

Cập nhật Ngành Dầu khí – Q2/2026

7 doanh nghiệp dầu khí niêm yết: PVD, PVS, GAS, BSR, PVT, PLX, OIL

Cập nhật Quý 2/2026 · Số liệu kết quả kinh doanh đến 30/06/2026 · Giá cổ phiếu & định giá đến 28/08/2026

TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Q2/2026, nhóm 7 doanh nghiệp dầu khí niêm yết ghi nhận LNST cổ đông mẹ **17.224 tỷ đồng (+114% so cùng kỳ)**, lũy kế 6 tháng **29.228 tỷ đồng, gấp 2,4 lần** cùng kỳ, mức cao nhất của ngành trong ít nhất 5 năm. Động lực lớn nhất là cú sốc nguồn cung tại eo biển Hormuz đẩy **giá dầu Brent bình quân quý lên 102,9 USD/thùng (+51%)**, kéo crack spread lọc dầu lên cao nhất 4 năm và giá cước vận tải dầu khí tăng mạnh. Nguyên nhân tăng trưởng phân hóa mạnh giữa các doanh nghiệp: riêng **BSR chiếm 43% lợi nhuận** toàn nhóm trong quý và phần vượt trội mang đậm tính chu kỳ; **PLX** lãi lớn chủ yếu nhờ hoàn nhập khoảng **6.100 tỷ đồng** dự phòng tồn kho trích trong Q1; **PVS** lãi nhờ thu nhập một lần trong khi lợi nhuận cốt lõi **âm 84 tỷ đồng**; **OIL** lỗ **136 tỷ đồng**, quý lỗ đầu tiên kể từ Q3/2022 do độ trễ cơ chế điều hành giá. Phần lợi nhuận có tính lặp lại cao hơn nằm ở **GAS** (biên gộp 18,0%, cao nhất 8 quý) và **PVT** (80% đội tàu định hạn/pool, cước tái ký tăng). **TCBS Research** cho rằng trong giai đoạn này **chất lượng lợi nhuận là chỉ báo quan trọng hơn tốc độ tăng trưởng**: giá dầu Brent dự báo sẽ hạ nhiệt vào nửa cuối năm 2026 và 2027, đồng nghĩa đỉnh lợi nhuận khó lặp lại. Điểm sáng cấu trúc là **Luật Dầu khí (sửa đổi) 2026** có hiệu lực từ 01/03/2027, mở ra tiềm năng hấp dẫn cho nhóm thượng nguồn **PVD, PVS**.

ĐIỂM NHẤN

- Lợi nhuận toàn nhóm bật mạnh**
LNST cổ đông mẹ Q2/2026 đạt **17.224 tỷ đồng (+114%)**; lũy kế 6 tháng **29.228 tỷ đồng, gấp 2,4 lần** cùng kỳ. **5/7** doanh nghiệp tăng trưởng so cùng kỳ.
- Giá dầu Brent vượt 100 USD/thùng**
Bình quân Q2 đạt **102,9 USD/thùng (+51%)**, chạm 105 USD ngày 23/07; crack spread lọc dầu cao nhất 4 năm giúp BSR lãi **7.460 tỷ đồng**, gấp 8,8 lần cùng kỳ.
- Luật Dầu khí (sửa đổi) được thông qua**
Luật có hiệu lực từ **01/03/2027**: mở ưu đãi mở nhỏ/cận biên, nới trần thu hồi chi phí lên **90%**, gia hạn hợp đồng 5 năm cho dự án tận thu.
- Dự phóng nửa cuối năm 2026 tăng trưởng chậm lại**
TCBS Research dự phóng tổng LNST cổ đông mẹ 7 mã năm 2026 khoảng **53,3 nghìn tỷ đồng**; phần lớn mức vượt trội đã nằm ở nửa đầu năm.

CẦN THEO DÕI

- Chất lượng lợi nhuận: phần chu kỳ và một lần chiếm tỷ trọng lớn**
BSR chiếm **43%** LNST toàn nhóm nhờ crack spread đột biến; PLX hoàn nhập **~6.100 tỷ đồng** dự phòng; PVS lợi nhuận cốt lõi **âm 84 tỷ đồng**. Các cấu phần này khó có khả năng lặp lại trong KQKD nửa cuối năm.
- Giá dầu hạ nhiệt trong nửa cuối năm**
EIA (báo cáo STEO, Triển vọng năng lượng ngắn hạn, tháng 8/2026) dự báo giá dầu Brent **85,2 USD/thùng** trong Q3, **78,0 USD/thùng** trong Q4 và **69,4 USD/thùng** năm 2027; lợi nhuận nhóm lọc dầu, vận tải sẽ bình thường hóa dần.
- P/E trượt bị biến dạng theo vị trí chu kỳ**
P/E **6,7 lần** của BSR tính trên lợi nhuận đỉnh chu kỳ; P/E **16,0 lần** của PVD và **23,0 lần** của OIL tính trên lợi nhuận đáy. Định giá theo lợi nhuận trượt vì thế dễ dẫn tới kết luận sai.

QUY MÔ & THỊ TRƯỜNG

Vốn hóa nhóm theo dõi	444.938 tỷ đồng
Số doanh nghiệp theo dõi	7 mã
Giá dầu Brent BQ Q2/26	102,9 USD/thùng
Giá dầu Brent 2026F (EIA)	86,8 USD/thùng

KẾT QUẢ Q2/2026

Doanh thu thuần	345.517 tỷ đồng
LNST cổ đông mẹ	17.224 tỷ · +114%
LNST cổ đông mẹ 6T	29.228 tỷ · +143%
Tỷ trọng BSR trong LNST Q2	43,3 %

