm 137 nghìn thùng/ngày cho tháng 10, tương đương 8,3% của đợt cắt giảm. Dù OPEC+ cho biết lớp cắt giảm này có thể được điều chỉnh tùy điều kiện thị trường, chúng tôi thận trọng giả định tăng 137 nghìn thùng/ngày mỗi tháng, tương ứng với việc đảo ngược toàn bộ vào tháng 10/2026 (sớm hơn kế hoạch ban đầu là cuối 2026).

Chúng tôi dự phóng mức cắt giảm trung bình của OPEC+ sẽ ở mức 4,9 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và 2,5 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (thấp hơn 13% và 39% so với ước tính vào tháng 4 của chúng tôi). Việc nguồn cung trở lại sớm hơn kỳ vọng làm tăng rủi ro dư cung và có thể gây thêm áp lực giảm lên giá dầu Brent.

OPEC+ sẽ họp lại vào ngày 05/10/2025 để đưa ra quyết định về phần cắt giảm còn lại là 1,66 triệu thùng/ngày. Mức cắt giảm 2,0 triệu thùng/ngày toàn nhóm vẫn được duy trì đến hết năm 2026. OPEC+ cho biết sẽ duy trì điều chỉnh tốc độ đảo ngược linh hoạt theo tháng nếu giá suy yếu.

Tóm lược, cơ cấu các mức cắt giảm bao gồm (1) 2,00 triệu thùng/ngày: thỏa thuận chính thức của OPEC+, gia hạn đến hết 2026; (2) 1,66 triệu thùng/ngày: vòng cắt giảm tự nguyện thứ nhất, đã đảo ngược một phần với 137 nghìn thùng/ngày trong tháng 10/2025 (trước đó gia hạn đến 2026); (3) 2,20 triệu thùng/ngày: vòng cắt giảm tự nguyện thứ hai, hiện đã đảo ngược toàn bộ vào tháng 9/2025 (so với trước đây là tháng 9/2026); (4) 0,30 triệu thùng/ngày: cắt giảm bù trừ (giới thiệu từ tháng 4/2025), sẽ thực hiện từ tháng 03/2025 đến 06/2026 bởi bảy quốc gia thành viên để bù phần sản xuất vượt trước đó.

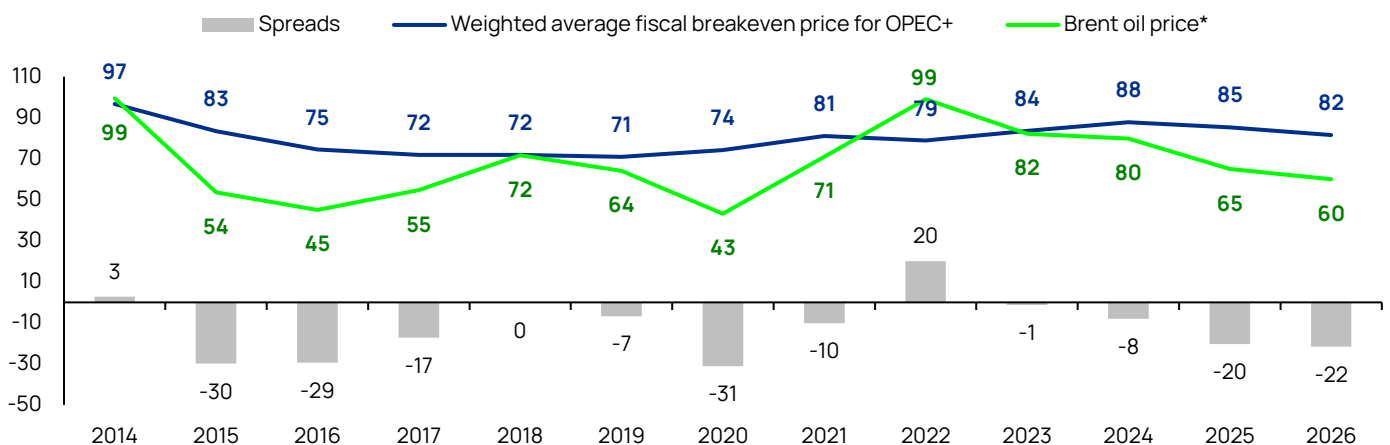
Hình 13: Kế hoạch cắt giảm sản lượng của OPEC+ (triệu thùng/ngày)



Nguồn: OPEC+, truyền thông, Vietcap (Dữ liệu theo kế hoạch hiện tại của OPEC+, công bố đầu tháng 9/2025)

Trong quá khứ, OPEC+ đã chịu căng thẳng ngân sách tối đa khi giá dầu Brent giảm hơn 30 USD/thùng so với giá hòa vốn ngân sách. Khi đó, tổ chức có xu hướng quay lại kiểm chế sản lượng. Ví dụ, OPEC+ đã cắt giảm sản lượng ở mức 1,8 triệu thùng/ngày trong năm 2016 và mức cao nhất là 9,7 triệu thùng/ngày trong năm 2020. Từ tiền lệ này, chúng tôi nhìn nhận 52 USD/thùng là mức sàn hỗ trợ hiệu quả, tại đó OPEC+ nhiều khả năng sẽ chuyển từ chiến lược ưu tiên sản lượng hiện tại sang hỗ trợ giá nhằm giảm căng thẳng ngân sách và ngăn thâm hụt sâu hơn.

Hình 14: Giá dầu hòa vốn ngân sách tài khóa, và diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)

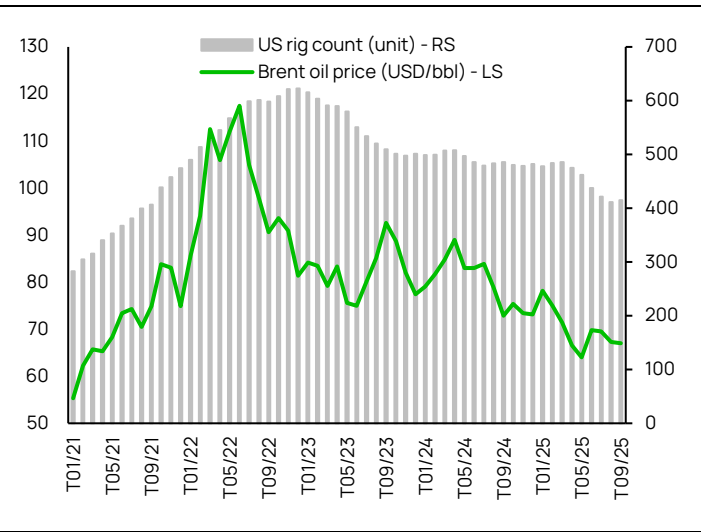


Nguồn: OPEC+, IMF, Bloomberg, Vietcap (*: Giá dầu Brent 2025-2026 là dự báo của Vietcap), (giá dầu hòa vốn là giá dầu tối thiểu cần thiết để một quốc gia cân bằng được ngân sách)

Sản lượng dầu của Mỹ duy trì trong năm 2025 dù số giàn khoan giảm, dự kiến giảm 1% YoY trong năm 2026

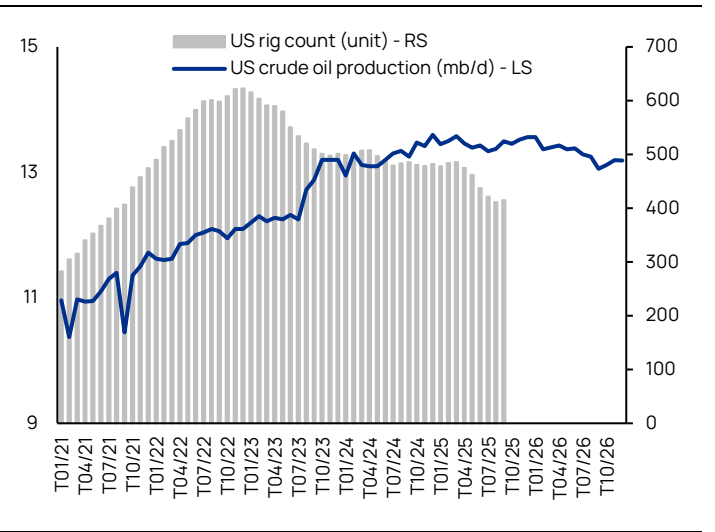
Số giàn khoan của Mỹ tiếp tục đà giảm trong năm 2025, trung bình ở mức 452 giàn kể từ đầu năm (giảm 7,8% tương đương 38 giàn so với mức bình quân 2024) sau mức giảm 10% trong năm 2024. Dù số giàn khoan hoạt động ít hơn, sản lượng dầu thô của Mỹ vẫn ổn định. Sản lượng dự kiến tăng nhẹ 13,5 triệu thùng/ngày trong năm 2025 (+0,2 triệu thùng/ngày, +1,5% YoY) trước khi giảm nhẹ xuống 13,3 triệu thùng/ngày trong năm 2026 (-0,16 triệu thùng/ngày, -1,2% YoY) do đầu tư E&P chững lại bởi giá dầu thấp hơn.