ĐỊNH GIÁ & CHẤT LƯỢNG

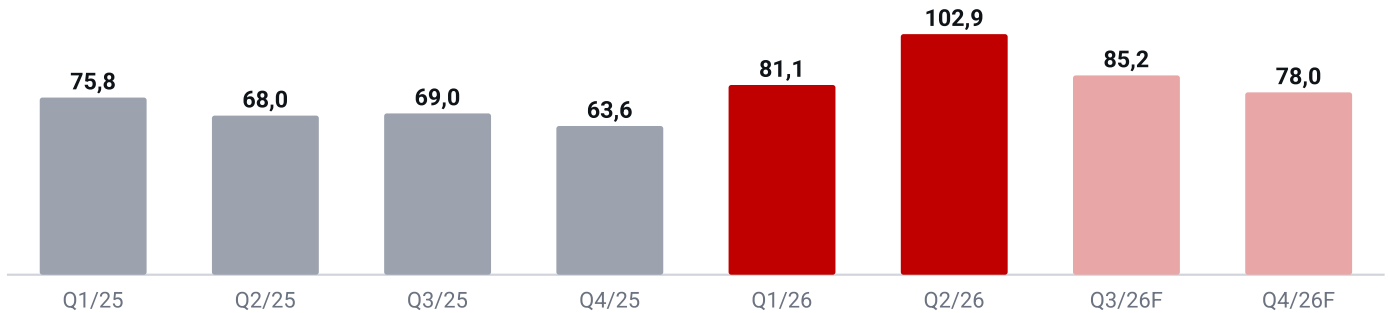
P/E trung vị	14,3 lần
P/B trung vị	1,3 lần
Số mã lỗ trong Q2	1 / 7
Tiền ròng/vốn hóa toàn nhóm	~25 %

1. Tổng quan thị trường dầu khí

1.1. Cú sốc nguồn cung Hormuz định hình toàn bộ quý 2

Chuỗi sự kiện tại eo biển Hormuz từ giữa tháng 6/2026 (va chạm và tấn công tàu chở dầu, phí bảo hiểm hàng hải tăng vọt) đẩy giá dầu Brent giao ngay từ vùng 80 USD/thùng lên trên 100 USD/thùng trong phần lớn quý. Sang tháng 7, căng thẳng lan sang khu vực Bab el-Mandeb khiến giá chạm **105 USD/thùng ngày 23/07** trước khi hạ nhiệt dần trong tháng 8. EIA trong báo cáo STEO tháng 8/2026 giả định mức gián đoạn nguồn cung khoảng **0,6 triệu thùng/ngày** kéo dài đến hết 2027, nhưng vẫn dự báo giá giảm dần do tồn kho toàn cầu tích lũy và nguồn cung ngoài OPEC+ tăng.

Giá dầu Brent bình quân quý (USD/thùng) · 2026 dự báo theo EIA



Nguồn: EIA, Short-Term Energy Outlook tháng 8/2026. Cột nhạt là dự báo.

1.2. Kênh truyền dẫn giá dầu khác nhau theo phân khúc

- **Tức thời với lọc dầu và vận tải.** Crack spread và giá cước phản ứng ngay theo rủi ro nguồn cung: BSR hưởng chênh lệch giá sản phẩm cao nhất 4 năm; cước Aframax/LR2 tăng vọt khi tuyến vận chuyển kéo dài và phí bảo hiểm tăng, PVT hưởng lợi khi tái ký hợp đồng.
- **Độ trễ 3–6 tháng với thượng nguồn.** Giá thuê ngày giàn khoan bình quân Đông Nam Á Q2 đạt 95.100 USD (–9% svck), chưa phản ánh mặt bằng giá dầu mới; nguồn việc của PVD, PVS phụ thuộc chu kỳ đầu tư mở nhiều hơn giá dầu giao ngay.
- **Gần như trung tính với hạ nguồn phân phối.** Biên lợi nhuận trên mỗi lít của PLX, OIL do cơ chế điều hành giá quyết định; giá dầu tăng sốc thậm chí gây lỗ do độ trễ điều chỉnh giá bán lẻ so với giá vốn nhập.

1.3. Triển vọng nửa cuối 2026: giá hạ nhiệt, lợi nhuận bình thường hóa

- **EIA dự báo giá dầu Brent 85,2 USD/thùng trong Q3 và 78,0 USD/thùng trong Q4/2026;** bình quân cả năm 86,8 USD/thùng và năm 2027 chỉ 69,4 USD/thùng khi nguồn cung ngoài OPEC+ tăng và tồn kho tích lũy.
- **Biến số theo dõi:** diễn biến an ninh hàng hải tại Hormuz và Bab el-Mandeb, sản lượng OPEC+, và các kỳ STEO hằng tháng; các yếu tố này có thể làm dự phóng lợi nhuận ngành thay đổi đáng kể theo cả hai chiều.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH

Giá dầu Brent quanh 100 USD/thùng là **cú sốc nguồn cung, không phải mặt bằng giá mới**. Vùng dao động khả thi trong 12 tháng tới rất rộng (70–95 USD/thùng tùy kịch bản), do đó chúng tôi tiếp cận lợi nhuận và định giá ngành theo hướng đa kịch bản: lợi nhuận nhóm lọc dầu và phân phối sẽ bình thường hóa dần, trong khi nhóm thượng nguồn bước vào pha cải thiện nhờ chuỗi dự án Lô B, giàn khoan mới và khung pháp lý mới, tạo thế "lệch pha" rõ rệt trong nội bộ ngành.

2. Kết quả kinh doanh Q2/2026

2.1. Lợi nhuận toàn nhóm bật mạnh nhưng tập trung ở nhóm lọc dầu – khí

LNST CỔ ĐÔNG MẸ Q2 17.224 tỷ +114% so cùng kỳ	LNST CỔ ĐÔNG MẸ 6T 29.228 tỷ Gấp 2,4 lần cùng kỳ	TỶ TRỌNG BSR TRONG Q2 43,3 % BSR + GAS chiếm 77,3%	SỐ MÃ TĂNG TRƯỞNG 5 / 7 PVD giảm 32%, OIL chuyển lỗ
--	---	---	--

Mã	Doanh thu Q2	+/- cùng kỳ	LNST cổ đông mẹ Q2	+/- cùng kỳ	LNST cổ đông mẹ 6T	+/- cùng kỳ
PVD	3.028	+23,7%	163	-32,1%	469	+19,3%
PVS	8.589	+16,7%	525	+46,2%	941	+36,2%
GAS	43.249	+43,8%	5.850	+23,2%	8.795	+17,2%
BSR	58.716	+59,7%	7.460	Gấp 8,8 lần	15.725	Gấp 12,6 lần
PVT	5.714	+32,5%	553	+87,5%	872	+71,0%
PLX	136.218	+78,0%	2.809	+105,6%	2.046	+36,5%
OIL	90.003	+125,5%	-136	Lỗ (cùng kỳ lãi)	380	+83,6%
Tổng	345.517	+75,0%	17.224	+114,4%	29.228	+142,6%
Không tính BSR	286.801	+78,5%	9.764	+35,9%	13.503	+25,0%

Đơn vị: tỷ đồng. LNST cổ đông mẹ: lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ. Nguồn: BCTC hợp nhất Q2/2026 các doanh nghiệp (chưa kiểm toán), TCBS tổng hợp.