Hình 15: Số giàn khoan tại Mỹ và giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, Baker Hughes, Vietcap (dữ liệu đến ngày 15/09/2025)

Hình 16: Sản lượng dầu thô và số giàn khoan tại Mỹ



Nguồn: Triển vọng năng lượng ngắn hạn của EIA (Báo cáo tháng 9/2025; dữ liệu thực tế đến ngày 15/09/2025; dữ liệu dự báo từ tháng 12/2024 - tháng 12/2026), Baker Hughes, Bloomberg, Vietcap

Điều chỉnh tăng nhu cầu dầu toàn cầu trong giai đoạn 2025-2026

IEA, EIA và OPEC đã điều chỉnh tăng dự báo nhu cầu dầu toàn cầu trong báo cáo tháng 9/2025. Diễn biến này phản ánh căng thẳng thương mại hạ nhiệt nhẹ, bao gồm việc Mỹ giảm thuế quan đối ứng. Đối với năm 2025, các dự báo mới nhất cho IEA/EIA/OPEC lần lượt ở mức 103,7/103,8/105,1 triệu thùng/ngày, với mức trung vị 103,8 triệu thùng/ngày, tăng 0,2 triệu thùng/ngày so với dự báo tháng 4. Đối với năm 2026, các dự phóng lần lượt là 104,4/105,1/106,5 triệu thùng/ngày, với trung vị 105,1 triệu thùng/ngày, tăng 0,4 triệu thùng/ngày so với dự báo tháng 4.

Xét về mức tăng trưởng, nhu cầu dầu toàn cầu tăng theo trung vị hiện tại là +1,0 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và +1,3 triệu thùng/ngày trong năm 2026, đều cao hơn so với ước tính tháng 4 là 0,9 triệu thùng/ngày và 1,0 triệu thùng/ngày. Diễn biến này tái khẳng định quỹ đạo phục hồi nhu cầu ổn định, do nhu cầu tại Châu Á và Trung Đông dẫn dắt.

Hình 17: Dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu (triệu thùng/ngày)

Tổ chức	2024A	New Compilation-September		Old Compilation-April		New vs Old	
		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
IEA	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,0	0,0
EIA	0,6	1,0	1,3	0,9	1,0	0,2	0,2
OPEC	1,6	1,3	1,4	1,3	1,3	0,0	0,1
Trung vị	1,0	1,0	1,3	0,9	1,0	0,2	0,2

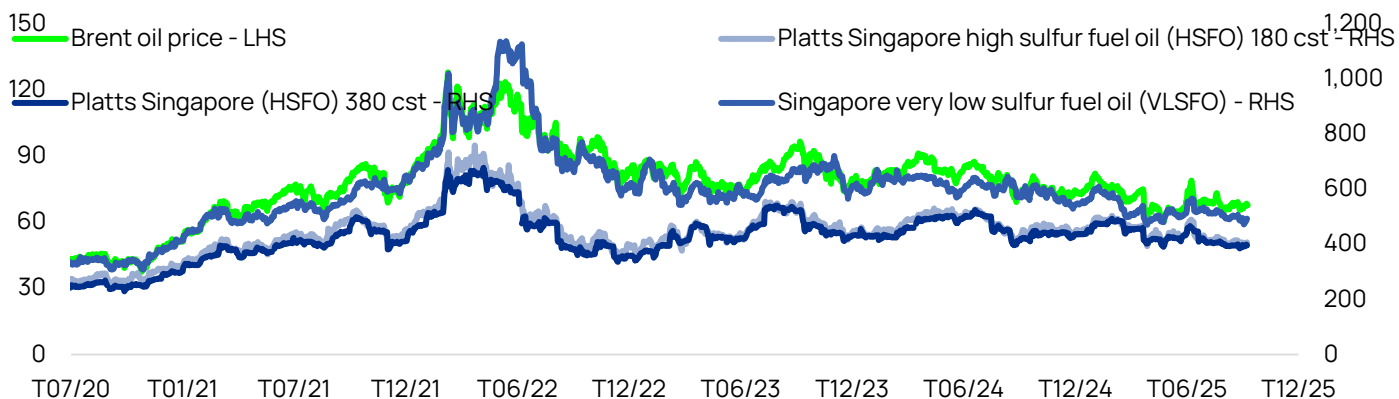
Nguồn: Institutions in the table, Vietcap (New compilations are from September 2025; old compilations are from the April 2025 report)

Triển vọng giá dầu nhiên liệu

Giá dầu nhiên liệu tiếp tục cao hơn so với giá dầu Brent

Trong 9T 2025, giá dầu nhiên liệu bình quân đạt 435 USD/tấn (-7% YoY), tiếp tục cao hơn so với giá dầu Brent vốn ở mức 70 USD/thùng (-13% YoY) - xu hướng đã diễn ra kể từ năm 2023. Trong quý 3, giá dầu nhiên liệu giảm 11% YoY so với giá dầu Brent -14% YoY, được hỗ trợ bởi (1) mức sử dụng trong mảng điện tại Bangladesh tăng trong bối cảnh nguồn cung khí bị hạn chế và các nhà máy điện than bảo dưỡng, và (2) các đợt tấn công bằng drone vào các nhà máy lọc dầu của Nga trở lại, khiến nguồn cung sản phẩm thắt chặt.

Hình 18: Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng) và giá FO (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

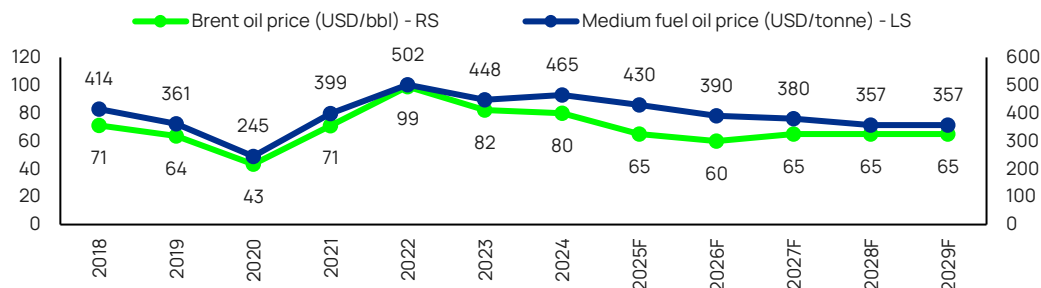
Dự kiến giá dầu nhiên liệu sẽ thấp hơn so với giá dầu Brent trong các năm tới

Chúng tôi duy trì giả định giá dầu nhiên liệu (giá FO) trong năm 2025 sẽ ở mức 430 USD/tấn (-8% YoY) khi giá dầu trong 9T 2025 ở mức 435 USD/tấn (-7% YoY), tương ứng với bình quân quý 4 là 397 USD/tấn (-2% QoQ, -11% YoY). Chúng tôi dự báo giá FO sẽ tiếp tục cao hơn so với giá dầu Brent (-19% YoY) trong năm 2025.

Chúng tôi nhìn chung duy trì quan điểm cho giai đoạn 2026-2029, giả định giá FO sẽ thấp hơn giá dầu Brent (đảo chiều so với giai đoạn 2023-2025) khi rủi ro địa chính trị giảm dần và nguồn cung trở về mức bình thường. Dự phóng duy nhất thay đổi là giá FO trong năm 2027, được điều chỉnh tăng +6% lên 380 USD/tấn (-3% YoY so với giá dầu Brent +8% YoY). Dù điều chỉnh tăng, giá FO vẫn thấp hơn so với giá dầu Brent do chúng tôi kỳ vọng chiết khấu FO-Brent sẽ giảm dần.

Chúng tôi dự báo giá FO trong năm 2026 ở mức 390 USD/tấn (-9% YoY), so với giá dầu Brent dự kiến là 60 USD/thùng (-8% YoY), phù hợp với báo cáo đồng thuận hiện tại của CME và Bloomberg lần lượt là USD406/tấn và USD395/tấn.