- **BSR chiếm gần một nửa lợi nhuận toàn nhóm.** Riêng BSR đóng góp 7.460 tỷ đồng trong Q2 (43,3%) và 15.725 tỷ đồng trong 6 tháng (53,8%) nhờ crack spread cao nhất 4 năm và nhà máy chạy 124–126% công suất thiết kế. Không tính BSR, lợi nhuận 6 tháng của 6 mã còn lại chỉ tăng 25,0%.
- **Mức tăng svck được khuếch đại bởi nền thấp.** Q2/2025 giá dầu Brent bình quân chỉ 68,0 USD/thùng và BSR gần hòa vốn; tăng trưởng các quý tới sẽ giảm tốc mạnh khi nền so sánh cao dần.
- **Doanh thu tăng nhanh hơn lợi nhuận ở nhóm có cấu phần nhập khẩu.** GAS tăng doanh thu 43,8% nhưng lợi nhuận tăng 23,2% do tỷ trọng LNG nhập khẩu tăng: LNG nhập làm doanh thu tăng nhanh nhưng biên lợi nhuận trên mỗi đơn vị thấp hơn khí nội địa. OIL ở thái cực còn lại: doanh thu tăng 125,5% nhưng chuyển lỗ do biên gộp co hẹp và trích lập dự phòng hàng tồn kho.
- **Bức tranh cấp Tập đoàn cũng tích cực.** Toàn Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) 6T/2026 ghi nhận tổng doanh thu 734,7 nghìn tỷ đồng (+49% svck), doanh thu hợp nhất 445,4 nghìn tỷ đồng (+39%) và nộp ngân sách 88,9 nghìn tỷ đồng (+27%), cho thấy đà tăng lan tỏa cả các đơn vị chưa niêm yết trong chuỗi giá trị.

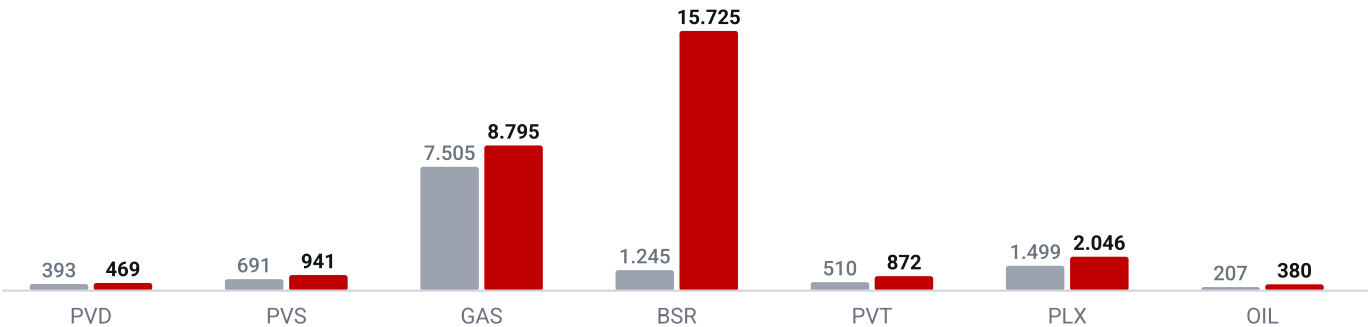
2.2. Chất lượng lợi nhuận: bóc tách phần chu kỳ và một lần

Cấu trúc lợi nhuận quý 2 cho thấy phần lớn mức vượt trội mang tính chu kỳ hoặc một lần. TCBS Research cho rằng thước đo phù hợp cho các quý tới là **phần lợi nhuận có khả năng lặp lại** khi giá dầu Brent quay về vùng dự báo 78–85 USD/thùng, thay vì tốc độ tăng trưởng của con số tổng.

Mã	Cấu phần chi phối lợi nhuận Q2/2026	Tính chất	Đánh giá
BSR	Crack spread đột biến sau gián đoạn Hormuz; tồn kho dầu thô giá thấp cộng hưởng	Chu kỳ	Bình thường hóa khi giá dầu hạ nhiệt
PLX	Hoàn nhập khoảng 6.100 tỷ đồng dự phòng giảm giá tồn kho trích cuối Q1	Một lần	Khoản dự phòng lớn có thể không lặp lại nhưng có bộ đệm tăng trưởng từ các mảng ngoài xăng dầu
PVS	Thu nhập một lần từ quyết toán hợp đồng; lợi nhuận cốt lõi âm 84 tỷ đồng	Một lần	Hoàn dự phòng hơn 600 tỷ đồng là bộ đệm lợi nhuận
PVT	Cước tái ký tăng, 80% đội tàu định hạn hoặc pool	Lặp lại	Giữ được phần lớn lợi ích sang 2027 nhờ hợp đồng khóa cước
GAS	Biên gộp 18,0% cao nhất 8 quý nhờ cơ cấu sản lượng LNG và điện khí	Lặp lại	Tăng trưởng sản lượng gắn với chuỗi Nhơn Trạch 3 và 4 cùng kho Thị Vải
PVD	Doanh thu tăng nhờ 5,91 giàn hoạt động nhưng giàn thuê ngoài biên mỏng, lãi vay tăng	Chu kỳ	Điểm rơi lợi nhuận từ Q4/2026, rõ nét khi giàn PVD X vận hành từ Q2/2027
OIL	Giá vốn 6 tháng tăng 123% trong khi giá bán lẻ điều hành chỉ tăng 34–36%; trích dự phòng 232 tỷ đồng	Chu kỳ	Kỳ vọng có lãi trở lại khi giá dầu hạ nhiệt trong nửa cuối năm

Phân loại "Chu kỳ / Một lần / Lặp lại" là đánh giá định tính của TCBS Research dựa trên thuyết minh BCTC Q2/2026 và công bố thông tin doanh nghiệp.