Hình 19: Giả định trường hợp cơ sở về giá dầu Brent và FO của Vietcap



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

Triển vọng giá LNG

Giá LNG sẽ hạ nhiệt từ năm 2026

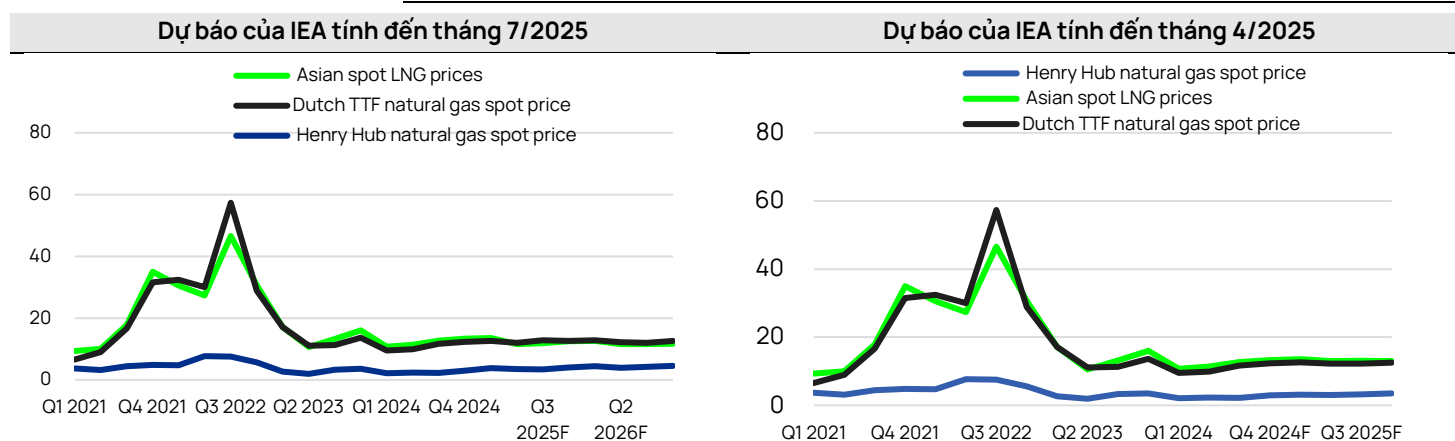
The IEA broadly maintained its 2025F average Asian spot LNG price forecast at USD12.5/MMBTU (+5% YoY) in its July 2025 Gas Report.

Trong 9T 2025, giá LNG giao ngay của Nhật Bản trung bình đạt 12,8 USD/triệu BTU (+14% YoY), dù giá dầu Brent giảm 19% YoY. Mức tăng này phản ánh lực kéo mạnh từ Châu Âu (tái tích trữ và bù đắp cho khí từ Nga suy giảm), qua đó thắt chặt nguồn cung LNG toàn cầu.

IEA về cơ bản giữ nguyên dự báo giá LNG giao ngay châu Á bình quân 2025F ở mức USD12,5/MMBTU (+5% YoY) trong Báo cáo Khí tháng 7/2025.

Báo cáo đồng thuận (CME, Bloomberg, IEA, World Bank) duy trì kỳ vọng giá LNG sẽ hạ nhiệt từ năm 2026, do: (1) nguồn cung toàn cầu giai đoạn 2025–2028 từ Qatar và Bắc Mỹ tăng 30% (nghiên cứu của Bernstein), (2) khả năng đạt được giải pháp cho căng thẳng Nga-Ukraine, và (3) nhu cầu Trung Quốc chững lại khi năng lượng tái tạo và xe điện gia tăng.

Hình 20: Dự báo giá khí đốt của IEA (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, Vietcap

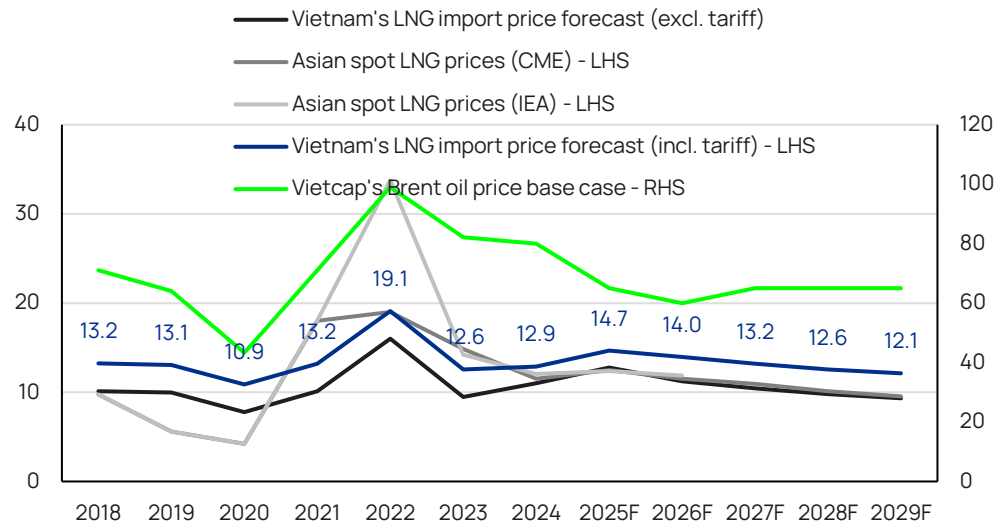
Triển vọng và phương pháp:

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 10% giả định giá LNG nhập khẩu trung bình trong giai đoạn 2025–29 (không gồm thuế quan) so với [Báo cáo Cập nhật GAS – tháng 8/2025](#) gần đây:
 - o Năm 2025: Chúng tôi duy trì giá LNG giao ngay nhập khẩu của Việt Nam (không gồm thuế quan) ở mức 12,8 USD/triệu BTU.
 - o Năm 2026: Chúng tôi điều chỉnh giảm 1% dự phóng xuống 11,2 USD/triệu BTU (–12% YoY), sử dụng phương pháp bình quân gia quyền: 90% trọng số cho giá đồng thuận (CME, Bloomberg, IEA, World Bank) và 10% cho 13% giá dầu Brent. Điều này phản ánh thực tế hiện nay của GAS là chủ yếu nhập LNG theo giá giao ngay, vốn biến động hơn so với hợp đồng thời hạn.
 - o Giai đoạn 2027–29: Chúng tôi điều chỉnh tăng ~17% dự báo giá LNG trung bình lên 10,4/9,8/9,3 USD/triệu BTU cho năm 2027/28/29. Hiện chúng tôi dùng phương pháp hỗn hợp: 80% trọng số cho đồng thuận thị trường và 20% cho giá neo theo dầu với hệ số dốc Brent 13% (tức giá LNG $\approx 0,13 \times$ giá dầu Brent), vốn thường rẻ hơn giá đồng thuận (giá giao ngay). Thay đổi này phản ánh quan điểm rằng GAS sẽ cần thời gian lâu hơn dự kiến để nâng tỷ trọng hợp đồng thời hạn (rẻ hơn giá giao ngay) do hợp đồng tiêu thụ của nhà máy điện tăng dần – vì vậy tỷ trọng giá giao ngay vẫn cao hơn giả định trước đây. Trước đây, chúng tôi tham chiếu 100% theo Brent dốc 13%.

- **Thuế quan:** Chúng tôi giữ nguyên giả định thuế quan cho năm 2025/26/27/28/29 ở mức 1,9/2,7/2,8/2,8/2,8 USD/triệu BTU.

Chúng tôi kỳ vọng giá LNG cho các nhà máy điện tại Việt Nam (bao gồm thuế quan) trong giai đoạn 2026–29 ở mức 12–15 USD/triệu BTU, cạnh tranh với giá khí từ các mỏ mới trong nước (Lô B, ~14–15 USD/ triệu BTU). Cùng với việc nguồn khí trong nước giảm và các nhà máy điện khí LNG mới đi vào hoạt động, diễn biến này hỗ trợ dự phóng lượng bán khí LNG của GAS giai đoạn 2025–29, tăng 11x lên 7,7 tỷ m³ (1,2x tổng sản lượng bán dự phóng trong năm 2025 của GAS) vào năm 2029.

Hình 21: Giá dầu Brent (USD/thùng) và dự báo giá LNG (USD/triệu BTU)



Nguồn: World Bank, IEA, CME, Vietcap. Lưu ý: Dự báo của World Bank tính đến tháng 4/2025, đồng thuận CME tính đến tháng 9/2025, và dự báo của IEA từ tháng 7/2025.

Triển vọng giá than

Chúng tôi điều chỉnh giảm 6% dự báo giá than trộn dự phóng trong năm 2025 xuống 2,3 triệu VND/tấn (-8% YoY). Điều chỉnh này dựa trên việc báo cáo đồng thuận Bloomberg đối với than nhiệt Newcastle đã điều chỉnh giảm 8% dự báo cho năm 2025 so với báo cáo đồng thuận trước đó.