LNST cổ đông mẹ 6T/2025 (xám) và 6T/2026 (đỏ) · tỷ đồng



Nguồn: BCTC hợp nhất các doanh nghiệp, TCBS tổng hợp.

- **Tiến độ kế hoạch năm mất dần ý nghĩa so sánh.** Hầu hết doanh nghiệp đã hoàn thành vượt hoặc gần hết kế hoạch lợi nhuận năm sau 6 tháng (PVS 101%, PVT 89% kế hoạch LNTT, OIL 73%, PVD 60%) do kế hoạch xây trên giả định giá dầu thận trọng 60–70 USD/thùng.

2.3. Phân hóa giữa các doanh nghiệp: ba quỹ đạo trong cùng một môi trường giá

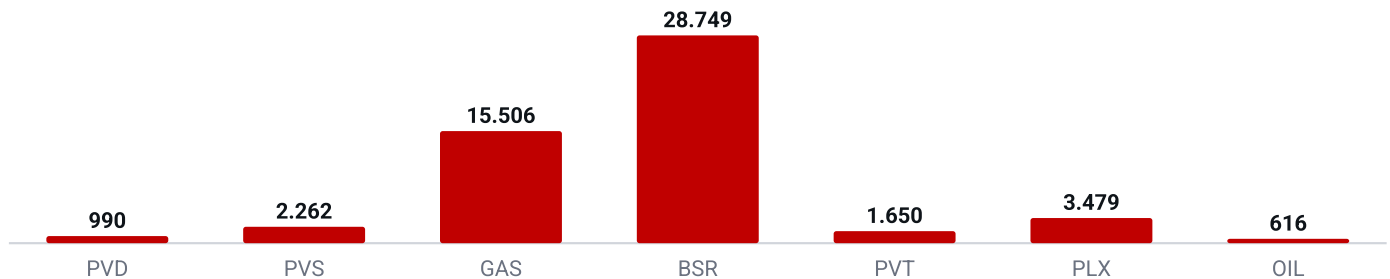
- **Bùng nổ (BSR, PVT, PLX):** hưởng lợi trực tiếp từ crack spread, giá cước và hoàn nhập dự phòng; BSR lãi gấp 8,8 lần, PVT lập kỷ lục lợi nhuận quý (553 tỷ đồng, +87,6%), PLX đảo chiều từ lỗ 763 tỷ đồng trong Q1 sang lãi 2.809 tỷ đồng.
- **Cải thiện chậm (PVS, GAS):** PVS tăng 46,5% nhưng nhờ khoản mục một lần; GAS tăng 23,2% với chất lượng tốt (quý cao nhất kể từ 2020) song vẫn chậm hơn đà tăng doanh thu do cấu phần LNG nhập khẩu.
- **Suy giảm (PVD, OIL):** PVD giảm 32,2% vì chi phí giàn thuê ngoài và lãi vay tăng từ 47 tỷ lên 111 tỷ đồng dù doanh thu tăng 23,7%; OIL lỗ 136 tỷ đồng, quý lỗ đầu tiên kể từ Q3/2022, biên gộp co về 1,42%.

2.4. Dự phóng 2026 cập nhật của TCBS Research

TCBS Research nâng dự phóng lợi nhuận 2026 của phần lớn các mã sau quý 2, tổng LNST cổ đông mẹ 7 mã khoảng **53.252 tỷ đồng, gấp 2,3 lần năm 2025**. Nửa đầu năm đã đạt **54,9%** dự phóng LNST cổ đông mẹ cả năm; riêng BSR đã đạt 54,7% và mức đóng góp nửa cuối năm sẽ thấp hơn nửa đầu năm.

Mã	Doanh thu 2026F	+/- cùng kỳ	LNST cổ đông mẹ 2026F	+/- cùng kỳ	ROE 2026F	6T đã đạt
PVD	13.512	+24,0%	990	-4,7%	5,2%	47,4%
PVS	40.898	+25,0%	2.262	+22,3%	14,6%	41,6%
GAS	166.884	+23,5%	15.506	+35,9%	20,9%	56,7%
BSR	215.205	+52,0%	28.749	Gấp 5,5 lần	40,7%	54,7%
PVT	21.621	+35,4%	1.650	+58,8%	17,4%	52,8%
PLX	467.911	+51,0%	3.479	+30,1%	12,6%	58,8%
OIL	225.534	+49,8%	616	+41,7%	5,7%	61,7%
Tổng	1.151.565	+44,5%	53.252	Gấp 2,3 lần	—	54,9%

LNST cổ đông mẹ 2026F theo dự phóng của TCBS Research · tỷ đồng



Đơn vị: tỷ đồng. Dự phóng của TCBS Research cập nhật sau KQKD Q2/2026, phụ thuộc nhiều vào giả định giá dầu, crack spread và tiến độ các dự án hạ tầng dầu khí. "6T đã đạt": LNST cổ đông mẹ 6T/2026 so với dự phóng cả năm.

- **Nhóm được nâng dự phóng mạnh nhất là lọc dầu và vận tải.** BSR nhờ nửa đầu năm vượt xa kịch bản cơ sở; PVT nhờ mặt bằng cước tái ký cao và tỷ trọng định hạn lớn.
- **PVD là mã duy nhất dự phóng giảm lợi nhuận (-4,7%).** Năm 2026 là vùng trũng; tăng trưởng trở lại từ 2027 khi giàn PVD X đóng góp cả năm.
- **Hạ nguồn phụ thuộc chính sách hơn giá dầu.** Dự phóng PLX, OIL giả định biên phân phối bình thường hóa nửa cuối năm, chưa phản ánh tác động (nếu có) của nghị định kinh doanh xăng dầu mới.

2.5. Tổng hợp đánh giá theo nhóm

TCBS Research phân 7 doanh nghiệp thành bốn nhóm theo vị trí chuỗi giá trị, chất lượng lợi nhuận và sức khỏe tài chính. Phân nhóm mang tính mô tả, không phải khuyến nghị đầu tư và không kèm giá mục tiêu.