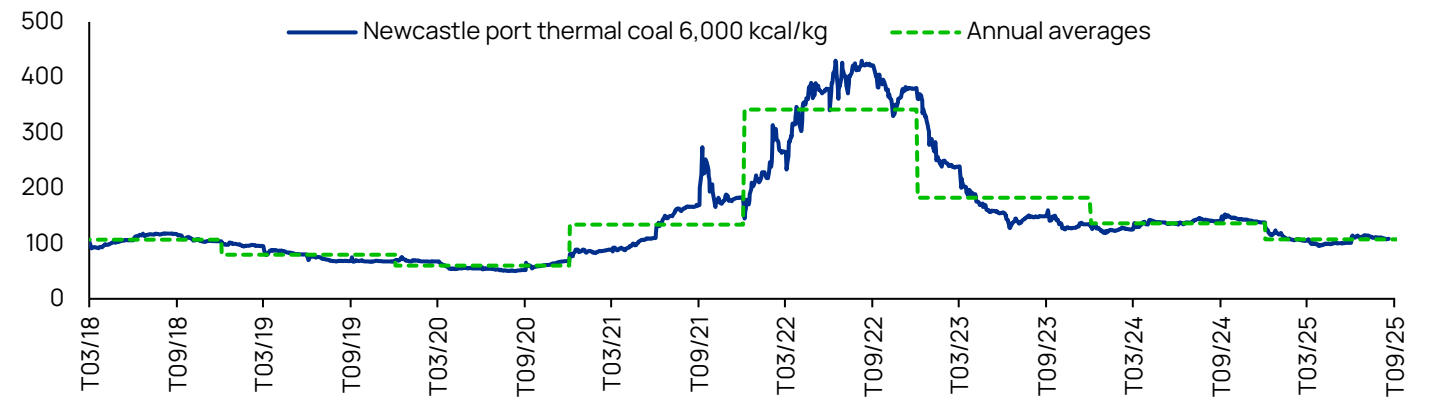
Đối với giai đoạn 2026–2029, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng, giả định giá than trộn tăng với CAGR đạt 1,9%, được dẫn dắt bởi tỷ trọng than nhập khẩu giá cao tăng dần. Kế hoạch toàn ngành vẫn dự kiến ghi nhận tỷ trọng nhập khẩu tăng từ 45% năm 2024 lên 51% vào năm 2029.

Hình 22: Dự báo giá than 5a trong nước và tương đương than trộn trung bình

Triệu đồng/tấn	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Than nội địa, 5a (5.500 kcal/kg)	1.845	1.808	1.898	1.993	2.093	2.198	2.308	2.423
Tăng trưởng YoY	0,0%	-2,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
%Mới so với Cũ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Than hỗn hợp, tương đương 5a (*)	2.738	2.238	2.460	2.275	2.358	2.294	2.534	2.539
Tăng trưởng YoY	48,4%	-18,3%	9,9%	-7,5%	3,6%	-2,7%	10,5%	0,2%
%Mới so với Cũ	0,0%	0,0%	0,0%	-5,5%	-1,9%	-5,2%	1,3%	-1,2%

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

Hình 23: Than nhiệt Newcastle 6.000 kcal/kg FOB (USD/tấn)



USD/Tấn	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025YTD
Trung bình/năm	87	107	80	60	134	342	183	136	108
%YoY	35%	22%	-25%	-25%	123%	155%	-47%	-25%	-21%

Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Giá FOB không bao gồm chi phí vận chuyển và VAT; dữ liệu tính đến ngày 18/09/2025)