NHÓM 1 · THƯỢNG NGUỒN, CÂU CHUYỆN DỰ ÁN PVD · PVS

Lợi nhuận Q2 chưa bùng nổ (PVD -32,2%; PVS tăng nhờ khoản mục một lần, cốt lõi âm 84 tỷ đồng) nhưng giá trị nằm ở phía trước: backlog Lô B (EPC1 ~65%, EPC2 ~95%), giàn PVD X vận hành từ Q2/2027 và **Luật Dầu khí (sửa đổi) hiệu lực 01/03/2027** mở nguồn việc mở nhỏ/cận biên. PVS có tiền ròng 15.327 tỷ đồng, tương đương ~76% vốn hóa. Nhóm hưởng lợi trực tiếp nhất từ chu kỳ đầu tư thượng nguồn 2027–2030.

NHÓM 2 · TRỤ CỘT KHÍ – LNG GAS

Chiếm tỷ trọng lớn về quy mô: **45,7% vốn hóa** toàn nhóm. Lợi nhuận Q2 cao nhất kể từ 2020 (5.850 tỷ đồng, +23,2%) với chất lượng tốt, biên gộp 18,0% cao nhất 8 quý. Chu kỳ đầu tư lớn nhất lịch sử (~3,5 tỷ USD giai đoạn 2026–2030 cho hạ tầng LNG, đường ống Lô B) trên nền tài chính vững, nợ/vốn chủ 0,5 lần. Đổi lại, định giá luôn cao nhất ngành: P/E 16,0 lần, P/B 3,0 lần.

NHÓM 3 · LỘC DẦU & VẬN TẢI, ĐỈNH CHU KỲ BSR · PVT

Hưởng lợi trực tiếp và nhanh nhất từ giá dầu: BSR lãi 6 tháng 15.725 tỷ đồng, gấp 12,6 lần; PVT lập kỷ lục quý. Khác biệt nằm ở độ bền: lợi nhuận BSR gắn với crack spread đầy biến động, trong khi PVT khóa được mặt bằng cước qua ~10 hợp đồng tái ký trong Q3 với 80% đội tàu định hạn/pool. P/E thấp của BSR (6,7 lần) là P/E đỉnh chu kỳ, cần đọc kèm kịch bản giá dầu 2027.

NHÓM 4 · HẠ NGUỒN, CÂU CHUYỆN CHÍNH SÁCH PLX · OIL

Chiếm khoảng 2/3 thị trường xăng dầu trong nước nhưng ít nhạy với giá dầu nhất: lợi nhuận phân phối = sản lượng × biên trên mỗi lít do cơ chế điều hành quyết định. Q2 phân hóa trái ngược: PLX lãi 2.809 tỷ đồng nhờ hoàn nhập dự phòng, ~65% lợi nhuận 6 tháng từ mảng ngoài xăng dầu; OIL lỗ 136 tỷ đồng do độ trễ giá. Yếu tố xúc tác lớn nhất là nghị định kinh doanh xăng dầu mới và điều chỉnh thuế sau 30/09/2026.

Điểm nhấn vận hành quý 2

- **GAS:** 6 chuyến LNG nhập về kho Thị Vải trong 6 tháng phục vụ chuỗi điện khí Nhơn Trạch 3 và 4; kho Thị Vải mở rộng giai đoạn 2 theo lộ trình 2026–2030.
- **BSR:** nhà máy vận hành 124–126% công suất thiết kế suốt quý cao điểm crack spread, tận dụng cả tồn kho dầu thô mua ở vùng giá thấp đầu quý.
- **PVD:** hiệu suất sử dụng đội giàn tự nâng trên 99%; giàn PVD X được bàn giao ngày 28/07/2026, chuẩn bị vận hành thương mại từ Q2/2027.
- **PVT:** khoảng 10 hợp đồng tái ký trong Q3 ở mặt bằng cước cao (Aframax/LR2 tham chiếu khoảng 59.900 USD/ngày); 7–10 tàu lên đà bảo dưỡng cuối năm sẽ kìm lợi nhuận nửa cuối.
- **OIL:** triển khai xăng E10 toàn hệ thống từ tháng 4/2026 và chuẩn bị mở rộng mảng nhiên liệu bay Jet A-1 từ Q4/2026, hai điểm tựa sản lượng cho giai đoạn tới.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH

Mặt bằng lợi nhuận 2026 của ngành đã được "khóa" phần lớn bởi nửa đầu năm đột biến. Câu hỏi cho nhà đầu tư không còn là lợi nhuận 2026 cao bao nhiêu, mà là **phần nào lặp lại được ở 2027** khi EIA dự báo giá dầu Brent bình quân chỉ 69,4 USD/thùng. Cấu phần lợi nhuận bền (GAS, PVT định hạn, dịch vụ kỹ thuật của PVS) cùng tiến độ chuỗi Lô B và khung pháp lý mới sẽ quyết định định giá và tiềm năng tăng trưởng của các công ty.

3. Cơ cấu tài sản & nguồn vốn

3.1. Bảng cân đối phân hóa rõ giữa hai đầu chuỗi giá trị

TIỀN RÒNG PVS 30/06 15.327 tỷ ~76% vốn hóa tại 28/08	TIỀN RÒNG OIL 30/06 9.538 tỷ ~68% vốn hóa tại 28/08	LÃI VAY PVD Q2 111 tỷ Cùng kỳ 47 tỷ; vay đầu tư gián PVD X	VỐN ĐẦU TƯ GAS 2026–2030 ~3,5 tỷ USD Hạ tầng LNG và đường ống Lô B
---	--	--	--

Mã	Tổng tài sản 30/06	Nợ phải trả/VCSH (lần)	Tiền ròng 30/06	Vốn hóa 28/08
PVD	29.802	0,7	-2.677	17.766
PVS	42.940	1,6	15.327	20.252
GAS	102.870	0,5	42.528	203.170
BSR	105.419	0,4	41.010	133.194
PVT	23.021	0,9	-1.197	10.442
PLX	87.876	2,0	7.113	46.059
OIL	49.225	3,1	9.538	14.055

Đơn vị: tỷ đồng. Nguồn: BCTC hợp nhất 30/06/2026, dữ liệu TCBS ngày 28/08/2026.
Tiền ròng = tiền và tương đương + đầu tư tài chính ngắn hạn – tổng nợ vay; số âm là nợ ròng.

- **Tiền ròng hiện diện ở 5/7 doanh nghiệp.** Xét giá trị tuyệt đối, GAS (42.528 tỷ đồng) và BSR (41.010 tỷ đồng) nắm lượng tiền ròng lớn nhất; xét tỷ trọng vốn hóa, PVS (~76%) và OIL (~68%) dẫn đầu, khiến định giá EV thực tế nhỏ hơn nhiều vốn hóa và so sánh P/E trực tiếp dễ sai lệch. Ngược lại, PVD và PVT ở trạng thái nợ ròng do đang trong chu kỳ đầu tư giàn khoan và đội tàu.
- **Nhóm khí – lọc dầu có bảng cân đối vững nhất.** GAS và BSR có nợ phải trả/vốn chủ sở hữu chỉ 0,4–0,5 lần dù đang bước vào chu kỳ đầu tư lớn (GAS ~3,5 tỷ USD giai đoạn 2026–2030; BSR chuẩn bị dự án Nâng cấp – Mở rộng hoàn thành 2028).
- **Đòn bẩy cao tập trung ở hạ nguồn phân phối.** PLX (2,0 lần) và OIL (3,1 lần) có cấu trúc nợ phải trả lớn do đặc thù vốn lưu động kinh doanh xăng dầu; đây chủ yếu là phải trả người bán và vay ngắn hạn quay vòng, khác về bản chất với nợ đầu tư dài hạn.
- **Bộ đệm chưa phản ánh hết trên báo cáo lãi lỗ của PVS.** Khoản dự phòng bảo hành hơn 630 tỷ đồng thường được hoàn nhập về cuối vòng đời các gói M&C, là nguồn lợi nhuận tiềm năng; ngược lại, cổ tức cổ phiếu 20% sẽ pha loãng EPS, cần điều chỉnh khi so sánh P/E giữa các kỳ.
- **PVD tăng vay đầu tư gián mới.** Chi phí lãi vay Q2 tăng từ 47 tỷ lên 111 tỷ đồng do khoản vay cho giàn PVD X; áp lực này kéo dài đến khi giàn vận hành thương mại từ Q2/2027 và tạo dòng tiền bù đắp.

ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG

Sự phân hóa bảng cân đối ảnh hưởng trực tiếp đến cách định giá từng mã: nhóm tiền ròng cao (PVS, OIL) nên được nhìn theo EV/EBITDA hoặc vốn hóa trừ tiền ròng; nhóm đầu tư lớn (GAS, PVD) cần theo dõi tiến độ chuyển hóa vốn đầu tư thành dòng tiền; nhóm vốn lưu động lớn (PLX, OIL) nhạy với chi phí vốn ngắn hạn và biến động tồn kho hơn là với mức nợ danh nghĩa.

4. Cập nhật Luật Dầu khí (sửa đổi) 2026

Quốc hội thông qua ngày 23/08/2026 với 473/475 phiếu tán thành; hiệu lực từ 01/03/2027, thay thế toàn diện Luật Dầu khí số 12/2022/QH15

Những thay đổi chính

- **Mở rộng đối tượng hưởng bậc "đặc biệt ưu đãi"** (thuế TNDN 25%, thuế xuất khẩu dầu thô 5%, thu hồi chi phí 80%) sang mỏ nhỏ/cận biên (mỏ có trữ lượng nhỏ hoặc chi phí cao, hiệu quả đầu tư sát ngưỡng hòa vốn nên thường bị bỏ qua), mỏ nước sâu xa bờ, dự án gia tăng hệ số thu hồi dầu và khai thác tận thu; các mức thuế này không mới nhưng phạm vi áp dụng rộng hơn đáng kể.
- **Nới trần thu hồi chi phí thêm tối đa 10 điểm %** (lên tối đa 90% sản lượng năm) cho dự án áp dụng công nghệ cao: nhà thầu được giữ lại tỷ lệ sản lượng hằng năm lớn hơn để bù đắp chi phí đã đầu tư, rút ngắn thời gian hoàn vốn và cải thiện IRR ngay cả khi tổng nghĩa vụ thuế không đổi; đây là kênh cải thiện hiệu quả đầu tư quan trọng hơn thuế suất.
- **Gia hạn hợp đồng dầu khí tối đa 5 năm** cho dự án gia tăng thu hồi dầu và khai thác tận thu, điều Luật 2022 chưa có.
- **Thu giữ, vận chuyển và lưu trữ CO₂ lần đầu vào phạm vi điều chỉnh**; nhà thầu được sở hữu, mua bán tín chỉ carbon. Công trình năng lượng ngoài khơi chỉ thuộc luật khi gắn trực tiếp với hoạt động dầu khí.
- **Tăng phân cấp và giao thêm quyền cho Petrovietnam**, tách bạch vai trò nhà thầu, nhà đầu tư với chức năng đặc thù do Nhà nước giao; bổ sung trách nhiệm sau đóng mỏ và cơ chế dùng chung hạ tầng.

Tác động đến nhóm theo dõi

Mã	Mức độ · kênh · thời điểm	Nội dung tác động
PVD	Cao · trực tiếp · từ 2027	Ưu đãi khai thác tận thu và gia tăng hệ số thu hồi dầu cùng cơ chế gia hạn hợp đồng 5 năm kích hoạt nhu cầu khoan bổ sung, can thiệp giếng trên mỏ hiện hữu; chu kỳ hợp đồng giàn ngắn nên phản ánh sớm nhất.
PVS	Cao · trực tiếp · từ 2028	Mỏ nhỏ/cận biên được phê duyệt đầu tư tạo nguồn việc cơ khí dầu khí mới, tiếp nối sau cao điểm Lô B; thu giữ CO ₂ và dùng chung hạ tầng là quyền chọn dài hạn.
GAS	Trung bình · gián tiếp · 2029+	Phát hiện khí mới bổ sung nguồn khí nội địa đang suy giảm; song giá khí, biến số lợi nhuận chính, không do luật quy định.
BSR	Thấp – trung bình · dài hạn	Nguồn dầu thô nội địa ổn định hơn giúp an ninh nguyên liệu cho nhà máy lọc dầu; lợi nhuận vẫn do crack spread quyết định.
PLX · OIL	Thấp	Hạ nguồn phân phối chịu chi phối của nghị định kinh doanh xăng dầu, không phải luật thượng nguồn.