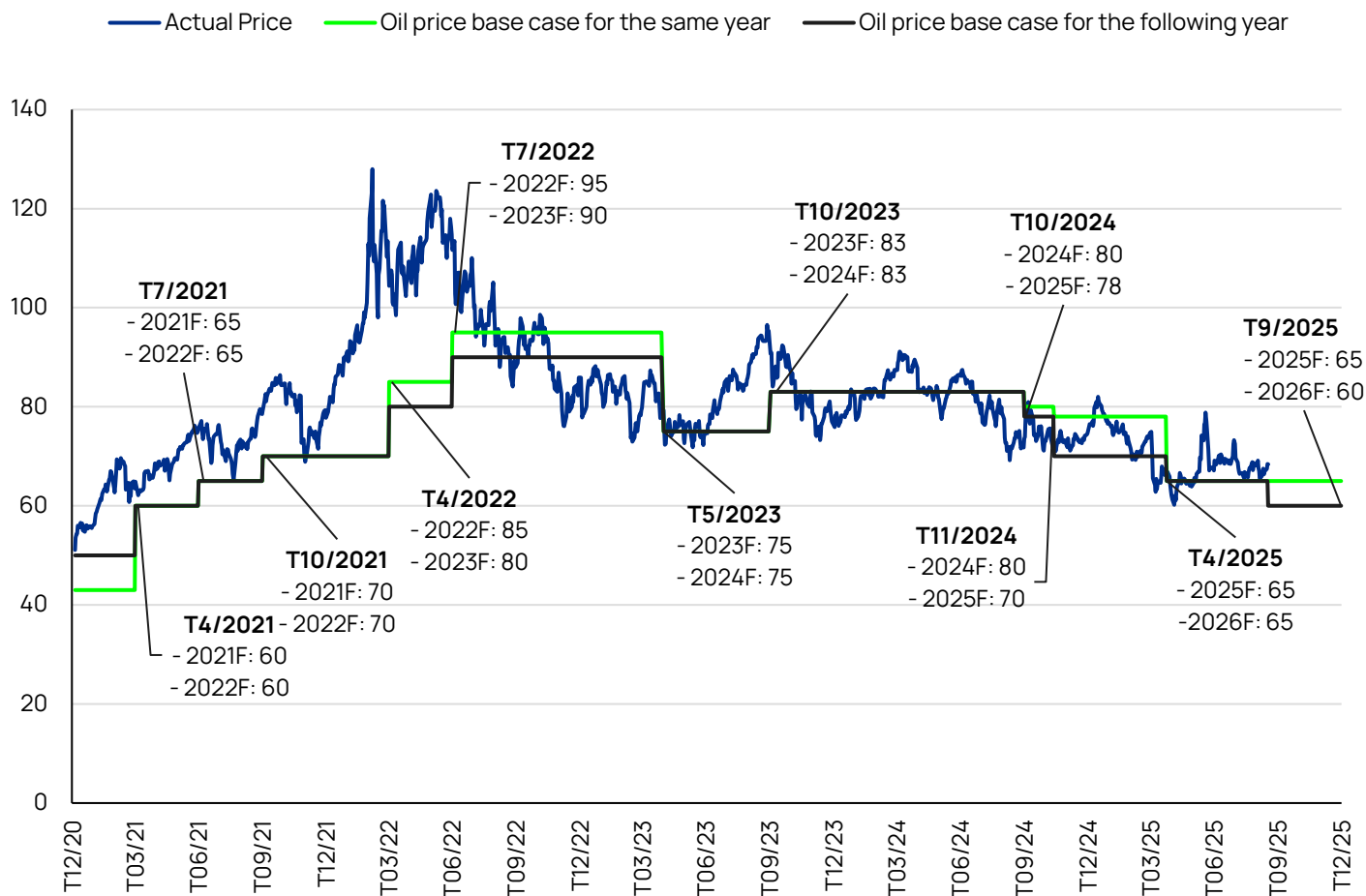
Hình 24: Dự báo đồng thuận của Bloomberg về giá than nhiệt Newcastle (6.000 kcal/kg)

USD/tấn	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Đồng thuận Bloomberg (trung vị)	136	108	111	103	117	114
Thay đổi YoY (%)		-21%	3%	-7%	14%	-3%
Đồng thuận trước đó (tháng 4/2025)		118	114	112	115	116
Mới s/v trước đó		-8%	-3%	-8%	2%	-2%
Các công ty						
BMI, công ty của Fitch Solutions		100	95	90	87	85
Westpac Banking Corp		106	109	113	116	119
Barclays PLC		105	103	100	90	
Deutsche Bank AG		106	115	112	120	
Morgan Stanley		107	113	125	130	135

Nguồn: Bloomberg, Vietcap tổng hợp (Giá FOB không bao gồm cước vận chuyển, chi phí logistics và VAT; dữ liệu đồng thuận Bloomberg tính đến tháng 9/2025)

Diễn biến dự báo giá dầu

Hình 25: Dự báo trường hợp cơ sở về diễn biến giá dầu của Vietcap (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald
Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Phó Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan	Châu Thiên Trúc Quỳnh	Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc điều hành	Giám đốc điều hành	Giám đốc
Khối môi giới và Giao dịch Chứng	Khối Môi giới trong nước	Giao dịch Chứng khoán -
khoán – Khách hàng tổ chức		Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107	+84 28 3914 3588, ext 222	+84 28 3914 3588, ext 136
tuan.nhan@vietcap.com.vn	quynh.chau@vietcap.com.vn	dung.nguyen@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

Khuyến cáo

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