Đánh giá của TCBS Research trên cơ sở nội dung được công bố; toàn văn và số hiệu luật chưa công bố tại ngày phát hành, cần đối chiếu lại khi ban hành.

ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG

Luật không tác động KQKD 2026: hiệu lực từ **01/03/2027** và cần nghị định thay thế Nghị định 45/2023/NĐ-CP trước thời điểm đó; giai đoạn tác động thực là **2027–2028** khi nghị định hướng dẫn, đàm phán hợp đồng và các quyết định đầu tư mỏ cận biên đầu tiên được triển khai. Tín hiệu quan trọng nhất cần theo dõi là **quyết định đầu tư đầu tiên cho mỏ cận biên/tận thu theo cơ chế mới**. Rủi ro chính: giá dầu thấp kéo dài khiến hiệu quả mỏ cận biên không vượt ngưỡng; độ trễ thực thi nghị định; và kỳ vọng đã phản ánh một phần vào giá cổ phiếu từ giai đoạn dự thảo (tháng 4/2026).

5. Định giá cổ phiếu

5.1. P/E trượt bị biến dạng bởi vị trí chu kỳ lợi nhuận

- **P/E thấp của BSR (6,7 lần) là P/E đỉnh chu kỳ.** Nếu lợi nhuận 2027 bình thường hóa về vùng 8–12 nghìn tỷ đồng theo kịch bản giá dầu của EIA, P/E tương lai sẽ cao hơn đáng kể mức hiện tại; định giá hấp dẫn hay không phụ thuộc kịch bản crack spread, không phụ thuộc con số trượt 12 tháng.
- **P/E của PVD (16,0 lần) và OIL (23,0 lần) tính trên lợi nhuận đáy.** Với PVD, 2026 là vùng trũng trước khi giàn PVD X đóng góp; với OIL, quý lỗ kéo giảm lợi nhuận trượt. Hai chỉ số này nên được thay bằng P/B hoặc lợi nhuận bình thường hóa khi so sánh.
- **Đà tăng giá gần đây tập trung ở thượng nguồn.** So với phiên 10/08/2026, PVS tăng 13% và PVD tăng 5% khi kỳ vọng Lô B và Luật Dầu khí (sửa đổi) rõ dần, trong khi BSR giảm 1% và PLX giảm 3%.

5.2. P/B và tiền ròng: hai bộ lọc phù hợp hơn trong giai đoạn này

Định giá P/B từng doanh nghiệp so với lịch sử 5 năm

Lần · dải xám: ± 1 độ lệch chuẩn quanh trung vị 5 năm · chấm: trung vị 5 năm · tam giác đỏ: hiện tại (28/08/2026)



Nguồn: Dữ liệu TCBS: P/B hiện tại ngày 28/08/2026; trung vị và độ lệch chuẩn tính trên chuỗi P/B ngày 5 năm (09/2021–08/2026).

- **Tiền ròng làm sai lệch so sánh vốn hóa.** PVS (~76% vốn hóa là tiền ròng) và OIL (~68%) có định giá EV thực tế nhỏ hơn nhiều vốn hóa; EV/EBITDA của PVS chỉ 7,5 lần và của PVT 4,1 lần thuộc nhóm thấp nhất ngành.
- **So với lịch sử 5 năm của chính mình, BSR là mã duy nhất vượt vùng +1 độ lệch chuẩn** (P/B 1,8 lần so với trung vị 1,24 lần), phản ánh kỳ vọng lợi nhuận đỉnh chu kỳ đã vào giá; PLX và PVT đang dưới trung vị 5 năm, trong khi PVD, PVS, GAS, OIL quanh hoặc nhỉnh hơn trung vị.
- **GAS ở thái cực ngược lại:** P/B 3,0 lần cao nhất ngành đối lấy ROE 18,7%, vị thế hạ tầng khí độc quyền tự nhiên và chu kỳ đầu tư LNG; mức chênh lệch định giá này mang tính cấu trúc, khó thu hẹp trong ngắn hạn.

QUAN ĐIỂM TCBS RESEARCH VỀ ĐỊNH GIÁ

Bộ số định giá của ngành phân tán rộng chủ yếu vì **vị trí chu kỳ và cấu trúc bảng cân đối khác nhau** giữa các doanh nghiệp, hơn là vì mức độ "đắt – rẻ" tương đối. Nhà đầu tư nên đọc P/E cùng vị trí chu kỳ của từng doanh nghiệp, dùng P/B và EV/EBITDA làm bộ lọc bổ sung, và lưu ý bảng số liệu chi tiết tại Phần 7. Báo cáo không đưa khuyến nghị mua/bán hay giá mục tiêu cho từng cổ phiếu. Rủi ro đối với định giá: giá dầu giảm nhanh hơn dự báo, tiến độ Lô B chậm, thay đổi chính sách điều hành giá xăng dầu và mặt bằng định giá chung của thị trường.

6. Rủi ro & lịch theo dõi

6.1. Rủi ro chính

Rủi ro	Nội dung	Mã chịu tác động	Mức độ
Giá dầu đảo chiều giảm nhanh	Căng thẳng Hormuz hạ nhiệt và nguồn cung ngoài OPEC+ tăng có thể kéo giá dầu Brent về dưới 70 USD/thùng sớm hơn dự báo	BSR, PVT, OIL	Cao
Crack spread bình thường hóa	Chênh lệch giá sản phẩm lọc dầu quay về trung bình dài hạn khiến lợi nhuận nửa cuối 2026 và 2027 của nhóm lọc dầu giảm mạnh	BSR	Cao
Tiến độ chuỗi Lô B và thực thi Luật Dầu khí	Chậm trễ ở mốc nghiệm thu EPC, nghị định hướng dẫn hoặc quyết định đầu tư mở cận biên làm dịch chuyển kỳ vọng nhóm thượng nguồn	PVS, PVD, GAS	Trung bình
Chính sách điều hành giá xăng dầu	Nghị định mới và điều chỉnh thuế bảo vệ môi trường, tiêu thụ đặc biệt (sau 30/09/2026) thay đổi biên phân phối và cầu tiêu thụ	PLX, OIL	Trung bình
Nguồn cung tàu MR 2027	Lượng tàu đóng mới bàn giao lớn có thể kéo cước MR giảm khoảng 30% trong 2027 nếu địa chính trị hạ nhiệt	PVT	Trung bình
Tỷ giá và lãi suất	Chi phí vay đầu tư giàn khoan, tàu và hạ tầng LNG tăng theo lãi suất USD; rủi ro lỗ tỷ giá khi vay ngoại tệ	PVD, GAS, PVT	Thấp

TCBS Research đánh giá; mức độ rủi ro xét trên tác động đến lợi nhuận 12 tháng tới.

6.2. Lịch theo dõi nửa cuối 2026

- Hàng tháng:** báo cáo STEO của EIA (cập nhật dự báo giá dầu Brent và cân đối cung cầu); diễn biến an ninh hàng hải tại eo biển Hormuz và Bab el-Mandeb.
- Tháng 9/2026:** hiệu lực dự kiến của điều chỉnh thuế bảo vệ môi trường và tiêu thụ đặc biệt với xăng dầu (sau 30/09); các hợp đồng cước tái ký của PVT.
- Quý 4/2026:** dòng đầu đầu tiên dự án Lạc Đà Vàng; điểm đảo chiều lợi nhuận của PVD; OIL mở rộng mảng nhiên liệu bay Jet A-1; KQKD Q3 công bố cuối tháng 10.
- Trước 01/03/2027:** công bố toàn văn và số hiệu Luật Dầu khí (sửa đổi); nghị định thay thế Nghị định 45/2023/NĐ-CP; quyết định đầu tư đầu tiên cho mở cận biên/tận thu theo cơ chế mới, tín hiệu quan trọng nhất với PVD, PVS.
- Xuyên suốt:** các mốc nghiệm thu gói EPC1/EPC2 Lô B (khoảng 65%/95%); FID hạ nguồn và hợp đồng mua bán điện các nhà máy Ô Môn; kho LNG Thị Vải giai đoạn 2 và kho Sơn Mỹ; nghị định kinh doanh xăng dầu mới.

KHUNG HÀNH ĐỘNG CHO NHÀ ĐẦU TƯ

(1) Với nhóm lợi nhuận đỉnh chu kỳ (BSR), theo dõi crack spread và tồn kho thay vì con số lợi nhuận quý; (2) với nhóm dự án (PVS, PVD, GAS), mốc nghiệm thu, quyết định đầu tư và tiến độ thực thi Luật Dầu khí quan trọng hơn KQKD từng quý; (3) với nhóm chính sách (PLX, OIL), nghị định kinh doanh xăng dầu mới là yếu tố xúc tác lớn nhất; (4) với PVT, giá trị nằm ở các hợp đồng tái ký khóa cước cho 2027.

7. Số liệu các doanh nghiệp

Q2/2026 · đơn vị: tỷ đồng · P/E, P/B, ROE nguồn TCBS · giá đến 28/08/2026

Mã	DT Q2/25	DT Q1/26	DT Q2/26	+/- cùng kỳ	LNST cổ đông mẹ Q2/25	Q1/26	Q2/26	+/- cùng kỳ	LNST cổ đông mẹ 6T/26	+/- cùng kỳ
PVD	2.447	3.401	3.028	+23,7%	240	306	163	-32,1%	469	+19,3%
PVS	7.359	8.699	8.589	+16,7%	359	416	525	+46,2%	941	+36,2%
GAS	30.080	38.020	43.249	+43,8%	4.748	2.945	5.850	+23,2%	8.795	+17,2%
BSR	36.772	45.920	58.716	+59,7%	846	8.265	7.460	Gấp 8,8 lần	15.725	Gấp 12,6 lần
PVT	4.313	4.177	5.714	+32,5%	295	319	553	+87,5%	872	+71,0%
PLX	76.539	98.698	136.218	+78,0%	1.366	-763	2.809	+105,6%	2.046	+36,5%
OIL	39.908	44.864	90.003	+125,5%	179	516	-136	Lỗ (cùng kỳ lãi)	380	+83,6%
Tổng	197.418	243.779	345.517	+75,0%	8.033	12.004	17.224	+114,4%	29.228	+142,6%

LNST cổ đông mẹ: lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ. Số liệu BCTC hợp nhất chưa kiểm toán, TCBS tổng hợp. Thứ tự sắp xếp theo chuỗi giá trị từ thượng nguồn đến hạ nguồn.

Định giá & sức khỏe tài chính

Mã	Giá (đồng)	Vốn hóa	P/E trượt	P/B	EV/EBITDA	ROE	EPS (đồng)	Giá trị sổ sách/CP	Nợ phải trả/VCSH
PVD	19.150	17.766	16,0	1,0	8,7	6,6%	1.198	18.665	0,7
PVS	39.600	20.252	9,6	1,3	7,5	14,3%	4.118	30.252	1,6
GAS	84.200	203.170	16,0	3,0	11,3	18,7%	5.269	28.499	0,5
BSR	26.600	133.194	6,7	1,8	6,0	30,4%	3.974	14.885	0,4
PVT	20.200	10.442	7,5	1,1	4,1	16,1%	2.711	17.970	0,9
PLX	36.250	46.059	14,3	1,8	9,1	12,7%	2.535	20.258	2,0
OIL	13.600	14.055	23,0	1,3	15,0	5,8%	591	10.295	3,1
Tổng	—	444.938	—	—	—	—	—	—	—
Trung vị	—	—	14,3	1,3	8,7	14,3%	—	—	—

Vốn hóa: tỷ đồng, tại ngày 28/08/2026. P/E, P/B, EV/EBITDA, ROE, EPS là số trượt 12 tháng gần nhất. Nợ phải trả/VCSH tại 30/06/2026. Dòng tổng: vốn hóa là tổng, các chỉ số còn lại là trung vị.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.
Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ **research.feedback@tcbs.com.vn**. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.